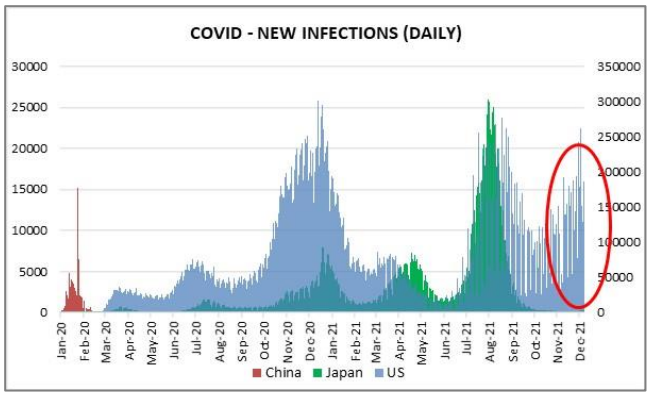
santroinvest ag

Märkte und Anlagepolitik
Erstes Quartal 2022

Es herrscht **ein grosses Wirrwarr**. In solchen Situationen gilt vorerst Ruhe zu bewahren und zu versuchen, **das grosse Ganze zu sehen**.

Zugegeben, eine verlässliche Prognose 2022 zu fassen, scheint unrealistisch. Da ist die **Pandemie,** die uns nicht loslässt, erneut aufkommende geopolitische Spannungen, soziale Unruhen und makroökonomische Verwerfungen. Demgegenüber steht **die anhaltende wirtschaftliche Erholung**, welche sich in gutem Wirtschaftswachstum und solider Gewinnentwicklung bei den Unternehmen niederschlägt.

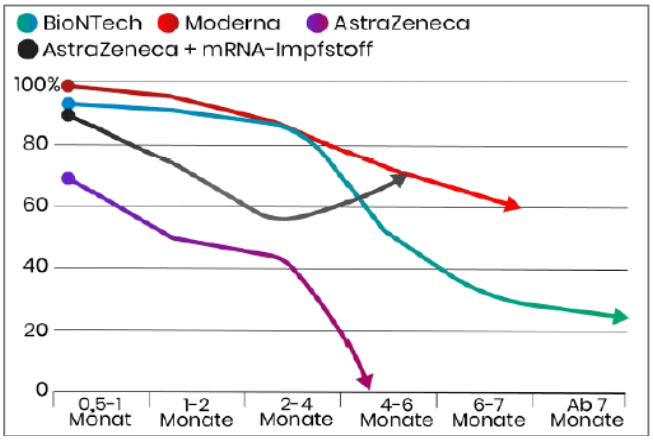


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die grosse Herausforderung ist das **ständige „Stop & Go“**, das vor allem die schnell wechselnde Pandemielage verursacht. Die **konjunkturelle Normalisierung** scheint sich **auf ewig zu verzögern**. Die Finanzmärkte sind verunsichert und werden deshalb auf absehbare Zeit volatil reagieren.

Wie sieht denn nun die **Ausgangslage zum Jahreswechsel aus? 2021** startete unter den Vorzeichen der **wirtschaftlichen Normalisierung**. Allerdings erwiesen sich die Nachbeben aus dem Pandemie-Schock 2020 grösser und nachhaltiger als erwartet. Die Normalität kam nicht zurück. Die **Angebotskrise bei den Rohstoffen** und die **globalen Versorgungsengpässe** verursachten gemeinsam mit **starker Nachfrage**, **leeren Lagern und grossem Nachholbedarf** bei Konsum riesige **Inflationsverwerfungen**. Diese wurden vorerst als vorübergehend betrachtet, mittlerweile schüren sie Unsicherheit bezüglich negativer Auswirkungen aufs Wachstum. Ein erneuter Virus-Ausbruch, akzentuiert mit neuen Mutationen, die sich schneller ausbreiten, stoppten die erhoffe Normalisierung vollends. Die **Illusion einer „sicheren Welt“ dank Impfstoff** wurde jüngst **zerstört.**

DAUER DER IMPFSTOFFWIRKUNG



Quelle: Nordstrom et al., Effectiveness of COVID-19 vaccination, The Lancet, October 2021

Der unerwartet **rasche und heftige Anstieg der Inflation** hat auch die Zentralbanken auf den Plan gerufen. Eine ultralockere Geldpolitik schien nicht mehr angebracht, ein **Regimewechsel drängte sich auf**. Die Aufgabe ist allerdings nicht ganz einfach, droht ein zu forsches Vorgehen die Konjunktur abzuwürgen bzw. eine Stagflation zu provozieren.

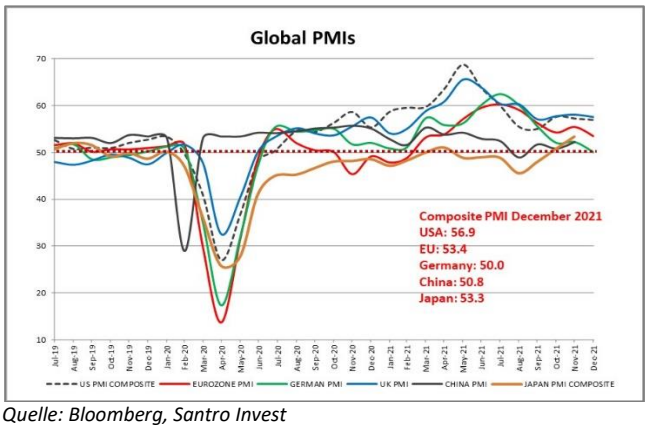
Nach einem **Übergangsjahr 2021** besteht berechtigte Hoffnung, dass sich **2022 die wirtschaftliche Entwicklung weiter normalisiert**. Um es vorwegzunehmen: die Pandemielage wird wesentlich Wachstumsraten und den globalen geld- und fiskalpolitischen Kurs beeinflussen. Denn das Hauptziel der Pandemiebe-

kämpfung – das **Eindämmen einer explosionsartigen Verbreitung (neuer) Viren** – kann aus heutiger Sicht ***nicht* mit Impfstoffen**, sondern durch **eingeschränkte Mobilität** erreicht werden. So gesehen müssen wir uns auf eine **„neue Normalität"** einstellen, welche auch positive Aspekte wie z.B. höherer Digitalisierungsgrad und grössere Bedeutung lokaler Märkte beinhaltet.

Es ist wohl fair anzunehmen, dass es zu Beginn 2022 zu einer **weiteren Verzögerung der konjunkturellen Erholung** kommt. Den Hauptgrund sehen wir bei einer möglichen Verlangsamung der **Nachfrage nach Dienstleistungen.** Die hohe Teuerung dürfte aber auch bei den Gütern ihre Spuren hinterlassen. **Tieferes Wachstum wird die Inflation entlasten** und den Druck auf die Zentralbanken, auf eine restriktivere Geldpolitik einzuschwenken, mindern. Der geldpolitische Kurswechsel ist nichtsdestotrotz eingeläutet. Mehr **Liquidität braucht es nicht mehr**, für **höhere Zinsen** könnte es allerdings **2022 etwas zu früh sein.**

Wir gehen davon aus, dass die **Zentralbanken** im Falle einer **starken konjunkturellen Abkühlung weiterhin bereitstehen,** unterstützt von Regierungen, welche vor dem Hintergrund der neuen sanitarischen Bedrohung, ihre Hilf-, Unterstützungs- und Konjunkturbelebungsprogramme anpassen werden.

Das **Weltwirtschaftswachstum** dürfte sich **2022 weiter verlangsamen,** aber **über Trend** bleiben. Die vorlaufenden Indikatoren könnten sich in den kommenden Monaten zwar noch einmal zurückbilden, dürften aber im Wachstumsbereich verharren.

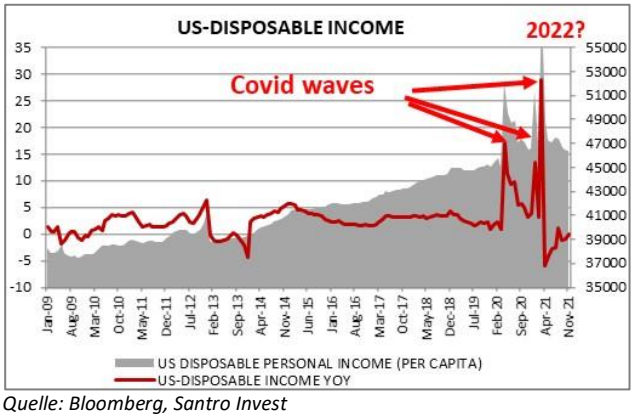


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir erwarten **eine gegenüber 2021 tiefere Inflation**, welche aber **nachhaltig höher** ist als vor der Pandemie. Der steigende Konjunkturoptimismus wird zu **leicht höheren Zinsen** führen.

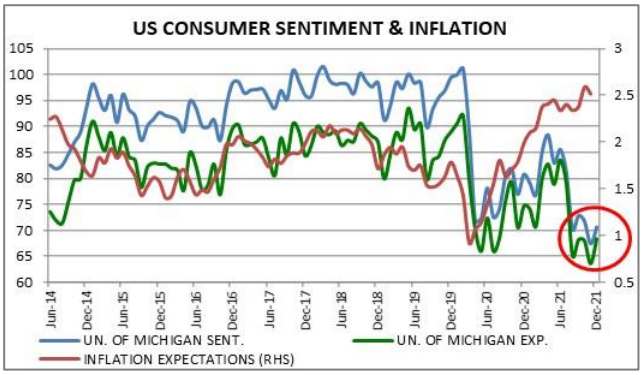
Konsum – Ein Wechselbad der Gefühle

Der **private Konsum** wird auch **2022 die Konjunkturstütze** sein. Dies mag erstaunen, sind die global wiederaufflammenden Covid bedingten, behördlich **verordneten Mobilitätseinschränkungen** doch **konsumfeindlich** und die von den Regierungen 2020 ergriffenen Massnahmen zum Stützen der Haushalteinkommen am Auslaufen, der Sparbatzen in Haushalten mit tiefen Einkommen ausgegeben. In den USA sinken die verfügbaren Einkommen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gemäss dem **US-Verbrauchervertrauen** scheint der Konsument eher **pessimistisch** gestimmt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Was macht uns zuversichtlich?

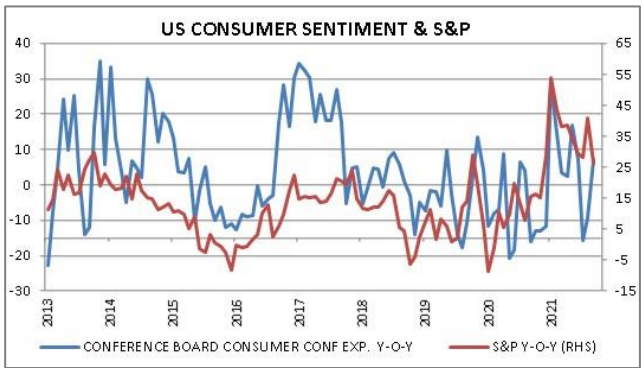
- **Unterstützungsgelder** zur sozialen Absicherung dürften weiter fliessen – in Europa in Form von Arbeitslosengeld und/oder Kurzarbeitsentschädigung, in den USA unter Joe Bidens „Tax-and-spendig-package" von fast USD 2 Billionen, in Japan dank Premier Kishidas JPY 30 Billionen Paket, in China mittels Konsum-Incentivierung. Sollte sich die Lage weiter verschärfen dürften weitere Programme aufgelegt werden.

- Die **Gesundung der Arbeitsmärkte** und – indirekt – die höhere Inflation führen zu **höheren Löhnen**. Die steigende Anzahl offener Stellen und anhaltende Schwierigkeiten, diese zu besetzen lassen vermuten, dass der **Druck nach höheren Salären 2022 nicht nachlassen** wird. Die 2021 vereinbarten Lohnerhöhungen wirken sich allerdings erst mit Verzögerung positiv auf den Konsum aus. Wegen des Überschiessens der Inflation werden die **Reallöhne vorerst sinken.**

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

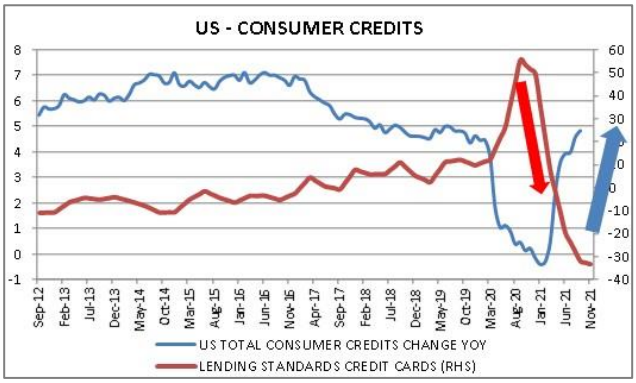
- Von den Covid-Einschränkungen sind vor allem **Dienstleistungen** betroffen. Diese machen zwar >50% des privaten Konsums aus. Erfahrungen seit Pandemiebeginn haben gezeigt, dass die Konsumnachfrage schnell **zwischen Services und Gütern wechseln** kann. Die höhere Digitalisierung hilft da mit.

- Die **positive Entwicklung an den Finanz- und Immobilienmärkte** führte zu höheren Durchschnittsvermögen. Positive Aktienmärkte sind insbesondere in den USA gleichlaufend mit solidem Konsumverhalten.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

- **Kreditbedingungen** sind weiterhin sehr **vorteilhaft**, was den Konsum stützt. Dank tiefer Zinsen ist auch die finanzielle Belastung der Haushalte weiterhin moderat.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

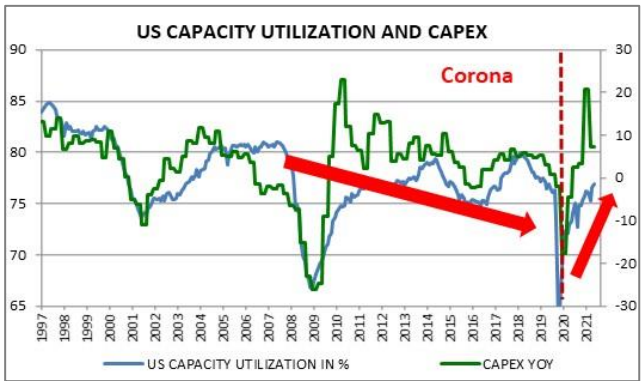
Je nach Region haben diese Entwicklungen eine unterschiedliche Bedeutung. **Am wichtigsten erscheint uns das Lohneinkommen.** Dieses ist in allen grossen Wirtschaftsräumen am Steigen, ausser in Japan. In **China** ist der private Konsum aufgrund der Immobilienkrise nach wie vor unter Druck. Unter dem Aspekt der „gemeinsamen Wohlfahrt“ sind **Konsum-Stimuli von der chinesischen Regierung** zu erwarten. Gerade im Hinblick auf den 20. Nationalkongress des chinesischen Politbüros im Herbst 2022 muss Xi Jinping für sozialen Ausgleich und Ruhe sorgen. Volle Bäuche sind da wichtig.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Ähnliches wird sich in den **USA** abspielen. Es sind Zwischenwahlen. Ein wichtiger Barometer für die Beliebtheit Joe Bidens! Da ist eine **wirtschaftlich zufriedene US-Wählerschaft enorm wichtig**. Wahlen sind mit „The Economy Stupid“ zu gewinnen.

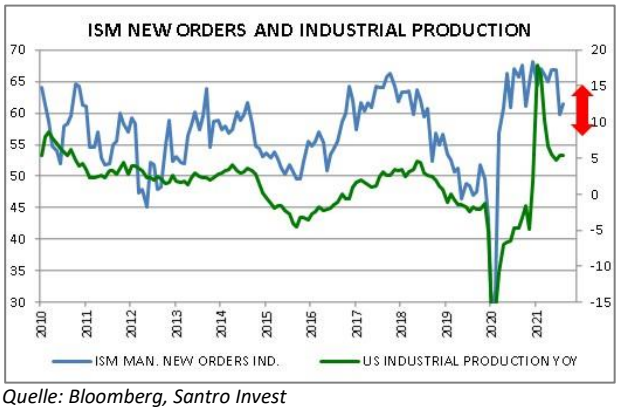
Investitionen - Steigender Nachholbedarf

Investitionen werden 2022 getrieben durch eine solide Industrieproduktion respektive gute Auftragslage und eine hohe Auslastung.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **Auftragssituation in der Industrie** ist weiterhin **gut.** Das Auftragseingangswachstum bildet sich etwas zurück, da der Effekt des Lageraufbaus schwindet und die Weltwirtschaft weniger stark wächst. Wir erwarten in den kommenden Monaten ein **weniger dynamisches Orderbuch** in den USA und in Europa. Der hohe Basiseffekt spielt mintunter eine Rolle.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

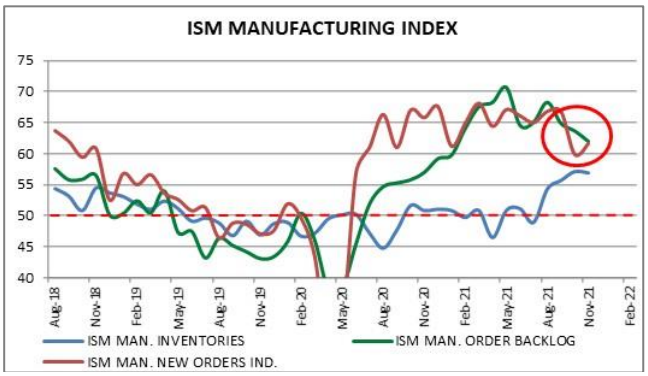
Deutschland hatte in den letzten zwei Monaten schon leicht **rückläufige Auftragseingänge**. Die Auto-Branche und der Maschinenbau belasteten. Allerdings könnten aufgrund der erneut stärkeren Nachfrage nach Gütern (Covid-Einschränkungen bei den Dienstleistungen) die Aufträge wieder mehr sprudeln.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In **China** scheint die **Auftragseingangsdynamik zuzunehmen,** mit positiven Effekten auf Japan und später auch auf Europa.

