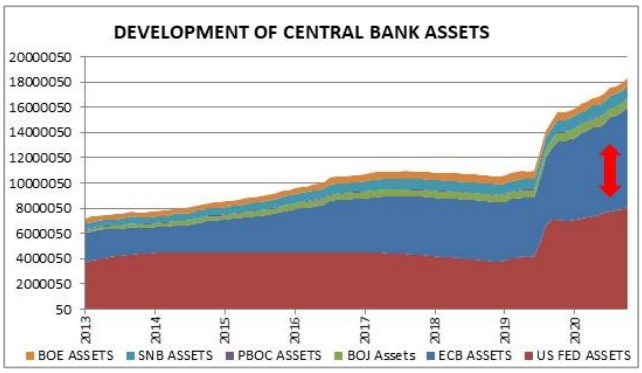
santroinvest ag

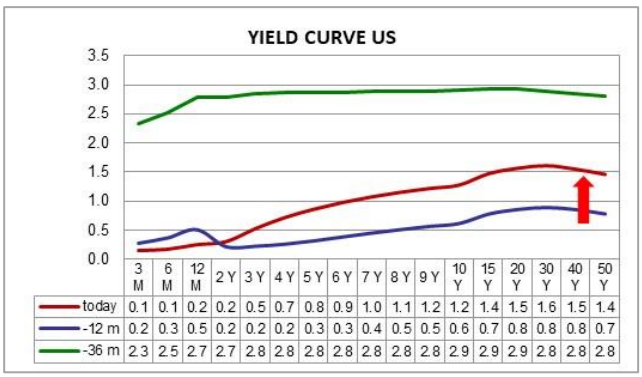
Märkte und Anlagepolitik
Drittes Quartal 2021

Nervosität rund um **Liquidität und Zinsen** hat seit Anfang Jahr zugenommen. Sie dürfte weiter steigen, weil die Zentralbanken im Rahmen der konjunkturellen Normalisierung erst mal weniger Liquidität in den Markt pumpen werden, danach ausgelaufene Investitionen nicht mehr reinvestieren und schliesslich aktiv Assets verkaufen werden. Die chinesische Zentralbank steht schon seit Ende Jahr auf der Bremse, das **FED übt seit jüngst eine gewisse Zurückhaltung** (Bilanz weniger stark gestiegen, Schuldenabsorption kleiner).



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Höhere Zinsen werden erst in der Folge ein Thema. Natürlich haben sich die Zinsen bereits bewegt, wobei die **Zinskurve steiler** wurde, weil die konjunkturelle Erholung das Geld verteuert, die **Zentralbanken aber am kurzen Ende** weiterhin **intervenieren**.

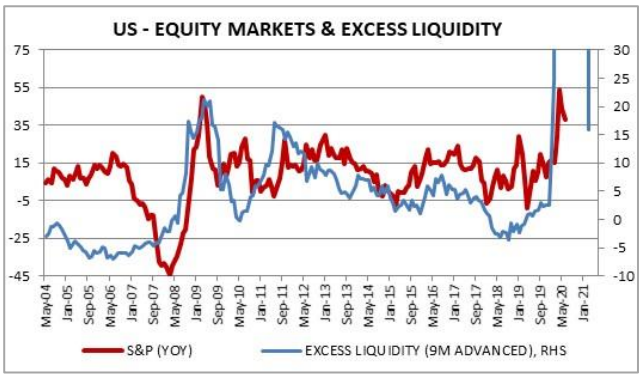


	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6	1.5	1.4
-12 m	0.2	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
-36 m	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Letzteres ist ein **Überbleibsel aus der globalen Finanzkrise 2008/09**, welches während der Corona-Pandemie ganz praktisch weitergeführt wurde. Das Geld soll verfügbar und günstig sein, damit das Banken- und Finanzsystem nicht ins Wanken kommt. Verstetigt sich die Konjunkturentwicklung weiter werden aber auch die kurzfristigen Renten anziehen und damit **höhere Zinsen über die ganze Zinskurve** resultieren.

Was bedeutet dies für die Finanzmärkte? Bei den **Renten** stehen wir vor **schwierigen Zeiten,** egal ob nur mit weniger Liquidität und/oder mit einem höheres Zinsniveau. Die **Aktienmärkte** müssen sich aus einer unmittelbaren Betrachtung vor allem um **weniger Liquidität sorgen**. Wir sind überzeugt, dass ein Teil der guten Entwicklung der Aktienmärkte auf die vorhandene Überschussliquidität zurückzuführen ist.



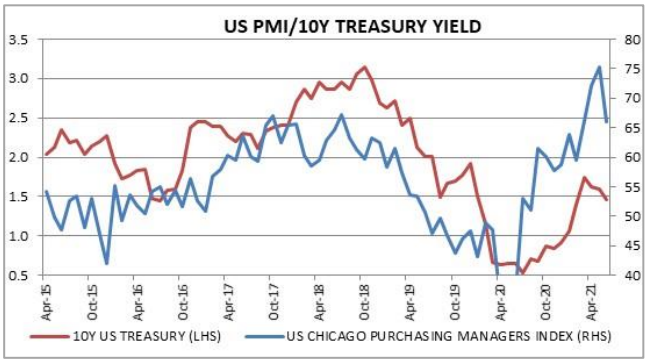
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Fahren nun Zentralbanken in einem Umfeld konsumstimulierender wirtschaftlicher Öffnung die Liquiditätsversorgung zurück, dürfe dies nicht spurlos an den Aktienmärkten vorbeigehen. Die Geldströme in die Börsen werden nicht gerade versiegen, aber doch kleiner werden. Zum Glück sind die **Zinsen tief**, die Aktienpositionierung mager und der **der Renditedruck anhaltend hoch**. Dies wirkt Kurs stabilisierend.

Eine unabhängige Zentralbank müsste sich um Finanzmarkteffekte nicht kümmern. FED & Co. sind in den

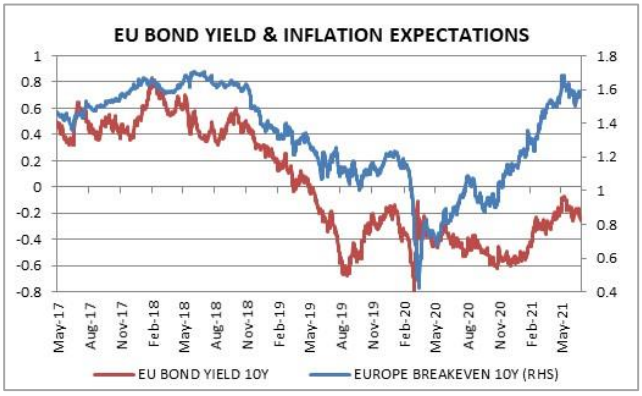
letzten Jahren aber **zum Instrument der Wirtschaftspolitik** geworden. Dies macht die Entscheidung, die Geldpolitik zu normalisieren, insbesondere die Offenmarkt-Interventionen zu beenden, zu einem Hochseilakt. Der Druck seitens Stimulus geleiteter Politik und der damit verbundenen Schuldenwirtschaft wird hoch bleiben. Die **Zentralbanken bereiten aktuell die Finanzmärkte *verbal* auf veränderte Vorzeichen** vor. Dies ist positiv zu werten.

Während **Liquiditätsreduktion** aus unserer Sicht ein **unmittelbares Thema** ist, dürften höhere Leit-Zinsen erst in etwas mehr als einem Jahr die Schlagzeilen füllen. Gemessen an den überdurchschnittlichen Wachstumszahlen, die erwartet werden, müssten die Zentralbanken auch bei den Zinsen aktiv werden. Dabei sprechen wir nicht nur von den ausserordentlichen Basiseffekten, die die Veränderungsraten in die Höhen treiben, sondern **auch von der Konjunkturentwicklung über die nächsten 2 Jahre**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

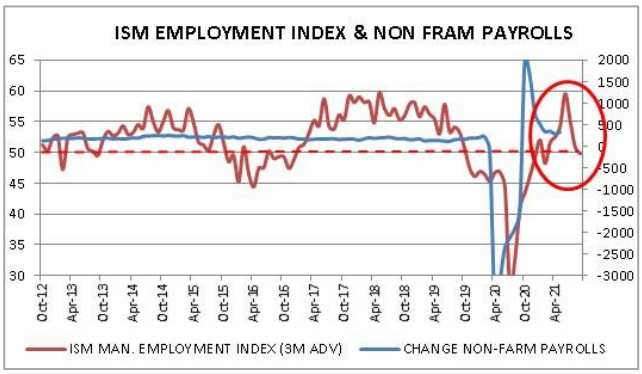
Selbst die **Inflation** hat sich wieder bemerkbar gemacht und dürfte – nicht nur in den USA – nachhaltig um oder leicht über 2% liegen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Da stellt sich die Frage, warum das FED Gewehr bei Fuss steht. Temporäre Inflationssprünge, noch nicht stabilisierte Arbeitsmärkte etc. werden vom US-Geldhüter bemüht. Rechtfertigungen für eine – aus unserer Sicht – **nicht mehr angepasste Geldpolitik**, welche die **Glaubwürdigkeit der Zentralbank** zu untergraben droht.

Einverstanden, der **US-Arbeitsmarkt** ist **noch nicht in Topform**. Die Arbeitslosenrate ist zwar tief, aber von tiefer Partizipationsrate gedrückt. Arbeitslosen-Erstanträge sind noch auf höherem Niveau als vor der Pandemie, die Anzahl neu geschaffener Stellen sehr volatil (aber ein positiver Trend) und der vorlaufende Indikator (ISM) jüngst wieder unter 50 Punkte (= kein Wachstum mehr).

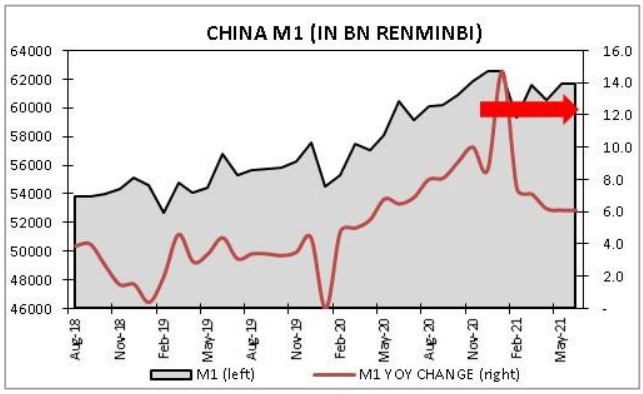


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dafür eine steigende Zahl offener Stellen. Uns scheint, dass auch in den USA zunehmend strukturelle Themen den Arbeitsmarkt belasten. Zudem sei daran erinnert, dass **Arbeitsmarktentwicklungen spätzyklisch** sind und es somit doch höchst **fraglich** ist, solche Daten **als Kriterium für *antizipative* Geldpolitik** zu nutzen. Das Festhalten am monetären Kurs erscheint unter diesem Licht mehr als speziell. Man ist geneigt zu sagen, das **FED bleibt am Gängelband der US-Regierung.** Im Übrigen gilt dieselbe Kritik auch für die EZB, welche ein Europa auf solidem Wachstumspfad (ja auch die Peripherie!) im schädlichen Negativzins-Umfeld schmoren lässt. Lagarde sprach an der letzten EZB Sitzung von einer **beträchtlichen wirtschaftlichen Erholung** (in Europa) im Q2-2021 und von einer erwarteten **robusten Entwicklung im H2-2021**. Projektierte Wachstums- und Inflationszahlen wurden angehoben, bei der Inflation allerdings mit angezogener Bremse, um keine geldpolitische Anpassung vornehmen zu müssen.

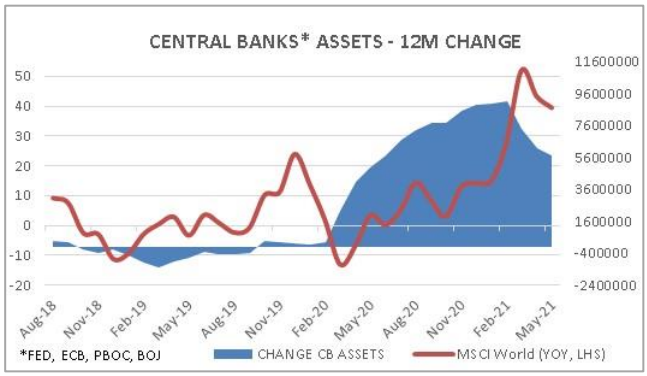
Japan ist in einer ähnlichen Situation. Die Zentralbank möchte nicht als Party-Bremse gelten. Kritiklos darf nur die **Bank of China** betrachtet werden. Ihre **Geldpolitik ist restriktiver als Anfang Jahr** und trägt damit

dem Wirtschaftswachstum Rechnung. Zudem ist dort der politische Einfluss strukturell sowieso gegeben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Über alles gesehen erachten wir **weniger Liquidität als ein grösseres Problem** für die Finanzmärkte **als höhere Zinsen** – im Wissen natürlich, dass es eine Abhängigkeit gibt.

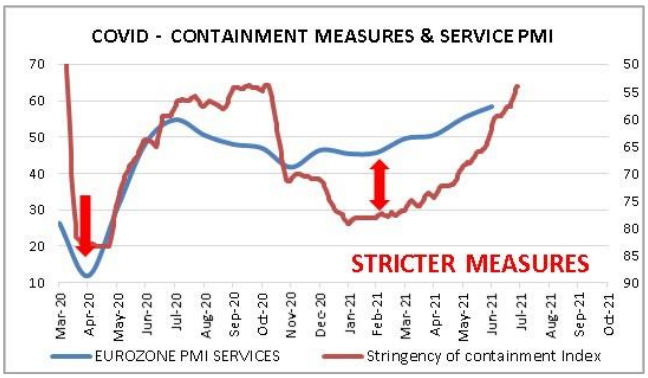


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Und diese Herausforderung wird uns schon in den nächsten Monaten beschäftigen (siehe China). **Zinsen schlagen später auf**, geht die Konjunkturentwicklung den eingeschlagenen Weg weiter. Der Anstieg sollte nur dann beunruhigen, wenn es **wegen zu viel Stimulus zu einem raschen, heftigen Zinsanstieg** kommt. Paradoxerweise besteht diese Gefahr vor allem dann, wenn am geldpolitischen Status quo festgehalten wird, oder fiskalpolitisch die Lage aus dem Ruder läuft. **Die Zentralbanken *müssen* handeln…**

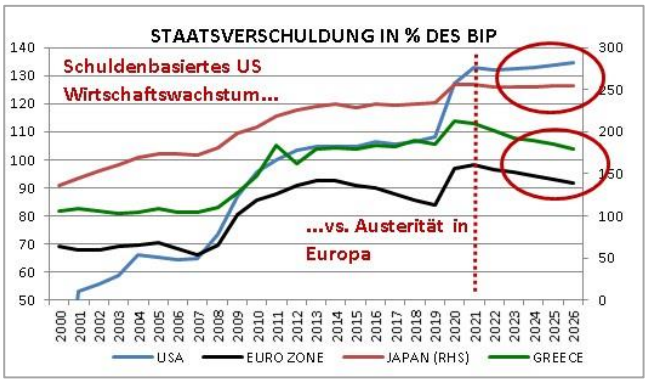
Konjunkturerholung gewinnt an Breite

… denn **das Konjunkturbild ist äusserts vorteilhaft.** Nach dem Virus-Schock 2020, der in eine von Regierungen organisierte Rezession führte, **schnellte die Weltwirtschaft fast synchron** zurück. China war der ganzen Entwicklung immer etwas voraus. Je nach epidemiologischer Lage folgten die anderen Volkswirtschaften. Bei aller Kritik an den aufoktroyierten Covid-Massnahmen sei an dieser Stelle auch einmal der **grosse Lerneffekt** erwähnt, durch welche die ganze Gesellschaft in den letzten 18 Monaten ging. Obwohl die Wellen 2+ viral heftiger waren, waren die Rückschläge ökonomisch viel weniger einschneidend.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Natürlich geschah all dies mit viel Staatsgeldern. **Die ökonomischen Spuren konnten** – wenigstens kurzfristig – im **Rahmen gehalten** werden. Was langfristig mit dem Schuldenberg passiert ist eine andere, aber nicht weniger wichtige Frage. Dies wird uns noch eine Weile beschäftigen, weil es das mittelfristige Wachstum beeinträchtigen wird.

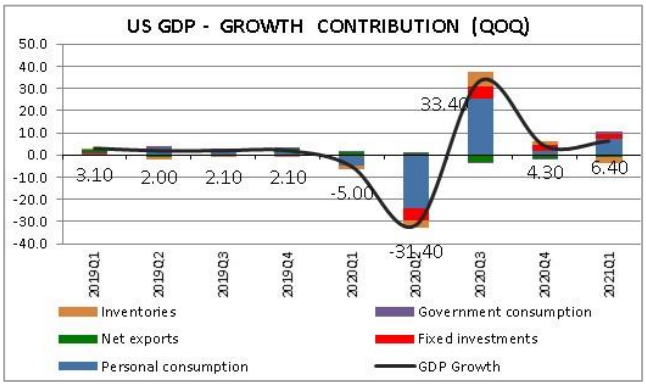


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Mittlerweile hat sich die **Geschwindigkeit der Konjunkturentwicklung** der verschiedenen Wirtschaftsräume wieder **ausdifferenziert**. Das Muster widerspiegelt die die Unterschiede wie die verschiedenen Regionen die Pandemie zu meistern versuchten.

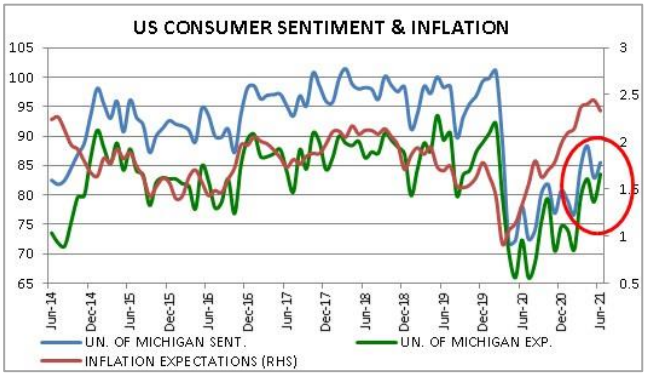
Der Schwerpunkt der Massnahmen in den **USA** lag bei der ***direkten* Unterstützung der Haushalte**, was sich

dann auch in einer vom privaten Konsum getriebenen Wirtschaftserholung niederschlägt.



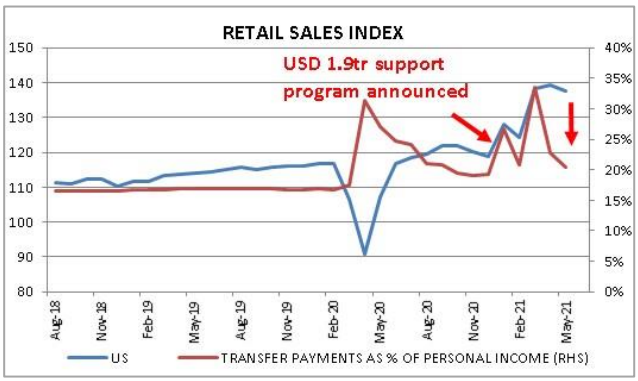
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Direktzahlungen sorgten für eine **graduelle Verbesserung der Verbrauchervertrauens**. Wegen der epidemiologischen Rückschläge hat sich diese noch nicht auf das Niveau von vor der Pandemie erholt.



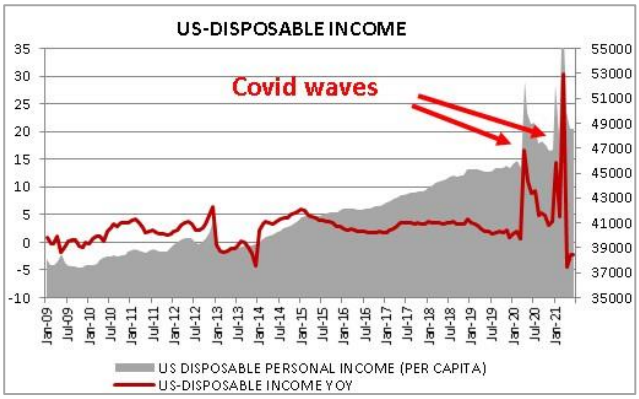
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die jüngsten **Öffnungsschritte dürften die Stimmung aber weiter aufhellen**. Da viele (Freizeit)Dienstleistungen nicht verfügbar waren, spielte sich die Erholung in den USA **vor allem beim Güterkonsum** ab. Einzelhandelsumsätze folgten den staatlichen Stimuli.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

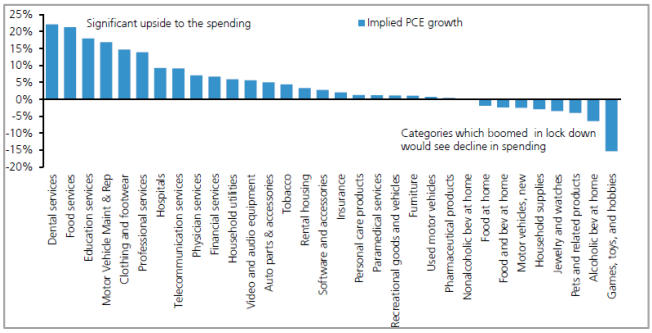
Güter machen aber **nur rund 40% der Haushaltausgaben** aus, viele Dienstleistungen waren geschlossen. Die Amerikaner hatten so plötzlich zu viel verfügbares Einkommen und hohe Ersparnisse.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

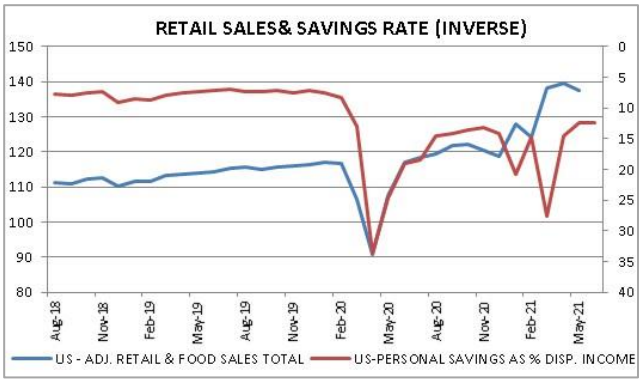
Dies dürfte sich in den kommenden Monaten ändern. **Dienstleistungen** – die grösste Ausgabenkategorie der US Haushalte - werden **sukzessive wieder verfügbar.** Das Konsummuster wird sich verändern. Vor allem langlebige Konsumgüter werden wohl weniger nachgefragt werden. Der ganze Service Sektor (Restaurants, Reisen, Vergnügungsparks, Gesundheitsdienstleistungen, etc.) könnte davon profitieren.

POST-COVID – GÜTERKATEGORIEN MIT UP- UND DOWNSIDE



Quelle: UBS

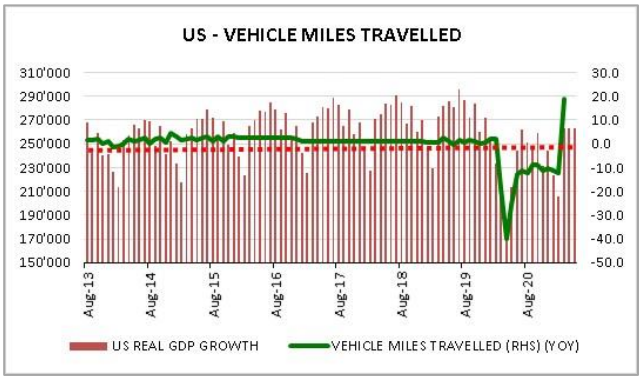
Die vorläufigen BIP-Zahlen fürs Q1-2021 weisen bereits auf diese Entwicklung hin. Dabei erwarten wir, dass auch **ein Teil der angesparten Mittel zurück in den Konsumkreislauf findet**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aus heutiger Sicht spricht einiges dafür, dass **in den USA das Wachstum** stark **vom Konsum getrieben** bleibt, auch wenn sich dessen Zusammensetzung etwas verändern wird. Die höhere Nachfrage nach Dienstleistungen dürfte die etwas verhaltene Entwicklung bei den Gütern überkompensieren. Die letzten Daten zu den Einzelhandelsumsätzen zeigen war noch keinen negativen Effekt durch diesen Konsum-Shift.

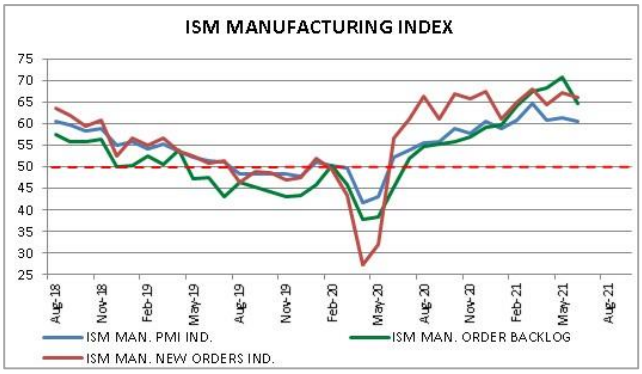
Die Anzahl gefahrener Meilen in den USA hat den Stand in den Monaten vor der Pandemie jedoch wieder überschritten. Ein klarer Indikator, dass die Amerikaner auch in ihrer Freizeit wieder mehr unterwegs sind und Dienstleistungen in Anspruch nehmen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

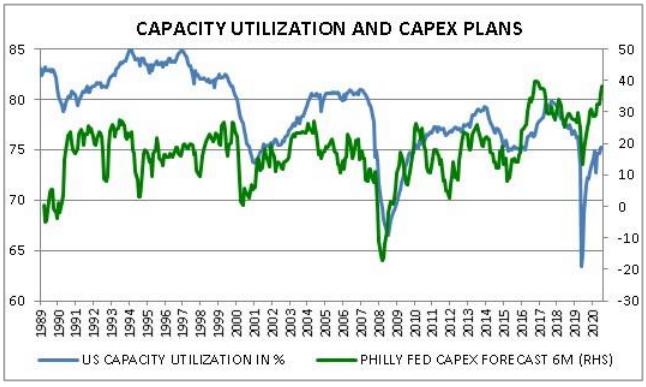
Mittelfristig stellt sich die Frage, was passiert, wenn das Paycheck-Programm an Wirkung verlier und auch das Arbeitslosen-Unterstützungsprogramm ausläuft (Herbst 2021). Der Konsum wird nicht komplett einbrechen, aber **der Wachstumsbeitrag** dürfte sich markant **verringern**.

Auch wenn das Wachstum in den USA den Gipfel bereits überschritten haben dürfte, erwarten wir in den kommenden Quartalen ein **Wirtschaftswachstum über Potenzial**, da die Konjunkturentwicklung etwas breiter abgestützt sein wird. Vor allem bei den **Investitionen** erwarten wir ein positives Momentum.
Die amerikanische Industrie verfügt über einen **hohen Auftragsbestand**, und die **Auftragslage ist gut**. Die **Lager sind tief** und müssen gefüllt werden.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

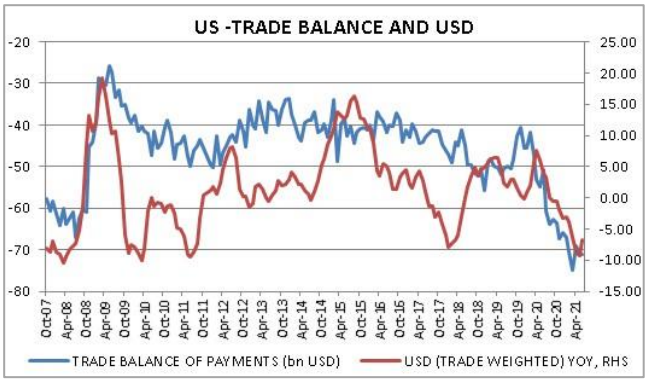
Dies dürfte die Industrieproduktion im Verlaufe des Q3-2021 aufs Niveau vor der Pandemie treiben. Entsprechend wird sich die Kapazitätsauslastung weiter verbessern und dringend notwendige Investitionen auslösen. Die US Industrie hat seit der Finanzkrise unterdurchschnittlich investiert. Dieser **Stau** dürfte sich nun **sukzessive bemerkbar machen.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auch von **staatlicher Seite** werden die **Ausgaben** und **Investitionen an Dynamik gewinnen** und den gewünschten, Wachstum stützenden Effekt entfalten. Diese Entwicklung wird allerdings weniger erratisch bzw. **länger anhaltend** passieren.

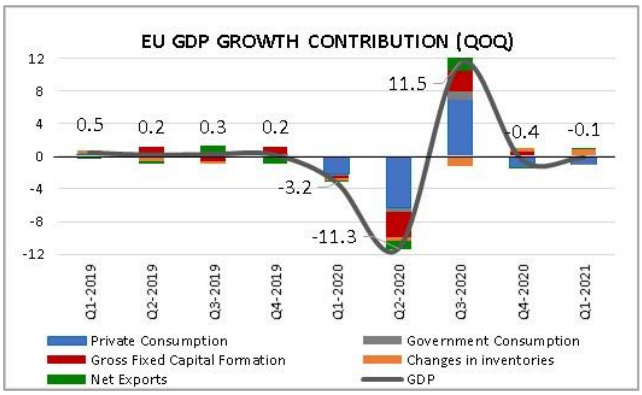
Zu einer **Wachstumsbelastung** dürfte es in den USA durch den **Aussenhandel** kommen. Die von der guten Konjunktur **angeheizten Importe** werden auf die **traditionelle Exportschwäche** der USA treffen und das Handelsdefizit auf Rekordhöhe stossen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

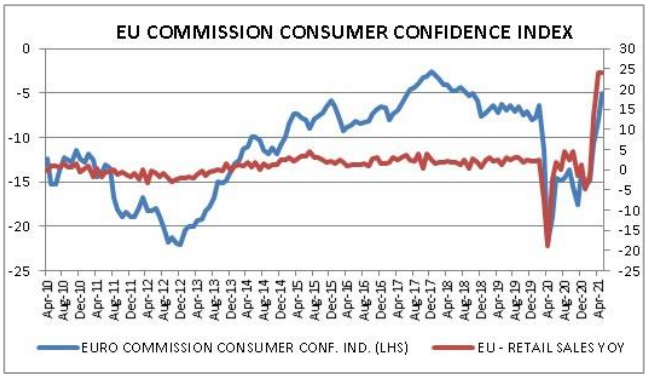
Offen bleibt, inwiefern die aktuellen **Versorgungsengpässe** bei Rohstoffen, Zwischenprodukten und Transportleistungen negative Auswirkungen aufs Wachstum haben werden. Trifft dies ein, wären die **Effekte** nach unserem Ermessen **temporär** und würden das **Wachstum** lediglich **glätten**.

Die Politik zur Minderung der negativen Corona-Effekte in der **EU** war auf **Erhaltung der Arbeitsplätze** ausgerichtet. Direkte Stimulierungsmassnahmen für Haushalte fehlten, der **Erholungsprozess verlief dementsprechend langsamer** und – da die europäischen Länder uneinheitliche Schutzmassnahmen ergriffen - holpriger. Dafür war die **schwächere Erholung** von Beginn weg **breiter abgestützt**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der **europäische Verbraucher** blieb lange äusserst verunsichert und **fasste erst jüngst Vertrauen**. Die höhere Zuversicht schlägt sich denn auch in solidem Wachstum bei den Einzelhandelsumsätzen nieder. Im Q1-2021 war im ganzen EU Raum der private Konsum aber noch rückläufig (sequenziell!). Dies dürfte den **anhalten restriktiven Schutzmassnahmen** geschuldet sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wie der Amerikaner legte auch der Europäer während den unsicheren Zeiten das Geld aus staatlichen Unterstützungsmassnahmen (Kurzarbeit- bzw. Arbeitslosengeld) auf die hohe Kante. Die **Sparquote ist auch in der EU noch hoch**, wird sich aber mit der nun laufenden wirtschaftlichen Öffnung zurückbilden.

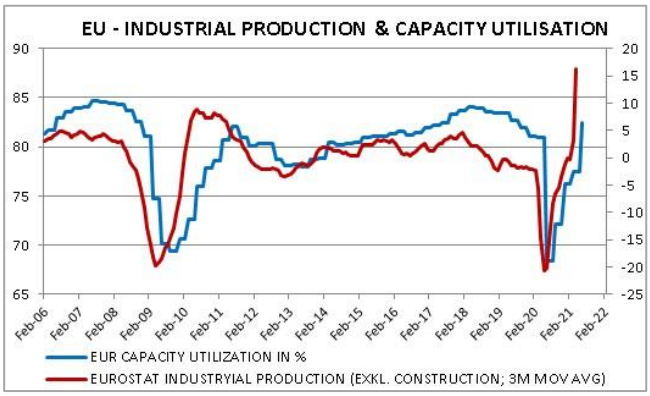
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die gegenüber den USA verzögerte Konjunkturerholung dürfte zu einem **«Konsumstau» in Europa** geführt haben – und dies **nicht nur im Dienstleistungssektor**. Löst sich dieser Stau, dürfte das **Wachstumsmomentum** auf dem alten Kontinent in den nächsten Quartalen **attraktiver sein als in den USA**, und dabei könnten die Raten klar **über dem Potenzialwachstum** liegen.

Waren in den USA die Konsumausgaben Treiber des Aufschwungs, zeichnete in der **EU der Produktionssektor** dafür verantwortlich. Beeinflusst wurde der sekundäre Wirtschaftszweig allerdings weniger von der Binnen- als von der **Exportwirtschaft.** Die Konjunkturerholung von wichtigen Wirtschaftspartnern, allen voran China, aber auch das konsumfreudige Amerika **stimulierten den europäischen Industriesektor** und die **Aussenleistung** des ganzen Wirtschaftsraums.

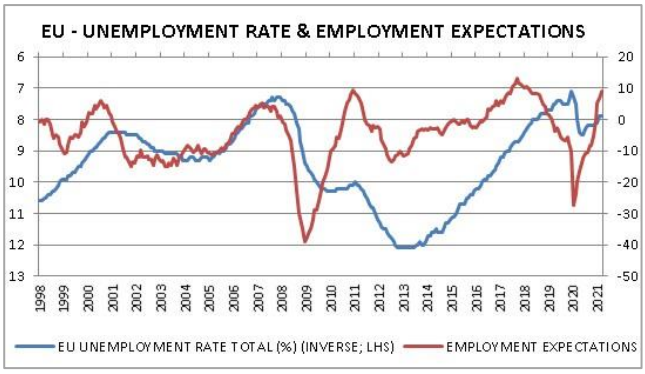
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Davon profitierten auch die **Investitionen**, welche in den letzten drei Quartalen einen **positiven Wachstumsbeitrag zum BIP** leisteten. Aufgrund der guten Auftragssituation erwarten wir auch in der EU in den kommenden Monaten eine **solide Industrieproduktion**, eine **steigende Kapazitätsauslastung** und ein **Anziehen der Investitionen**. Der Bedarf nach Anpassung des Produktionsapparates ist gerade im Export orientierten Europa auch angesichts der Neuorganisation des Welthandels weiterhin gross. Nebst dem Konsum könnte sich in Europa auch ein Investitionsstau lösen, mit entsprechend positiven Wachstumseffekten.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

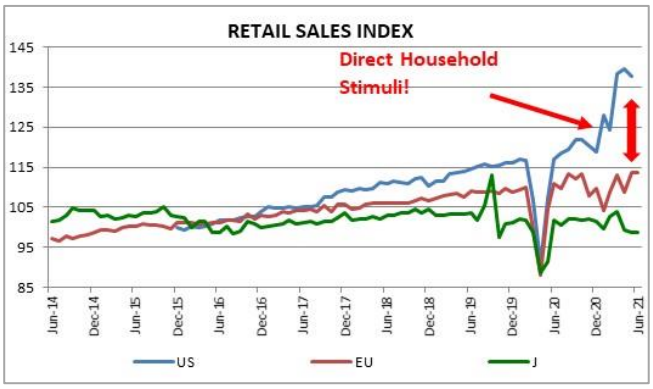
Anders als in den USA erwarten wir in Europa **wenig positiven Beitrag von staatlichen Ausgaben** bzw. Investitionen. Das zeitlich begrenzte, von der Pandemie ausgelöste Hilfsprogramm PEPP der EZB in der Grössenordnung von rund 1.8 Billionen ist **monetärer Natur** und versucht die **Finanzierungsbedingungen vorteilhaft zu halten**. Ein Investitionsprogramm à la John Biden, welches über die nächsten Jahre an der Realwirtschaft ansetzt, fehlt sowohl auf EU als auch auf Länderstufe weitgehend. Die **europäische Wirtschaft** muss **ohne fiskalpolitische Flügel wieder abheben**. Das dürfte ihr auch gelingen. Ob dabei die Arbeitslosigkeit weiter fällt, hängt stark davon ab, ob die Unternehmen den Übergang von Kurzarbeit in Vollbeschäftigung friktionslos schaffen. Die gute Auftragslage und der Ausblick auf konjunkturelle Belebung in Schlüsselmärkten lassen die Arbeitsnehmenden in Europa zuversichtlich sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Japan ist nach starkem Wachstum in den letzten zwei Quartalen 2020 Virus bedingt wieder in eine Kontraktion geschlittert. Der **private Konsum** hat dabei am meisten gelitten. Auch die wichtigen **Exporte** waren **im letzten Quartal negativ**. Die Wachstumsverlangsamung im asiatischen Wirtschaftsraum hat Spuren hinterlassen. **Investitionen waren auch rückläufig**. Einzig der Inventaraufbau stabilisierte das japanische BIP – dürfte dann aber in Zukunft eher belasten.

Japan steht nach der dritten Corona-Welle und beschleunigtem Impf-Effort nun unmittelbar vor einem weitere Öffnungsversuch. Im abgelaufenen Quartal ist deshalb noch einmal mit einer **rückläufigen Wirtschaftsleistung** zu rechnen, obwohl sich die **Industrieproduktion und Exportleistung belebt** haben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

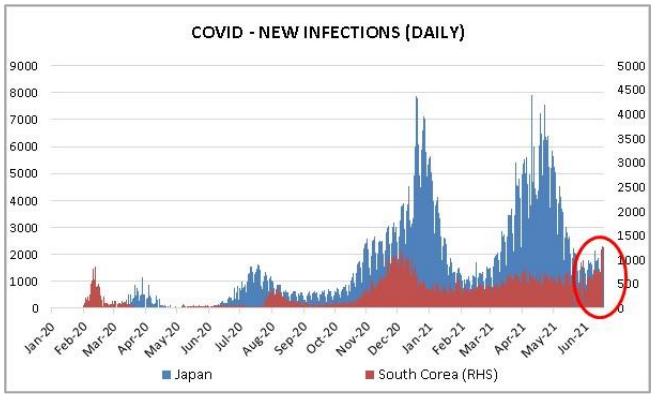
Die Konsumentenstimmung ist am Boden, die Einzelhandelsumsätze sind zwar jüngst um +15% gegenüber dem Vorjahr gestiegen, aber sequenziell um fast 5%

eingebrochen. Somit hat **Japan ein grosses Aufholpotenzial beim Konsum**.

Dies dürfte sich in den nächsten Monaten aufgrund Aufhebens der Notfallmassnahmen (Japan war nie im Lockdown!) und (allenfalls) dem Konsumschub anlässlich der Olympischen Spiele materialisieren. Die Haushalte haben Geld, die Reallöhne sind in einem leichten Aufwärtstrend.

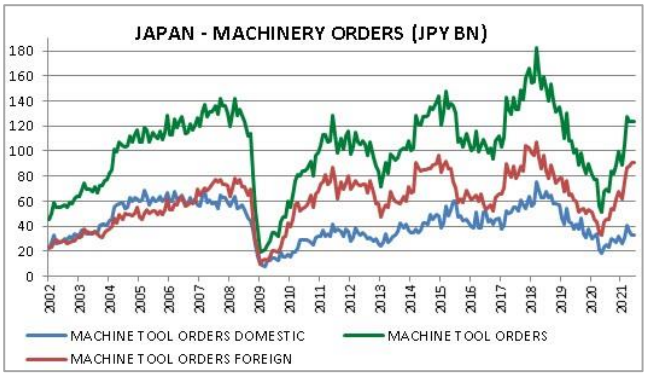
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir erwarten keinen Boom, aber ein **markantes Zurückschnellen des privaten Konsums**. Wäre da nicht dieses Virus, welches die ganze Lage auch in Japan weiterhin sehr unberechenbar macht.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gleichzeitig gewinnen auch die umliegenden wirtschaftlichen Partner (ex. Indien) an Fahrt, was **die Exportleistung Japans verbessern** dürfte. Erste Indikation ist die stark steigende Nachfrage nach Werkzeugmaschinen aus dem Ausland.

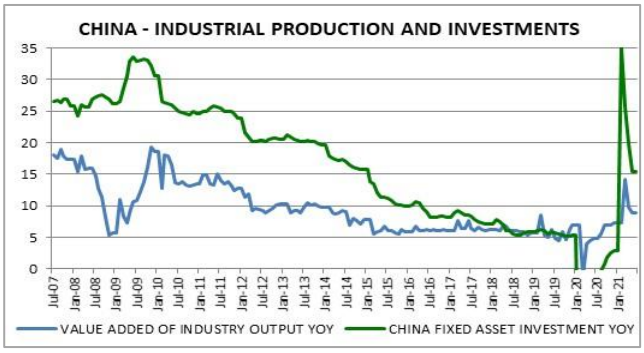


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

China hat die Pandemie – wie alles im Land - zentral gelenkt, mit radikalen, einschneidenden Massnahmen und Stimuli an allen Fronten. Dies mit unterschiedlichem Erfolg: Um die Veränderung zu Konsumgesellschaft voranzutreiben, wurde beim privaten Konsum stark unterstützt. **Konsumausgaben der Haushalt waren allerdings der schwache Punkt in der Erholung**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

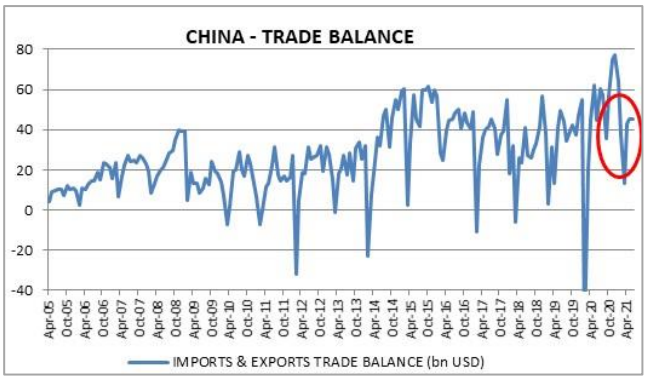
Das verhaltene Wachstum dürfte Ausfluss steigenden Misstrauens gegenüber der Regierung sein. Da hat die wiederholt negative Publizität aus Hong Kong und Taiwan der Regierung nicht in die Hände gespielt. Ebenso frappant ist **die schwache Entwicklung bei den privaten Investitionen**. Staatliche Unternehmen und direkte staatliche Capex entwickelte sich hingegen positiv. Da kann der Staat direkt Einfluss nehmen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dass diese Situation langfristig nicht haltbar ist, scheint sogar die chinesische Regierung einzusehen. Der Staatsrat hat jüngst eine Initiative lanciert, welche die Kreditbedingungen für KMUs verbessern soll.

Star der Konjunkturerholung in China ist - wie in alten Zeiten – der **Export orientierte Industriesektor**, welcher von der Erholung im asiatischen und aktuell auch westlichen Wirtschaftsraum profitiert. Dieser Sektor treibt aktuell auch die Importe an, v.a. Rohstoffe und Kapitalgüter, die in der Produktion benötigt werden, was zu einer **Entspannung beim Handelsüberschuss** führte. Dies könnte aufgrund der an der letzten Sitzung der Kommunistischen Partei beschlossenen Binnen-Strategie anhalten und die Handelsdiskussionen mit den USA in einem anderen Licht erscheinen lassen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wie geht es nun in der zweitgrössten Volkswirtschaft weiter? Die Erholung der globalen Wirtschaft lässt die Exporte weiter doppelstellig wachsen. Die Wachstumsraten beginnen allerdings zu bröckeln. **Der Konsument muss zum Ausgeben bewogen werden**, bevor sich der Aussenhandel verlangsamt. Die chinesische Regierung ist in der Pflicht, will der aktuelle 5-Jahresplan doch die Binnenkonjunktur stärken. Ein Problem für den privaten Konsum bleibt allerdings die **Verschuldung der Haushalte**. Sie trübt die Konsumfreude.

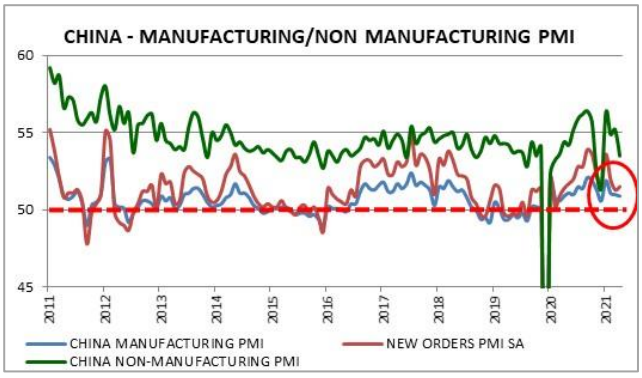
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auch bei tiefen Zinsen sind die **chinesischen Haushaltbudgets stark von finanziellen Verpflichtungen** belastet. Da helfen auch staatliche (Konsum)Programme – wie z.B. im Autosektor – offenbar nicht viel. Trotzdem erwarten wir ein Fortsetzen der Konsumstimuli durch die chinesische Regierung.