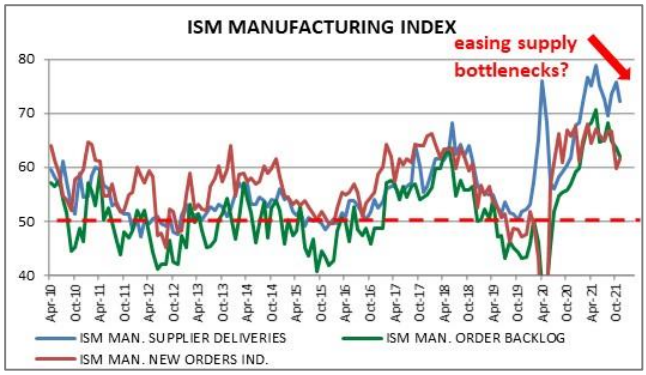
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Industrieproduktion schwächte sich in den USA schon seit ca. Mitte 2021 ab. Hintergrund war vor allem der **Mangel an Rohstoffen, Zwischenprodukten und Komponenten**. Die Abarbeitung der Auftragsbücher ist immer noch eine Herausforderung.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

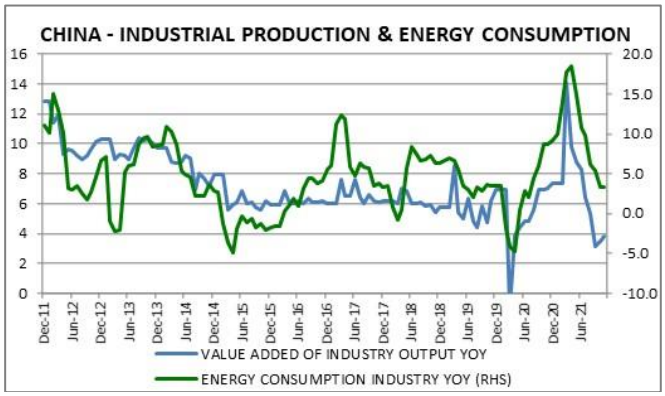
Wir erwarten eine **Normalisierung der Lieferschwierigkeiten im Verlaufe von H1-2022**. Die Industrieproduktion sollte davon profitieren, vor allem in Ländern, in welchen die stark gebeutelte Auto-Produktion grosses Gewicht hat.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In **China** litt die Industrie schon seit Anfang 2021 unter nachlassendem Binnenwachstum und Lieferengpässen. Im Land der Mitte gesellten sich noch **staatlich auferlegte Kapazitätsreduktionen** (Umweltauflagen) und **Energieengpässe** (u.a. hohe Rohstoffkosten) hinzu. Die Situation scheint sich zu stabilisieren. Wir erwarten 2022 ein **stärkeres Wachstum**, getrieben von steigender Nachfrage und staatlichen Stimuli.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Volle Auftragsbücher und **verbesserte Produktionsbedingungen** dürften die **Auslastung** in den meisten Regionen **steigen** lassen, und dies von einem bereits hohen Niveau aus. Dies macht weitere Investitionen notwendig. **Ausgaben für Ausrüstungsgüter dürften 2022 steigen**. Allerdings weisen wir darauf hin, dass auch für Unternehmen die **Pandemie-Lage** ein wichtiges Kriterium ist, geplante Investitionen loszutreten. Im Augenblick stehen sie aufgrund der verschärften Massnahmen eher auf der Bremse. Dies dürfte sich im Verlaufe des nächsten Jahres klären.

Zudem erwarten wir **hohe Investitionen in die industrielle Digitalisierung** und verstärkte **Ausgaben in die Ent-Globalisierung**. Die Neuorganisation von Logistikketten und Produktionsnetzwerken wird auch 2022 fortschreiten. Dies führt zu Dezentralisierung und lokalen Investitionen. Die Halbleiterindustrie macht es vor!

Letztlich sind die positiven Impulse aus den **Investitionen in die Energiewende** nicht zu unterschätzen. Dabei gilt es nicht nur Ausgaben in Projekten und Lösungen zu beachten, sondern auch **die Folgeeffekte bei den Rohstoffen**. Der ganze Bergbausektor hat die Unterinvestitionen des letzten Jahrzehnts noch nicht aufgeholt und kommt jetzt in Zugzwang.

Bei den **staatlichen Investitionen** hängt viel von der **Bewilligung von Konjunkturprogrammen** ab. Wir erwarten positive Impulse aus den USA (trotz kurzfristigen Herausforderungen) und aus China. Die EU dürfte sich eher in Zurückhaltung üben – das PEPP läuft gemäss EZB im Frühjahr 2022 ersatzlos aus, auf Länderebene belasten die angespannten Finanzen.

Schliesslich noch ein paar Worte zum **Bausektor.** Ausser in China hat sich der Bau 2021 positiv entwickelt. **Wir erwarten ein gutes 2022**, allerdings **ohne grosse Dynamik**. In **China**, wo die Baubranche unter dem Quasi-Kollaps grosser Immobilien-Entwickler litt, aber auch die staatlichen Massnahmen zur Eindämmung der Verschuldung spürte, dürfte sich **die Lage sukzessive verbessern**. Die Massnahmen wirken, die **Anzahl neuer Bauprojekte** ist schon seit fast neun Monaten **am Sinken**. Eine **Erholung des Immobilienmarktes** und Bausektors würde das **Wachstum in China spürbar**

beeinflussen und hätte positive Auswirkungen auf die Rohstoffmärkte.

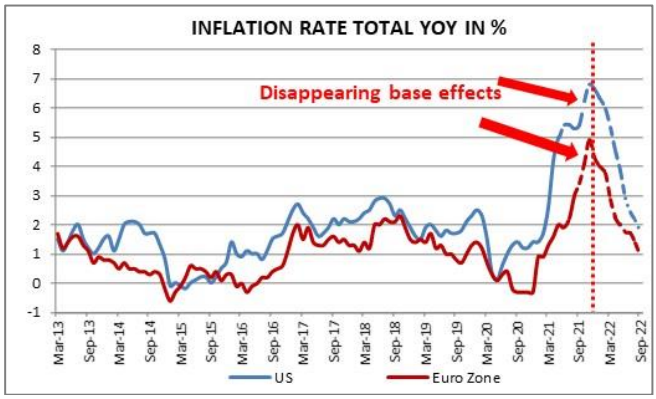
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Über alles gesehen werden die Investitionen 2022 einen ähnlichen Wachstumsbeitrag wie 2021 liefern, mit Potenzial einer Beschleunigung, wenn sich die Stimmung in der Industrie verbessert.

Inflation – Entspannung vor der Tür

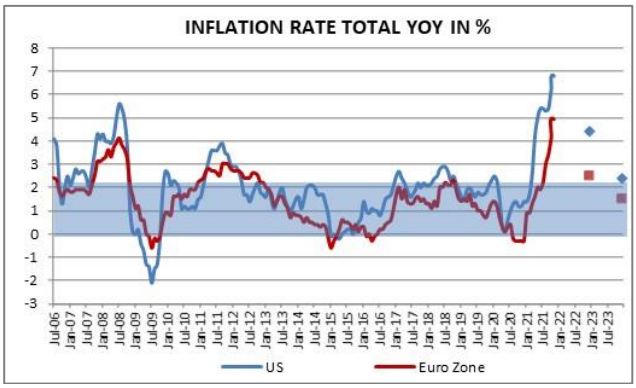
Bei der Inflation hat das Pendel auf die andere Seite geschlagen. Erwartete der Markt vor 12 Monaten noch wenig oder vorübergehende Inflation, macht sich heute schon fast **das Gespenst der anhaltend hohen Teuerung** breit.

Die Inflation wird sich unseres Erachtens auf ein „tragbares" Niveau zurückbilden. Dabei werden **die schwindenden Basiseffekte** bei den **Rohstoffpreisen** von den **steigenden Löhnen teilkompensiert**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

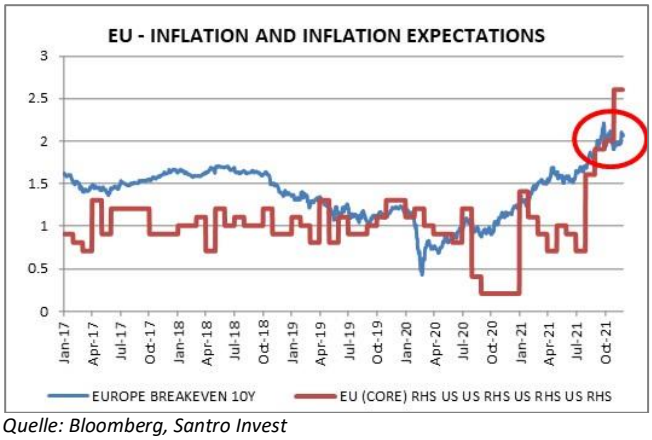
Wir erwarten 2022 für Europa und die USA noch ein Inflationsniveau über den Zielwerten der entsprechenden Zentralbanken, 2023 Werte von 2-3% in Amerika und 1-2% in Europa. Die Gründe für die verzögerte Entspannung liegen vor allem bei den **stärker als erwarteten Folgeeffekten** der **höheren Rohstoff- und Logistikpreisen** und der **erfreulichen Arbeitsmarkterholung.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Inwiefern die erneuten Covid Wellen und die damit verbundene Wachstumsdelle erneut die Inflation anheizt ist unklar. Wir glauben, dass die aktuelle Situation mit derjenigen 2020 nicht vergleichbar sein wird, weil wir davon ausgehen, dass die ganze **Weltwirtschaft nicht erneut in einen Schockzustand versetzt** wird. Zudem ist zu erwähnen, dass sich die Versorgungslage vor allem aus dem asiatischen Raum noch gar nicht richtig erholt hat, was sich in den nach wie vor langen Lieferzeiten widerspiegelt. Eine **schwächere Nachfrage würde sich also eher deflationär** auswirken.

Auf der Basis der Inflationserwartungen dürfte die anstehende Konjunkturpause **eher *entlastend*** auf die Preise wirken.



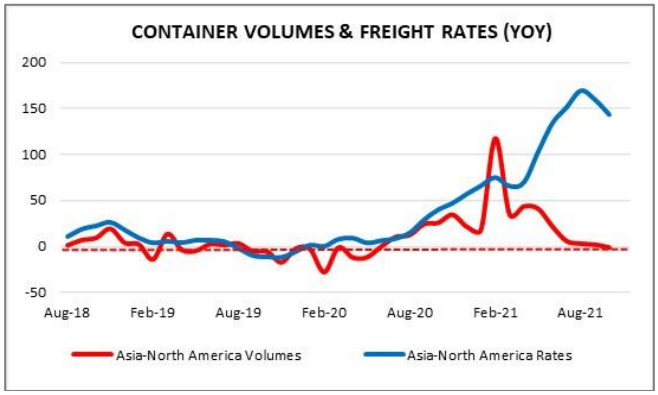
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das **Augenmerk bei der Inflation** wird sich in den nächsten Monaten **von der Versorgungs- und Rohstoffseite** vollends **auf den Arbeitsmarkt verschie-**

ben. Nicht dass die Rohstoffpreise kollabieren werden, aber der marginale Beitrag zur höheren Inflation wird schwinden. Der Ölpreis ist ein gutes Indiz.

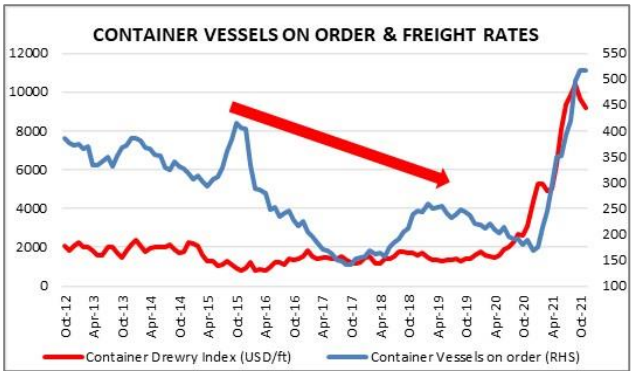
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Anhaltenden, aber nicht zunehmenden Inflationsdruck erwarten wir aus den **Logistikketten.** Die Handelsvolumina sind zwar etwas zurückgefallen und haben Druck auf die Frachtraten ausgeübt, das **Niveau der Transportkosten** ist allerdings noch **viel höher als vor der Pandemie**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Kapazitätsreduktionen, welche die Logistikbranche seit mehreren Jahren vorantrieb, machen sich nun bemerkbar. Dies wird nicht so schnell verschwinden. Zudem sind viele Transportwege weiterhin stark gestört. Sei es wegen Pandemie bedingt geschlossenen Häfen, zu wenig Arbeitskräften oder ungenügende Löschkapazitäten. **Alternative und schnellere Beschaffungswege** verursachen **Mehrkosten**, welche sich in den Endpreisen niederschlagen.

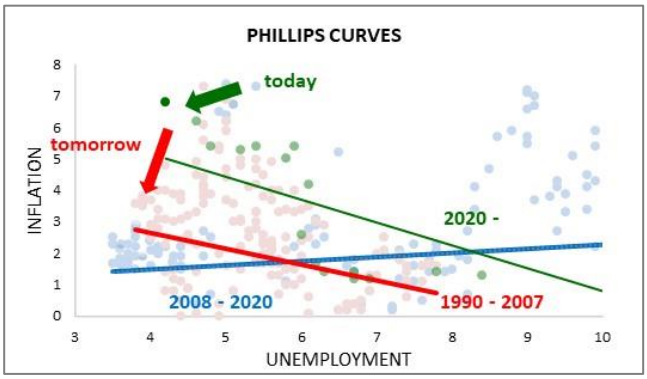


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bei den Löhnen steht der Inflationseffekt erst am Anfang. Die **Lohn-Preis-Spirale ist losgetreten.** Die Resultate der diesjährigen Lohnverhandlungen in Europa und USA deuten auf eine **kontinuierliche Erhöhung der Lohnmasse über die nächsten 2-3 Jahre** hin, welche die Unternehmen über höhere Preise oder Effizienzgewinne zurückholen müssen. Aktuell ist die Produktivität noch sehr unter Druck.

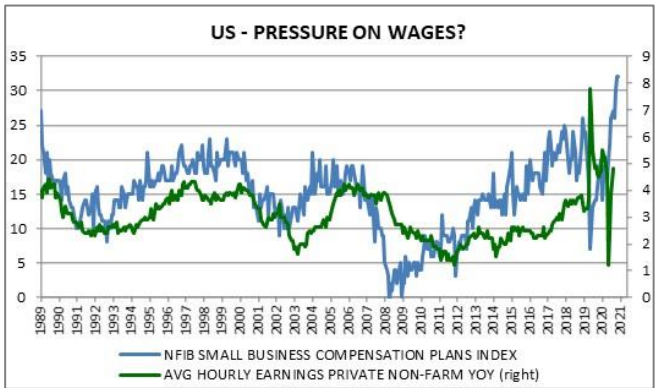
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir haben in unseren Kommentaren schon seit ein paar Quartalen darauf hingewiesen, dass die **Philipps-Kurve seit Anfang der Pandemie wieder funktioniert**, i.e. tiefere Arbeitslosigkeit mit höherer, lohninduzierter Inflation erkauft wird. Für 2022 erwarten wir weiter sinkende Arbeitslosenzahlen.



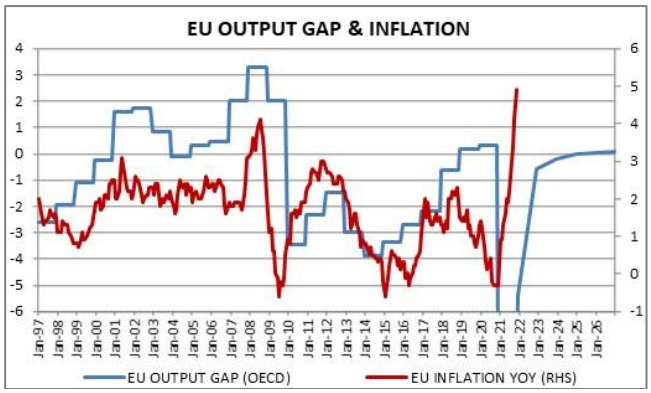
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auf dem Arbeitsmarkt könnte es aufgrund der einschränkenden Massnahmen kurzfristig allerdings schwieriger werden. Das **Stellenwachstum im Dienstleistungsbereich wird ins Stocken** kommen, Arbeitslosen-Erstanträge wieder ansteigen. Ob dies zu einer Entlastung bei den Löhnen führt, wagen wir zu bezweifeln. Die Anzahl offener Stellen ist weiterhin am Steigen und viele Unternehmen vor allem in der Industrie beklagen grosse Schwierigkeiten, Vakanzen zu besetzen. Die Anzahl Firmen, welche Lohnerhöhungen planen ist dementsprechend auf Rekordniveau.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

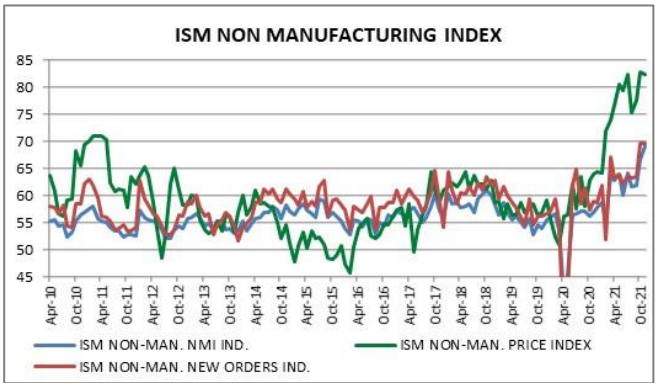
Nebst diesen «strukturellen» Preistreibern Post-Covid wird die **konjunkturelle Entwicklung** – nunmehr mit etwas Verzögerung - für nachhaltig höhere Inflation als in den letzten Jahren sorgen. Wir erwarten ein erneutes Anziehen der **Nachfrage im H2-2022**. Die **Output-Lücken werden sich weiter schliessen**, was zur **Veränderung des *gesamten* Preisniveaus** führen wird.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das Schaffen von **neuen Kapazitäten via Expansionsinvestitionen** dürfte den Druck mittelfristig etwas mindern. Dies braucht aber Zeit.

Übrigens sind nicht nur Gütermärkte von der Inflation betroffen. Auch bei den **Dienstleistungen steigen die Preise munter weiter.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Service-Preise begannen mit aufkommenden Konjunkturoptimismus ab Mitte 2020 anzuziehen und stiegen trotz nur zögerlichen Öffnungsschritten von den Covid Massnahmen weiter. Der **Gesundheits- und Transportsektor** aber auch **administrierte** und **regulierte Preise** waren die treibenden Kräfte. Zudem konnte der **Nachfrageschock** vom nur sukzessiv hochgefahrenen Dienstleistungs-Sektor kaum adäquat bedient werden. Die erneut einschränkenden Schutzmassnahmen könnten die Preise in den nächsten Monaten etwas unter Druck setzen. Allerdings glauben wir, dass in vielen Dienstleistungsbereichen **Betriebe** aus Rentabilitätsgründen **erneut geschlossen** werden und das **spärliche Angebot die Preise dann stützt.** Die Inflation wird dadurch jedoch nicht weiter angetrieben.

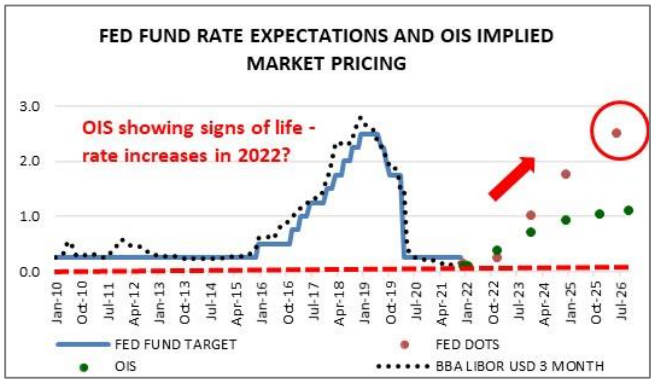
Die Inflation wird nicht wieder verschwinden. Der Nachfrageschock nach der Pandemie hat sich mittlerweile in **einen Angebotsschock** verschoben. Dies führt zu einer **Verzögerung beim Abbau der Basiseffekte** und zu einem **höheren Inflationsniveau** in den nächsten Quartalen. Das Risiko einer **teuerungsbedingten Wachstumsverlangsamung** materialisiert sich. Das Gespenst der Stagflation rückt wieder in die Schlagzeilen, umso mehr als die **erneuten globalen Virusausbrüche** das Wachstum negativ beeinflussen werden. Wir glauben allerdings, dass sich die **Konjunktur** nach einer **Delle im H1-2022 wieder belebt** und **Inflation als positives Zeichen der Normalisierung** der Weltwirtschaft angesehen wird.

Geldpolitik - Ein Hochseilakt

Diese **Stagflationsrisiken fordern die Zentralbanken** heraus. Das Problem ist, dass die hohe Inflation **angebotsgetrieben** ist und strukturelle Merkmale aufweist. Eine weitere **Wachstumsverlangsamung** wird deshalb die **Teuerung nur bedingt entlasten**.

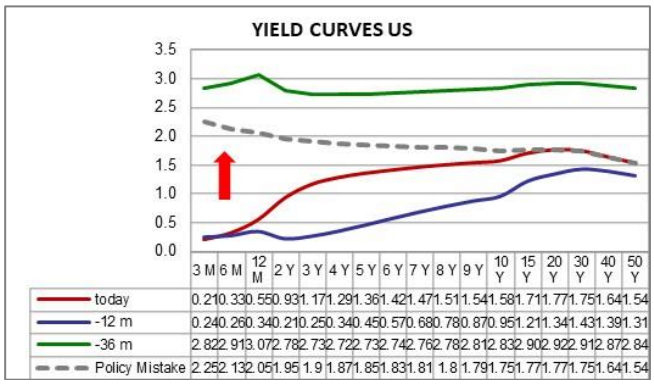
Dies heisst im Umkehrschluss, dass der **geldpolitische Instrumentenkasten** zur Bekämpfung der Inflation **nicht viel taugt**. Das Ziel der Zentralbanken muss deshalb sein, das Wachstum nicht weiter abzuwürgen. Dies bedeutet aus unserer Sicht, dass die **kurzfristigen Zinsen vorerst tief gehalten** werden müssen.

Vor diesem Hintergrund ist die FED Guidance von drei Zinsschritten à 0.25% im Jahr 2022 in den USA überrissen. Die Futures der Overnight Interest Swaps weisen auf ein **gemächlicheres Vorgehen** hin.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Oder anders ausgedrückt: zieht das FED ihren Fahrplan durch, ohne dass sich die Konjunktur aufhellt, **würde die USD-Zinskurve invers**. Die amerikanische Zentralbank würde aus heutiger Sicht **eine Rezession provozieren.**



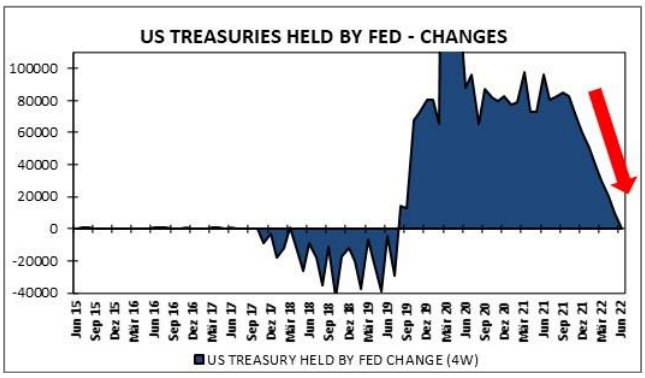
	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	0.21	0.33	0.55	0.93	1.17	1.29	1.36	1.42	1.47	1.51	1.54	1.58	1.71	1.77	1.75	1.64	1.54
-12 m	0.24	0.26	0.34	0.21	0.25	0.34	0.45	0.57	0.68	0.78	0.87	0.95	1.21	1.34	1.43	1.39	1.31
-36 m	2.82	2.91	3.07	2.78	2.73	2.72	2.73	2.74	2.76	2.78	2.81	2.83	2.90	2.92	2.91	2.87	2.84
Policy Mistake	2.25	2.13	2.05	1.95	1.9	1.87	1.85	1.83	1.81	1.8	1.79	1.75	1.77	1.77	1.75	1.64	1.54

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Trotzdem bleiben wir der Überzeugung, dass der **geldpolitische Kurswechsel global eingeläutet** ist. Wie schnell und wie stark die jeweiligen Zentralbanken restriktiver werden, hängt von den negativen Effekten der erneut verschärften Covid Massnahmen auf die konjunkturelle Entwicklung ab.

Einige kleinere Zentralbanken, aber überraschend auch die Englische, haben jüngst den **Zinsreigen angestossen.** Aufgrund des tiefen Zinsniveaus dürften diese Entscheidungen makroökonomisch wenig Wirkung haben, die **Bedeutung des Zeichens** ist aber **nicht zu unterschätzen**. Ohnehin ist der Kommunikation der Zentralbanken in den kommenden Monaten wohl mehr Beachtung zu schenken als den Aktionen, denn die Glaubwürdigkeit der Geldhüter steht auf dem Spiel, und diese beeinflusst wesentlich das Verhalten der Finanzmarktteilnehmer.

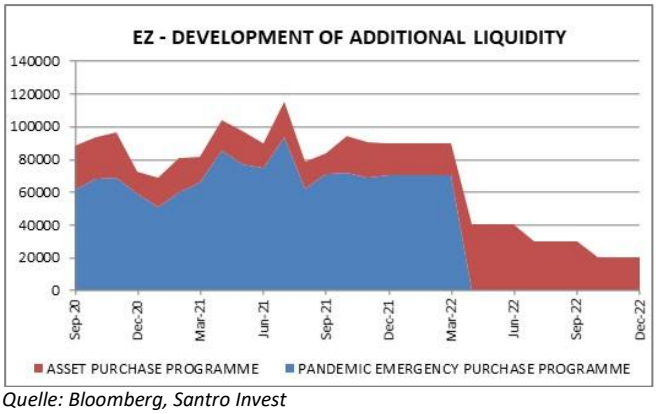
Bei allem Rätseln rund um die Zinsen scheint wenigstens ein monetärer Sachverhalt klar: **der Markt braucht nicht noch mehr Zusatzliquidität!** Der **FED** Entscheid, ihr Kaufprogramm beschleunigt zu beenden, ist konsistent mit der *nachhaltig* höheren Inflation, der Gesundung des Arbeitsmarkts und den weiterhin vorteilhaften Kreditbedingungen. Dem Markt wird bis Ende März 2022 noch **weiter Liquidität zugeführt, aber immer weniger.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

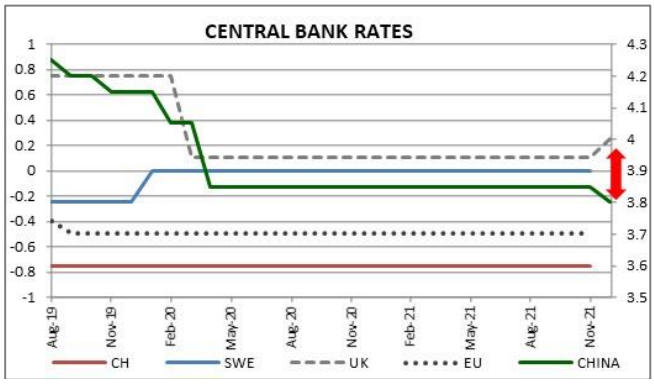
Das Verhalten der **EZB** ist etwas komplexer. Das Pandemieprogramm **PEPP läuft im Frühjahr 2022 ersatzlos aus,** wenigstens aus der heutigen Perspektive. Dafür wird das **Programm der Anleihenkäufe** im Q2-2022 von aktuell EUR 20 Mrd. auf EUR 40 Mrd. **erhöht** und dann bis ins Q4-2022 wieder auf ERU 20 Mrd. zurückgeführt. Netto wird EZB somit von Ende März bis Dezember 2022 bis zu EUR 70 Mrd. weniger Liquidität in den Markt pumpen. Dabei ist festzuhal-

ten, dass die europäische Geldhüterin **ab Q2-2022** ***aktiver*** **am Obligationenmarkt eingreifen** und damit den ohnehin schon **eng versorgen Markt weiter austrocknen** wird. Die EUR Zinsen dürften somit bis weit ins 2022 künstlich tief gehalten werden.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die einzige grössere Zentralbank, welche **expansiver** wurde ist die **Bank of China.** Sie steht vor einer speziellen Herausforderung. Die **konjunkturelle Abkühlung** spricht für tiefere Zinsen. Dies würde allerdings dem Ziel der **Eindämmung der hohen Kreditschöpfung**, insbesondere im Häusermarkt, zuwiderlaufen. Andererseits benötigt gerade der **Immobiliensektor Liquidität,** um die tiefgreifende Krise bewältigen zu können. Die PBoC löst letzteres über Reverse Repo Geschäfte, und das Alinieren des Kredit- mit dem Wirtschaftswachstum mittels **Lockerung der Reservequote** bei den Banken. Allerdings scheinen die Massnahmen angesichts der Wachstumsverlangsamung **zu wenig wirkungsvoll** gewesen zu sein. Jüngst **senkte die Bank den kurzfristigen Zinssatz** (1 Jahr) um 5bps – zum ersten Mal seit April 2020. Wir nehmen dies als **ein Zeichen weiterer Zinssenkungen** im Q1-2022 wahr.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Letztlich gilt anzumerken, dass der **geldpolitische Regimewechsel** der grossen westlichen Zentralbanken auf absehbare Zeiten **nicht zu einem Liquiditätsabzug** führt und wohl auch nicht sakrosankt ist. Die **mittelfristig restriktivere Richtung** ist zwar vorgegeben, sollte die Wirtschaft entgleisen, dürften die von der Politik weiter instrumentalisierten Institute erneut Gewehr bei Fuss stehen. Die **geldpolitischen Risiken für die Finanzmärkte** sind aus unserer Sicht **überschaubar.**

Geopolitik – Der schwarze Schwan?

Vor lauter Delta und Omikron-Mutationen rückte die geopolitische Lage in den Hintergrund. Auch wir waren diesbezüglich nachlässig. Im Wissen, dass politische Risiken oft nur kurzfristig die Finanzmärkte durchzuschütteln vermögen, sollte man sie trotzdem nicht ignorieren, denn der Überraschungseffekt kann heftig sein. Wir wollen nicht auf dem falschen Fuss erwischt werden.

Weitgehend unbemerkt ist **die Welt** in den letzten Monaten **weniger liberal, fragmentierter und geopolitisch gefährlicher** geworden. Die Verhältnisse von den **USA zu China** aber auch zu **Russland** haben sich zugespitzt. Die neue US Regierung hielt an vielen Kritikpunkten aus der Ära Trump gegenüber China fest, währenddem **Chinas erhöhter Fokus auf Innenpolitik** – um es nicht neuer Nationalismus zu nennen - die **Diskussionsbereitschaft massiv reduzierte**. Dem Abwenden Chinas von der westlichen Welt muss grösste Aufmerksamkeit geschenkt werden. Dazu gehört auch Xi Jinpings Taiwan-Politik und seine militärische Präsenz im südchinesischen Meer. Mit **Afghanistan** ist militärstrategisch auch mit China ein Kapitel wieder geöffnet worden. Die Tatsache, dass **China innenpolitisch stark beschäftigt** ist, nimmt den internationalen Brandherden etwas die Bedeutung.

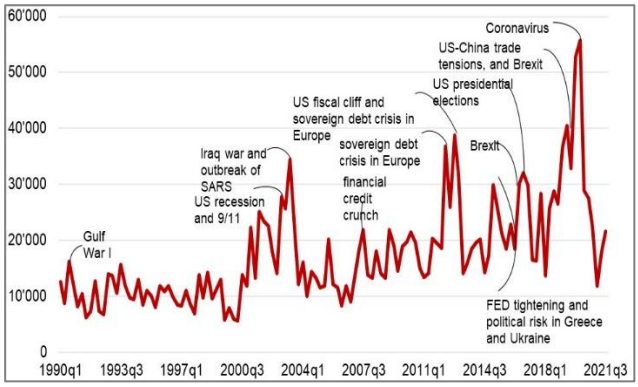
Auch die **USA** sind im Übrigen **vordringlich im eigenen Land gefordert**. Das setzt **Europa** an ihrer **Ostgrenze** unter Druck. Dort bäumt sich der russische Bär auf. Die **Ukraine** ist Putin ein **energiepolitischer Dorn im Auge.** Droht er diesen militärisch zu entfernen, wäre die Ukraine so ziemlich allein gelassen, das uneinige Europa könnte Russland ohne Interesse der USA nichts entgegenstellen. Eine Invasion der Ukraine durch Russland wäre für uns ein Schreckens-Szenario, würde sich doch die Frage stellen, **welchen grösseren Plan Putin** in der Hinterhand hält. Energie-

und wirtschaftspolitisch spielt Moskau seine starke Position gegenüber Europa mit **spärlichen Gaslieferungen** aus. Ist dies nur eine Drohkulisse? Wir mögen es hoffen.

Und letztlich ist in diesem Zusammenhang der **ewige Brandherd „Mittlerer Osten“** zu erwähnen. Aktuell weg aus allen Schlagzeilen, schwelen die Probleme dieser, für die globale Energiepolitik weiterhin wichtige Region, munter weiter. Die Spannungen zwischen den Ölproduzenten am Golf haben durch die Hinwendung der USA zu Asien nachgelassen. Der hohe Erdölpreis beruhigt die Seelen. Paradoxerweise **gewinnt die Golfregion in der Phase der Energiewende sogar an Gewicht und Preismacht**, wie in den 70er Jahren. Dies weckt Begehrlichkeiten. So müsste auch der **Iran mit seinen riesigen Ölreserven** und seiner **hohen nuklearen Kompetenz** wieder mehr im Fokus sein. Die stockenden Gespräche zum Atomabkommen erhöhten die Gefahr einer militärischen Auseinandersetzung in der Region.

Der **globale Unsicherheitsindex** hat nach dem Covid-Schock im Q1-2021 ein Tief durchschritten und ist seither **am Steigen**. Das Niveau ist nicht besorgniserregend, der Aufwärtstrend bestätigt uns aber in der Meinung, dass die geopolitischen Risiken grösser werden und mindestens im Hinterkopf behalten werden müssen. Eine ganze Asset Allokation danach auszurichten wäre unseres Erachtens allerdings falsch.

WORLD UNCERTAINTY INDEX

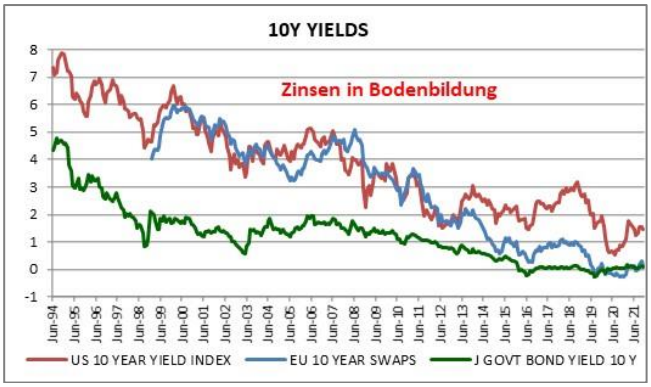


Quelle: https://worlduncertaintyindex.com/data/

Obligationen – Zinspause aktiv nutzen!

Aufgrund der sich abzeichnenden **Wachstumsschwäche hat die Zinswende eine Pause eingelegt**. Traut man den Zinsmärkten, dann dauert die Delle etwas länger als noch vor ein paar Monaten, dann wächst auch die langfristige Wachstumsskepsis aber das Zinsniveau dürfte anhaltend höher sein. Die jüngsten Zinsbewegungen sind allerdings weniger von der **steigenden Inflation** als vom **nachlassenden makroökonomischen Momentum** ausgegangen.

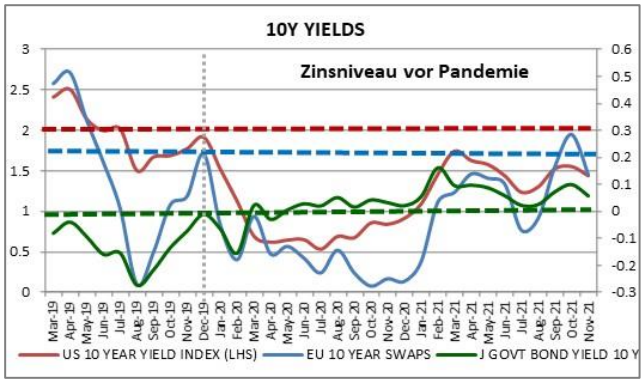
Mit Blick ins 2022 dürfte die Wachstumskomponente den Lead bei den Zinsen behalten. Die **Zinsen bleiben auf den Pfad der Normalisierung.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

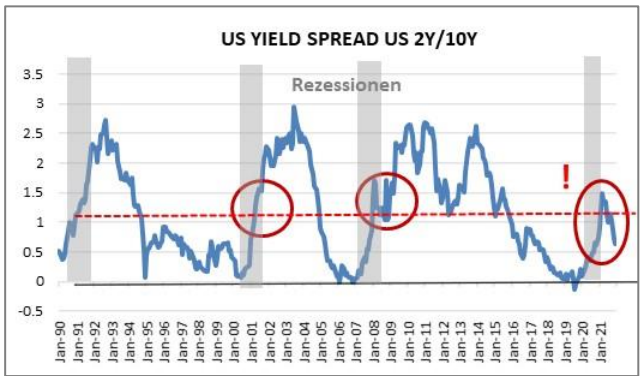
Damit wird eine in **vielen Asset Allokationen stark gewichtete risikoarme Vermögensklasse** zur **potenziellen Verlustquelle**. Investoren sollten sich auf eine Zeit einstellen, in welcher es um **Schadenminimierung und nicht mehr Renditeoptimierung** geht, selbst wenn die Zinsen seitwärts laufen. Zum Jahresbeginn dürfte eine kurze Duration insgesamt stimmen. Im Hinblick auf **mögliche Zinserhöhungen in Verlaufe des 2022** wird dann wohl eine Positionierung nahe der Benchmark-Duration erfolgversprechend sein – dies bei den USD Zinsen. **Die Allokation ist insgesamt abzubauen**.

Wir sind **mitten in der Zinswende**. Das nominale BIP hat in den USA das Niveau vor der Pandemie bereits überschritten, in Europa dürfte dies zum Jahreswechsel geschehen. So scheint uns ein Anstieg **der Zinsen** mindestens **aufs Niveau vor Ausbruch der Pandemie** als angebracht. Zudem erwarten wir 2022 ein BIP Wachstum, das über dem langfristigen Potenzial liegt – dies selbst unter der Annahme, dass die Virusausbrüche die Wachstumsraten im H1-2022 etwas dämpfen werden.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Konsolidierungsphasen auf dem Weg nach oben sind **nicht unüblich**, verlaufen Trends doch selten gradlinig. Der jüngste **Rückgang der langfristigen Zinsen** muss allerdings **genau überwacht** werden, war doch die im Verlaufe der wirtschaftlichen Erholung übliche **Verflachung der Zinskurven etwas zu markant**. Sie signalisiert ein kurzfristig höheres Rezessionsrisiko, aber auch eine mögliche Reduktion der langfristigen Wachstumserwartungen.

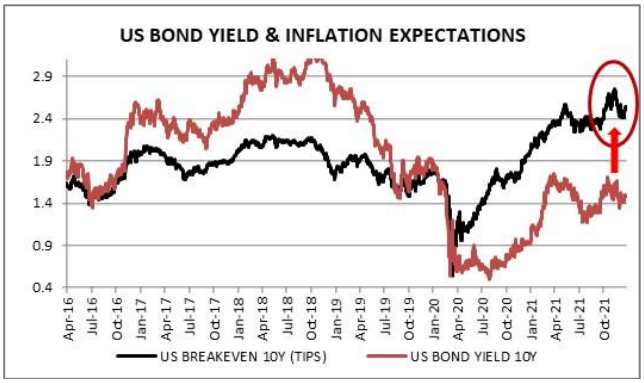


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Zinsbewegungen der letzten Wochen erschweren den Zentralbanken **den Weg, schadlos zu einer neutralen Geldpolitik umzuschwenken.** Entgegen dem Willen, an der Zinsschraube zu drehen, erwarten wir kurzfristig ein Festhalten an den tiefen Kurzfrist-Zinsen, um die erwartete Wachstumsverlangsamung nicht noch zu beschleunigen.