Auf Unternehmensseite können die Verantwortlichen der staatlichen Firmen, welche die Stütze des politischen Systems sind, auf Support zählen, während die wirkliche Stütze der chinesischen Wirtschaft, die KMUs, ihren unternehmerischen Geist nicht voll entfalten können. **Die Investitionen dürften somit auf hohem Niveau bleiben** und das BIP-Wachstum stabilisieren, auch wenn der Mitteleinsatz nicht immer das erwünschte Resultat zeigt. Ein Teil der Capex wird sich in den staatlichen Ausgaben widerspiegeln.

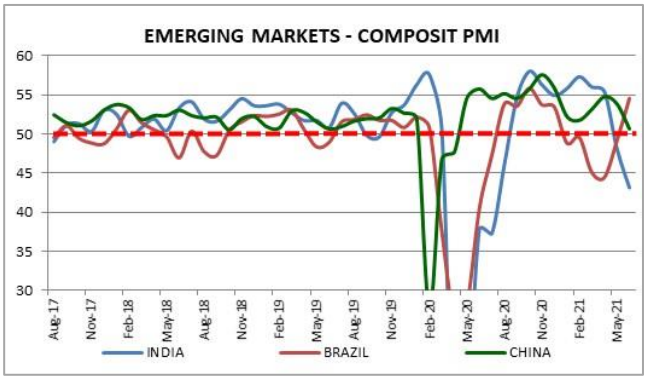
Der chinesischen Regierung scheint bewusst zu sein, dass der **Fokus auf den Binnenmarkt** in der heutigen Struktur mit **schwächerem Wachstum** einhergehen wird. Anstelle von Erhöhung der Produktivität ist die neuste Antwort darauf … **Bevölkerungswachstum**. Ob das chinesische Paar mit von der Partie ist? Höherer Wohlstand – was sich die chinesische Regierung ja wünscht – bedeutet auch **tiefere Geburtenrate** – ein weiterer Zielkonflikt, den es in China zu lösen gilt.

China wird unter den grössten Volkswirtschaften zwar weiterhin am stärksten wachsen und **global den höchsten Wachstumsbeitrag leisten**. Pumpt allerdings die Regierung nicht unaufhaltsam Geld ins System, werden sich die Veränderungsraten weiter den westlichen Wirtschaftsräumen annähern. Die vorlaufenden Indikatoren, insbesondere die Auftragseingänge aus dem Ausland, deuten kurzfristig auf eine schwächere Wachstumsdynamik hin.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Im Gegensatz dazu stellen wir in ausgewählten Ländern **Lateinamerikas eine starke Belebung der Wirtschaftsaktivitäten** fest. Wir warfen wieder einmal einen Blick auf **Brasilien**, dessen Gesellschaft und Wirtschaft stark unter der Pandemie und dem politischen Stillstand litten. Dank umfassenden Hilfspaketen fiel die Rezession in Brasilien verhältnismässig moderat aus. Das Volk ist allerdings aufgrund der gesundheitspolitischen Krise in Aufruhr. Die Unterstützung der Regierung, deren «liberalen Kurs» kaum mehr erkennbar ist, sinkt. **Die Wirtschaft ist jedoch auf attraktivem Erholungspfad,** vor allem dank der starken Nachfrage nach Rohstoffen. Dies stärkte jüngst die Währung wieder leicht, der Real bleibt allerdings schwach, was Inflation antreibt und die Zentralbank zu Zinserhöhungen bewog. Wie die sanitarische Situation, ist auch die Wirtschaftslage weiterhin fragil. Der Ausblick verspricht jedoch interessantes Momentum. Auf der anderen Seite **Indien,** welches 2021 – entgegen der globalen Entwicklung – ein sehr schwieriges Wirtschaftsjahr haben wird. Das Land scheint höchstens mit Blick aufs Wachstum 2022 interessant.



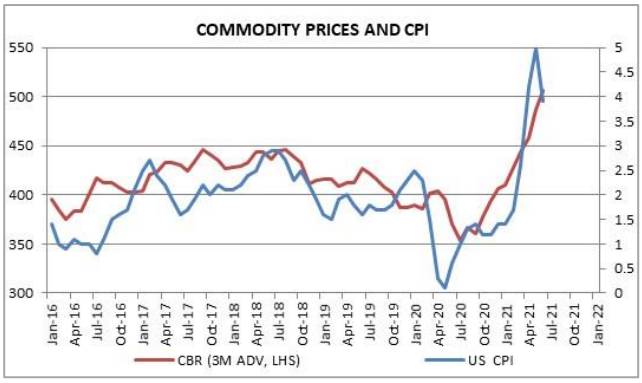
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **globale Wirtschaft ist auf solidem Expansionspfad**, getragen von weiteren Öffnungsschritten in vielen Wirtschaftsräumen und einem **robusten Industriesektor**. Während in den **USA die Wachstumsdynamik** in den kommenden Monaten eher **nachlassen** dürfte, befinden sich **Europa** und später auch **Japan im Beschleunigungs-Modus**. **Chinas BIP** hat das Niveau vor der Pandemie bereits wieder überschritten, ist auf einen stabilen Wachstumspfad aber aktuell **ohne grosse Dynamik** eingeschwenkt. In Lateinamerika scheint die Wirtschaft punktuell an Momentum zu gewinnen. Die beiden grössten **Risiken** für die Weltwirtschaft bleibt die **Entwicklung der Covid-Lage** und ein **geld- und fiskalpolitisches Überstimulieren** in den grossen Wirtschaftsräumen.

Inflation: Schwindende Basiseffekte

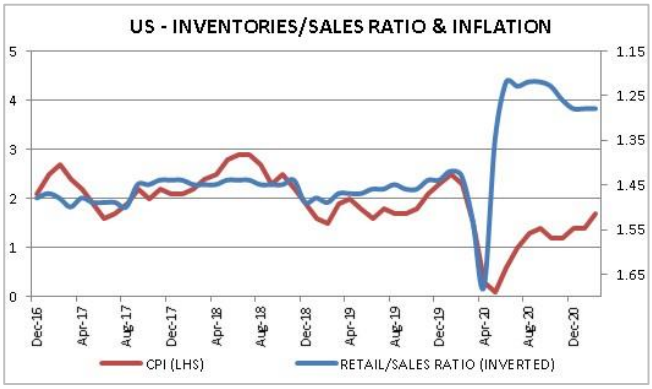
Unser Szenario einer steigenden Inflation hat sich in den letzten Monaten materialisiert. Inflation wird mittlerweile schon inflationär gebraucht. Ein Zeichen, dass der Markt das «schockierende» Wachstum der Güterpreise verdaut hat und der **Zenit bei der Inflation überschritten ist**.

Wir schwenken nun in die Phase der Inflationsentwicklung ein, in welcher die **Basiseffekte abklingen** werden. Dazu gehört die Entwicklung bei den Rohstoffpreisen. Der gegenüber dem Vorjahr **doppelt so hohe Ölpreis** dürfte bis weit ins 2021 die Inflation antreiben. Je nach Preisentwicklung wird sich dieser Treiber beruhigen. Dasselbe gilt bei **einigen Industriemetallen**, aber **auch bei den Agrarrohstoffen**. Diese kurzfristigen Teuerungseffekte machen uns weniger Sorgen, könnten allerdings kurzfristig das Wachstum trüben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

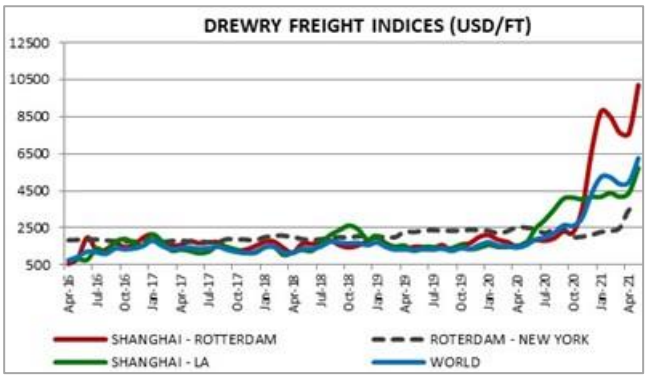
Verschwinden werden auch **preistreibende Effekte aufgrund der ausgetrockneten Lager**. Kurzfristig darf diese Situation aber nicht unterschätzt werden, weil ein Auffüllen jeweils nicht von heute auf morgen erfolgen kann, insbesondere wenn im Produktions- und Vertriebskanal Engpässe bestehen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

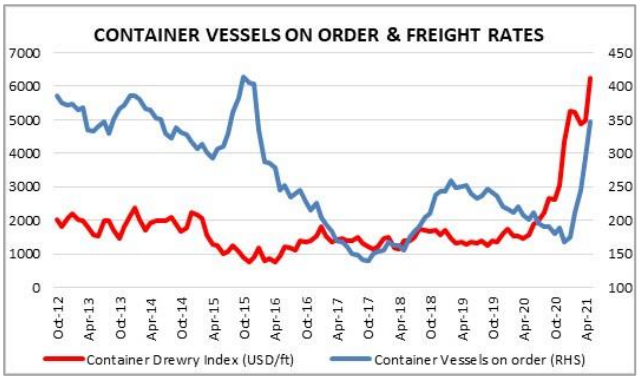
Tagtäglich jagen sich immer noch die Meldungen **über Lieferschwierigkeiten bei Komponenten** (Halbleiter) und Zwischenprodukten (Baumaterialien). Aus Asien kommen allerdings die ersten Zeichen, dass sich die Situation insbesondere bei den elektronischen Bauteilen ins Q3-2021 entspannen wird.

Angespannte Lage herrscht auch in der **globalen Logistik-Branche**. Kapazitäten wurden nicht nur Volumen bedingt reduziert, sondern auch strukturell, weit vor Ausbruch der Pandemie. Dies «rächt» sich jetzt in Form von Engpässen. Fällt nur ein südchinesischer Hafen wegen eines erneuten Covid-Ausbruchs aus, hat dies unmittelbare Auswirkungen auf die Frachtraten und die globale Versorgung.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das System ist sensibel, anfällig und teuer geworden und dürfte es eine Weile bleiben. Es werden zwar wieder mehr Frachtschiffe bestellt, bis diese aber im Einsatz sind dauert es mehr als 1 Jahr.



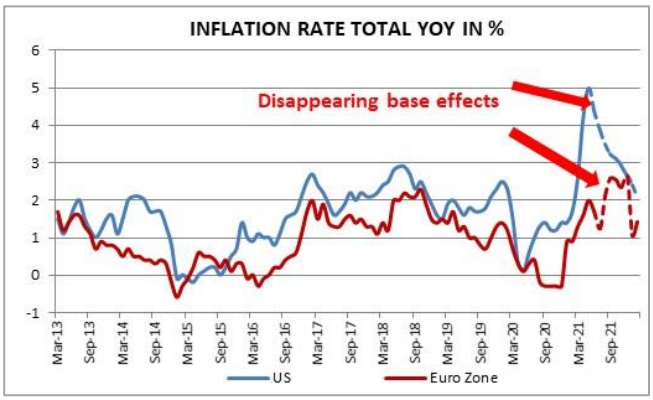
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Mit der **Argumentation schwindender Basis-Effekte** rechtfertigen aktuell alle Zentralbanken ihr **Festhalten an einer expansiven Geldpolitik**, obwohl die Inflationserwartungen einen klaren Aufwärtstrend zeigen.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der Markt scheint den Geldhütern zu folgen. Oder setzt sich doch langsam die Überzeugung durch, dass **höhere Inflation** und als Folge ein höheres Zinsniveau ein **bullisches Zeichen für die Konjunkturentwicklung** sind?

Natürlich haben auch wir Schwierigkeiten festzustellen, wo das Inflationsniveau nach dem Verschwinden der Preis-Schocks zu stehen kommt. Bleiben die Preise auf dem heutigen Niveau, dürfte sich die Inflation (ex. Basis-Effekte) um 2.5% in den USA bzw. 1.5% in der EU festsetzen. Dies entspricht dem langfristigen Durchschnitt, aber ist klar höher als in der jüngsten Vergangenheit.

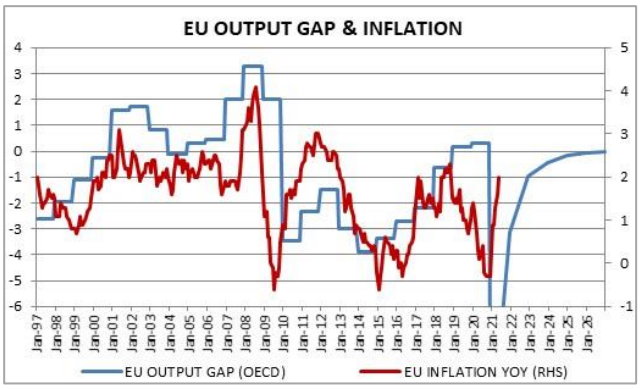


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir sind überzeugt, dass die **globale Pandemie** vielen **deflationären Kräften den Garaus gemacht** hat. Die Zeiten grossvolumiger Produktionsverschiebungen in Tieflohnländer, insbesondere nach China, und der damit verbundenen Kostenvorteile dürften vorbei sein. Die Pandemie hat die Vulnerabilität globaler, günstiger Versorgungsketten vorgeführt. **Transportkosten werden nachhaltig teurer bleiben** (Risikoprämie, knappe Kapazitäten) und Verfügbarkeit der Produkte, Verringerung der Abhängigkeiten bzw. mehr

Flexibilität haben einen Preis, welche viele Unternehmen zu tragen bereit sein werden.

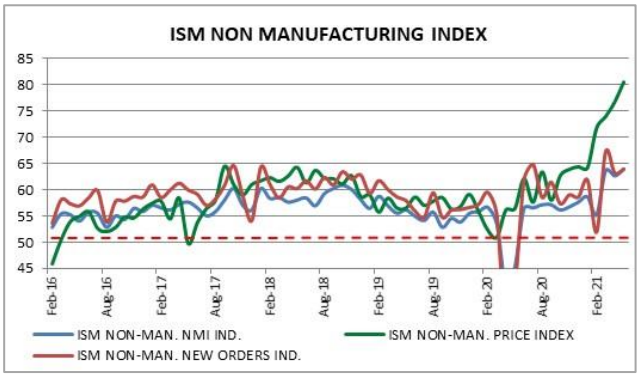
Nebst diesen «strukturellen» Preistreibern Post-Covid wird die konjunkturelle Entwicklung für höhere Inflation sorgen. Die Preise werden **nicht nur wegen des knappen Angebots** (wie bei einigen Industriemetallen) sondern auch wegen der **steigenden Nachfrage** steigen. Die **Output-Lücken schliessen sich**, was zu **Veränderung des *gesamten* Preisniveaus** führen wird.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das Schaffen von **neuen Kapazitäten via Expansionsinvestitionen** im H2-2021 dürfte den Druck etwas mindern. Dies braucht aber Zeit. Der Korrektur-Effekt folgt meist mit grosser Verzögerung, i.e. tritt oft erst mit der nächsten Rezession ein.

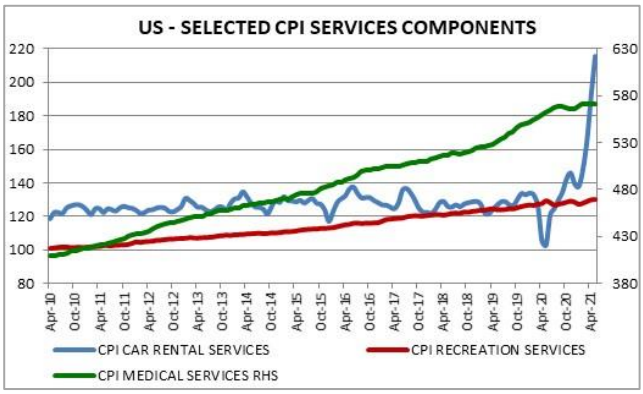
Erwähnenswert für die kurzfristige Inflationsentwicklung sind zudem die **steigenden Preise bei den Dienstleistungen.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

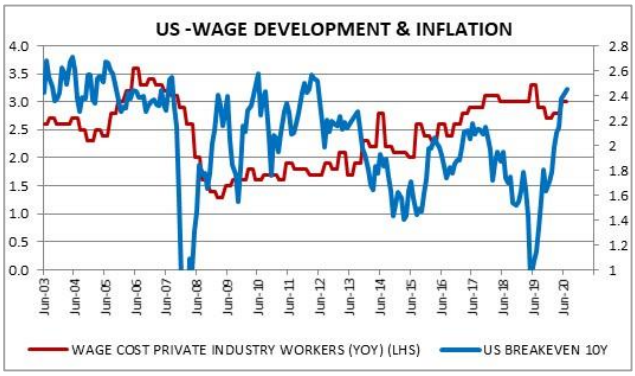
Die Service-Preise begannen sich schon zu bewegen *bevor* grossflächig Öffnungsschritte aus den Covid Massnahmen erfolgten. Der Gesundheitssektor aber auch administrierte und regulierte Preise waren bisher die treibende Kraft. Die Lockerung der Schutzmassnahmen in vielen Wirtschaftsräumen dürfte nun einen Preisdruck in andere Dienstleistungsbereiche auslösen, stellen wir doch fest, dass wegen der weiterhin unsicheren epidemiologischen Lage (siehe UK z.B.) die Kapazitäten nicht sofort voll hochgefahren werden.

Allerdings stellen wir auch im Service-Bereich **übertriebene Bewegungen** aufgrund der Lockerung der Covid-Massnahmen fest. So explodierten z.B. die Preise für Mietwagen in den letzten Wochen förmlich. Sie werden sich wieder «normalisieren» und könnten innerhalb der nächsten 6-12 Monaten zu einem **entlastenden Faktor für die Inflation** werden.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Eine **Entlastung** dürfte die Inflation auch von der **Lohnfront** erhalten – vorerst noch. Die **Arbeitsmärkte** sind Pandemie bedingt **angespannt** und bleiben von staatlichen Hilfsprogrammen gestützt. Die Lohnentwicklung dürfte deshalb moderat, punktuell gar rückläufig sein, auch wenn die Konjunktur anzieht. Ein Grund dafür sind ein Ansteigen der Arbeitsstellen zu tiefen Löhnen, welche während dem Lock-down schnell verschwanden, jetzt in der Erholung aber wieder aufgebaut werden und die Durchschnittslöhne unter Druck setzen.



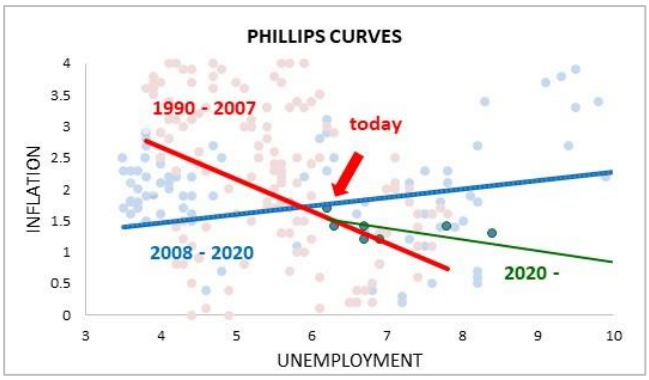
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Arbeitsmärkte sind spätzyklisch, stärker **steigende Löhne könnten sich 2022** materialisieren und damit

eine berüchtigte Lohn-Preis-Spirale lostreten. Dies würde die Inflation nachhaltig nach oben treiben.

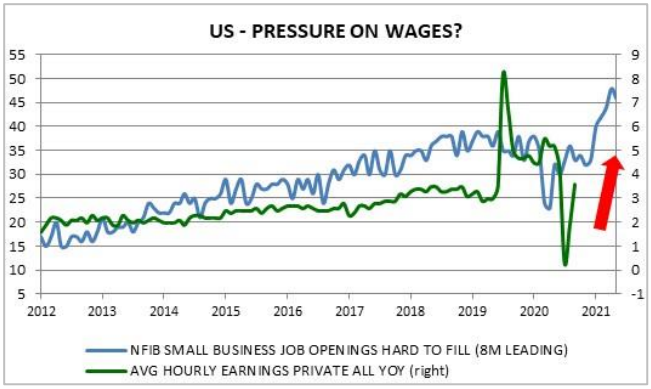
Als guter Indikator für kommende Lohnsteigerungen erachten wir **die Inflationserwartungen**, abgebildet in den inflationsgeschützten Instrumenten. Konsumenten haben Schwierigkeiten Preisentwicklungen abzuschätzen. Sie spüren steigende Preise aber in ihrem Portemonnaie und beginnen, Lohnsteigerungen «zu erwarten».

Interessanterweise ist seit rund 6 Monaten die Philipps-Kurve (negative Korrelation zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation) wieder «gültig». Dies war seit der Finanzkrise nicht mehr der Fall; für uns **ein Zeichen makroökonomischer Normalisierung.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

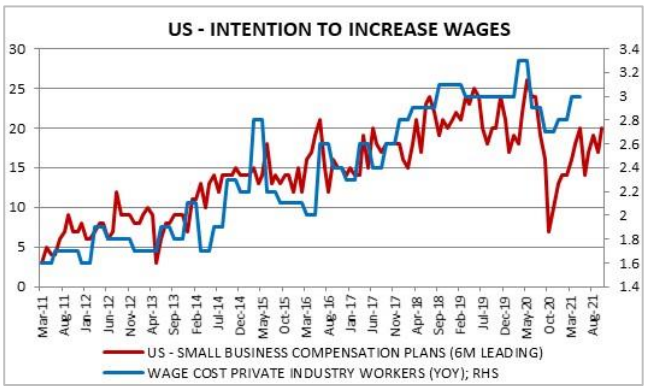
Diese Aussagen zu Löhnen und Arbeitsmärken sind selbstverständlich stark von der Entwicklung an der Corona-Front (Verbreitung, Impfstoff), in den **USA von der angekündigten Mindestlohn-Erhöhung** und von der **Verfügbarkeit von qualifizierten Arbeitskräften** abhängig. Interessanterweise haben **amerikanische KMUs** bereits heute grössere Schwierigkeiten, offene Stellen zu besetzen, obwohl Arbeitslosen-Erstanträge hoch bleiben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

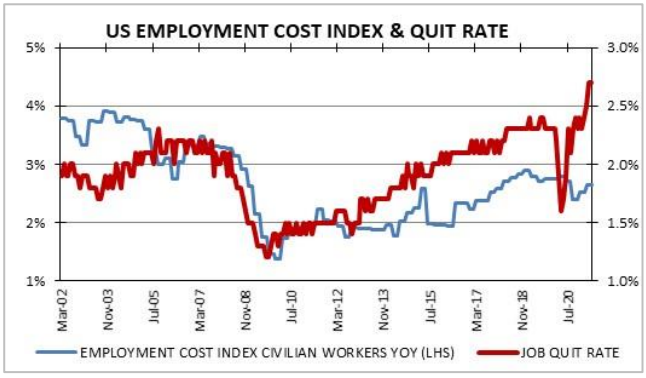
Ein Grund für die Situation könnte die Fortführung der staatlichen Unterstützung sein, welche Arbeitskräfte mit tiefen Löhnen demotiviert in den Arbeitsmarkt zurückzukehren. Fallen die Arbeitslosengelder im Herbst weg, dürfte sich die Situation etwas entspannen. Von den gut 9 Mio. Arbeitskräften, die irgendwo schlummern scheinen gemäss dem US Bureau of Labor Statistics allerdings gut die Hälfte in Pension gegangen zu sein. Auch in den USA wird sich die **Diskussion um Arbeitskräftemangel** in den kommenden Jahren wieder beleben.

Konsistent mit dieser Entwicklung antizipieren erneut mehr KMUs Lohnsteigerungen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Weitere Indikatoren, dass der **US Markt vermutlich besser unterwegs** ist, als die Arbeitslosenzahlen zeigen und der Lohndruck steigen wird, ist die hohe Anzahl Arbeitskräfte, welche ihre Stelle freiwillig verlassen (die sogenannte **Quit Rate**)…

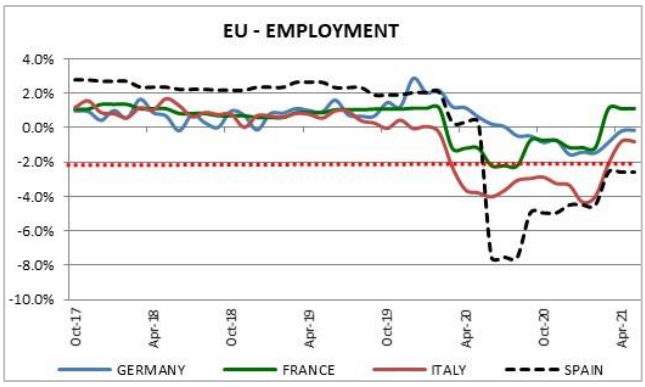


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

… und die **steigende Zahl offener Stellen**, vor allem im Freizeitbereich, aber auch in der Logistik und in der Produktion.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

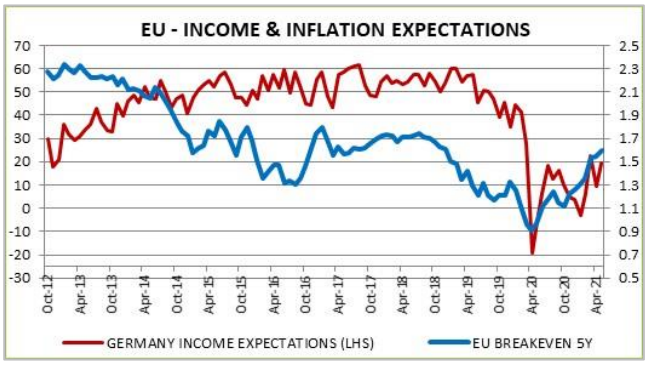
Eine weitere Verbesserung des Arbeitsmarkts ist nicht allein ein US Phänomen. In Europa stieg während der Covid-Krise die Arbeitslosigkeit wegen der weitgehenden Massnahmen zum Schutze der Arbeitsplätze weniger stark an, als in den USA, und sie bildete sich schneller zurück; dies dank dem starken Wachstum der Industrieproduktion. Die **anstehenden Öffnungsschritte** werden in den kommen Monaten für **weitere Entlastung auf dem Arbeitsmarkt** sorgen, dies vor allem im Dienstleistungsbereich. Die Beschäftigung ist in Ländern mit gewichtigem Industriesektor (Frankreich, Deutschland) bereits wieder knapp über oder nur noch leicht unter dem Niveau vor der Pandemie. Südländer mit höherem Dienstleistungs-Anteil wie Spanien haben noch Aufholpotenzial. Dies dürfte sich im Verlaufe des Sommers materialisieren.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

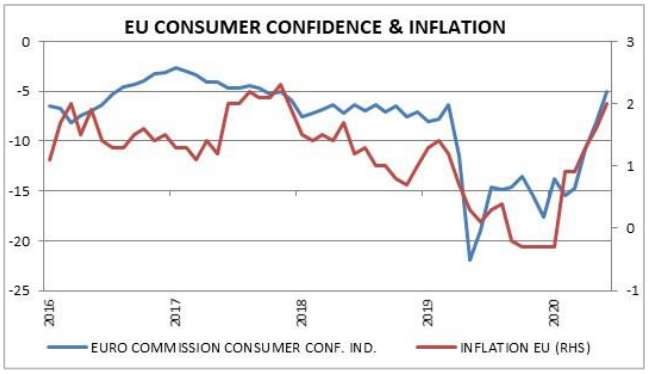
Die «guten» Arbeitsmarktdaten in der EU sind sicherlich durch die Kurzarbeitsprogramme gestützt. Laufen diese aus, könnten sich Wunden aus der Krisenzeit offenbaren. In den meisten Ländern passiert dies nicht vor Herbst/Ende Jahr 2021. Verstetigt sich das Wachstum weiter, dürften die Auswirkungen klein bleiben. Die Anzahl offener Stellen ist in der EU seit 4 Monaten wieder am Steigen.

So wird **auch in Europa der Lohndruck zunehmen**. Die Inflationserwartungen haben dies bereits einzubauen begonnen.



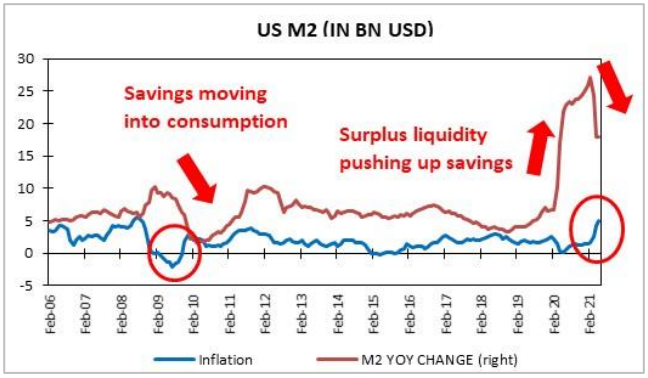
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Steigt die Konsumlust der Europäer weiter an, werden die Preise weiter steigen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Letztlich sei an dieser Stelle noch auf die hohe Sparquote in den USA und Europa hingewiesen. Das während der Lock-downs **einbehaltene Einkommen** könnte für viele Haushalte zu einem **willkommenen Puffer** werden, wenn staatliche Unterstützungsmassnahmen zurückgefahren werden. Fliessen diese bedeutenden Gelder in den Konsum, kann ein weiteres Anziehen der Inflation nicht ausgeschlossen werden.

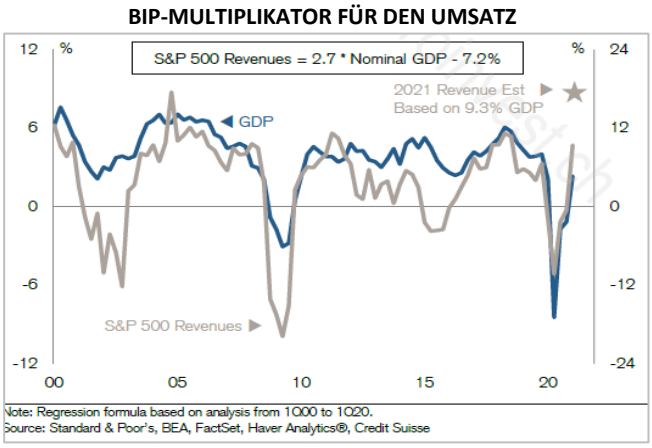


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aktien: Bedeutendes Gewinnwachstum

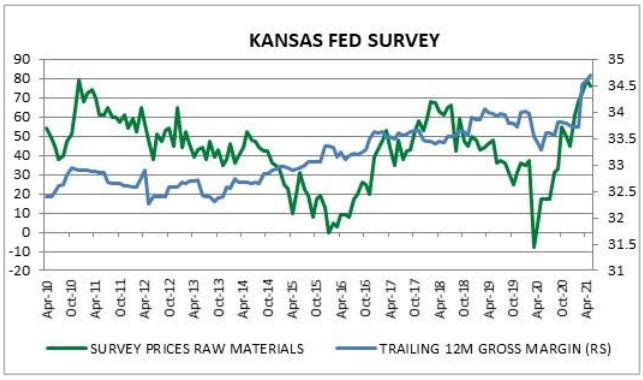
Das **Problem für die Aktienmärkte** ist nicht die Bewertung, sondern **das Wachstum**. Höhere Zinsen belasten – technisch gesehen – die Diskontraten, mit welchen die Gewinne auf heute zurückgerechnet werden. **Höhere Diskontraten** führen zu weniger akkumuliertem Gewinn in der Zukunft. Steigen die Zinsen allerdings wegen einer positiven konjunkturellen Entwicklung rückt das Wachstum in den Vordergrund, i.e. **übersteuern die höheren Gewinne die höheren Diskontraten**. Aktuell sind wir in einer solchen Situation.

Gemäss einer Regressionsstudie der CS entwickelt sich der Umsatz rund 2.7x (minus ein Adjustierungsfaktor) als das Nominale BIP der USA. Dies würde für 2021 einer Umsatzprogression von rund 12% bedeuten. Die Erwartungen liegen bei rund 9%. 2022 würde dies rund 10% Wachstum bedeuten, währenddem der Konsens bei rund 7% liegt. Die **Wachstumserwartungen sind auch nach der scharfen Erholung zu tief**. Der negative Zinseffekt wird in einem Aufschwung tendenziell über, der Wachstumseffekt unterschätzt.



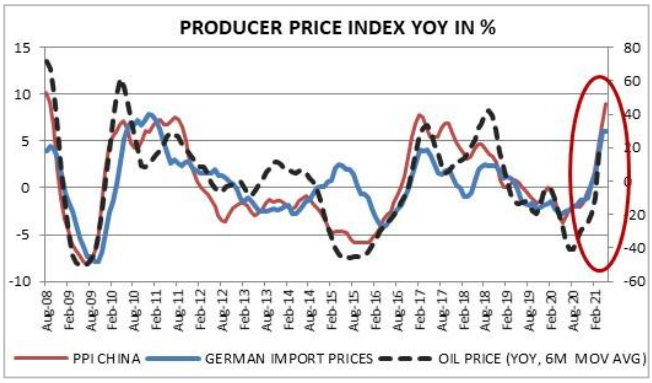
Quelle: Credit Suisse

Dies bedeutet allerdings nicht automatisch, dass die alles entscheidende Gewinnentwicklung Schritt hält. Gerade in inflationären Zeiten **könnten höhere Input-Kosten zu Margenerosion** führen. Diese Gefahr scheint klein zu sein, gelingt es offenbar Unternehmen meist höhere Rohstoffkosten mit Preiserhöhungen kompensieren zu können.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der Markt scheint dieses Überwälzen von höheren Inputkosten auch aktuell zu akzeptieren, **steigt doch seit Monaten der Produzentenpreis-Index**, was ein Zeichen von Preismacht ist.



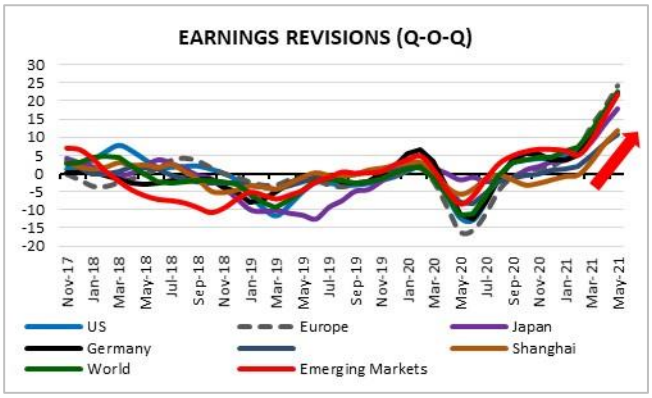
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Aktienmärkte scheinen zuzustimmen. Der Konsens geht von steigenden und nicht fallenden Margen aus.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

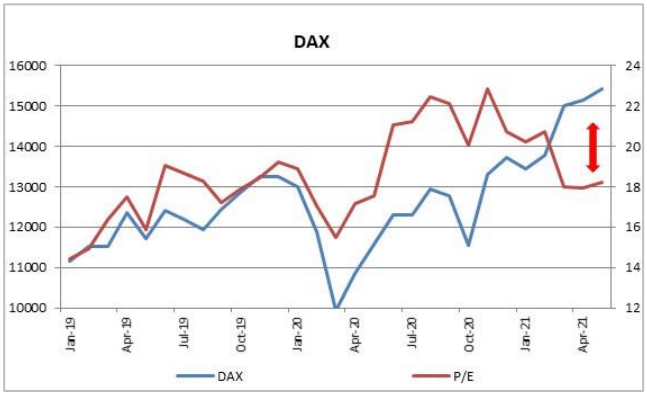
Mit **zu tiefen Umsatzschätzungen** und einem **operativen positiven Hebel** scheinen somit auch die Gewinnschätzungen immer noch **spürbares Aufwärtspotenzial** zu haben. Die positiven Gewinnrevisionen, die schon letzten Herbst eingesetzt haben, sind somit noch nicht an ihrem Ende und werden von positive

Gewinnausweisen ausgelöst werden. Das **Revisions-*momentum*** scheint allerdings **nahe dem Zenit** zu sein und dürfte im Verlaufe des H2-2021 abklingen, aber nicht ins Negative drehen.



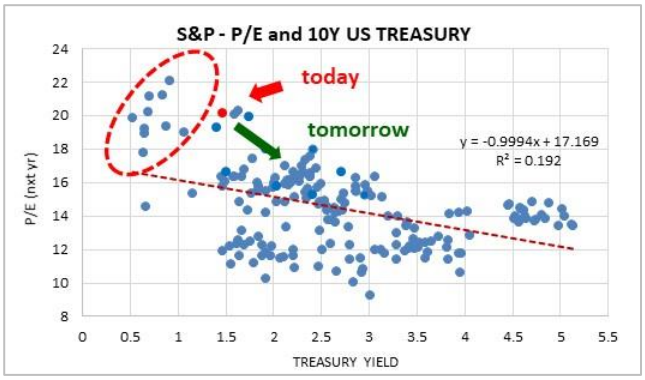
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Vor diesem Hintergrund machen uns auch optisch hohe Bewertungen keine allzu grossen Sorgen. Auf tiefer Gewinnbasis sehen Bewertungskennziffern hoch aus, wenn Börsen auf Rekordkursen stehen. Denn diese Multiples werden sich mit der anhalten positiveren Einschätzung der Gewinnentwicklung zurückbilden. Dieser Prozess hat bereits begonnen, wobei er bei zyklisch ausgerichteten Märkten (z.B. DAX) ausgeprägter ausfällt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

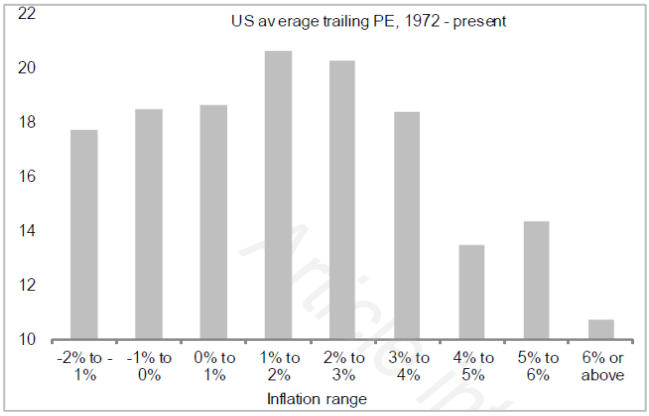
Trotzdem dürfen wir die **Kennziffern nicht ganz aus den Augen verlieren.** Die tiefen Zinsen waren schon auch für hohe Bewertungen verantwortlich. Dies korrigiert sich aktuell, überlagert von einem guten konjunkturellen Umfeld. Höhere Zinsen werden zu einem tieferen P/E Multiple führen, aber nicht wegen tieferen Kursen, sondern – wie vorgängig erwähnt - **höheren Gewinnen**.



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. Aktuell sind wir in den USA bei 5%, was allerdings weitgehend mit Basiseffekten zu tun hat. Bildet sich die Inflation – wie erwartet – zurück, dürften sich auch die Bewertungssorgen wieder etwas relativieren.

US AKTIENMARKT – KGV UND INFLATION



Quelle: Credit Suisse

Wir glauben allerdings nicht, dass wir uns in eine Phase der Multiple-Expansion befinden. Dafür waren die Zinsen zu lange zu tief. **Mit einem laufenden P/E von rund 20x auf dem S&P ist der Raum nach oben limitiert**. Für weiter steigende Aktienbörsen braucht es ein gutes Gewinnwachstum. Die Erwartungen liegen 2022 bei +10%, 2023 bei +9%.

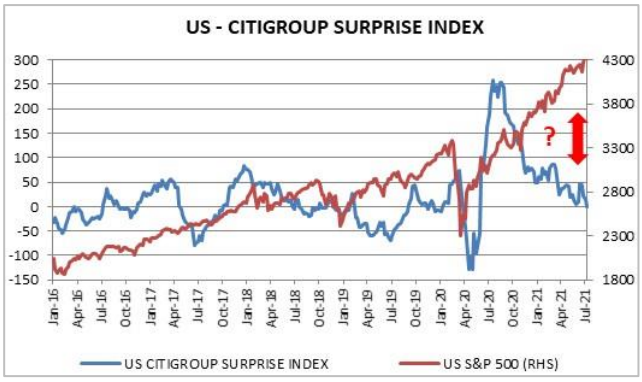
Sollte das **nachlassende Makro-Momentum Anlass von Sorge** sein? Tatsächlich dürften die USA im Q2-2021, Europa und Japan im Q3-2021das grösste Wirtschafts- und Gewinnwachstum ausweisen. Danach wird es moderater weitergehen. **Das Wachstum wird aber noch bis weit ins 2022 klar überdurchschnittlich bleiben**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

China ist bereits in dieser Phase der Verlangsamung (Spitze im Q1-2021). Die chinesische Börse hat deswegen an Dynamik verloren bzw. korrigiert und gegenüber den anderen Indizes eine **relative Underperformance** gezeigt. Diese Gefahr könnte für die westlichen Börsenplätze im Q3-2021 durchaus auch bestehen.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

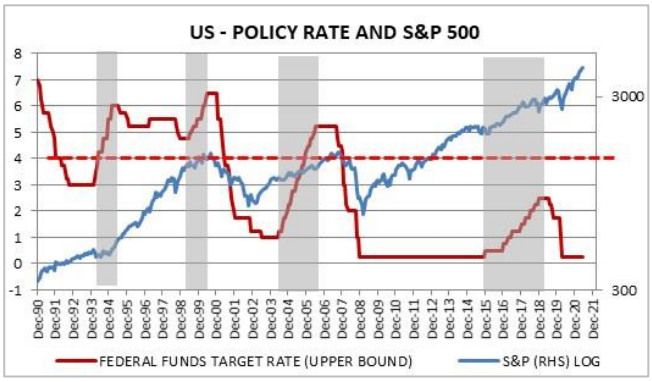
Allerdings könnten die Aktienkurse insbesondere in den USA von **positiven Überraschungen bei den Makro-Daten** in nächster Zeit **Rückenwind** kriegen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

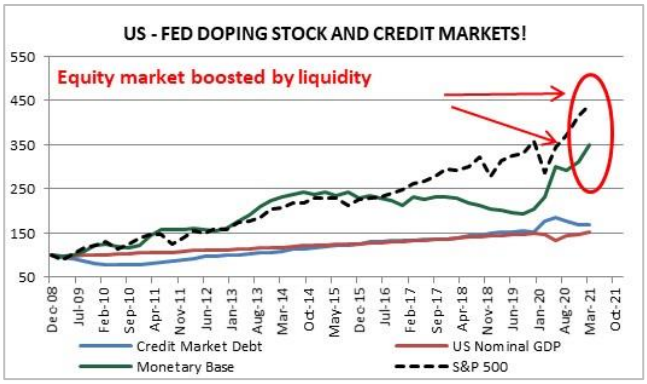
Entgegen der landläufigen Meinung waren die Makrozahlen in der jüngsten Vergangenheit eher durchmischt oder enttäuschten gar. Ob die Haltung «Bad news = good news» (für die expansive Geldpolitik) weiter Bestand hat oder positive Wirtschaftsdaten selbst als Gut für die Börsenentwicklung angesehen werden, wird sich weisen. Wir erwarten eine **Wahrnehmungsänderung, i.e. starke Makrozahlen**, auch wenn sie Zinsbewegungen auslösen werden, dürften **willkommener** sein.

Damit zum Punkt der **steigenden Zinsen**. Sie sind Ausdruck von **konjunktureller Besserung**, **solidem Wirtschaftswachstum und entsprechender Gewinnentwicklung**. Eine Basis für positive Entwicklung der Aktienmärkte. Befürchtungen auf Kurskorrekturen sind auch historisch gesehen nicht angebracht. In den letzten 4 Zinserhöhungszyklen (1994, 1999, 2004 und 2015) stieg der S&P 500 zwölf Monate vor dem ersten Zinsschritt um fast +10% und in den nachfolgenden 3 Jahren weitere +26%. **Für Aktien wird es erst später im Zyklus heikel, wenn die Zinskurve flacher respektive invers wird.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Eine **grössere Gefahr** für die Aktienmärkte orten wir eher beim **Austrocknen der Liquidität**. Eine ausgewogene Leitzinspolitik versorgt die Wirtschaft mit den fürs Wachstum notwendigen Mitteln. Aktuell pumpen die Zentralbanken allerding über **Offenmarktinstrumente** viel Geld ins System.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

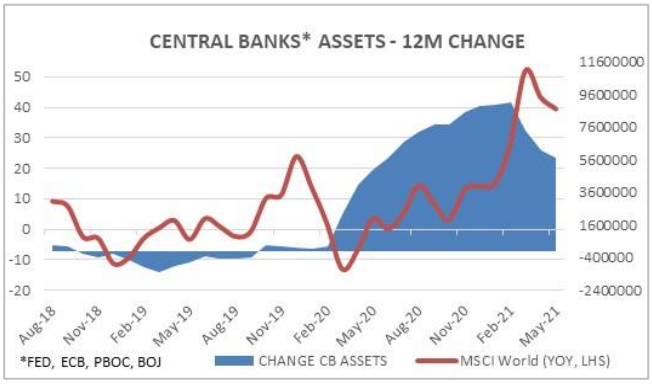
Gemessen am Wachstum **zu viel.** Seit der Finanzkrise verfügt die Weltwirtschaft über **Überschussliquidität**, welche zu einer massiven Inflation bei den Vermögenswerten geführt, i.e. die Aktienmärkte angetrieben und/oder gestützt hat.