Unklar ist für uns, wie sich die Zentralbanken bei den langfristigen Zinsen verhalten. Da zunehmend Wachstumsskepsis herrscht, sorgt „der Markt" für eine verhaltene Zinsentwicklung. Das FED – wie auch die EZB – wird sich in den nächsten Monaten weiterhin **opportunistisch verhalten**. Für die Finanzmärkte bedeutet dies etwas weniger Visibilität.

Wie bereits erwähnt, wird 2022 der **Inflationsdruck auf die Zinsen nachlassen**. Bleiben wird eine ans Potenzialwachstum angepasste „Basisinflation", welche das gesamte Zinsniveau nachhaltig anheben wird.

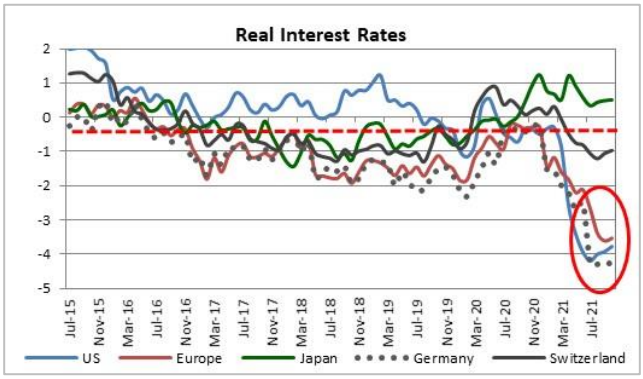


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Für die USA bedeutet dies 10jährige Treasuries bei 2.5% - 3%, in Europa bei 1.0% - 1.5%. Wir gehen davon aus, dass dieser Anpassungsprozess graduell erfolgt und je nach Konjunkturentwicklung von **Interventionen der Zentralbanken unterbrochen** werden könnte.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

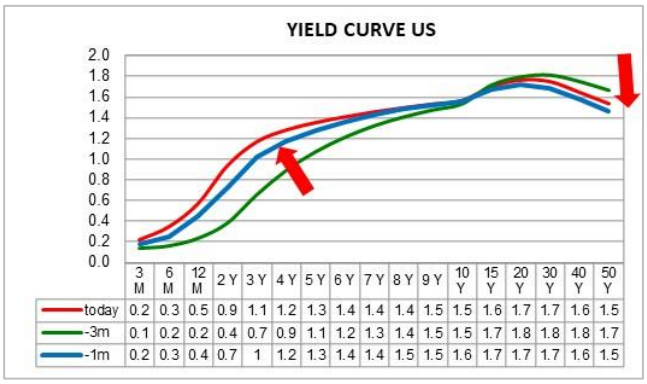
Auch wenn die Nominalzinsen weiter ansteigen werden, bleiben sie im **historischen Vergleich tief, die Realzinsen negativ.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Diese Entwicklung dürfte die lange erwartete **Vermögensumschichtung** von Obligationen in Aktien vorantreiben.

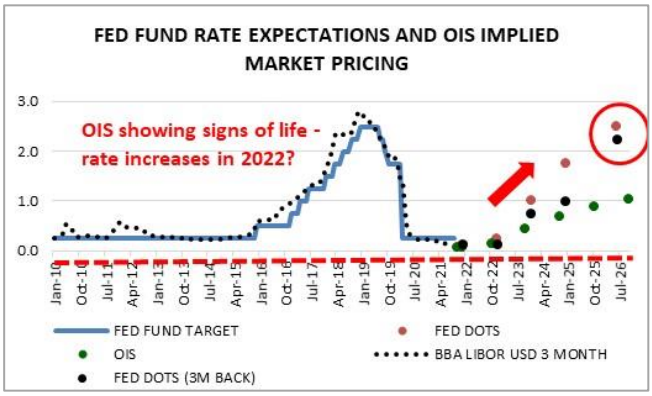
Entgegen unseren Erwartungen **flachte sich die USD Zinskurve ab**. Einerseits fielen die langen Zinsen aufgrund der Wachstumssorgen. Andererseits fand die grosse Bewegung im „Belly“ statt. Dort wurden aufgrund des bestätigten geldpolitischen Kurswechsels des FED bereits **Zinserhöhungen eingepreist**. Am ganz kurzen Ende passierte nichts, da dort die Zentralbank die Zinsen angebunden hat.



	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	0.2	0.3	0.5	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5
-3m	0.1	0.2	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7
-1m	0.2	0.3	0.4	0.7	1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

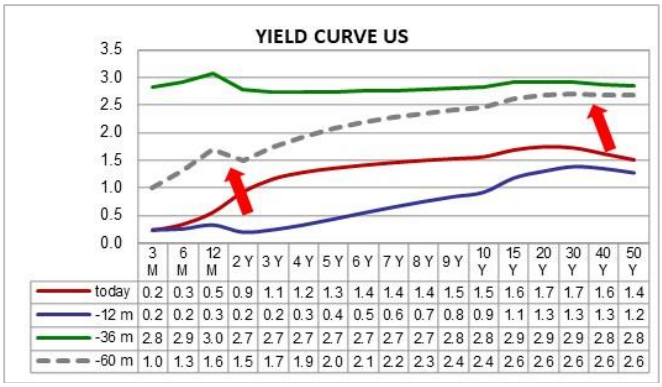
Kurzfristig ist **eine kurze Duration wichtig,** da dort vorerst wenig Bewegung zu erwarten ist**.** Die FED Dots, welche Zinserwartungen der FED Zentralbank-Vorsitzenden widerspiegeln, haben sich in den letzten Wochen massiv nach oben bewegt. Der Leitzins-Median liegt Ende 2023 bei 1.625%, was rund **sechs Zinsschritte** bedeuten würde.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bestätigt sich dieser Fahrplan, sollten sich Investoren bereits **im Verlaufe von 2022 in der Nähe der Benchmark-Duration** positionieren, dürfte dort doch von den Erhöhungen des Leitzinses und der konjunkturellen Belebung am wenigsten zu spüren sein.

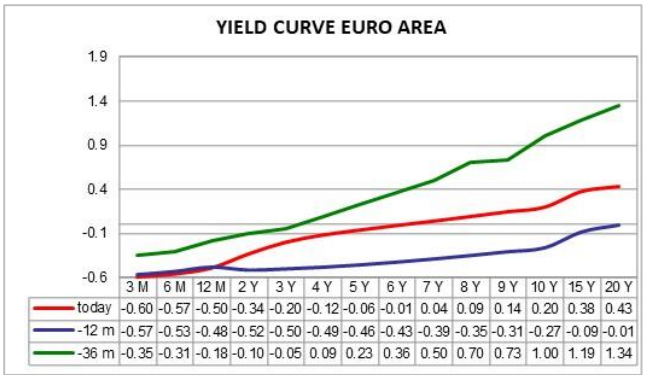
Vollständig vor Verlusten gefeit, ist man aber auch in dieser Position mittelfristig nicht, erwarten wir doch mit fortschreitendem Konjunkturverlauf eine **Parallelverschiebung der USD-Zinskurve. Aus heutiger Sicht dürfte dies erst ab H2-2022 ein Thema werden.**



	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	0.2	0.3	0.5	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4
-12 m	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2
-36 m	2.8	2.9	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8
-60 m	1.0	1.3	1.6	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Im **EUR Raum** haben sich die Zinsen in den letzten Wochen kaum bewegt. Der seit Anfang Jahr erfolgte Zinssprung am langen Ende hat interessanterweise weiterhin Bestand. Offenbar hatte der EUR Zinsmarkt **weniger Konjunkturoptimismus eingepreist**. Tatsächlich liegt die 10jährige EUR Rendite knapp über null, i.e. reflektiert also kein Wachstum. Dabei gilt nicht zu vergessen, dass die **EZB über ihre diversen Kaufprogramme sowohl die Kurz- als auch die Langfristzinsen im Zaum** hält.



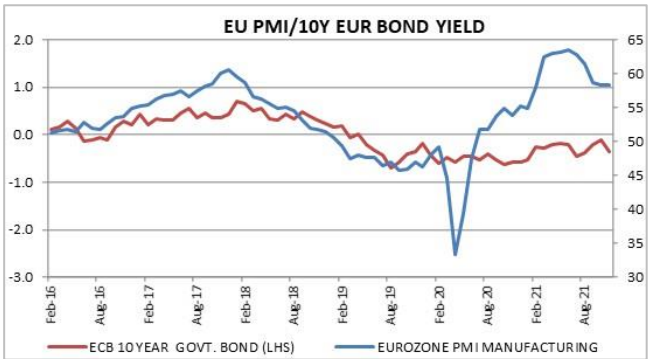
	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y
today	-0.60	-0.57	-0.50	-0.34	-0.20	-0.12	-0.06	-0.01	0.04	0.09	0.14	0.20	0.38	0.43
-12 m	-0.57	-0.53	-0.48	-0.52	-0.50	-0.49	-0.46	-0.43	-0.39	-0.35	-0.31	-0.27	-0.09	-0.01
-36 m	-0.35	-0.31	-0.18	-0.10	-0.05	0.09	0.23	0.36	0.50	0.70	0.73	1.00	1.19	1.34

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dies dürfte in den kommenden Monaten noch so bleiben, wird doch das auslaufende PEPP durch ein Aufstocken des APP im Frühjahr 2022 überkompensiert. Die skeptische Beurteilung der Konjunkturentwicklung und der strukturellen Defizite im EUR Raum durch die EZB erhält von der Entwicklung der Pandemie Rückenwind.

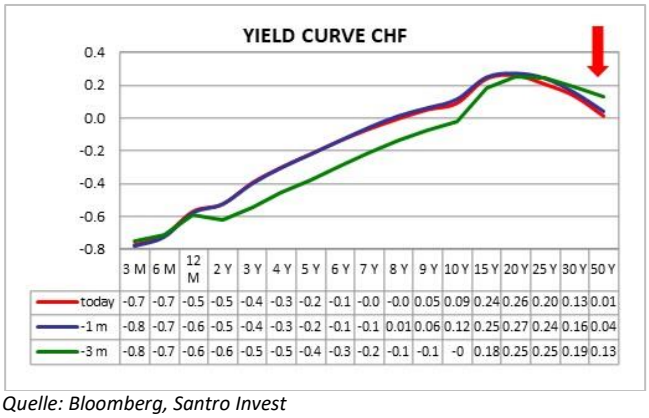
Trotzdem erwarten wir über die nächsten 12-18 Monaten **höhere EUR Zinsen** und ein **Abschied vom**

Negativzins-Regime. Die Abschwächung der vorlaufenden Indikatoren hat unsere **Zinserwartung auf rund 1%** beim 10jährgen EUR-Bond reduziert. Der EUR Raum bleibt für Obligationäre uninteressant.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **CHF Zinsen** haben sich seit Anfang Jahr ähnlich wie diejenigen im EUR Raum bewegt.

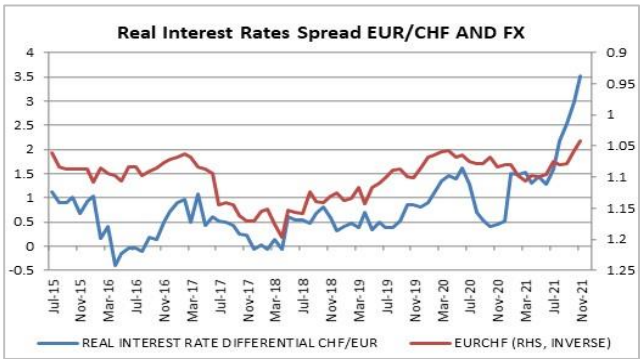


	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	25 Y	30 Y	50 Y
today	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.0	-0.0	0.05	0.09	0.24	0.26	0.20	0.13	0.01
-1 m	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.01	0.06	0.12	0.25	0.27	0.24	0.16	0.04
-3 m	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0	0.18	0.25	0.25	0.19	0.13

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

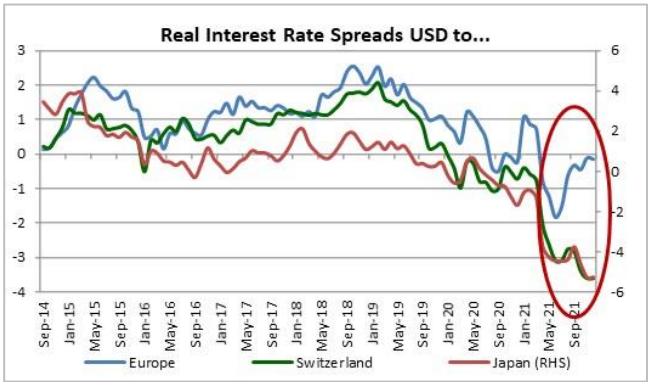
Allerdings haben die **langen CHF Zinsen einen Teil ihres Anstiegs** zu Jahresbeginn wieder **preisgegeben** und sind – ähnlich wie die USD Zinsen – jüngst in den **mittleren Fristen gestiegen**. Der 10jährige Eidgenosse hatte Ende Oktober intraday kurz sogar eine positive Rendite. Wir erwarten, dass die CHF Zinsen in den nächsten 6-12 Monaten die fast **sechs Jahre andauernde Negativphase** hinter sich lassen.

Bezüglich Zinserhöhungen wird die SNB ihren Blick weiterhin nach Frankfurt richten. Die Schweizer Geldhüterin wird sich hüten, einen Entscheid vor der EZB zu treffen. Die Nationalbank macht einen guten Job. Die **Zinsdifferenz zum EUR hält sich in engen Schranken,** insgesamt zugunsten der europäischen Währung. Allerdings hat sich in letzter Zeit die Zinsdifferenz etwas reduziert, was den EUR unter Druck setzte. Die **Aufwertungstendenz des Schweizer Frankens** dürfte in den kommenden Monaten wieder **etwas Fahrt aufnehmen**, weil die tiefere Inflation in der Schweiz die Realzinsen im CHF attraktiver macht. Die SNB wird wieder mehr gefordert sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gegenüber des USD bewegte sich der CHF seitwärts, obwohl die Realzinsdifferenz einen grösseren Gap zugunsten des CHF aufgemacht hat. Auf dieser Basis müsste der **USD schwächer** tendieren.



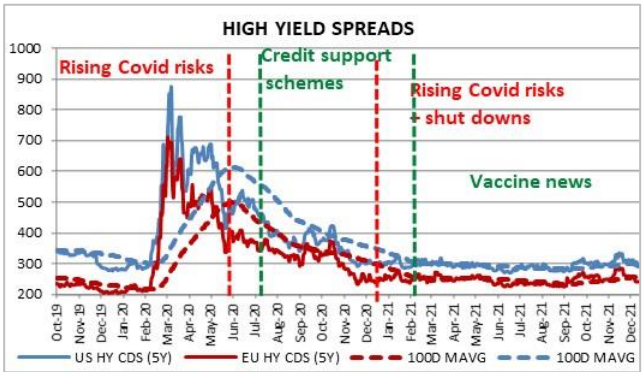
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bei den grossen **Schwellenländern erwarten wir tendenziell höhere Zinsen** in **Brasilien und Indien.** Dies ist vor allem inflationsgetrieben. Die entsprechenden Zentralbanken stemmen sich jedoch noch dagegen, ist die konjunkturelle Entwicklung in beiden **Wirtschaftsräumen noch unbefriedigend** und höhere Zinsen würden **die Währungen unnötig stärken.**

In **China** musste die Zentralbank aufgrund der Immobilien-Krise **von einer neutralen Geldpolitik** auf eine **Expansive** wechseln. Es werden Zinssenkungen erwartet.

Auf den **Kreditmärkten** wirkt weiterhin **das Regime der Covid-Notmassnahmen**. Um die Wirtschaft resp. das Finanzsystem in der anrollenden Virus-Welle zu „stabilisieren“, könnte dieses Regime **in die Verlängerung** gehen. Die entscheidende Phase kommt im

nächsten Frühjahr, wenn in Europa das PEPP endet und in den USA die Asset-Käufe gestoppt werden. Bis dahin werden genügend **Liquidität, (fast) gratis Kredite und Garantien** bereitgestellt. Diese **andauernden staatlichen Eingriffe** in die Kreditmärkte halten die **Kreditaufschläge** künstlich tief und verzerren die Risikolandschaft.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die wirtschaftliche Realität wird nur noch bedingt abgebildet. **Differenz der Kreditaufschläge zum Zinsniveau** ist jüngst erneut **grösser geworden**, nachdem der angekündigte geldpolitische Kurswechsel zu Anzeichen von Normalisierung führte. Die Kreditmärkte implizieren, dass die erwartete Konjunkturschwäche die Ausfallrisiken nicht erhöht bzw. dass wohl die Zentralbanken einmal mehr einspringen werden.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wie sollen sich nun Anleger bei den Festverzinslichen positionieren? Mit Blick auf das grosse Ganze ist die **Vermögensallokation in zinssensitive Anlagen zu reduzieren**. **Staatsanleihen** sind unseres Erachtens **ausgereizt.** In den USA drohen unmittelbar zwar keine Zinserhöhungen, trotzdem lohnen sich kurz laufende Treasuries auch nicht mehr. Die nächste Bewegung bei den Kurzläufern wird nach oben sein. Diese **Wertpapiere sind in der Stärke weiter abzubauen**.

Dasselbe gilt unmittelbar auch am langen Ende, wo die Zinsen die bevorstehende Konjunkturdelle bereits gut abbilden. Durch die **jüngste Verflachung** der USD-Zinskurve können **kaum mehr Zeitprämien** abgeholt werden.

Die **Konjunkturbelebung** im nächsten Jahr und die **massive Schuldenfinanzierung** werden den Zinsanstieg weiter befeuern.

Die **EUR und CHF Staatsanleihen** sind ebenfalls keine Überlegung mehr wert. Dort spielt zudem eine Rolle, dass die kurzfristigen Anleihen immer noch **negative Renditen** abwerfen.

Am attraktivsten sind noch **Anleihen in Schwellenländern,** da dort aufgrund des höheren Zinsniveaus und der notwendigen konjunkturellen Stimulierungsmassnahmen **Zinssenkungen möglich und wahrscheinlich** sind. Dies gilt insbesondere für China, wo nebst tieferen Zinsen die Beruhigung der Immobilienkrise zu einer Verengung der Kreditspreads führen dürfte. Ausgewählte Engagements unter Berücksichtigung der Währungsentwicklung können in der Allokation der Festverzinslichen einen guten Performancebeitrag leisten.

Bei den **Unternehmensanleihen** investieren wir vorab in **guten Bonitäten** oder aber in **Kreditrisiken**, die wir aufgrund unserer direkten Unternehmensanalyse **gut abschätzen** können. Das BB-/BBB-Segment offeriert immer wieder interessante Opportunitäten. Aufgrund der steigenden und latenten Kreditrisiken suchen wir allerdings höhere Renditen eher in einem **tieferen Rang in der Kapitalstruktur** einer gut finanzierten Unternehmung als bei tieferen Bonitäten.

Einen guten Performancebeitrag erwarten wir weiterhin von den **Wandelanleihen**.