Trocknet diese aus, bedeutet dies nicht automatisch, dass es zu einer Korrektur an den Aktienmärkten kommt, aber **den Kursen fehlt ein zusätzlicher Triebstoff**. Es kommt zu einer Konsolidierung.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dieser Umstand erschwert es den Zentralbanken**, den Pfad der geldpolitischen Normalisierung** zu gehen. Ein zu schnelles Tempo könnte verheerend wirken. Stehen bleiben inflationiert weiter

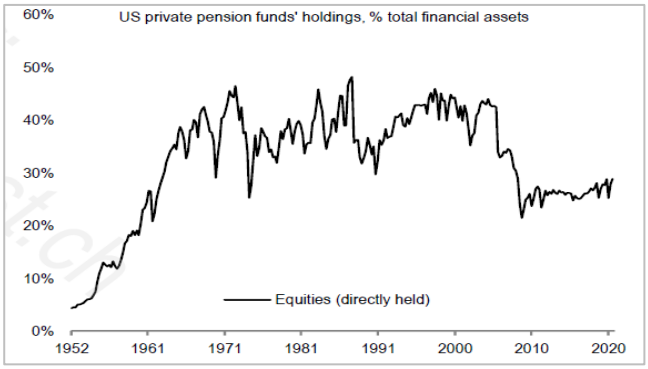
Die von uns **erwartete restriktivere Haltung der Zentralbanken** beim Kaufen von Assets dürfte also die Aktienperformance in den kommenden Monaten etwas zurückhalten, auch wenn die **Geldpolitik** im grösseren Kontext in den nächsten Monaten **weiterhin locker** bleibt. Der Markt erhält weiter Liquidität, jedoch zunehmend weniger.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Diese Entwicklung dürfte aus unserer Sicht allerdings dadurch gemildert oder gar kompensiert werden, dass das **Aktienexposure** vieler institutioneller Investoren **(zu) tief** ist.

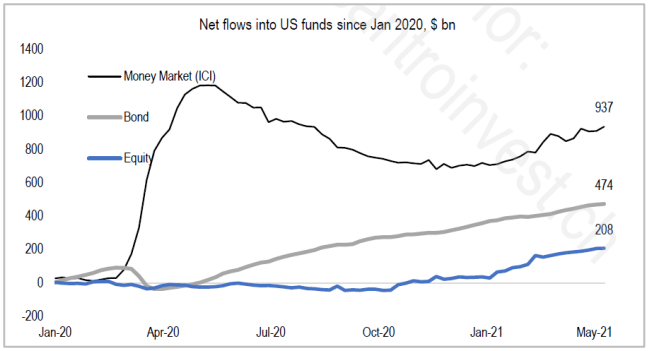
AKTIENALLOKATION US PENSIONKASSEN



Quelle: Credit Suisse

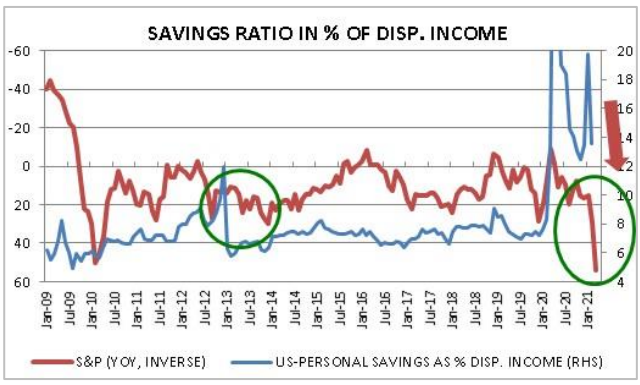
Zudem erwarten wir, dass aufgrund des **Renditedrucks** vieler institutioneller Investoren Mittel aus den Obligationen – wo bei steigender Zinsen Verluste drohen – in die Aktienmärkte fliessen werden.

MITTELFLUSS IN US FONDS 2020-21



Quelle: JP Morgan

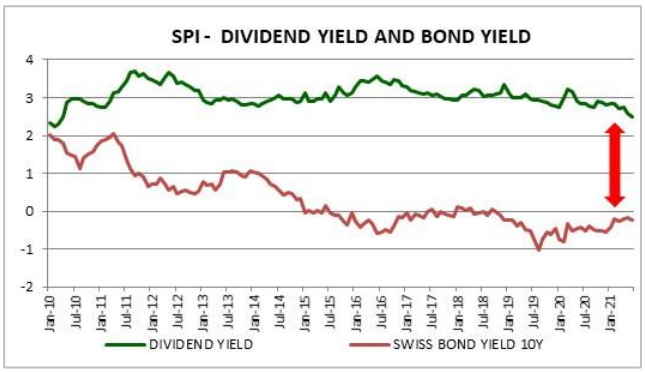
Einen **hohen Anlagedru**ck erwarten wir auch bei den **Retail-Investoren.** Dort ist der Treiber vor allem das **für rezessive Phasen atypisch höhere verfügbare Einkommen**. Direktzahlungen und Arbeitslosenunterstützungen, kombiniert mit den eingeschränkten Konsummöglichkeiten haben zum **Sparen angetrieben.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

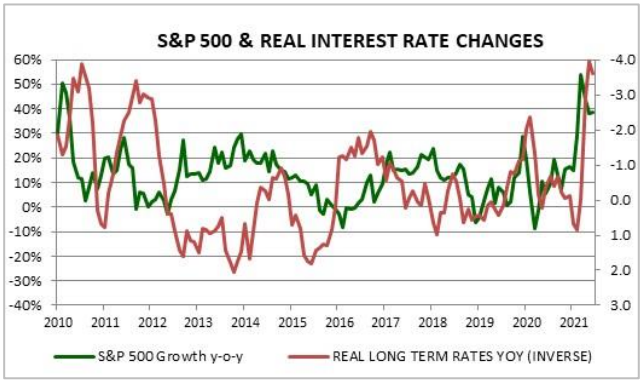
Aktuell sind die Sparquoten in den USA und Europa ca. 6% resp. 5% über dem normalen Niveau. Nimmt die Zuversicht über die weitere Erholung zu dürfte einiges davon in den Konsum fliessen, aber **auch der Aktienmarkt wird davon profitieren**.

Auch wenn die Zinsen jüngst etwas angestiegen sind, bleibt die relative Attraktivität der Aktien gegenüber Obligationen ein Thema. 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 3% (2021E) auf dem SPI ist nun mal interessanter als ein 10jähriger Eidgenosse zu -0.3%.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

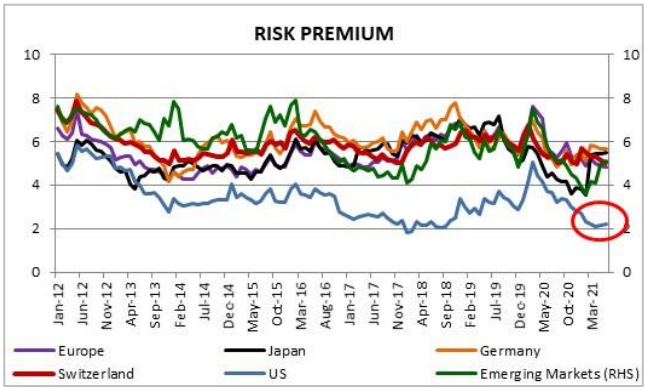
Betrachten Investoren die Realzinsen, bleibt ohnehin kein Zweifel offen. **Die tief negativen Renditen sprechen für Engagements in den Aktienmärkten**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Inflation scheint zwar den Zenit überschritten zu haben und sich in den kommenden Monaten zurückzubilden, die **Realzinsen** dürften aber noch eine Weile **im negativen Bereich** verharren und die Aktienkurse stützen.

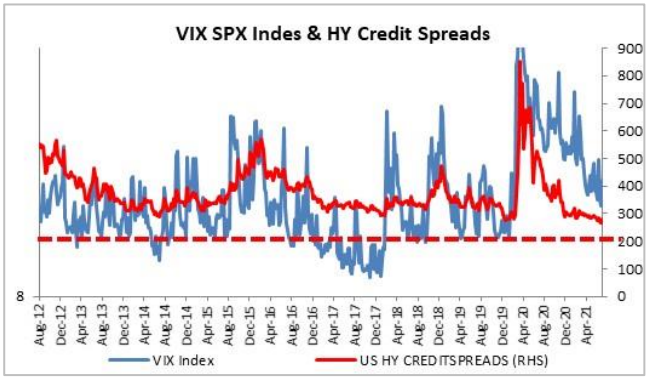
In vielen Märkten sind auch die **Risikoprämien für Aktien noch attraktiv,** obwohl sie mit steigenden Aktienkursen und höheren Zinsen gefallen sind. Fragezeichen könnten höchstens beim **amerikanischen Markt** aufkommen. Dort ist die Risikoprämie auf Tiefststand, und deren Rückgang hat sich nur wegen den erneut tieferen Nominalzinsen stabilisiert.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Schreckens-Szenarien für die Aktienmärkte wären demzufolge ein **rascher Anstieg der Zinsen bzw. vielmehr des Zinsniveaus** (Shift der ganzen Zinskurve), oder wegen einer **Risikoneubeurteilung** höhere Zinsen bei schwachem Wachstum (= Stagflation). Wir sehen im Augenblick wenig Gründe für solche Entwicklungen.

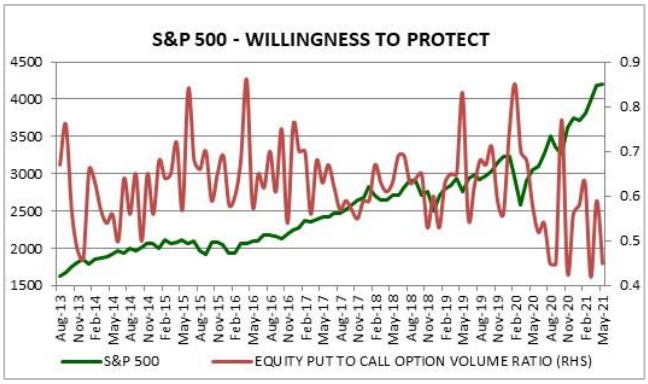
Der Anstieg der Volatilität vor rund einem Jahr, hat sich sukzessive beruhigt. Gegenüber dem Niveau vor der Pandemie ist sie jedoch hoch geblieben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

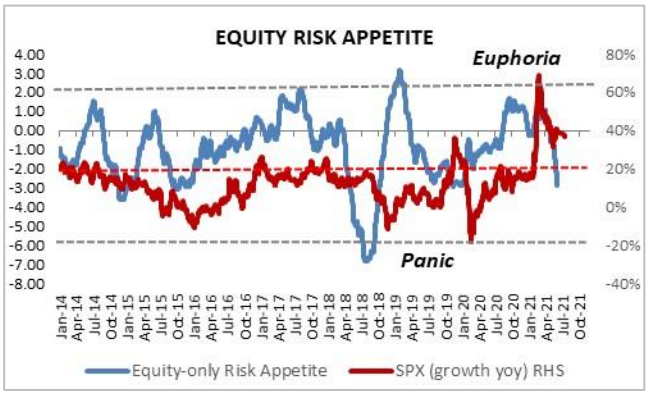
Dies ist nachvollziehbar, sind doch noch nicht alle Pandemie-Risiken verschwunden. Beruhigend wirkt, dass **die höhere Volatilität nicht mit einer anhaltenden Ausdehnung der Kreditaufschläge** einher geht. Die Spreads für schlechte Bonitäten sind auf Allzeit-Tief.

Tiefe Vola kann auch Ausdruck von **Sorglosigkeit** sein. Die Zentralbanken schlucken die Kreditrisiken und sorgen mit Liquidität für Partylaune an den Aktienmärkten. Investoren fühlen sich wohl. Davon zeugt auch die **geringe Bereitschaft, Aktienengagements abzusichern.**



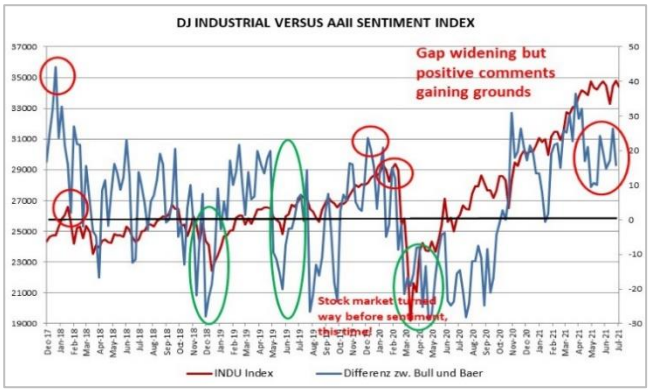
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die von uns **erwartete Verengung der Geldmenge** und der **Abbau von Kreditpositionen bei den Zentralbanken** (das FED ist bereits in diesem Modus) scheint bei vielen Investoren den Risikoappetit verdorben zu haben. Die Risikobereitschaft ist markant gesunken, die Gefahr der Euphorie gebannt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Kommentare der Börsenschreiberlinge sind vorwiegend positiv, die skeptischen Stimmen sind jüngst wieder etwas verschwunden. Dies ist eher ein Grund auf der Hut zu sein.

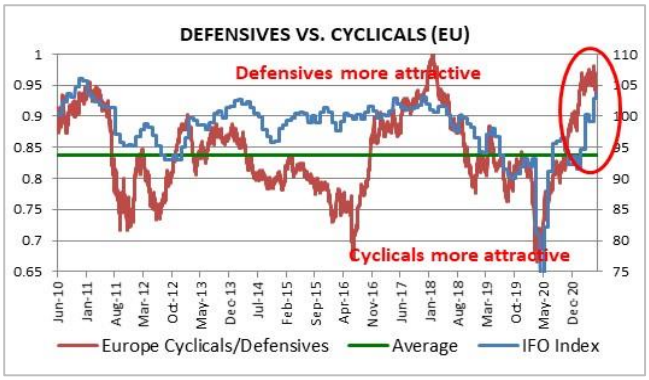


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Insgesamt herrscht eine **aufgeräumte Stimmung** an den Aktienmärkten, mit einer leichten Neigung zu Zuversicht. Eine konstruktiv kritische Haltung.

Allerdings **fehlen den Aktienmärkten zunehmend neue Impulse**. Wie bereits erwähnt dürfte die Fantasie von der Makro-Seite nachlassen, sodass kurzfristig die Unternehmensgewinne in die Bresche springen müssen. Wir erwarten, dass die **anstehende Berichtssaison insgesamt erneut positiv überraschen** wird, die Perspektiven aufgrund des **nachlassenden Basiseffekts** aber hier und da zu Ernüchterung führen könnte.

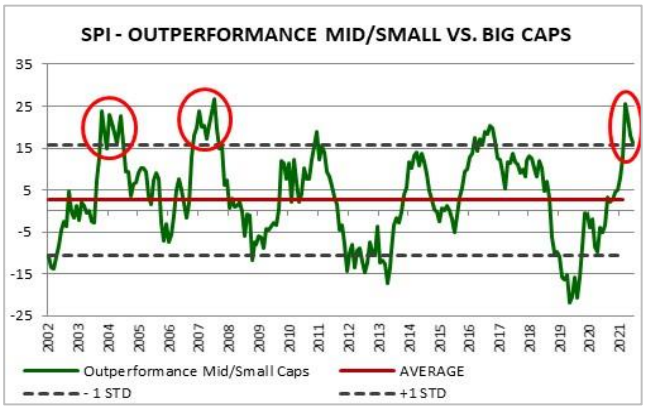
Wir halten an unserer **überdurchschnittlichen Aktien-Allokation** fest und bauen in einer Konsolidierung unsere **Position weiter aus**. Dabei wird es darum gehen, **die zyklische Ausrichtung zu verstärken**. Unmittelbar haben die konjunkturabhängigen Sektoren allerdings etwas überschossen und dürften von der **abnehmenden Dynamik der vorlaufenden Indikatoren** zurückgehalten werden. im Hinblick auf eine volle Erholung der Wirtschaft sind sie aber noch nicht ausgereizt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

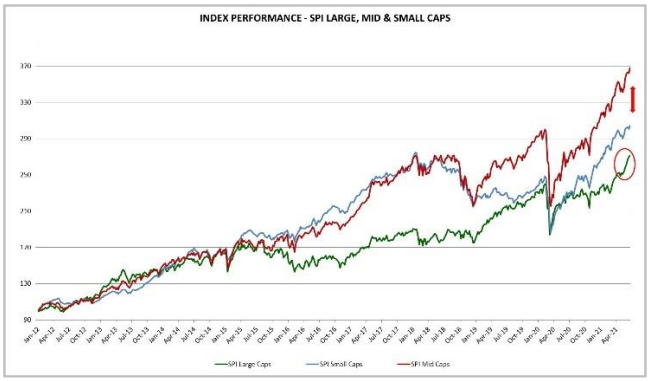
Dasselbe gilt für **KMU-Werte**. Die Outperformance vor allem der mittelgrossen Unternehmen gegenüber den

Blue Chips hat schon einen weiten Weg hinter sich gelassen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

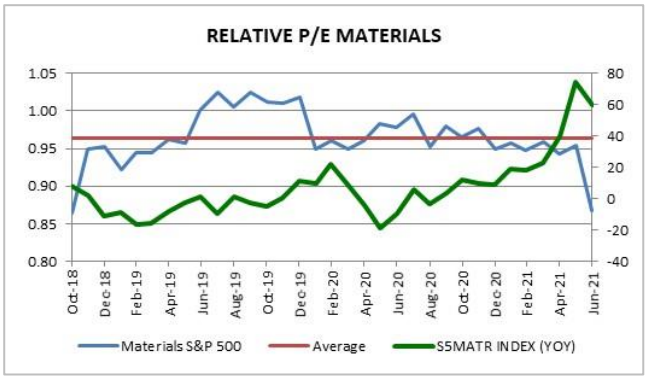
Mit der jüngst guten Entwicklung der Schweizer Schwergewichte schloss sich die Lücke etwas, bleibt aber unverhältnismässig gross. Sie dürfte sich in den kommenden Monaten aufgrund des Makrobilds weiter verengen, i.e. **vorübergehend ist eine defensivere Ausrichtung nicht falsch**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Mit der Rückkehr der Konjunkturdynamik dürfte die Outperformance der KMUs fortschreiten. Insbesondere bei den **Schweizer Small Caps kann noch Einiges an Performance abgeholt werden**.

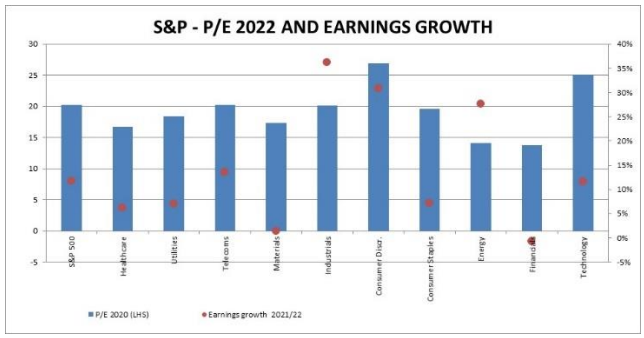
In einer Konsolidierungsphase befinden sich **Minengesellschaften und Unternehmen im Bereiche Investitionsgüter**. In diesen Sektoren erwarten wir wegen den abklingenden Einkaufsmanager-Indizes eine vorübergehend schwächere Performance. Mittelfristig eröffnen sich daraus aber weiterhin Chancen. **Der Rohstoffzyklus ist noch nicht am Ende, und wir erwarten eine anziehende Investitionsneigung im H2-2021.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

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 werden.

Potenzial haben aus unserer Sicht auch die **Chemiewerte**, bei welchen die Investoren mit Blick auf die **steigenden Rohstoffkosten** der künftigen Gewinnentwicklung nicht trauen. Mit den Q2-2021 Resultate dürften sich diese Befürchtungen verflüchtigen, konnten doch **höhere Inputkosten** weitgehend durch **Preiserhöhungen** kompensiert werden. Zudem erwarten wir positive Überraschungen beim Umsatzwachstum.

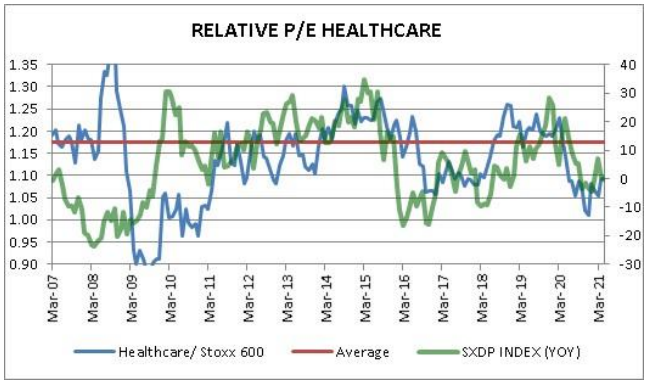


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **dauerhaften Konsumgüter** (wie Autos, Luxusgüter) dürften **kurzfristig Platz** nehmen, da sich der Konsum mit dem Abbau der Pandemie-Schutzmassnahmen Richtung Dienstleistungen bewegen wird. Dafür könnten **Branchen der Unterhaltungs- und Freizeitindustrie** (Reisen, Restaurants, Vergnügungsparks etc.) aber auch Unternehmensdienstleistungen (z.B Temporärfirmen) eine **positive Dynamik** verspüren.

Eine etwas defensivere **Portfoliozusammensetzung,** spricht auch für Werte im **Gesundheitsbereich.** Diese

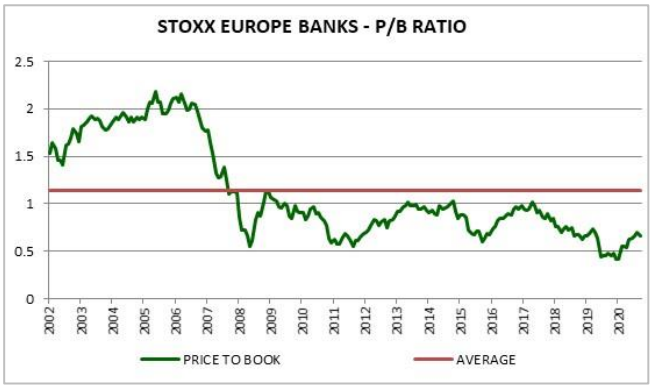
sind nach unserer Ansicht wegen dem Politikwechsel in den USA zu Unrecht zurückgeblieben. Innovation dürfte sich auch in Zukunft in gutem Wachstum und attraktivem Cash Flow niederschlagen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Interessant bleiben auch die **Unternehmen im Energie-Bereich**. Insbesondere Oel- und Gasfirmen, welche die Energiewende aktiv angehen und ihr Portfolio dezidiert umbauen, ohne zu vergessen, die Legacy-Werte abzuschöpfen.