Insgesamt ist die **Allokation bei den Festverzinslichen abzubauen.** Die Zinsen haben sich von den Tiefstständen gelöst, die **Risiken** von überbewerteten Zinspapieren **beginnen sich zu materialisieren**. Wir befinden uns mitten in einer Zinswende. Die Normalisierung der Zinsmärkte nimmt seinen Fortgang, der wegen der Wachstumsverlangsamung nur kurzfristig verlangsamt ist. Deshalb ist die **Duration kurz** zu halten, Instrumente mit **negativen Yields leisten keinen positiven Performance-Beitrag mehr** und **Renditechancen** liegen – wenn überhaupt - bei **höheren**

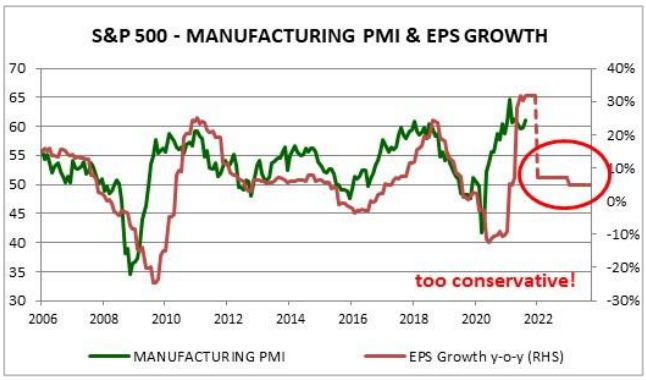
Risiken (Unternehmensanleihen, Krediten), welche aber nur noch mager abgegolten werden.

Aktien – Den Mutigen gehört die Welt

Wie im obenstehenden Makro-Teil erörtert, gehen wir von einer **klaren Wachstumsverlangsamung im Q4-2021/Q1-2022, aber keiner Entgleisung der Konjunktur** aus. Die Ökonomen schätzen für 2022 ein Realwachstum von rund 4.5% mit etwas mehr als 3% Inflation. Dies sieht nominal nach einem leicht überdurchschnittlichen Wachstum aus, was angesichts der vom Virus 2021 noch belasteten Konjunkturentwicklung durchaus möglich ist (Basiseffekt). Diese Aussagen stimmen für die USA, Europa und Japan. China bleibt die grosse Unbekannte.

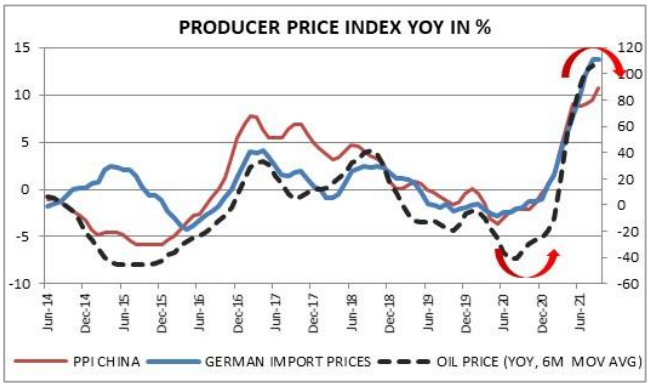
Das **entscheidende Element für die Beurteilung der Unternehmensresultate 2022 ist die Inflation**, deren Effekte insgesamt unterschätzt werden dürften.

Bei den Wachstumserwartungen für die Umsätze wurden jüngst die Volumina aufgrund der schwächeren Konjunktur nach unten, die Preiskomponente nach oben revidiert. Mit **+6.8%** liegt das **erwartete Umsatzwachstum 2022** im S&P **gut 1.5% unter der Konsensschätzung fürs amerikanische BIP.** In Europa vergleicht sich +5.2% Umsatzwachstum mit +6.6% BIP-Steigerung. Nach unserer Sicht sind die **positiven Effekte der Preissteigerungen nicht genügend** in die **Schätzungen eingebaut**. Wir erwarten positive Revisionen.



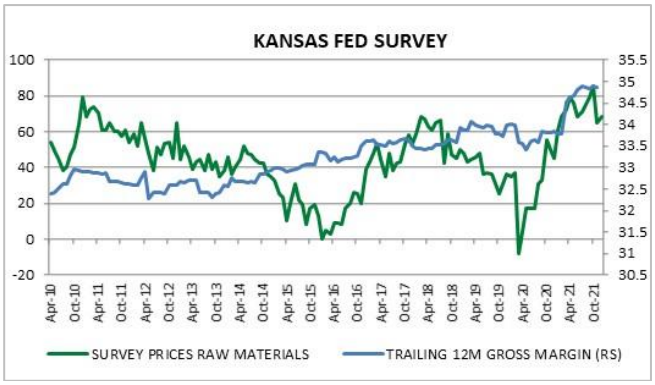
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Natürlich ist entscheidend, dass die Unternehmen die höheren Inputpreise weitergeben können. **Steigende Produzentenpreise sind ein guter Indikator für Preismacht**. Die Spitze der Inflation bei den Herstellerpreisen dürfte allerdings schon bald erreicht sein. Das Risiko nachlassender Preismacht steigt. Dies dürfte aber erst ein Thema für H2-2022 sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gutes Umsatzwachstum bedeutet nicht automatisch gute Gewinnentwicklung. Gerade in inflationären Zeiten **könnten höhere Input-Kosten zu Margenerosion** führen. Diese Gefahr hat sich in den letzten Wochen verschärft, da eine **breit abgestützte Teuerung** bei den Roh- und Zwischenstoffen eintraf und vor allem **massive Lohnsteigerungen** in der Pipeline sind. Beide Tendenzen werden nicht so schnell verschwinden. Die Lohneffekte dürften gar nachhaltiger wirken. Bei den Rohstoffen erwarten die Unternehmer eine gewisse Entlastung. Entsprechend sollten die **Bruttomargen gehalten werden können**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die guten Q3-2021 Zahlen haben die Befürchtungen über eine **unmittelbare Margenerosion** zerschlagen. Die Gewinne waren über Erwartungen. Die Schätzungsanpassungen haben dazu geführt, dass die **Resilienz der Profitabilität eingebaut** und fortschrieben wird. Unseres Erachtens liegt da ein gewisses Enttäuschungspotenzial. Über sinkende Margen im Q2-2022 wären wir nicht überrascht.

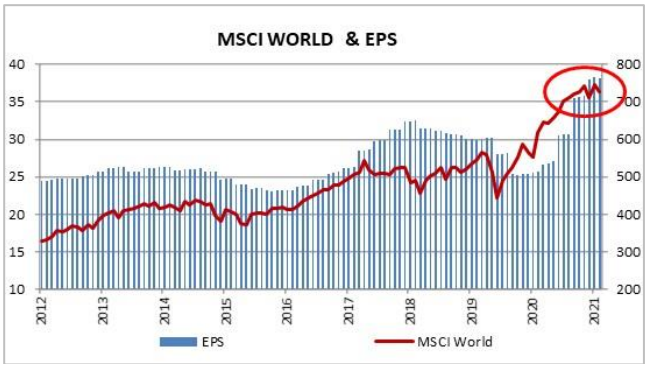
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Eine sinkende Profitabilität heisst allerdings in einem inflationären Umfeld nicht automatisch eine schlechte Gewinnentwicklung. Mit **zu tiefen Umsatzschätzungen** und einem **operativen positiven Hebel** scheinen die Gewinnschätzungen weiter **Aufwärtspotenzial** zu haben. Während also die Margen eher enttäuschen könnten, liegt in der ***absoluten* Gewinnentwicklung** positives Überraschungspotenzial.

Das **Revisions*momentum***, welches seit Q2-20221 nachgelassen hat und in gewissen (zyklischen) Märkten negativ ist, ist in einer Bodenbildung. In den nächsten Monaten erwarten wir eine **Rückkehr zu einer positiven Revisionsdynamik**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Solche Phasen bieten den Aktienkursen **häufig zusätzlichen Rückenwind.** Tatsächlich lässt sich z.B. anhand der GPA-Entwicklung des MSCI World Index zeigen, dass **die Aktienmärkte gut von den Gewinnen gestützt sind und noch Aufwärtspotenzial haben.**

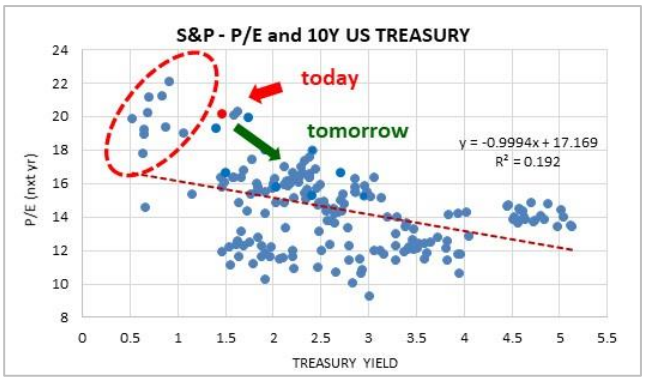


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gleichzeitig gilt festzuhalten, dass das Gewinnwachstum in den letzten rund zwei Jahren höher als die Performance der Aktien war. Die **Bewertungskennziffern sind in vielen Märkten gesunken**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

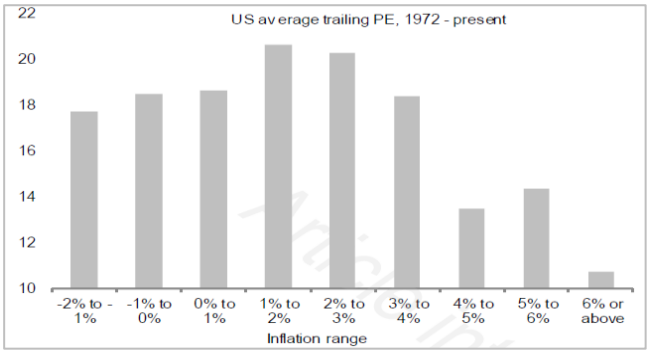
Trotzdem dürfen wir die **Kennziffern nicht aus den Augen verlieren.** Die tiefen Zinsen halten die Bewertungsniveaus hoch, **steigende Zinsen** führen zu **tieferen Bewertungskennzahlen**. Das damit verbundene konjunkturelle Umfeld spielt für die Aktienperformance eine entscheidende Rolle. Höhere Zinsen bei Hochkonjunktur werden die P/E Multiples wegen höherer Gewinne nach unten drücken. **In einem Stagflations-Szenario fallen die Kurse, weil das Wachstum fehlt.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

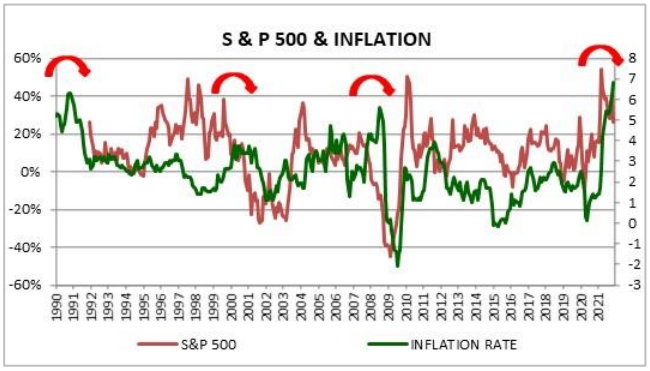
Historisch gesehen führt ein **inflationäres Umfeld zu einer Ausdehnung der Bewertungsmultiples**. Dies gilt bis zu einer Teuerung von 3%. Wird diese Limite dauerhaft überschritten, gibt es ein Problem, weil sich der Aktienmarkt dann Sorgen übers Wachstum macht.

US-AKTIENMARKT – KGV UND INFLATION



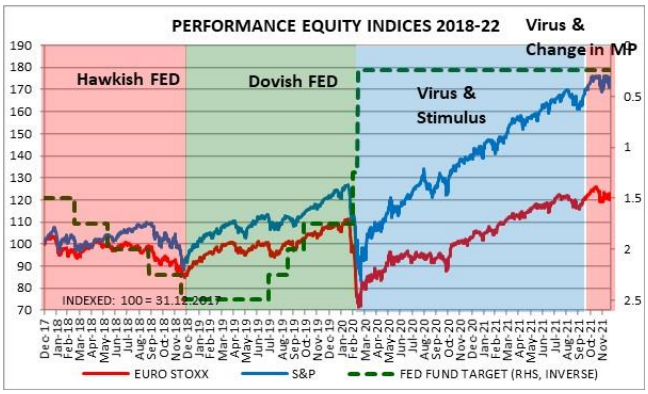
Quelle: Credit Suisse

Tatsächlich lässt sich zeigen, dass der Aktienmarkt anfälliger auf Korrekturen wird, wenn die Inflation den Zenit überschritten hat. Aktuell sind wir in den **USA bei einer Inflation von fast 7%.** Dies hat allerdings mit **Basiseffekten** zu tun und ist von einem **Angebotsschock und nicht von übertriebener Nachfrage** angefacht. Die Märkte könnten trotzdem mit höherer Volatilität auf die Teuerung reagieren.



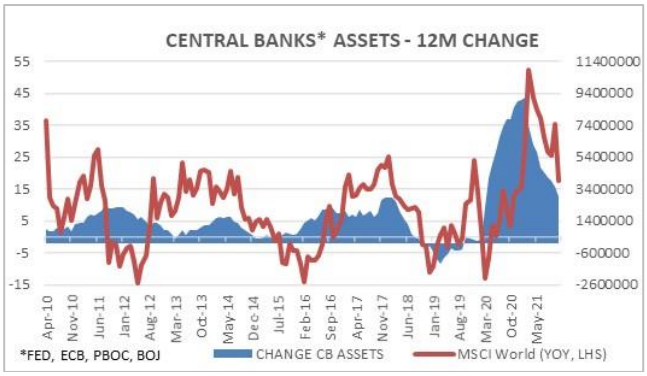
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der **angekündigte geldpolitische Kurswechsel** hat die **Aktienmärkte** diesen Herbst **verunsichert**, aber nur kurzfristig. Denn einerseits hat sich herausgestellt, dass die **Liquidität nicht zurückgeführt,** sondern nur **weniger stark ausgebaut** wird, andererseits wurde **Klarheit über den zinspolitischen Pfad** geschaffen.



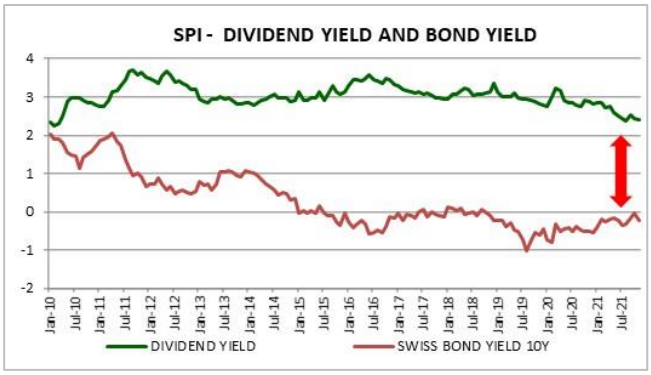
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Über alles gesehen **bleibt global die Geldpolitik expansiv.** Das ist gut für die Aktienmärkte!



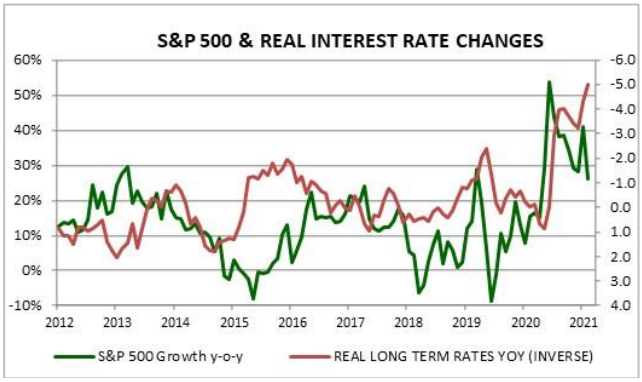
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Eines der stärksten Argumente für eine gute Aktienkursentwicklung bleibt weiterhin die **relative Attraktivität** der Beteiligungspapiere zu anderen Asset Klassen. Der **Ausblick auf gesunde Gewinnentwicklung** verbunden mit dem Risiko auf Verluste oder auch nur eine **Nullnummer bei den Zinsen** machen **Aktien gegenüber Obligationen attraktiver.** Eine Dividendenrendite von 2.5% (2022E) auf dem SPI ist nun mal interessanter als ein 10jähriger Eidgenosse zu -0.2%.



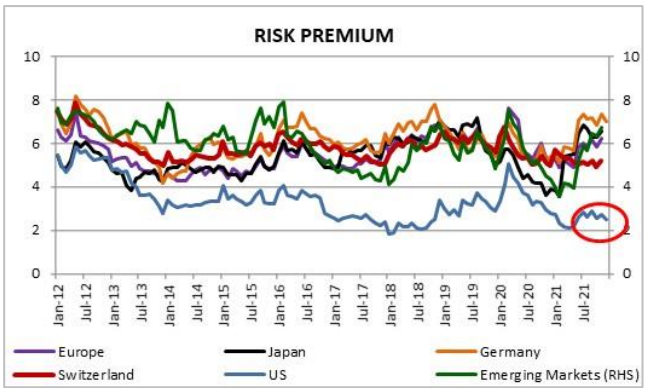
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Betrachten Investoren die Realzinsen, bleibt ohnehin kein Zweifel offen. **Die negativen Renditen sprechen für Engagements in den Aktienmärkten**, auch wenn die Realzinsen wegen der inflationären Entspannung etwas ansteigen werden. Kritisch wird es dann, wenn die Nominalzinsen eine heftige Aufwärtsbewegung an den Tag legen würden. Dafür braucht es aber ein viel besseres Konjunkturumfeld.



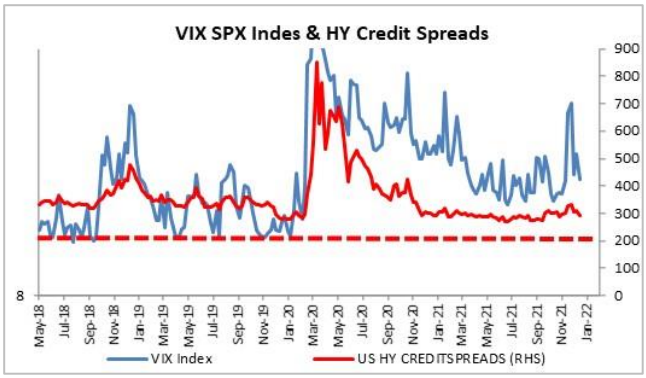
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In vielen Märkten sind auch die **Risikoprämien für Aktien noch attraktiv.** Die erneut tieferen Zinsen und höheren Gewinnrenditen liessen die Prämien ansteigen, obwohl die Aktienmärkte einen guten Lauf hatten. Ein Vergleich der Risikoprämien bestätigt, dass der **amerikanische Markt** teuer ist. Die US Risikoprämie ist fast auf Tiefststand.