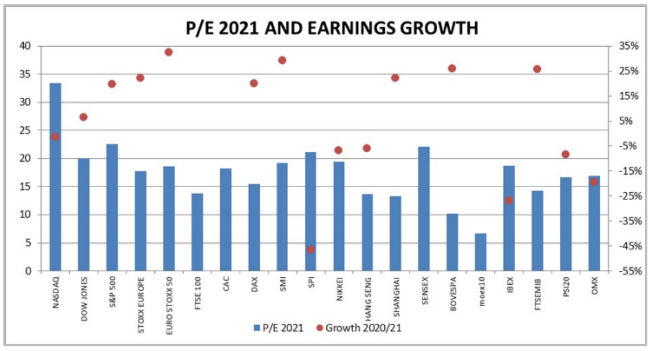
Bei den **Banken** bleiben wir gespalten. Die Valoren sind mit Blick auf die steigenden Eigenkapitalrenditen, insbesondere im EU Raum. interessant bewertet und dürften von der Erwartung **höherer Zinsen in den kommenden Monaten profitieren.** Risiken von sich materialisierenden Kreditausfällen und strukturellen Problemen (tiefe Eigenkapital-Quoten) dürfen dabei aber nicht aus den Augen gelassen werden. **Wir bevorzugen aktuell Versicherungen.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

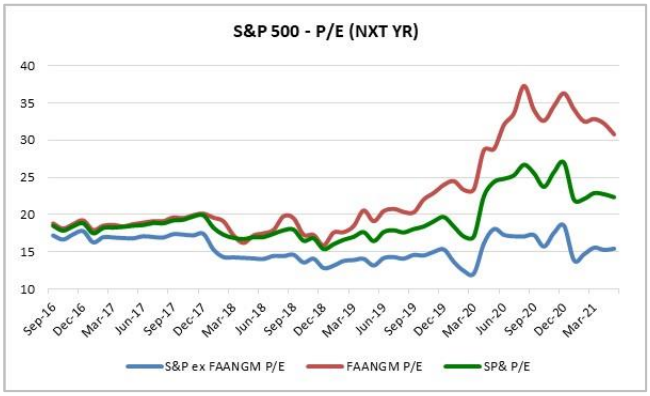
Letztlich lohnt es sich weiterhin in Themen wie **Digitalisierung/Automatisierung der Fertigung, erneuerbare Energien/Klimaschutz und neue Mobilitäts- und Kommunikationsformen** investiert zu sein.

Den **US-Markt** finden wir **zu teuer**. Gemessen am erwarteten Wachstum scheint die Bewertung im Verhältnis zu anderen Märkten hoch. Die Risikoprämie ist sehr tief, die positive Revision der Gewinnerwartungen höchstens durchschnittlich.



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 in den kommenden Monaten eher zurückhalten.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In dieser Anpassungsphase dürften die alten Stars etwas zurückbleiben. Wir schliessen ein Combeback der Tech-Werte im Verlaufe des H2-2021 allerdings nicht aus. Im **Technologie-Sektor** sehen wir im Übrigen Aufwärtspotenzial bei den **Software-Unternehmen, welche ungerechtfertigter Weise unter dem Geschäftsmodellwechsel** zur Cloud leiden.

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 Zinsangst, den politischen Ereignissen u.a. in Hong Kong und Taiwan, den regulatorischen

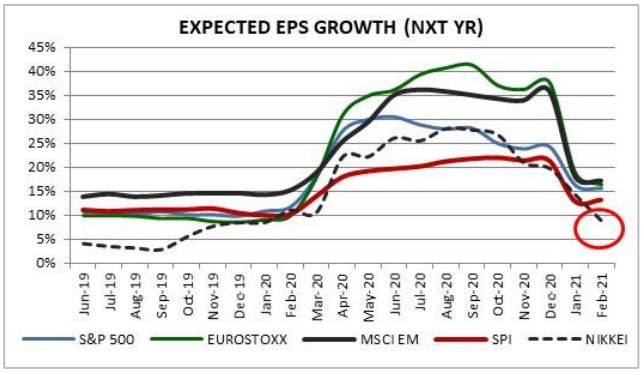
Interventionen der Regierung und den schwächeren Konjunkturindikatoren äusserst verhalten entwickelt hat. Gemessen am **erwarteten Wirtschafts- und Gewinnwachstum**, unterstützt vom schwächeren USD, ist China aber **zu günstig bewertet**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bei **Indien** bleiben wir wegen zu vielen politischen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten vorsichtig, während **Brasilien** aufgrund der **starken konjunkturellen Erholung**, fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen und entsprechend **dynamischer Gewinnentwicklung** ein Blick wert ist – trotz unsicherer politischer Lage im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen 2022.

Konsistent mit unserer fundamental zyklischen Ausrichtung bleiben wir beim **DAX und punktuell in den nordischen Märkten engagiert.** Diese Märkte dürften auch von der guten Wirtschaftsentwicklung in vielen Schwellenländern profitieren. Zudem sieht es in Deutschland aus heutiger Sicht nach einem **wirtschaftsfreundlichen Wahlausgang im Herbst 2021** aus. Ein Positivum für die Börse.

Noch nicht ganz erwärmen konnten wir uns für Japan. Kurzfristig dürfte die nur verhaltene Binnenkonjunktur (u.a. wegen Covid) und die sich abschwächende Exportnachfrage aufs Gewinnwachstum drücken.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

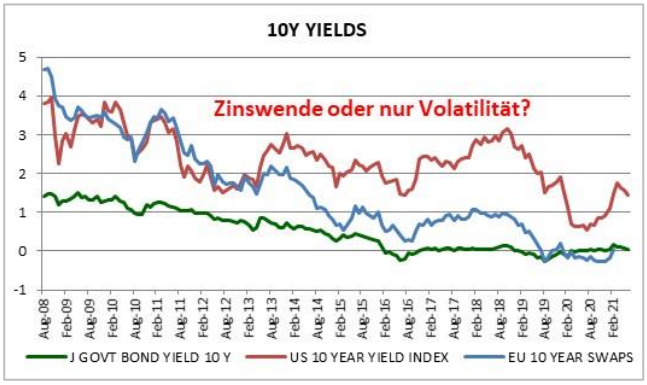
Mit Blick ins 2022 könnte sich auch Japan mit einer unüblich hohen Konjunkturdynamik konfrontiert sehen, gestützt von starkem Wachstum im umliegenden asiatischen Wirtschaftsraum. Dies spricht für eine Positionierung in den zyklischen japanischen Exportwerten.

Im **Schweizer Aktienmarkt** haben sich jüngst die defensiveren Werte bewegt. Die **«Big Three»** haben – aus unterschiedlichen Gründen – Aufwärtspotenzial. Innovation und Portfolioveränderungen sind die Treiber. Ansonsten sehen wir grosse Opportunitäten bei den **kleinkapitalisierten Werten**.

Abschliessend halten wir fest, dass wir aktuell **das grösste Risiko** für den Aktienmarkt bei **einem *zu starken* Wirtschaftswachstum** sehen. Angesichts der laufenden und in Aussicht gestellten Hilfs- und Stimulusplänen und der weiterhin expansiven Geldpolitik, welche unendliche Kreditverfügbarkeit sicherstellt, ist ein **kurzfristiges Überschiessen des Wachstums** (US BIP 8%) **nicht auszuschliessen**. Explodierende Inflationserwartungen und in der Folge ein **zu schneller und zu starker Zinsanstieg** (10y UST >3%) würden bei diesem Szenario die Aktienmärkte zum Entgleisen bringen. Solche fiskal- und geldpolitische Faux-pas sind nicht Teil unseres Ausblicks, sollten aber in unserem Hinterkopf Platz haben.

Obligationen: Auf Normalisierungspfad

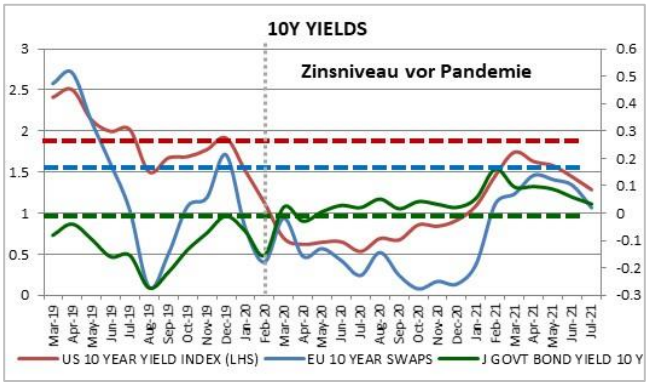
Die letzten Monate haben gezeigt, dass die **Zinsen auf den Pfad der Normalisierung eingeschwenkt sind.** Unser Szenario, dass eine wirtschaftliche Erholung mit höheren Zinsen einhergeht, scheint sich zu bestätigen.



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, wo es um **Schadenminimierung und nicht mehr Renditeoptimierung** geht. 2021 dürfte eine kurze Duration insgesamt stimmen. Mit Blick auf 2022 ist wohl eine Positionierung nahe der Benchmark-Duration erfolgversprechend. Zudem **wird der Coupon als Ertragsquelle** wieder an Bedeutung gewinnen. **Die Allokation ist insgesamt abzubauen**.

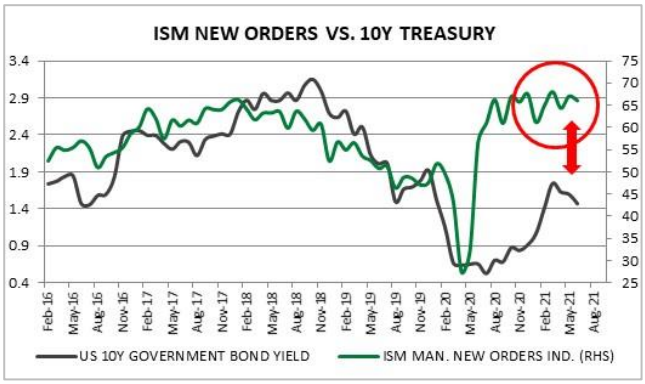
Die **Zinsbewegung hat viele überrascht**. Die **Nervosität ist gestiegen** und es herrscht weiterhin verbreitet die Meinung, dass **dies nur ein Strohfeuer** ist. Wie bei der Inflation wird der Zinsanstieg als temporäres Phänomen betrachtet. Wir sind anderer Meinung. Weil die erwartete *nachhaltige* wirtschaftliche Erholung die Zinsen nach oben treibt, ist **der Zinsanstieg keine Eintagsfliege.** Wir sind mitten in der Zinswende, die jüngste Bewegung makroökonomisch mehr als gerechtfertigt. Unter den aktuellen Wirtschaftsaussichten erscheint ein **Anstieg der Zinsen** mindestens **aufs Niveau vor Ausbruch der Pandemie** als angebracht.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

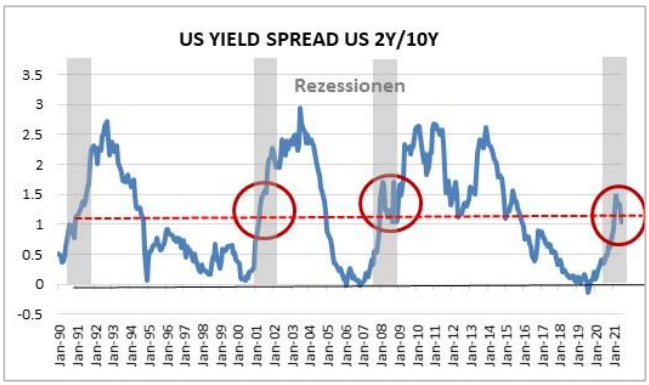
Die **Kluft** zwischen der **wirtschaftlichen Erholung und den tiefen Zinsen** ist beginnt sich zu schliessen. Die vorlaufenden Indikatoren zeigen weiterhin Wachstum an. Die Zinsen dürften sich dieser positiven Entwicklung weiter nach oben anpassen.

Die **aktuelle Entspannung an der Zinsfront** könnte aufgrund der **nachlassenden vorlaufenden Indikatoren** noch etwas andauern. Diese Phase sollte **zum Abbau von Positionen** genutzt werden. Eine konjunkturelle Beschleunigung im H2-2021 dürfte die Rentenmärkte dann wieder unter Druck setzen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

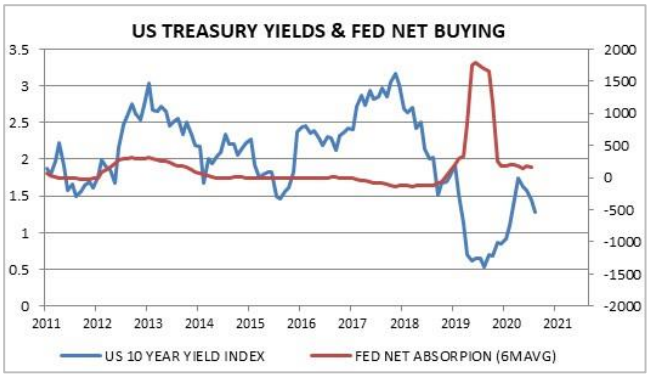
Solche Konsolidierungsphasen sind nicht unüblich, verlaufen Trends doch selten gradlinig. Vorerst haben sich nur die **Zinsen am langen Ende bewegt und der Rezessionslage endgültig den Garaus gemacht.** Im Verlaufe der wirtschaftlichen Erholung kam es immer wieder einer Verflachung der Zinskurven, sei es aufgrund der Skepsis bezüglich der Wirtschaftsentwicklung (lange Zinsen lassen nach) oder wegen Zinserhöhungen (kurze Zinsen steigen).



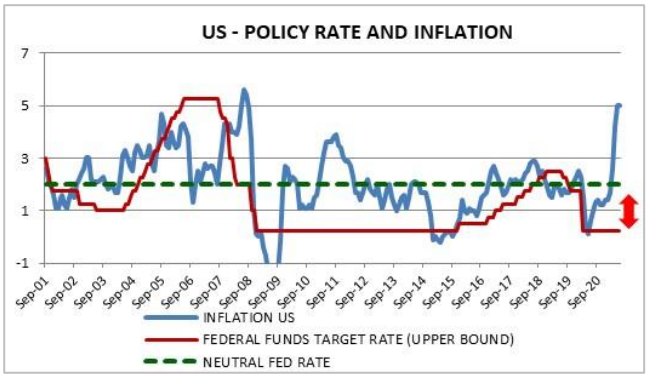
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die positive Zinsbewegung erhält **indirekte Unterstützung vom FED**, welches zwar den letzten Schub bei den Inflationserwartungen als temporär betrachtet, **den wirtschaftlichen Ausblick aber gleichzeitig anhebt**. Der Aufwärtstrend bei den langfristigen Zinsen ist kommunikativ nicht mehr aufzuhalten.

Es gibt zudem auch **keine Anzeichen, dass das FED am langen Ende aktiver wird**, weder über Offenmarkttransaktionen noch über ein höheres Engagement beim Vergeben von neuen Schuldverschreibungen der US-Regierung. **Es scheint als lasse das FED die Zinsen mal davonziehen…**

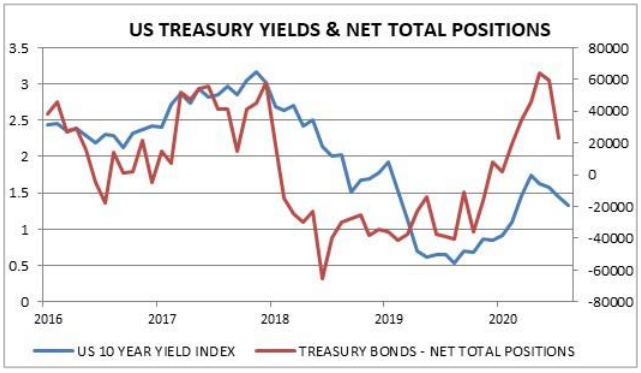


Quelle: Bloomberg, Santro Invest



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

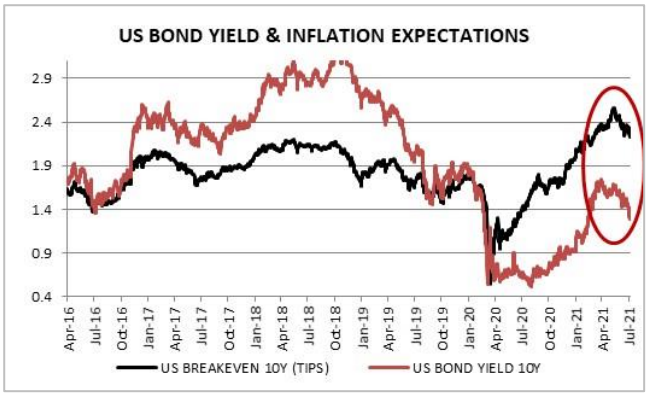
Gerade bei der Schuldenfinanzierung zeigt sich die zunehmend **prekäre Situation, in welche sich das FED hineinmanövriert** – oder manövrieren lässt: in guter Absicht die Wirtschaft zu stützen, treibt die Zentralbank über **die Finanzierung der expansiven Fiskalpolitik** die Zinsen weiter an, was natürlich nicht im Sinne der Staatskasse ist. Will das FED weniger Schulden übernehmen, muss es der Markt absorbieren. **Dieser hat es aber in den letzten Monaten nur zu höheren Zinsen gemacht.** Die jüngste Zinsentspannung passt da nicht ganz ins Bild, blieb das FED offenbar on Hold und trotzdem gehen die Zinsen bei Rekordangebot von Treasury Bills an den Markt. Die Erklärung: das Eindecken von Short-Positionen hat den Zinsen geholfen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das FED verhält sich gleichzeitig opportunistisch – dies ist eine Abkehr von ihrer seit der Finanzkrise zuverlässigen Haltung. Auch dies ist ein Mittel nach und nach, auf eine **neutrale Geldpolitik einzuschwenken.**

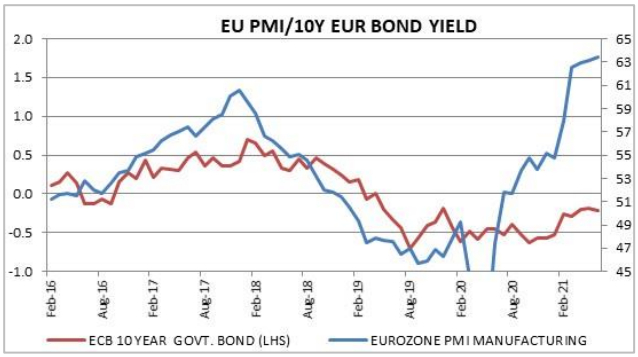
Kritiker der Zinswende führen ins Feld, dass lediglich **steigenden Inflation*erwartungen***, die aufgrund von Basiseffekten wieder abklingen werden, die Zinsen angetrieben haben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

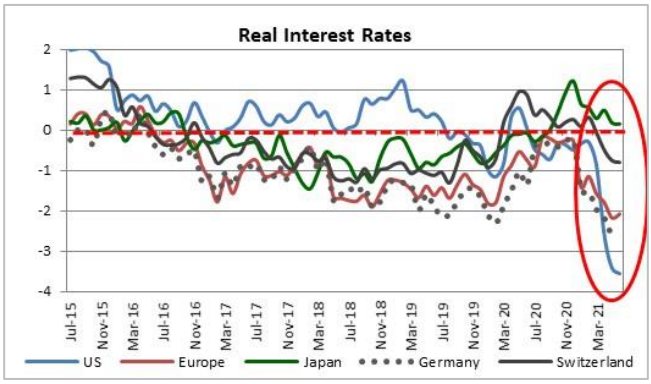
Sicher werden gewisse Inflationseffekte wieder verschwinden, das Zurück zu Potenzialwachstum wird Überkapazitäten absorbieren und die Basisinflation erhöhen.

Für die USA bedeutet dies 10jährige Treasuries bei 3%, in Europa bei 1.5%-2%. Wir gehen davon aus, dass dieser Anpassungsprozess graduell erfolgt und durchaus **von Interventionen der Zentralbanken** (FED bei 2%+, EZB bei 1%+) **unterbrochen** werden könnte. Angesichts der Möglichkeit **unendlich und unlimitiert am Finanzmarkt zu intervenieren,** dürften sowohl das FED als auch die EZB die langfristigen Zinsen unter Kontrolle haben. Das Zinskurven-Management lässt sich allerdings je länger je weniger rechtfertigen. Dabei ist das wichtigste geldpolitische Asset der Zentralbanken – die Glaubwürdigkeit – in Gefahr.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

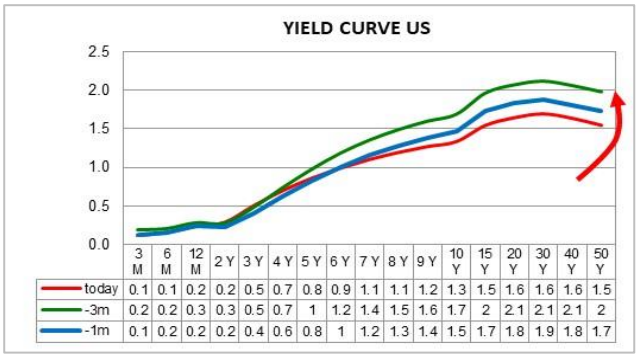
Auch wenn die Nominalzinsen weiter ansteigen werden, bleiben sie im **historischen Vergleich tief und halten dementsprechend die Realzinsen zurück.** Letztere sind aktuell wegen der rasch und stark steigenden Inflationserwartungen tief negativ. Mit dem Verschwinden des inflationären Basiseffekts sind steigende Realzinsen zu erwarten. Sie werden allerdings in den meisten westlichen Währungen **um Null oder gar leicht negativ bleiben werden**. Diese Entwicklung wird die lange erwartete Vermögensumschichtung von Obligationen in Aktien favorisieren.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Ob die Zentralbanken die Zinsen auf die Dauer kontrolliert werden können, wagen wir zu bezweifeln. Die **echte Herausforderung** sind die **Duration** und die **Zinsspreads**. Beide haben **Eigendynamik**. Angesichts der tiefen Zinsen versuchen sich Staaten und Unternehmen langfristiger zu verschulden. Die **Duration nimmt zu.** Dies erzeugt **Zinsdruck am langen Ende**. Wann genau das FED diesem Druck nachgeben muss, ist schwer abzuschätzen. Wir gehen davon aus, dass **die Zentralbanken künftig viel opportunistischer** werden agieren müssen.

Wie geht es nun weiter? **Im USD** erwarten wir, dass die **Zinskurve nach der jüngsten Verflachung wieder steiler** wird.



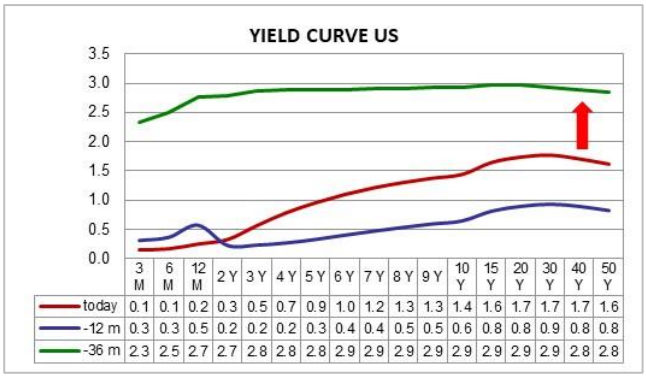
	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5
-3m	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	0.7	1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	2	2.1	2.1	2.1	2
-1m	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8	1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Mit der Erkenntnis, dass **die Konjunktur im H2-2021 Tritt fasst**, werden die 10jährigen Renten gegen Jahresende auf 2% steigen.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Kurzfristig ist **eine kurze Duration ist wichtig, da dort wenig Bewegung zu erwarten ist.** Mit Blick auf 2022 (und einen ersten Zins-Schritt) sind dann allerdings auch **kurzfristige Laufzeiten zu meiden**. Investoren sollten sich unter diese Prämissen in der Nähe der Benchmark-Duration positionieren.