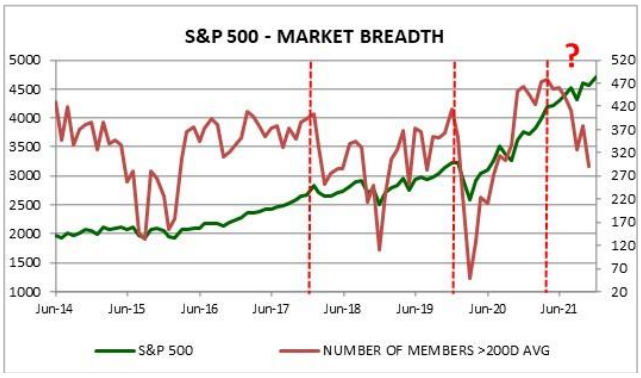
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Sorgenfalten bereiten uns die **tiefe Volatilität** und **geringe Absicherungsbereitschaft**, was Ausdruck einer gewissen Sorglosigkeit ist.



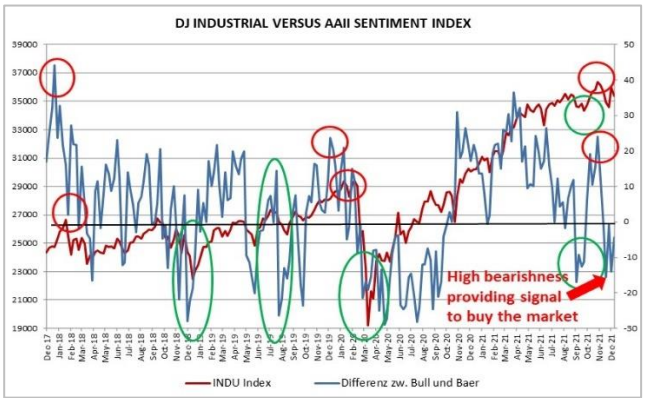
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Zudem **nimmt die Marktbreite ab**, was den Aktienmarkt anfälliger auf Korrekturen macht.



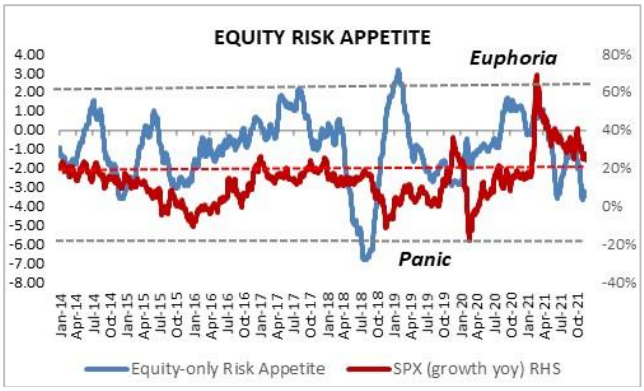
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Andererseits haben bei den Börsenkommentatoren **die Bären wieder das Zepter übernommen**. Eine vorsichtige oder skeptische Haltung im Markt ist beruhigender, als totale Euphorie.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

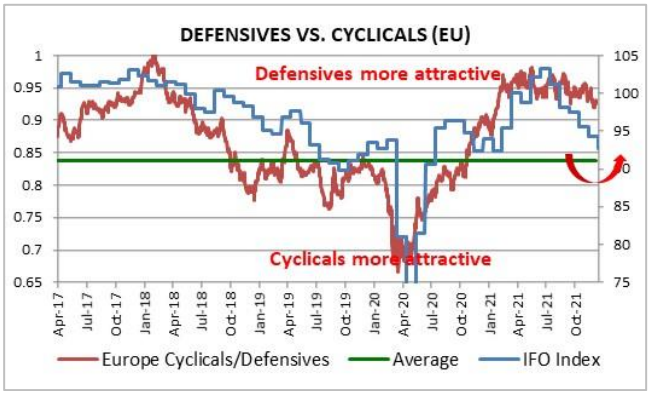
Die **Risikobereitschaft ist entsprechend gesunken**, aber doch noch ein gutes Stück von Panik entfernt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

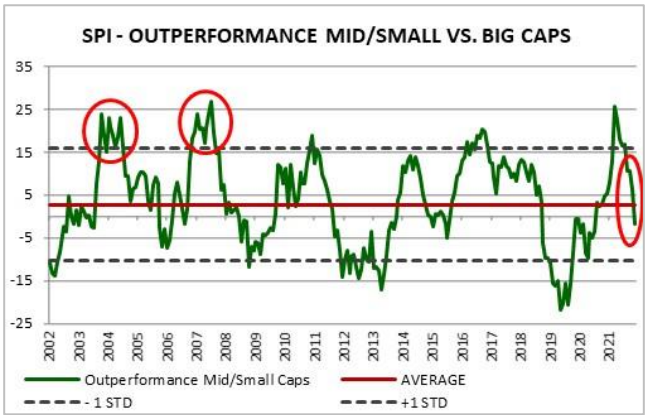
Insgesamt herrscht eine **vorsichtige, „risk-off" Stimmung** an den Aktienmärkten. Viele Investoren warten ab und erhoffen sich ein klareres Bild von den wirtschaftlichen Auswirkungen der verschärften Virenlage und der anstehenden Berichtssaison (FY 2021). Bestätigt wir dieses Bild vom letzten Fund Manager Survey von Merrill Lynch: **Aktienengagements wurden ab- und/oder in defensivere Strukturen umgebaut, das Geld in einer hohen Cash-Quote von 5% parkiert**. Da ist viel Liquidität an der Seitenline, welches ins Spiel gebracht werden kann!

Wir haben einzelne kurze Korrekturen genutzt, um die **Aktienallokation** auf ein **leicht überdurchschnittliches Niveau** anzuheben. Dabei wurde **die zyklische Ausrichtung verstärkt**, haben doch die konjunktursensitiven und vor allem Rohstoffkosten abhängigen Sektoren am meisten gelitten. Sie dürften von der im Verlaufe des Q1-2022 erwarteten zunehmenden **Dynamik der vorlaufenden Indikatoren** profitieren. Besonders interessant sind im Hinblick auf 2022 die spätzyklischen Sektoren (Kapitalgüter, Projektgeschäfte, Anlagebau) und Exportwerte.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dasselbe gilt für **KMU-Werte**. Mit der jüngst guten Entwicklung der Schweizer Schwergewichte, schloss sich die Performance Lücke zwischen Blue Chips und Mid-/Small-Caps etwas. Mit der Rückkehr der Konjunkturdynamik **dürfte die Outperformance der KMUs wieder an Fahrt zulegen**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

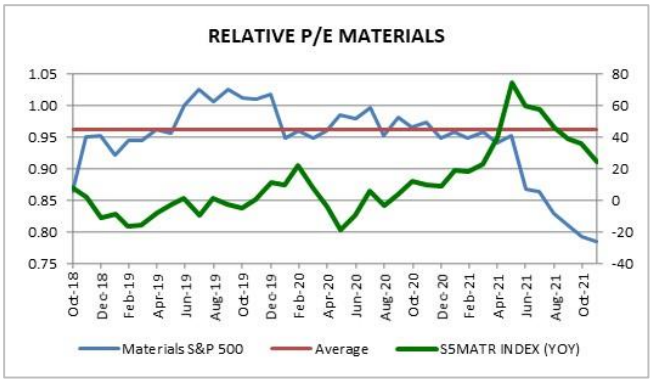
Die Gründe dafür sehen wir in der **zyklischeren Ausrichtung** des KMU Segments, aber auch der klar **attraktiveren Wachstumserwartungen 2022**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

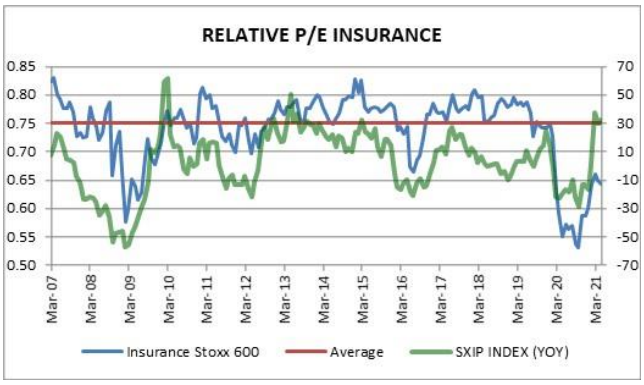
In der Spätphase des Konjunkturzyklus legen die Small Caps oft eine besonders gute Performance hin.

Wir bleiben positiv auf Gesellschaften, die im Rohstoffsektor tätig sind und Kapitalgüter herstellen. **Der Rohstoffzyklus ist noch nicht am Ende,** und wir erwarten eine anziehende Investitionsneigung im H1-2022.

Bei den zyklischen Branchen **finden wir den Bau- und Baustoffsektor weiterhin attraktiv**, da die Immobiliennachfrage anhaltend hoch bleibt, strukturelle Elemente das Wachstum antreiben (Energieeffizienz) und Stimulusprogramme Infrastrukturinvestitionen lostreten könnten.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Potenzial haben aus unserer Sicht **Chemiewerte**, bei welchen die Investoren mit Blick auf die **steigenden Rohstoffkosten** der künftigen Gewinnentwicklung nicht trauen. Die Q3-2021 Resultate haben gezeigt, dass **höhere Inputkosten** weitgehend durch **Preiserhöhungen** kompensiert werden können. Zudem erwarten wir positive Überraschungen beim Umsatzwachstum.

Die erneut global verschärften **Covid-Schutzmassnahmen haben unsere Re-Opening-Ideen zerstört.** Branchen der **Unterhaltungs- und Reiseindustrie** (Reisen, Restaurants, Vergnügungsparks etc.) gilt es vorerst zu meiden, obwohl die entsprechenden Aktienkurse auf negative Meldungen nicht mehr stark reagiert haben. Kurzfristig fehlen positive Treiber. Interessant finden wir hingegen zyklische Unternehmen, die weniger von den steigenden Rohstoffkosten abhängig sind, wie z.B. Temporär-, Software- und Prüffirmen.

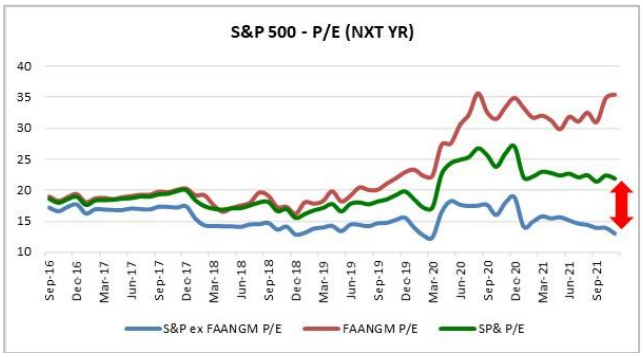
Die Stange halten wir weiterhin den **Unternehmen im Energie-Bereich**. Insbesondere Öl- und Gasfirmen, welche die Energiewende aktiv angehen und ihr Portfolio dezidiert umbauen, ohne zu vergessen, die Legacy-Werte abzuschöpfen.

Bei den **Banken** sind wir **zurückgerudert**, wird sich doch der **Zinserhöhungszyklus weiter nach hinten verschieben**. Dabei dürfen auch Risiken von sich materialisierenden Kreditausfällen und strukturellen Problemen (tiefe Eigenkapital-Quoten) nicht aus den Augen gelassen werden. **Wir bevorzugen Versicherungen.**

Den **US-Markt** finden wir **zu teuer**. Gemessen am erwarteten Wachstum scheint die Bewertung im Verhältnis zu anderen Märkten hoch.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Allerdings gilt festzuhalten, dass der S&P ex. FAANGM bewertungsmässig spannend aussieht. Investoren sind so in einem Dilemma: **günstigere Value-Aktien** oder teure **Technologie-Valoren anschnallen?** Die steigenden Zinsen werden Wachstumswerte mittelfristig eher bremsen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

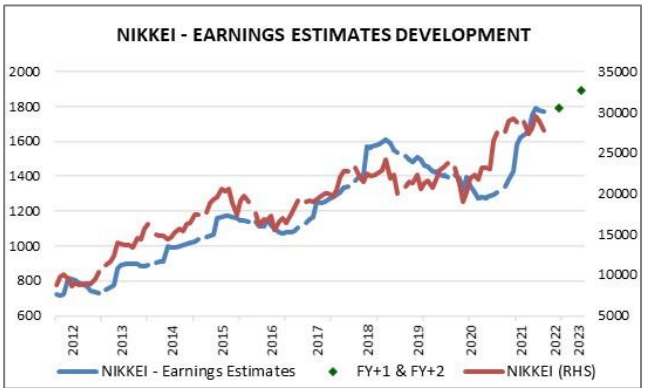
Mit **Rückenwind** der **steigenden Nachfrage nach Rohstoffen** und der **konjunkturellen Erholung** scheinen uns auch gewisse Schwellenländer interessant. Allen voran der **chinesische Aktienmarkt,** der sich jüngst unter der Angst eines kollabierenden Immobi-

liensektors, Zinsbefürchtungen in den USA, den politischen Ereignissen u.a. in Hong Kong und Taiwan, den regulatorischen Interventionen der Regierung und den schwächeren Konjunkturindikatoren äusserst verhalten entwickelt hat. Gemessen am **erwarteten Wirtschafts- und Gewinnwachstum**, unterstützt vom schwächeren USD, und der erneut expansiveren Geldpolitik ist **China zu günstig bewertet**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Konsistent mit unserer fundamental zyklischen Ausrichtung bleiben wir beim **DAX und in den nordischen Märkten engagiert.** Diese Märkte dürften auch von der erwarteten Erholung in vielen Schwellenländern Asiens profitieren. Zudem ist in Deutschland die Unsicherheit über die Bildung einer neuen Regierung weg. Die Ampel ist wohl nicht der Börse Wunschkonstellation, aber wohl immer noch besser als Links oder die alte CDU-Leier.

Unser Zögern zu **Japan ist verschwunden.** Das erwartete **positive makroökonomische Momentum,** vor allem getrieben durch die (asiatischen) **Exportmärkte** und eine **bessere Binnenkonjunktur** dürften 2022 zu einem massiv besseren Gewinnwachstum führen, als aktuell geschätzt wird.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

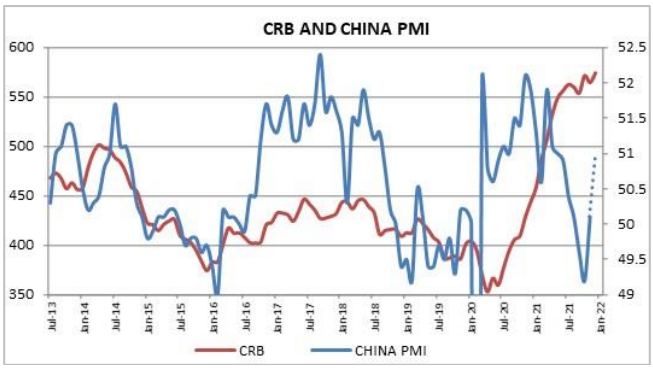
Die japanische Wirtschaft wird klar über Potenzial wachsen, die Geldpolitik kein bisschen restriktiver gefahren, denn die Inflation ist sehr stark getrieben von Energieimporten. Uns gefallen vor allem die **zyklischen japanischen Exportwerte**.

Rohstoffe - Zyklus noch nicht vorbei

Trotz **globaler Nachfrageschwäche** hielten sich die **Rohstoffpreise auf einem hohen Niveau** und begannen im Q4-2021 wieder zu steigen.

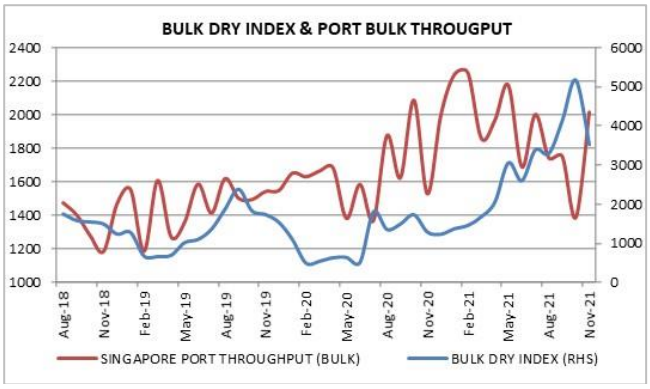
Wir sehen drei Gründe für diese überraschende Entwicklung:

1. Die **Stabilisierung der Nachfrage aus China** vor dem Hintergrund der diversen Stimulusmassnahmen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

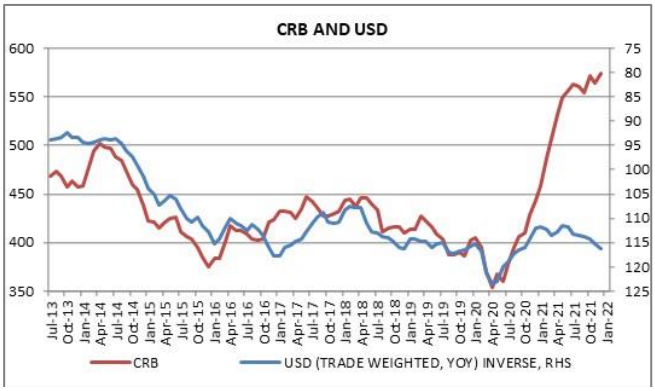
2. Die **vielen Versorgungsengpässe** führen trotz besserem Rohstoffangebot zu hohen Preisen. Der Baltic Dry Index – Indiz für Schüttgut-Transportkosten - hat sich zwar seit dem Höchststand stark zurückgebildet, notiert aber **gegenüber Dezember 2020 immer noch 60% höher**. Das am Hafen von Singapore gehandelte Volumen hat sich gleichzeitig wieder gelebt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

3. Die **hohen Energiepreise** lassen **Produktionskosten** vieler Rohstoffe **steigen** und stützten damit Rohstoffnotierungen.

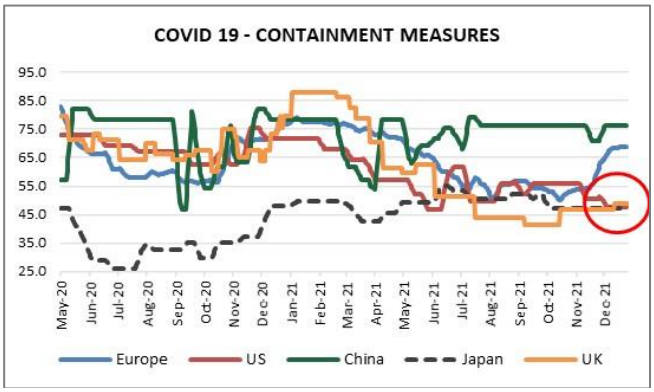
Dabei ignorierten die Rohstoffmärkte die Stärke des USD völlig!



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

War in Nachgang der Covid-Krise 2020 **die Nachfrage der Preistreiber**, war es 2021 bei vielen Rohstoffen **das Angebot**, sowohl bei der Produktion als auch in der Logistik. Wir gehen davon aus, dass **2022 zunehmend die Nachfrage** wieder **das Zepter übernehmen wird.** Aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise wird sich das Angebot ausdehnen; wo dies aufgrund der Reservenverfügbarkeit und Produktionsstrukturen gut möglich ist, werden sich die Preise relativ schnell normalisieren (z.B. Agrarprodukte). Beim **Rohöl** hängt zudem viel von der **Haltung der OPEC+** ab.

Die erwartete Wachstumsverlangsamung ins H1-2022 lässt vermuten, dass die **Preise des ganzen Rohstoffkomplexes unter Druck** kommen könnten. Wie stark, hängt von den **wirtschaftlichen Konsequenzen** restriktiveren **Covid-Schutzmassnahmen** ab.