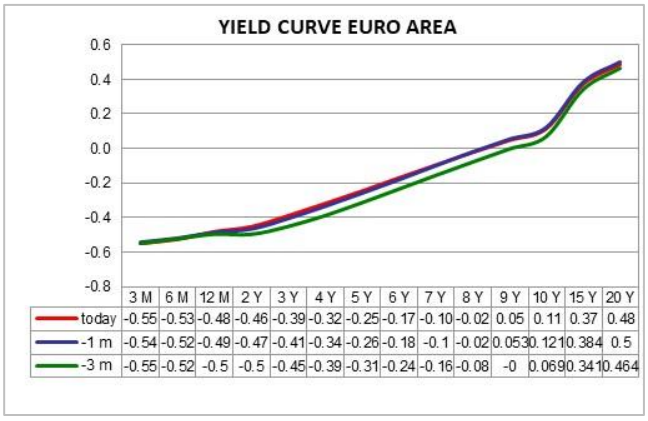


	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6
-12 m	0.3	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
-36 m	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Im **EUR Raum** haben sich die Zinsen in den letzten Wochen kaum bewegt. Der seit Anfang Jahr erfolgte – schon fast historische – Zinssprung am langen Ende hat Bestand. Zurzeit steht die EZB zu ihrem Wort und hält **über ihre diversen Kaufprogramme sowohl die**

Kurz- als auch die Langfristzinsen im Zaum. Dies dürfte sich in den kommenden Monaten nicht gross ändern, ist doch das Konjunkturstützungsprogramm (PEPP) gerade erst gestartet. Allerding wird auch in Europa der konjunkturelle Druck auf die Zinsen im H2-2021 steigen.

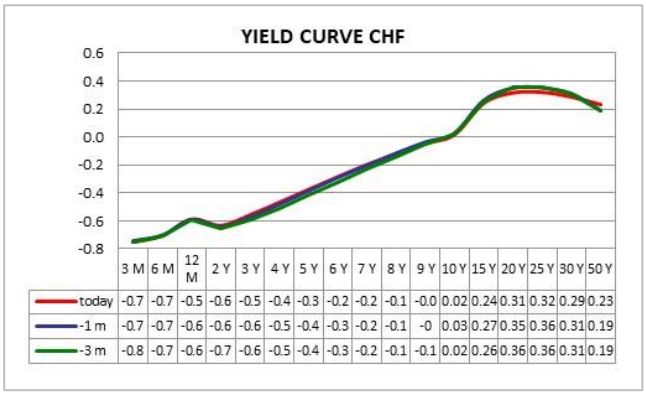


	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y
today	-0.55	-0.53	-0.48	-0.46	-0.39	-0.32	-0.25	-0.17	-0.10	-0.02	0.05	0.11	0.37	0.48
-1 m	-0.54	-0.52	-0.49	-0.47	-0.41	-0.34	-0.26	-0.18	-0.1	-0.02	0.053	0.121	0.384	0.5
-3 m	-0.55	-0.52	-0.5	-0.5	-0.45	-0.39	-0.31	-0.24	-0.16	-0.08	-0	0.069	0.341	0.464

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die EZB dürfte wegen der **anhaltend grossen wirtschaftlichen Disparitäten** vorsichtiger mit der geldpolitischen Normalisierung vorgehen als das FED. Die Gefahr einer „Überstimulierung" bleibt in Europa geringer als in den USA. Trotzdem erwarten wir über die nächsten 12-18 Monaten **höhere EUR Zinsen** und ein **Abschied vom Negativzins-Regime**. Die aktuelle Stärke der vorlaufenden Indikatoren würden gar für 10jährge Zinsen knapp unter 2% sprechen. Der EUR Raum bleibt somit für Obligationäre uninteressant.

Die **CHF Zinsen** haben sich in den letzten Monaten ähnlich wie im EUR bewegt, nämlich gar nicht.

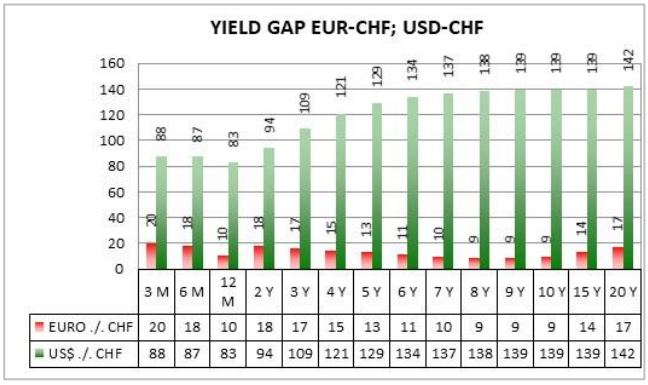


	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	25 Y	30 Y	50 Y
today	-0.7	-0.7	-0.5	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.02	0.24	0.31	0.32	0.29	0.23
-1 m	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0	0.03	0.27	0.35	0.36	0.31	0.19
-3 m	-0.8	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.02	0.26	0.36	0.36	0.31	0.19

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Sie stiegen zu Beginn des Jahres vor allem am **langen Ende an**. Auch in der Schweiz war die Bewegung vom **steigenden Konjunkturoptimismus**, aber auch der Tendenz zur Verlängerung der Duration bei allen Obligationen angetrieben. Dieser Trend wurde unseres Erachtens nur kurzfristig gestoppt und dürfte im H2-2021 wieder Fahrt aufnehmen.

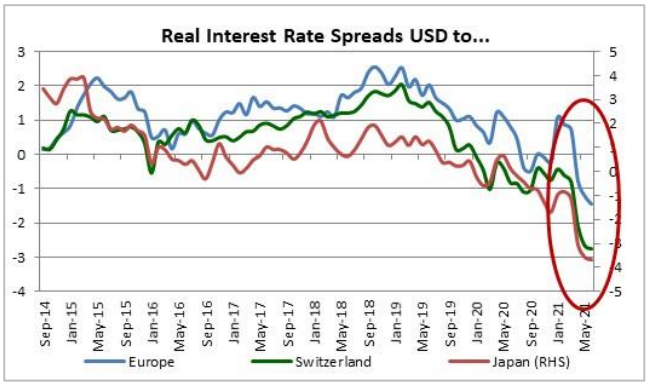
Trotz den geringen Zinsbewegungen hat sich **die Zinsdifferenz zwischen EUR und CHF** jüngst wieder etwas ausgedehnt, was er europäischen Währung etwas Auftrieb verlieh. Der SNB gefällts.



	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
EURO ./. CHF	20	18	10	18	17	15	13	11	10	9	9	9	14	17
US$ ./. CHF	88	87	83	94	109	121	129	134	137	138	139	139	139	142

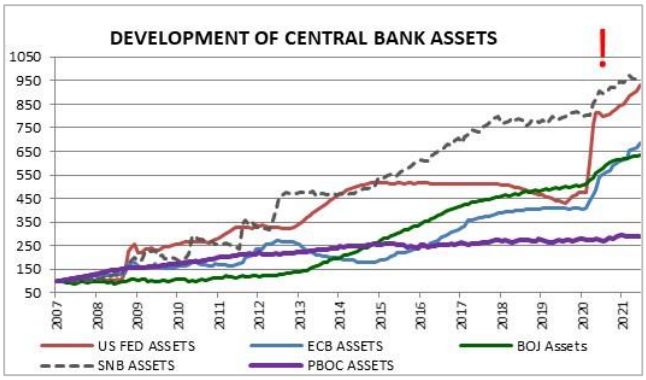
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Demgegenüber hat sich die **Zinsdifferenz des CHF zum USD eher verengt**, was zu einem tieferen USD hätte führen sollen. Umso mehr als die Entwicklung des Realzins-Spreads klar für einen **schwächeren USD** spricht. Fundamental ist somit mit einem Tieferen USD/CHF Kurs zu rechnen.



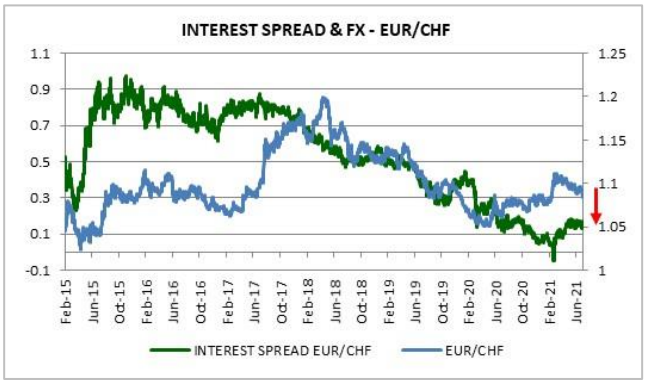
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **vorteilhafte Währungsentwicklung** mit den zwei grössten Handelspartner der Schweiz, welche auch die erwarteten Wachstumsdifferenzen widerspiegelt, hat die **SNB** veranlasst etwas **weniger aktiv am Markt zu sein.** Die Bilanz hat sich nicht weiter ausgedehnt. „On-hold" scheint aktuell die Devise zu sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der eidgenössische Währungshüter dürfte aber auf der Hut bleiben, tendiert der Schweizer Franken über die Zeit doch immer wieder zur Stärke.

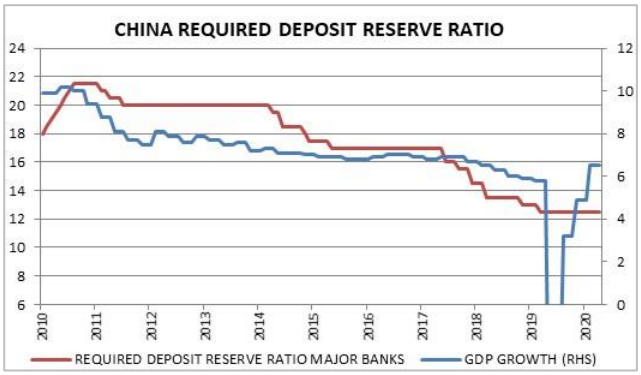


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir erwarten auch im CHF ein langsames Verabschieden von Negativzinsen – aus FX Gründen mit etwas Verzögerung gegenüber des EUR.

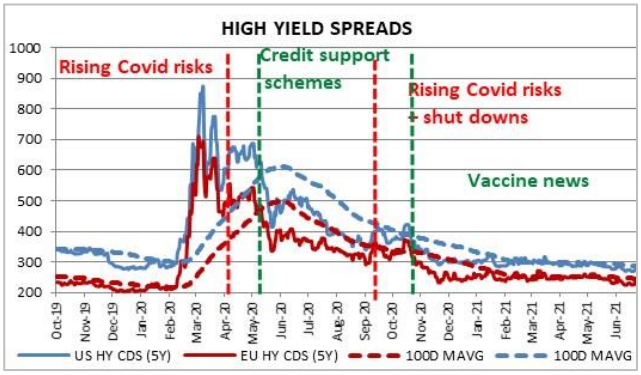
In den grossen **Schwellenländern erwarten wir tendenziell höhere Zinsen** in **Brasilien und Indien.** Dies ist vor allem inflationsgetrieben. die entsprechenden Zentralbanken stemmen sich jedoch noch dagegen, sind **beide Wirtschaftsräume doch noch fragil unterwegs**. In **China** ist die geldpolitische Normalisierung schon weit fortgeschritten. Aufgrund des starken Wachstums, dem damit verbundenen Liquiditätsbedarf, der hohen Verschuldung der privaten Haushalte und der verhaltenen Inflation (stärkerer Yuan) dürfte die PBOC bei **den Zinsen eher auf der Bremse stehen**.

Die **Zinsniveaus in den Schwellenländern** bieten aber noch eine **ansprechende direkte Rendite**. Ein ausgewähltes Engagement - unter Berücksichtigung der Währungsentwicklung – dürfte einen positiven Beitrag zur Allokation bei den Festverzinslichen leisten.



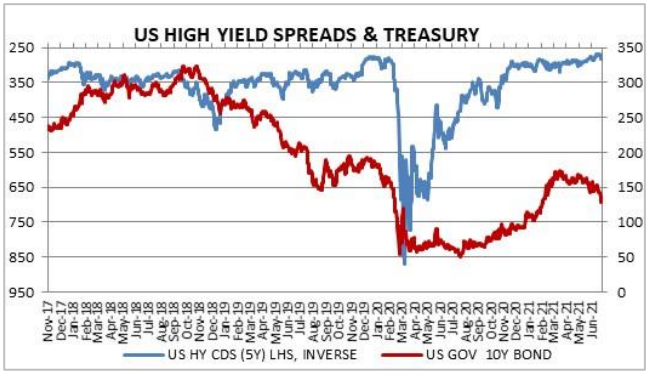
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auf den **Kreditmärkten** wirkt weiterhin das Regime der Covid-Notmassnahmen. Um die Wirtschaft respektive das Finanzsystem zu „stabilisieren", 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

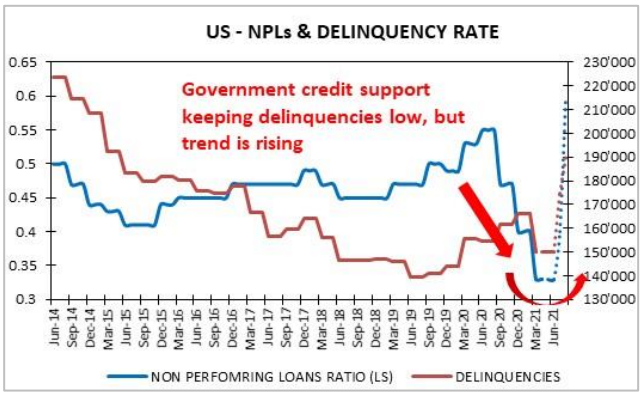
Die wirtschaftliche Realität wird nur noch bedingt abgebildet. Nur schon die Differenz zum Zinsniveau ist weiterhin unverhältnismässig gross. Mit gleichzeitig fallenden Nominalzinsen und Kreditaufschlägen hat sich der Sperad im amerikanischen High Yield Bereich kürzlich sogar noch weiter geöffnet.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die aktuelle **Prämie** für Risiko behaftete Papiere ist sowohl **im USD wie auch im EUR gleich oder nur noch leicht höher** als vor dem Ausbruch der Pandemie, währendem die **darunterliegenden Kreditrisiken** aufgrund des angespannten Geschäftsgangs vieler Unternehmen unbestritten **höher** sind.

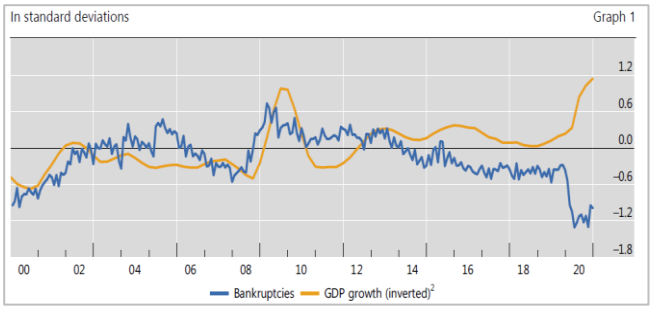
Da stellt sich die Frage der **graduellen Normalisierung** dieser ausserordentlichen Situation. Lässt der staatliche Support nach bzw. müssen die Notkredite amortisiert werden, dürften sich die in den Bankbilanzen a**ufgeschobenen Kreditrisiken materialisieren.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

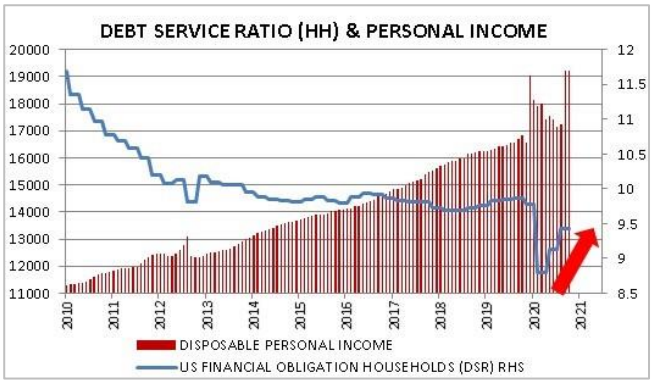
Die aktuellen Zahlen sind noch nicht dramatisch, und auch die von den Banken erwarteten Konkurse liegen weit unter dem Niveau 2008/09 (Zahlen lagen damals 3x höher). Sie reihen sich in die **Dimensionen einer „normalen" Rezession** ein. Die EZB hat in ihrem jüngsten Bericht die europäischen Banken aber ermahnt, rechtzeitig genügend Rückstellungen zu bilden. Eine Studie der BIZ spricht von einer massiven Entkoppelung von Konkursen und Wirtschaftsentwicklung.

ENTKOPPLUNG VON KONKURSEN UND KONJUNKTUR



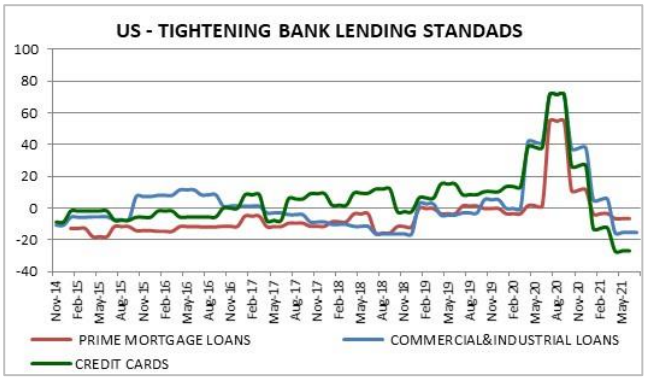
Quelle: BIZ

Dank des Staates wird es vorerst kaum **zur Katastrophe** kommen. Dies ist gerade in Europa, wo Bankbilanzen wenig Luft haben, positiv zu werten. Wir rechnen trotzdem mit abermals höherer Volatilität bei den Banken im Verlaufe dieses Jahres, da gleichzeitig **die höheren Zinsen den erwarteten Schuldendienst** der Haushalte und Unternehmen erhöhen werden. **Die Bruttoverschuldung von Unternehmen und Haushalten liegt auf rekordhohem Niveau.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Mit steigenden Zinsen dürfte das **Augenmerk** bei Kreditgesuchen vermehrt wieder auf **die Tragbarbarkeit** gerichtet werden. Wir gehen von einer graduellen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen aus, was nicht spurlos an den Kreditvergaben für Haushalte und Unternehmen vorbeiziehen wird. Im Augenblick sind die **Kreditbedingungen in den USA jedoch so gut wie nie zuvor**, in **Europa bleiben sie sehr vorteilhaft**. Dies ist angesichts der Konjunkturentwicklung doch eher erstaunlich, weil prozyklisch.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

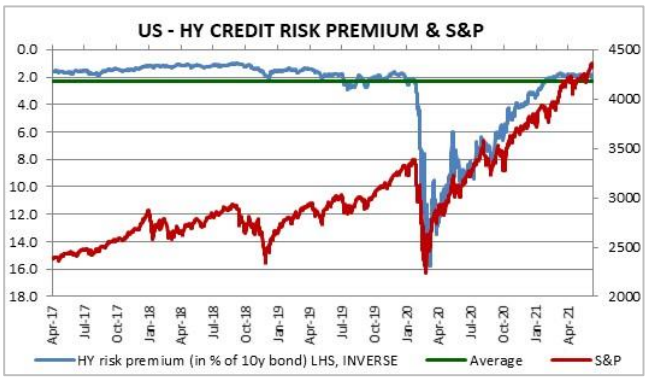
Wir gehen davon aus, dass von vielen Regierungen angesichts der unsicheren Virusentwicklung und der damit verbundenen skeptischen Konjunktureinschätzung ein **vorsichtiges Zurückfahren** der Unterstützungsmassnahmen bevorzugt wird.

Ein erstes Zeichen der Normalisierung kommt vom **FED,** welches in den letzten Wochen **Unternehmenskredite reduziert** hat – ein positives Zeichen für die Kreditmärkte. Auch bei den Krediten gilt es aber, den Übergang von Corona-Lockdown- zu Impfstoff-

normalisierten-Zeiten mit staatlichen Geldern so schadlos wie möglich zu halten.

Unseres Erachtens dürfte dies weitgehend gelingen, **aber Unsummen verschlingen.** Vieles davon bleibt in Form von staatlicher Verschuldung hängen oder muss über Steuererhöhungen wieder eingefordert werden.

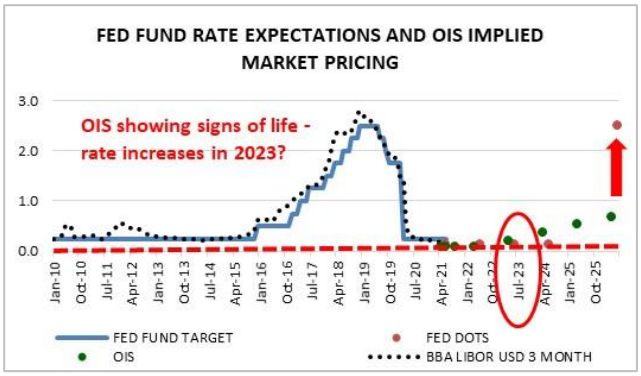
Nach dem jüngsten breiten Rückgang der Kreditaufschlägen **gilt es bei den Kreditmärkten auf der Hut zu sein.** Die Risikoabgeltung ist so tief wie normalerweise während der Hochkonjunktur, die **Risken aus der globalen Finanzkrise und der letzten heftigen Rezession noch nicht abgebaut** bzw. nur zum Teil sichtbar.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir blicken deshalb mit etwas **Sorge** auf jene Zeit, wenn **Hilfsprogramme auslaufen**, Überbrückungskredite aufgebraucht sind, Rückzahlungen fällig werden und die Unternehmen auf sich allein gestellt mit nur moderat erholten Märken zu kämpfen haben. Atypisch für den Konjunkturverlauf dürften Kreditkosten steigen.

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 weiter abzubauen**.