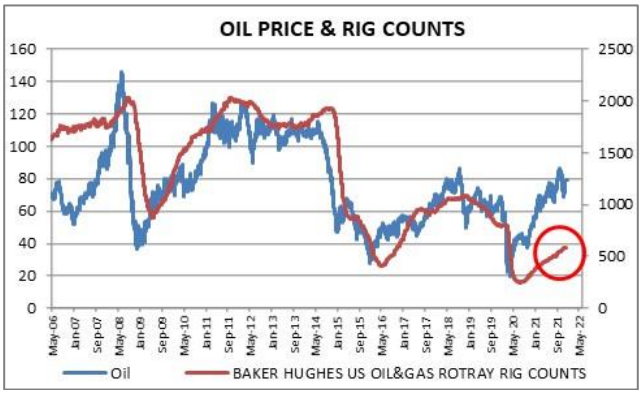
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das doch insgesamt zögerliche Vorgehen vieler Staaten in Bezug auf (Teil-)Lockdowns (ausser in Europa) dürfte ein **Entgleisen der Weltwirtschaft unwahrscheinlich** machen und verhindert einen Preiscrash bei den Rohstoffen. Das positive an einer Preis-Normalisierung wäre **weniger Inflationsdruck.**

Der unmittelbar **konjunktursensitivste Rohstoff ist Rohöl.** Nur schon die Veränderung der **Wachstums-*erwartungen*** übt Einfluss auf die Notierungen aus. Gemessen an den ausstehenden Derivatinstrumenten hat sich die **Finanzwelt** jedenfalls wieder auf **tiefere Ölpreise** eingestellt.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Fundamental ist die Situation aus unserer Sicht recht verworren. Die die grundsätzliche **gute Nachfrage und die tiefen Lager** kontrastieren mit der **Wachstumsunsicherheit** und dem Plan der OPEC+, die **Förderquoten** graduell um +400k bpd **anzuheben,** bis die Förderkürzungen von knapp 6 Mio. bpd verschwunden sind. **US-Schieferindustrie reagiert nur zögerlich**. Viele Bohrlöcher werden aus Umweltschutzgründen oder aufgrund fehlender Finanzierung nicht mehr aktiviert. Zudem sind die **Förderkosten** wegen **steigender Löhne unattraktiver** geworden.

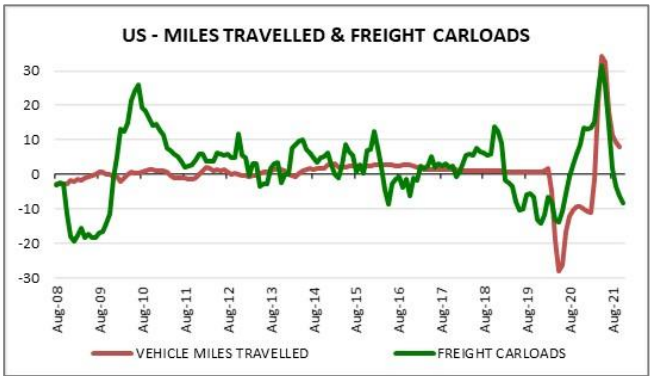


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Saudi-Arabien und Russland bleiben so in der **Rolle des marginalen Produzenten,** ausser der **Iran** wäre wieder auf dem Weltmarkt zugelassen. Die stockenden Atomverhandlungen mit den USA sprechen aber nicht vor ein solches Szenario.

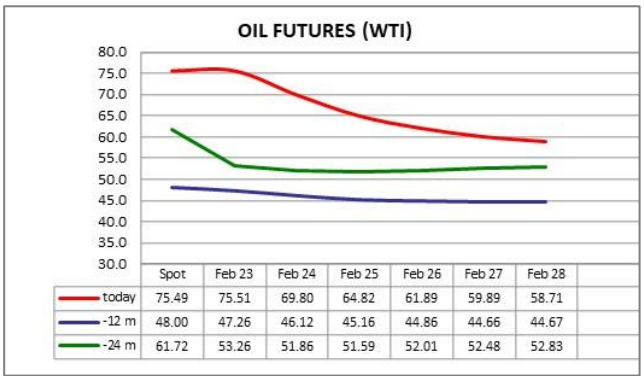
Da der **Appetit der grossen Ölförderer auf** tiefere Notierungen eher klein sein dürfte, gehen wir davon aus, dass die OPEC die **Ausweitung der Förderquoten** stark von den **geänderten Wachstumsaussichten** abhängig machen wird. Nicht zu unterschätzen ist dabei allerdings der **politische Druck der USA.** Dem US Konsumenten tut der massiv höhere Zapfsäulenpreis langsam weh – das ist in einem Zwischenwahljahr keine gute Ausgangslage.

Die jüngsten Mobilitätsdaten in den grösseren Wirtschaftsräumen lassen auf eine geringere Benzinnachfrage schliessen. Wir erwarten deshalb **tiefere Ölpreise in den ersten Monaten 2022**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Backwardation-Lage der Futures-Kurve indiziert, dass die Angebots-/Nachfragesituation auf dem Ölmarkt jedoch gesund ist.

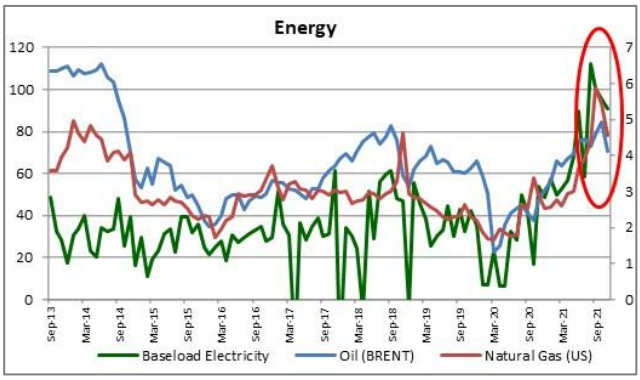


	Spot	Feb 23	Feb 24	Feb 25	Feb 26	Feb 27	Feb 28
today	75.49	75.51	69.80	64.82	61.89	59.89	58.71
-12 m	48.00	47.26	46.12	45.16	44.86	44.66	44.67
-24 m	61.72	53.26	51.86	51.59	52.01	52.48	52.83

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

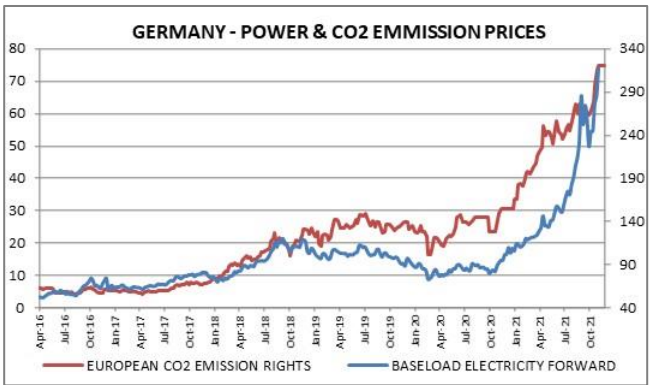
Mit Blick auf eine Konjunkturerholung im Verlaufe von 2022 dürften sich die **knappen Förderkapazitäten erneut preistreibend** auswirken.

Beim **Erdgas** ist nach dem **fulminanten Rally** im Q3-2021 wieder etwas Ruhe eingekehrt. Die Preise haben sich aufs Niveau von 2013 zurückgebildet. Eine breitere Entspannung erwarten wir allerdings nicht. Die **Lager** sind immer noch tief, die Winternachfrage gross, und gerade in Europe wird der Rohstoff zum **politischen Taktieren** missbraucht (Ukraine, Nordstream II). Die nach wie vor global knappen **Transportkapazitäten** aber **auch Substitutionseffekte** aus dem Ölsektor und die wegen der Energiewende **strukturell höhere Nachfrage** zur Sicherstellung der **Basiskapazität bei der Elektrizitätsversorgung** dürfte den Gaspreis hochhalten.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Fürs Erdgas spricht aus ESG-Gründen die rund **30% tiefere CO2 Belastung** und die Absenz anderer Schadstoffe. Bei den rapide **steigenden CO2-Zertifikatskursen** ein entscheidender Faktor.

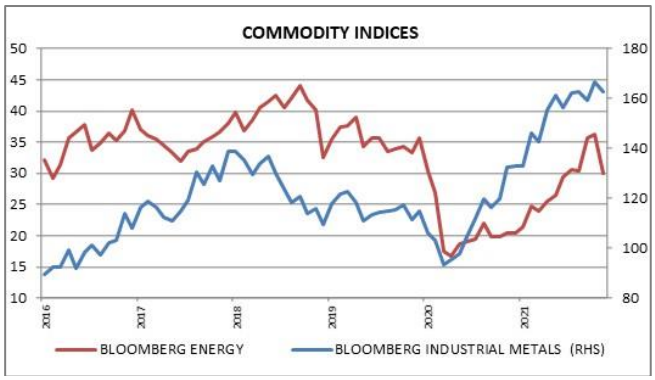


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Von einem direkten Investment in den Rohstoff sehen wir aus Volatilitätsgründen ab, packen aber die Möglichkeit, **über Öl & Gas Gesellschaften** an den in dieser Industrie weiterhin **tief bewerteten freien**

Cash-Flows zu partizipieren. Die Wertschöpfung und Investitionsrendite sind auch bei einem tieferen Ölpreis weiterhin sehr attraktiv. Interessant scheinen uns integrierte Ölfirmen, welche die **Energiewende aktiv angehen** und auf **Veränderung ihrer Produkt- und Dienstleistungsportfolio** setzen.

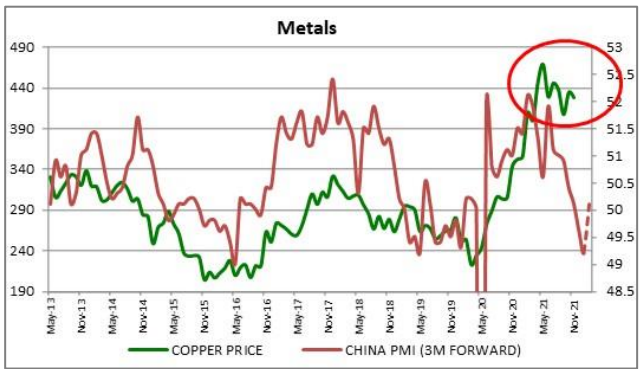
Die Preise der **Basismetalle** litten unter der **Wachstumsverlangsamung in China** und der dortigen Immobilienkrise. Die Konsolidierung war gesund, dauerte jedoch – anders als in der Energie - nicht lange.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Probleme sind die **moderate Lagerhaltung** und das nur **zögerlich ausgebaute und modernisierte Förderangebot.** Zudem profitieren einige Metalle von strukturellen Wachstumstreibern (Energiewende, Elektrifizierung, Urbanisierung).

Gewinnt die Konjunktur 2022 wieder an Fahrt, dürfte der **Hunger nach Industriemetallen zunehmen** und die Preise weiter antreiben.

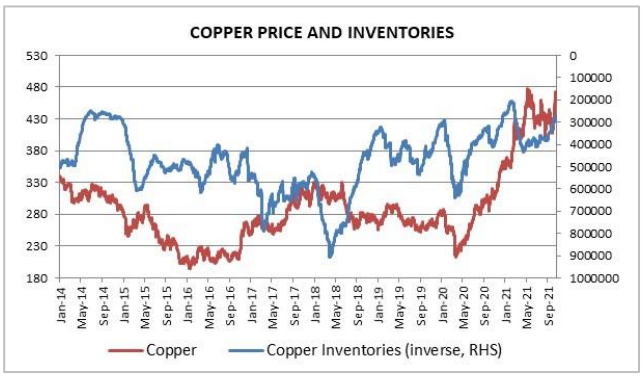


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Typisches Beispiel ist Kupfer: Kurzfristig müsste das Metall aufgrund der verhaltenen **Industrieproduktion und der Immobilienkrise** in China unter Druck kommen. Neuste Schätzungen gehen gar davon aus, dass die **Kupfernachfrage in China** 2021 **leicht sinken** wird.

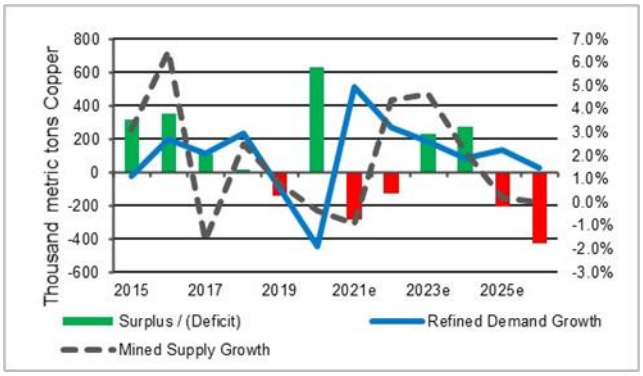
Das **Defizit** scheint gross genug zu sein, dass selbst bei nachlassender Nachfrage und der Aussicht auf neue Kapazitäten **die Preise steigen**. Gerade beim Kupfer spielt die strukturell höhere Nachfrage eine wichtige Rolle.

Springt die Nachfrage erneut an, dürfte sich der Aufwärtstrend der Kupfernotierung weiter verstetigen. Die **Lager sind tief**, das Nachfragepotenzial ist nicht nur in China, sondern vermehrt auch im südostasiatischen Raum hoch.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

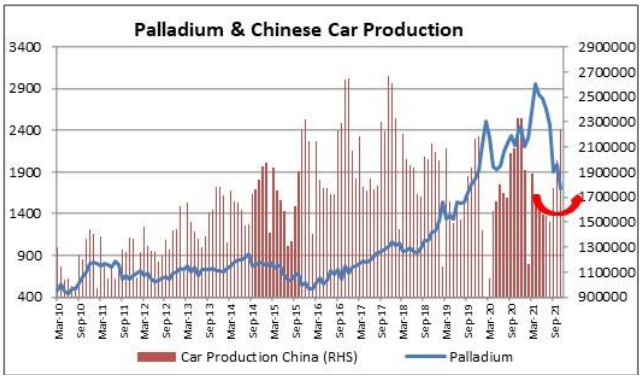
Trotzdem heben wir einen Warnfinger: das Risiko eines Angebotsüberhangs gegen Ende 2022 ist klar gestiegen und zudem sind **steigende Mengen an hochwertigem Schrott** auf dem Weltmarkt im Angebot.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

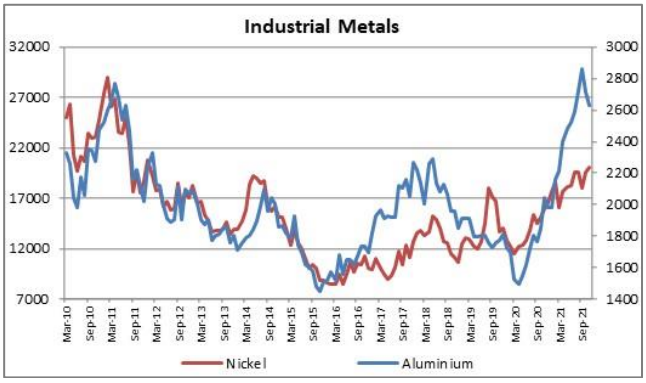
Den Preisen anderer Metalle wie **Platin** und **Palladium** war dieses Jahr dasselbe Schicksal wie dem Kupfer beschieden. Mit **der Konjunkturabkühlung kam der Preisrutsch**. Netto sind die Notierungen aber immer noch **klar höher als vor einem Jahr**. Aufgrund der erwarteten stärkeren Nachfrage aus herkömmli-

chen Industrien und neuen Applikationen werden sich die Preise sowohl beim Platin (u.a. für Wasserstoffzellen) als auch beim Palladium (Autobau) erhöhen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aluminium ist demgegenüber in einer speziellen Lage. Der Alu-Preis schoss unhaltbar nach oben. Fundamental erfreut sich das Leichtmetall einer steigenden Beliebtheit beim **Fahrzeugbau** (Leichtbauweise) und ist auch ein **essenzielles Metall bei der Herstellung von PV-Modulen.** Zudem dürfte Aluminium von der **erwarteten mittelfristigen Erholung der Luftfahrtindustrie** profitieren.



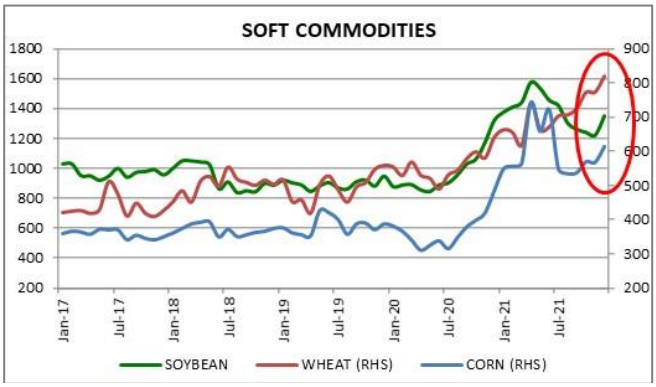
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die gute Kursperformance wurde aber auch getrieben durch: aus Umweltschutzgründen bedingte **Reduktion von Produktionskapazitäten in China, tiefe Lager, politische Turbulenzen in Guinea** (25% des globalen Bauxit Abbaus) **und Ausfällen bei Raffinerien in Südamerika.** Einige dieser Sonderfaktoren dürften 2022 verschwinden. Aufgrund der hohen Energieintensität bei der Produktion von Aluminium gehen wir davon aus, dass es auf absehbare Zeit zu **keiner nennenswerten Angebotsausdehnung** kommt. Der Markt dürfte eng bleiben, vor allem im internationalen Handel, da China aufgrund des **Defizits** im eigenen Land beschlossen hat, die **Exporte einzuschränken.**

Beim **Nickel** sind die **Erholung im Stahlsektor** und langfristig die steigende Nachfrage nach **Elektromobilität** die Preis-Treiber. Das Metall leidet unter einem rekordhohen Defizit, mitunter auch deshalb, weil in Hauptabbaugebieten wie z.B. Indonesien dezidiert gegen umweltschädigendes und sozialpolitisch bedenkliches Schürfen vorgegangen wird.

Eine **Positionierung bei den Industriemetallen** – insbesondere den Rohstoffen für die Energiewende und die seltenen Erden – dürfte sich auszahlen!

Bei den **Agrarrohstoffen** zogen die Notierungen für Weizen weiter davon, während die Preise für Soja und Mais unter Druck waren, sich jüngst aber auch wieder erholten.

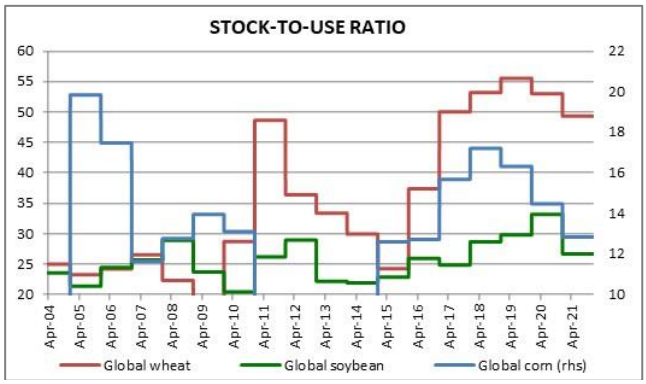


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Interessanterweise wird beim **Weizen** 2021 eine leicht **tiefere Nachfrage**, aber eine gar **überproportional tiefere Produktion** erwartet. Die Lücke entsteht vor allem aus der nordamerikanischen Ernte, wo **weniger Fläche** angebaut wurde. Zudem fiel jüngst die Lagerhaltung. Für **2022 ist steigende Nachfrage** angesagt, zudem hat Russland jüngst angekündigt, die **Exportzölle anzuheben**. Preise dürften hoch bleiben.

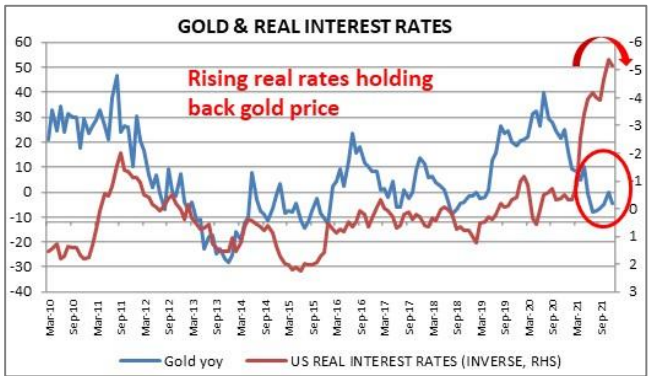
Bei der **Soja** und beim **Mais** zogen die Notierungen jüngst spürbar an, herrschen doch Befürchtungen über eine **magere Ernte wegen Trockenheit in Südamerika**. China hat hingegen angekündigt, die Maisproduktion zu konsolidieren und dafür **stärker auf Soja-Pflanzungen** zu setzen. In beiden Rohstoffen ist China grosser Importeur, sein Verhalten beeinflusst die Weltmarktpreise.

Die Preise im **Agrarsektor** scheinen aufgrund **der reduzierten Vorräte** und der möglicherweise **tieferen Winterernte** aktuell **gut gestützt.** Die höheren Preise und das damit verbundene steigende Agrareinkommen dürften 2022 zu **Ausweitung der Pflanzflächen** führen, das **steigende Angebot** in der Konsequenz **auf die Preise drücken**. Mittelfristig ist Chinas Agrarpolitik vermehrt auf den Radar zu nehmen. Das Programm „Gemeinsame Wohlfahrt" scheint auch im Agrarsektor Auswirkungen (effizientere Produktion) zu haben. Wir erachten den Sektor zurzeit als **wenig attraktiv**.



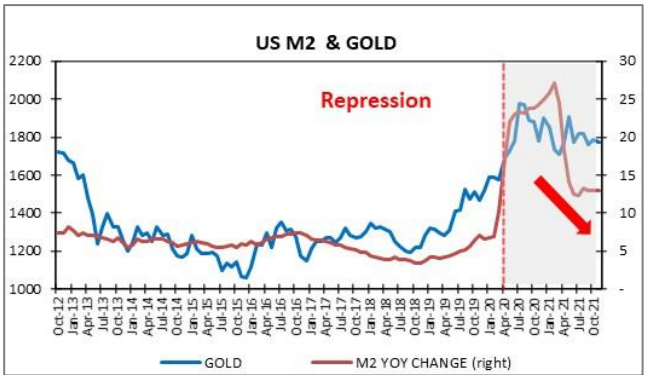
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Entwicklung des **Goldpreises** bleibt enttäuschend. Welche Treiber in den kommenden Monaten die Überhand nehmen werden, ist schwierig zu abzuschätzen. Der **Inflationsanstieg scheint aber eingepreist** zu sein. Als nächste Bewegung dürften **höhere Nominalzinsen** und ein **Abflachen der Inflation** den Goldpreis zurückhalten, auch wenn die **Realzinsen** nach unserer Einschätzung auf absehbare Zeit **negativ** bleiben.



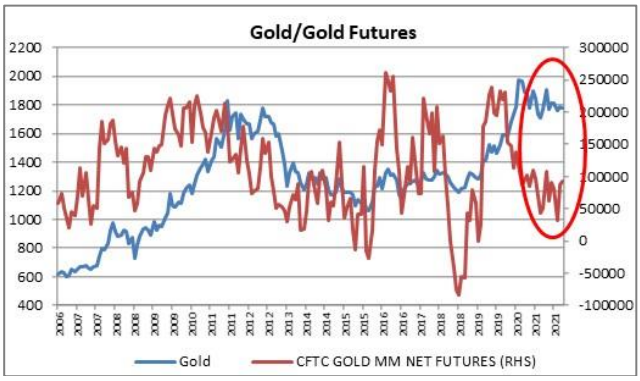
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Den weitaus stärksten **negativen Einfluss** auf den Goldpreis dürften in den vergangenen Wochen aber die **Zinserhöhungen** diverser kleinerer Zentralbanken und der vom **FED und der EZB angekündigte geldpolitische Kurswechsel** gehabt haben. Offenbar ist dabei irrelevant, ob Geldmenge abgeschöpft, sondern nur weniger in den Markt gedrückt wird. Die Veränderung und nicht das Niveau der Geldmenge gibt dem Goldpreis offenbar den Takt an.



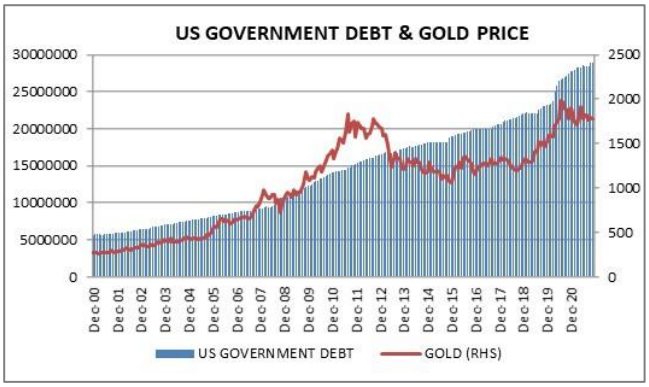
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dies scheinen viele Investoren auch so zu sehen. Die Net-Long Position ausstehender Futures sind tief. Der Goldpreis müsse so gesehen sogar noch tiefer sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gründe wie **Krisenwährung,** die Problematik der **hohen Verschuldung, negative Realzinsen** und das **schwindende Vertrauen ins Fiat-Geld** sind im Zusammenhang mit Gold in den Hintergrund gerückt.

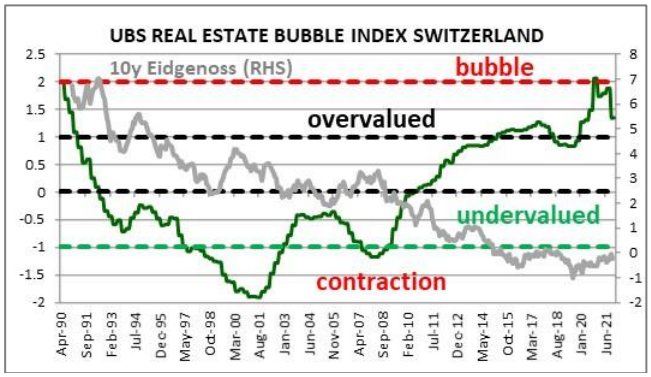


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Sie könnten allerdings **2022 ein Revival** erleben, ausgelöst von **Wachstumsskepsis** und einem damit verbundenen **langsameren „Tapering“,** sowie zunehmenden **geopolitischen Spannungen.** Mit Blick auf mittelfristig wieder steigende Goldnotierungen und aus Gründen der **Vermögensdiversifikation in Realwerten** lohnt es sich, eine **Goldposition zu halten.** Vorerst erhöhen wir unsere Allokation aber nicht.

Immobilien – Agios immer noch zu hoch

Der **Schweizer Immobilienmarkt** bleibt laut dem „UBS Real Estate Bubble Index“ **in der Risikozone,** auch wenn der Indexwert im Q3 von 1.87 auf 1.34 Punkte markant gefallen ist.



Quelle: UBS, Santro Invest

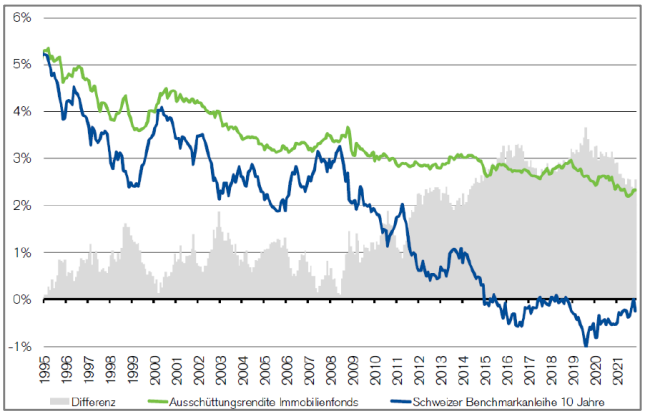
Für den deutlichen Rückgang des Index sei die **starke Erholung der Wirtschaft im H1-2021** verantwortlich. Dies sei nicht nachhaltig, und die Ungleichgewichte blieben klar höher als vor der Pandemie, so die Experten der UBS. **Weiter steigenden Eigenheimpreise** (+%5.4% ggü. VJ) und das **beschleunigte Wachstum des Hypothekarvolumens** (+3% ggü. VJ) bleiben Grund für die Sorgenfalten. Problematisch daran ist, dass die **Einkommen** mit der **Preisentwicklung nicht Schritt halten** konnten, die **Verschuldungsquote gestiegen** ist.

Gleichzeitig sind die **Angebotsmieten** auch im Q3-2021 weiter **gefallen** (-2.7%). Das Preis-Miet-Verhältnis ist auf über 34 geklettert, was auf eine **hohe Abhängigkeit der Eigenheimpreise von tiefen Zinsen** hindeutet. Somit sendet auch der Wohnungsmarkt kritische Signale aus. Die Renditen sinken und trotzdem scheint die **Nachfrage nach Buy-to-let** nicht nachzulassen. Die Erwartung weiter steigender Preise lässt das Segment weiter boomen.

Die Experten der UBS erwarten aufgrund der konjunkturellen Verlangsamung einen **erneuten Anstieg des Index im Q4-2021.** Da das Risiko höherer Zinsen angesichts des erwarteten Inflationsrückgangs geringer ist, dürften die Verwerfungen auf dem Eigenheimmarkt noch eher zunehmen.

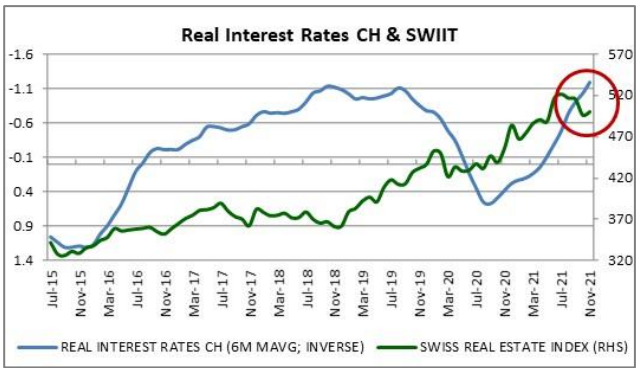
Die relative Renditebetrachtung und die **geringe Zinsbelastung** bei der Fremdfinanzierung scheint weiterhin ein wichtiger Treiber von Immobilienanlagen zu sein. Gegenüber eines 10jährigen Eidgenossen ist der Ertrag aus Immobilien immer noch interessant, auch wenn **höhere Immobilienpreise Renditen fallen lassen** und die Zinsen auch in der Schweiz **angestiegen sind.**

AUSSCHÜTTUNGSRENDITEN UND ZINSEN



Quelle: Credit Suisse

Die **Entwicklung der Realzinsen** dient zur Erklärung des anhaltenden Immobilienbooms. Steigende Inflationserwartungen haben die **Realzinsen weiter nach unten gedrückt** und damit den Appetit nach Investitionen in Realwerten angeregt. Der Schweizer Immobilienindex hätte entsprechend positiver reagieren müssen.

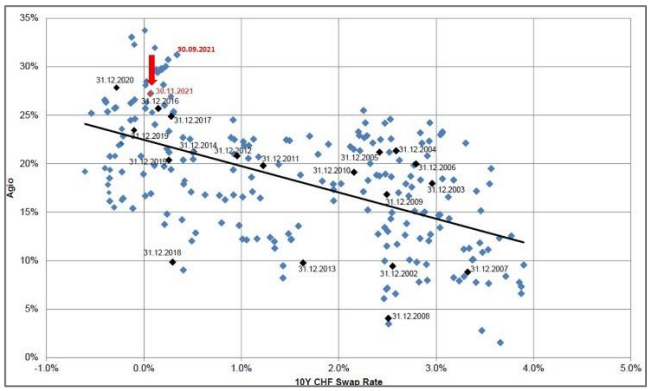


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die seit nunmehr einem halben Jahr **andauernde Seitwärtsbewegung** schreiben wir einerseits den Befürchtungen über Zinserhöhungen und andererseits den jüngst erfolgten **kräftigen Kapitalerhöhungen von Immo-Funds** zu.

Unsere vor 3 Monaten geäusserte Befürchtung, dass sich die **Buchwertaufschläge zurückbilden werden**, hat sich bestätigt. Die Wachstums- und Inflationserwartungen sind zwar etwas tiefer, aber der **geldpolitische Kurswechsel** war mit den **rekordhohen Agios nicht mehr vereinbar**.

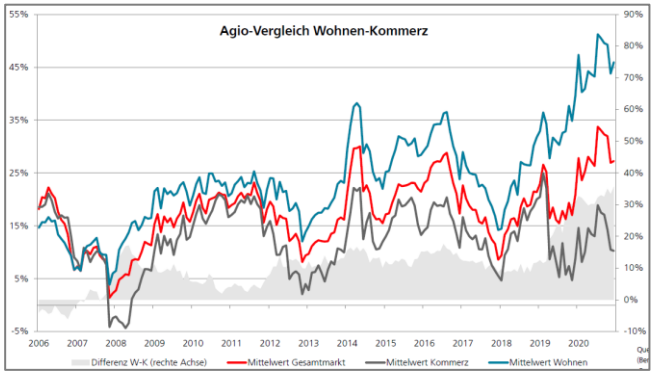
BUCHWERT-AUFSCHLAEGE UND ZINSEN



Quelle: Swisscanto., Santro Invest

Die **Buchwertaufschläge** haben entsprechend reagiert und sind gesunken. Das Niveau bleibt aber **historisch gesehen hoch.**

ENTWICKLUNG BUCHWERT-AUFSCHLAEGE



Quelle: Swisscanto

Es sind vor allem die **Wohnimmobilien,** die sich wacker halten. Die **Geschäftsliegenschaften** scheinen die Übertreibungen von Mitte 2021 abgebaut zu haben. Das erneut **eingetrübte Konjunkturumfeld** mag dabei geholfen haben.

Die **gute Absorption** der freien Wohnungen und Flächen, kombiniert mit einer **Beruhigung der Bautätigkeit** und der anhaltend **hohe Appetit institutioneller Investoren nach Realwerten** wird die Immobilienpreise weiterhin stützen. In Kombination mit **eher sinkenden Mietzinsen** bedeutet dies aber auch **fallende Ausschüttungsrenditen.** Die Performance von Immobilienanlagen wird noch mehr von Bewertungsgewinnen abhängig.

Nach einer verhaltenen Performance des **Schweizer Immobilien-Index** in den letzten Monaten sehen wir aufgrund der Realzinsentwicklung und der geringeren Kapitalmarktbelastung durch Neuemissionen **Aufwärtspotenzial.** Wir sehen trotzdem von Neuengagements im Immobiliensektor ab, da wir die **Buchwertaufschläge als zu hoch erachten**. Bei einer fortschreitenden konjunkturellen Belebung sehen wir Potenzial bei gemischten oder rein kommerziell ausgerichteten Fonds.

Schlussfolgerung

Anhaltende **Versorgungsengpässe**, **hohe Inflation** und ein erneuter **globaler Virus-Ausbruch** lässt zum Jahreswechsel **Wachstumsbefürchtungen** steigen. Droht die Weltwirtschaft wegzubrechen? Wir gehen nicht davon aus. Die ersten zwei Quartale 2022 werden zwar mit **verhaltener Konjunkturentwicklung** zu kämpfen haben, die weniger einschneidenden Covid-Schutzmassnahmen werden aber zu einem geringeren wirtschaftlichen Schaden als 2020 führen. Die Welt hat dazugelernt – hoffentlich.

In „Projektphase“ ist der **geldpolitische Kurswechsel**. Die Tage ultraexpansiver Geldpolitik sind gezählt, die hohe Inflation hat sie in die Knie gezwungen. Aufgrund der erwarteten Wachstumsverlangsamung dürften die **Zentralbanken nur sehr zögerlich an der Zinsschraube drehen**, die **Liquiditätsquelle** aber **versiegen lassen**. Die Konjunkturdelle leistet dabei Schützenhilfe, lässt der Inflationsdruck doch im Verlaufe von 2022 nach. Wir erwarten 2022 ein **globales Wachstum über Potenzial**, mit **höherer Inflation** und **höheren Zinsen** als vor der Pandemie.

Für die **Vermögensallokation** gilt es, **das grosse Ganze zu sehen!** Die verzögerte Konjunkturerholung ändert nichts dran, dass wir **Mitten in der Zinswende** sind. Die aktuelle Wirtschaftslage verhindert ein schnelles Anziehen der Renten. Stärken im **Obligatio-**

nenmarkt nutzen wir zur **Reduktion der Allokationen**. Vernünftige Renditen können höchstens in ausgewählten Unternehmens-, Schwellenland- und Wandelanleihen erzielt werden.

Die Zeiten sind weiterhin **vorteilhaft für Realwerte**, insbesondere **Aktien. Expansive Geldpolitik** bei historisch gesehen tiefen Zinsen, **negativen Realrenten** und ein **solides mittelfristiges Wirtschaftswachstum** sprechen für Beteiligungspapiere. Die Volatilität dürfte aufgrund der kurzfristig unsicheren Gewinnentwicklung entstehen. **Höhere Inputkosten** werden zwar die **Margen angreifen**, die hohe Inflation und die damit verbundene **Preismacht** der Unternehmen aber die **Umsätze antreiben** und die **Gewinne anschwellen** lassen. Die positiven Aspekte der Inflation werden unterschätzt. Nur die **stark ansteigenden Löhne** bereiten uns etwas **Sorgenfalten**. Die **überdurchschnittliche Aktienallokation** ist **zyklisch auszurichten**, mit Vorteil auf spätzyklische Branchen, Roh- und Baustoffe, strukturell wachsende Industrien und Small Caps.

Der **Rohstoffzyklus** ist **noch nicht am Ende**. **Industriemetalle** profitieren von strukturellen Wachstumstreibern, einer konjunkturellen Erholung und einem nur zögerlich entlasteten Angebotsengpass. Bei der **Energie ist kurzfristig Pause angesagt**, während es **Gold** im Umfeld **nachlassender Inflationseffekte** schwierig haben wird – ausser einer der geopolitischen Brandherde flammt wieder auf.

Bei den **Immobilien** bleiben wir **vorsichtig**. Viel Positives ist in den **überhöhten Buchwertaufschlägen** enthalten. Das mittelfristig höhere Zinsniveau wird die Performance sukzessive beeinträchtigen. Kommerziell ausgerichtete Investitionen könnten sich als lohnend erweisen.

Falls all dies nicht überzeugt, lohnt es sich, etwas **Liquidität in der Vorderhand** zu halten. Real gesehen ist dies ein Nonsens, für die **Investitionstaktik vernünftig**. Es erlaubt in den kommenden unsicheren Zeiten in gute Aktien investieren zu können.

Johannes Borner, CIO, Santro Invest AG
Schindellegi, 29. Dezember 2021