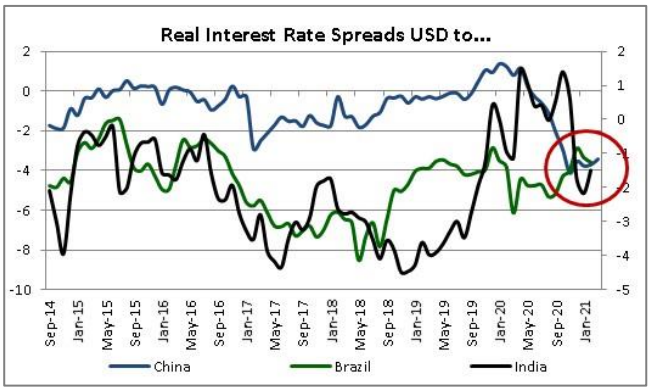


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dasselbe gilt unmittelbar auch am langen Ende, wo die jüngste Zinsentspannung langsam dem Ende zugeht und im Hinblick auf die anstehende **Haushaltfinanzierung** und die vom Impfstoff getriebene Wirtschaftserholung die langen USD Zinsen wieder anziehen könnten. Bei den **EUR und CHF Staatsanleihen** gilt dasselbe. Dort spielt noch eine Rolle, dass die kurzfristigen Anleihen negative Renditen abwerfen.

Am attraktivsten sind noch **Anleihen in Schwellenländern,** da dort aufgrund des höheren Zinsniveaus und der notwendigen konjunkturellen Stimulierungsmassnahmen **Zinssenkungen möglich** sind.

Allerdings muss die Währungssituation genau im Auge behalten werden. **Zinsgewinne können sich mit Währungsverlusten schnell in Luft auflösen**. Allerdings scheinen viele Schwellenmarkt-Währungen auf der Basis der Realzins-Differenz zu günstig und dürften sich gegenüber dem Greenback in den kommenden Monaten eher aufwerten. Brasilien bleibt eine Ausnahme.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das Währungspaar CNY/USD bleibt besonders spannend. China wächst massiv schneller als die USA, bei tiefer Inflation und guter Verzinsung. Entsprechend hat sich der Renminbi aufgewertet. **Hält das**

Wachstum in China an dürfte bei stabiler Währung eine interessante direkte Rendite winken. Bei einer Abkühlung gibt es Raum für Zinssenkungen, die der Währung – da eine satte positive Realrendite existiert – kaum zusetzen werden. Gemessen an der Kaufkraftparität ist die chinesische Währung ohnehin noch „zu billig“

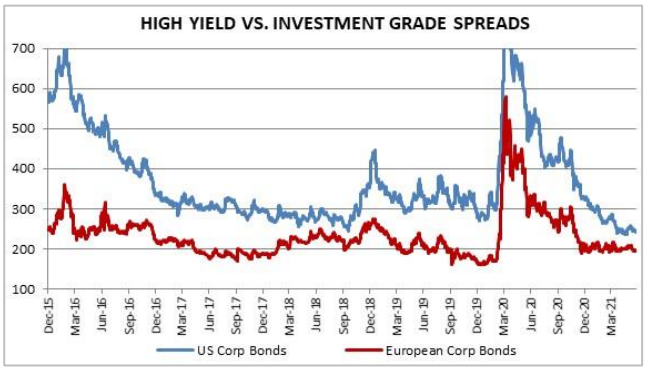
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Strategisch halten wir unsere **Duration sowohl im EUR, CHF wie auch im USD kurz**. Flexibilität wird im Obligationenmarkt wichtig, um Zeitprämien opportunistisch zu nutzen. Verstetigt sich unser Szenario einer **konjunkturellen Festigung** in den nächsten 6-12 Monaten **dürften die Zinskurven wieder steiler werden**. Das Risiko von weiteren Kursverlusten bei den **Zinspapieren ist gross.**

Am kurzen Ende sind die Risiken vorerst noch klein, die direkten Renditen entsprechend mager. Attraktiv erscheinen uns inflationsgeschützte Anleihen, welche unter der kurzfristigen Abkühlung der Inflationserwartungen etwas litten. Vor allem die Kurzläufer sind eine Betrachtung wert.

Bei den **Unternehmensanleihen** investieren wir vorab in **guten Bonitäten** oder aber in **Kreditrisiken**, die wir aufgrund unserer direkten Unternehmensanalyse **gut abschätzen** können. Anleihen in Schwellenländern und in Fremdwährungen geben dabei bessere Renditen. Eine gute Performance ist auch weiterhin von den Wandelanleihen zu erwarten.

Im **High Yield Bereich** stehen die **staatlichen Hilfsprogramme, sekundiert von den Zentralbanken, bereit.** Investoren können sich am Gängelband der Geldhüter wohl fühlen und mit Hoffnung auf eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung Freude an einer ansprechenden Rendite haben. Die nur noch knapp höhere **Risikoabgeltung** gegenüber guten Bonitäten ist aus unserer Sicht **zu klein.** Bei erwarteten steigenden Kreditkosten sind übermässige **Kreditrisiken zu meiden.**



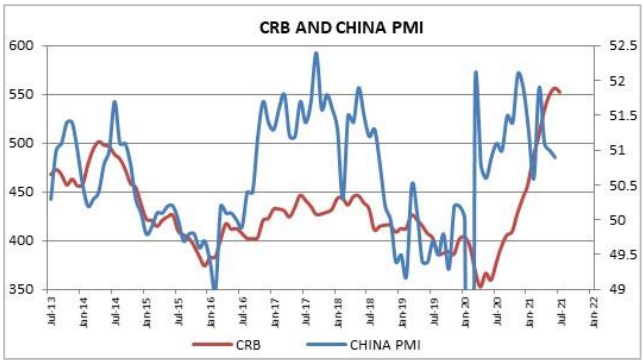
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

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 am Anfang einer Zinswende, es ist nicht nur eine Bodenbildung. Die Normalisierung der Zinsmärkte nimmt seinen Fortgang. 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. Zudem verlieren die Investoren die Zentralbanken als verlässlichen Partner. **Im Ringen um höhere Inflation bei tiefen Zinsen und ausreichender Liquidität werden die Geldhüter zunehmend opportunistisch agieren**. Anleger sollten dies auch tun.

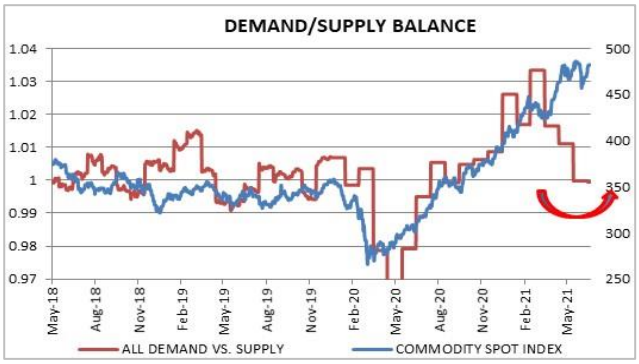
Rohstoffe: Kurze Atempause

Wie erwartet, haben Rohstoffe nach einer starken Entwicklung zu Jahresbeginn **eine Pause eingelegt**. Was ist passiert?

Vor allem die **Basismetalle** profitierten von der **schnellen Erholung Chinas**. Aufgrund der **Wachstumsverlangsamung** im Land der Mitte gerieten viele Metallpreise unter Druck. Zudem erwies sich die Nachfrage nach vielen Rohstoffen aufgrund der **anhaltenden Covid-Schutzmassnahmen** als geringer als erwartet und der **Lageraufbau** (Nachholeffekt) verlor an Dynamik. Aussagen der chinesischen Regierung, Massnahmen gegen weiter steigende Rohstoffpreise zu ergreifen schreckten den Markt auf.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

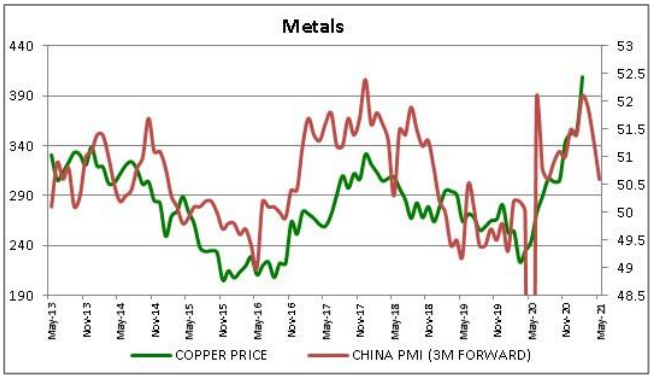


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Überdies schwenkte der **USD in eine Phase der Stärke**, was dem Rohstoffkomplex ebenfalls zusetzte. Und letztlich schwand bei vielen Investoren die Hoffnung auf noch mehr Kursgewinne. Die **Klärung vieler Long-Positionen** am Derivate-Markt setzte den Rohstoffkursen zu.

Insbesondere dem **Kupfer** wird eine glänzende Zukunft vorausgesagt. Kurzfristig bleibt das Metall aufgrund der verhaltenen **Industrieproduktion** in China unter Druck. Zudem halten Verkäufe aus strategischen Reserven der chinesischen Regierung die Kurse in Schach.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

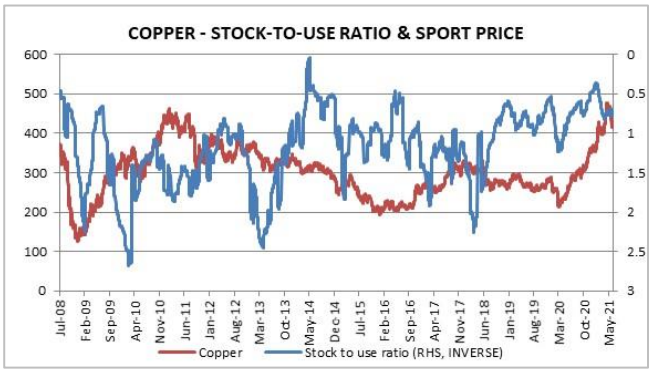


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir erachten diese **jüngste Entwicklung als gesunde Konsolidierung**. Rohstoffe sind ein guter Inflations-Hedge und ein probates Mittel an der konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft zu partizipieren.

Mit der **Öffnung** vieler (westlicher) **Wirtschaftsräume** und den nicht enden wollenden Hilfs-, Stimulus- und später Entwicklungsprogrammen dürfe der **Hunger nach Rohstoffen** im H2-2021 **wieder Fahrt aufnehmen**. Dabei trifft die steigende Nachfrage auf moderate Lagerhaltung und nur **zögerlich ausgebautes und modernisiertes Förderangebot**. Dies wirkt preistreibend.

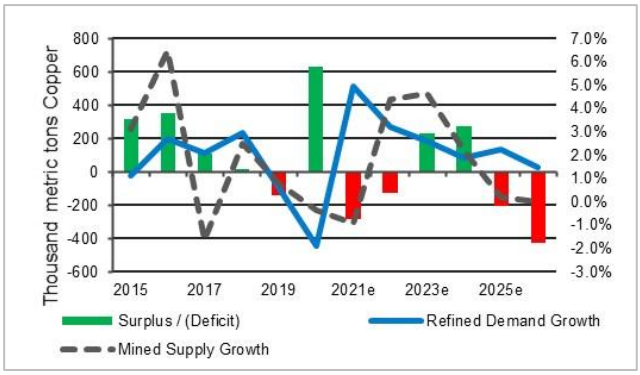
Mit Blick auf die Verstetigung der wirtschaftlichen Erholung im H2-2021 dürfte sich die Kupfernotierung allerdings wieder erholen. Anhaltende **Versorgungsengpässe, knappe Kapazitäten** und historisch gesehen ein **tiefes Stock-to-use Ratio** werden dem Kupferpreis einen erneuten Schub verleihen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

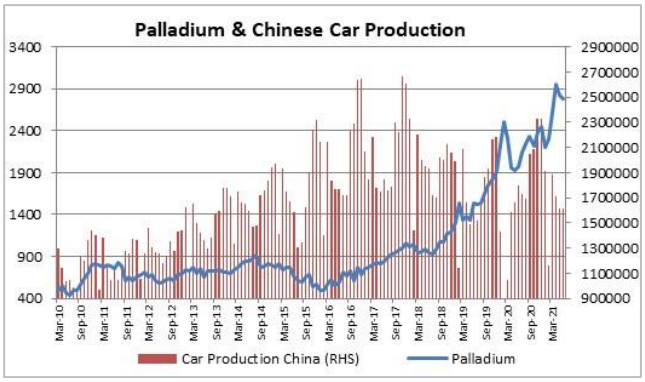
Aufgrund der global **hohen Bauaktivität**, welche von möglichen Infrastrukturprogrammen zusätzlich angeheizt werden könnte, **dynamischeren Investitionen im Energiesektor** und der strukturell schnell **steigenden Nachfrage von der Elektromobilität** erwarten Rohstoffexperten, dass der Kupfermarkt bereits **2021 ins Defizit rutscht** und auch 2022 das Angebot zu knapp sein wird. Die aktuell bekannten Ausbaupläne bei Minengesellschaften dürften dann zu einem **Angebotsüberhang in den zwei Folgejahren** führen, bevor erneut ein **markanteres Defizit** droht. Die Aufwärtsbewegung des Kupferpreises dürfte anhalten.

ANGEBOT/NACHFRAGE KUPFERMARKT



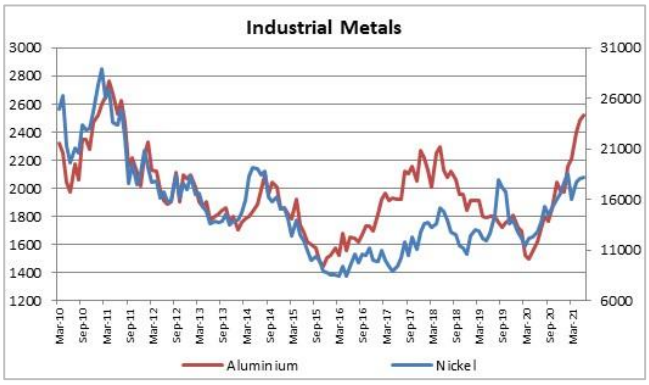
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aber auch die Preise anderer Metalle wie **Platin** (u.a. für Wasserstoffzellen) und **Palladium** werden aufgrund der starken Nachfrage aus herkömmlichen Industrien und neuen Applikationen profitieren.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aluminium erfreut sich nicht nur einer steigenden Beliebtheit beim Fahrzeugbau (Leichtbauweise) sondern ist ein **essenzielles Metall bei der Herstellung von PV-Modulen.** Zudem dürfte Aluminium von der **erwarteten mittelfristigen Erholung der Luftfahrtindustrie** profitieren. Das Leichtmetall ist weniger von Engpässen beim Minen des Rohstoffes, als bei der Verarbeitung betroffen. Aus Umweltschutzgründen scheinen **in China** in den nächsten Monaten **Produktionskapazitäten zu verschwinden,** das Angebot somit knapper zu werden.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Beim **Nickel** sind die **Erholung im Stahlsektor** und langfristig die steigende Nachfrage nach **Elektromobilität** die Preis-Treiber.

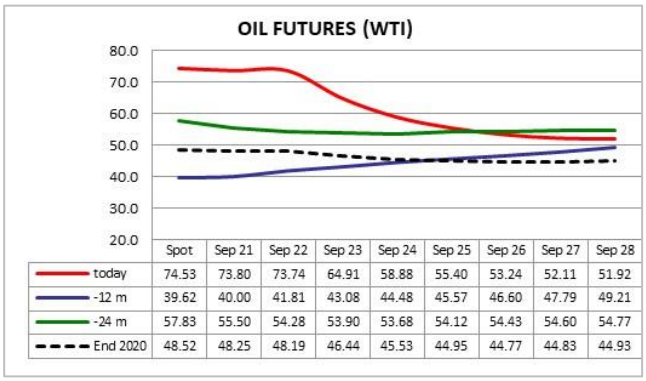
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

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

Über **Angebotsknappheit** muss man auch **beim Rohöl** sprechen. Zwar zog die Nachfrage nach dem heftigen Covid-Schock im Frühjahr 2020 sukzessive wieder an, die Erholung des Ölpreises war aber im Wesentlichen vom **knapperen Angebot** getrieben. Diszipliniert eingehaltene **Produktionskürzungen der OPEC+** und ein **Schliessen von Bohrlöchern** in der amerikanischen Schieferölbranche stabilisierten die Ölnotierung schon vor dem Ausbruch der Pandemie. Covid verschärfte die Lage, sodann sich langsam wieder **öffnende Volkwirtschaften auf einen unterversorgten Markt** trafen.

Und **der Markt bleibt vorerst eng**, obwohl China – einer der grössten Verbraucher – mit einer Wachstumsverlangsamung zu kämpfen hat. Die **Backwardation-**

Lage der aktuellen Futureskurve indiziert, dass der Markt aktuell nicht überversorgt ist.

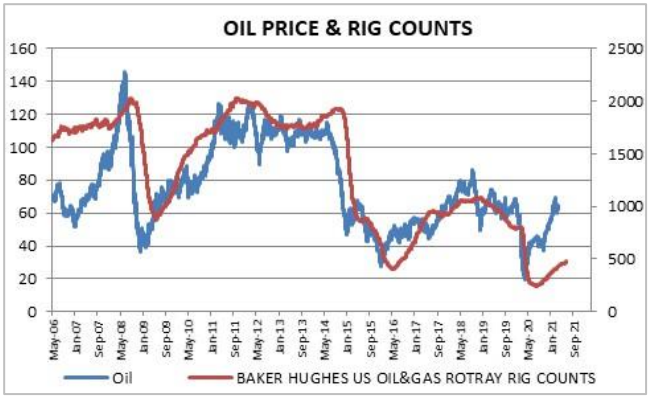


	Spot	Sep 21	Sep 22	Sep 23	Sep 24	Sep 25	Sep 26	Sep 27	Sep 28
today	74.53	73.80	73.74	64.91	58.88	55.40	53.24	52.11	51.92
-12 m	39.62	40.00	41.81	43.08	44.48	45.57	46.60	47.79	49.21
-24 m	57.83	55.50	54.28	53.90	53.68	54.12	54.43	54.60	54.77
End 2020	48.52	48.25	48.19	46.44	45.53	44.95	44.77	44.83	44.93

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auf der **Angebotsseite** setzt sich die **OPEC+ Disziplin** vorerst fort. Innerhalb des Ölkartells kommt es allerdings zu einer Auseinandersetzung über das Niveau der Länderquoten. Vor allem Saudi-Arabien zusammen mit Russland und die Vereinigten Arabischen Emirate sind sich nicht ganz einig, wo mittelfristig (i.e. 2022) die Fördermengen sein sollten. Kurzfristig scheint die OPEC angesichts des stark gestiegenen Preises und der soliden Nachfrage willig zu sein, etwas mehr vom schwarzen Gold aus der Erde zu holen. Verhandelt wird über **zusätzliche 2 Mio. bpd**, die bis Ende Jahr dem Markt zugeführt werden sollten. Dies dürfte die Kursentwicklung nach oben etwas bremsen. Experten warnen allerdings, könnte die Nachfrage im H2-2021 aufgrund der wirtschaftlichen Dynamik, doch um statte 5 Mio. bpd zulegen.

Erstaunlicherweise hatte der klar **höhere Ölpreis** bislang **wenig Auswirkungen auf die Schieferölkapazitäten**. In diesem in der Vergangenheit sehr volatilen Markt scheint die Goldgräberstimmung verflogen, die Haltung der wirtschaftlichen Nachhaltigkeit Einzug gehalten zu haben.

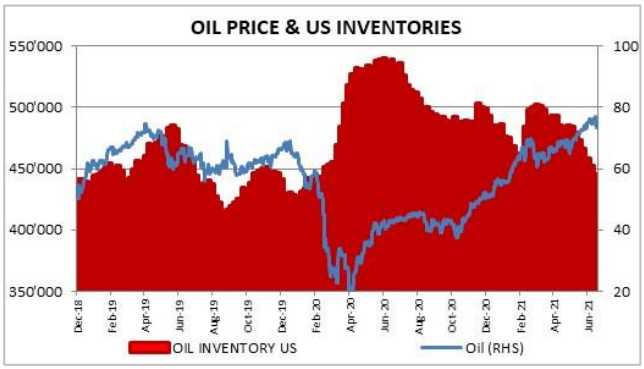


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Viele Kleine sind verschwunden, die Aktivität wird zunehmend von grossen Ölfirmen dominiert. **Die Anzahl Bohrlöcher hat sich kaum verändert**, obwohl der Ölpreis seit Anfang Jahr um über 50% gestiegen ist.

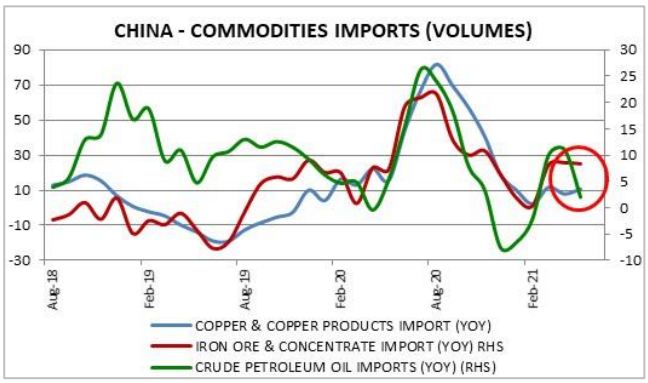
US Schieferöl bleibt unseres Erachtens trotzdem **der marginale Produzent** auf dem Weltmarkt und dürfte am Öl-Manna in den nächsten Monaten wieder mehr partizipieren wollen – aber wohl ebenfalls **in einer disziplinierten Art**. So wird der Ölpreis nicht ins Unermessliche steigen.

Das eingeschränkte Angebot hat in den letzten Monaten auch zu einer weiteren **Reduktion der Lager** geführt. Ein guter Teil der zusätzlich anfallenden Nachfrage wurde mit Reserveabbau befriedigt. Diesen gilt es nun wieder zu alimentieren, was preistreibend wirken könnte. In den USA sind die Lager mittlerweile auf den tiefsten Stand seit März 2020 gesunken.



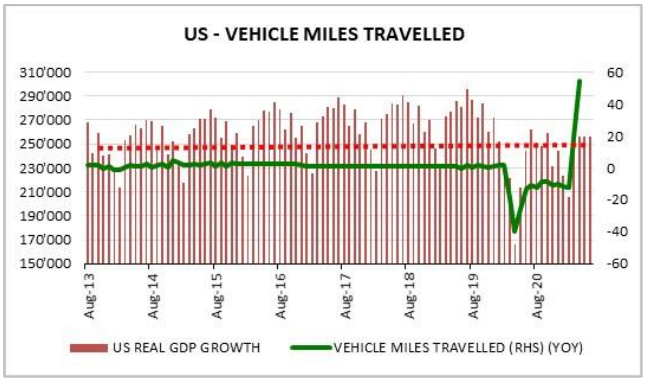
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

China, bekannt für seine grossen Ölreserven, hat vermutlich ebenfalls etwas von ihrem Lager angezapft, um den Ölpreis nicht weiter ansteigen zu lassen. Die tieferen Ölimporte in den letzten Monaten können einen Hinweis darauf sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auf der Nachfrageseite spielt die **konjunkturelle Erholung im Westen und das Comeback Chinas eine wesentliche Rolle.** Die steigende Industrieproduktion und der damit verbundene Energie- und Rohstoffbedarf hat die Kurse bereits stark angetrieben, der Effekt der geringeren Schutzmassnahmen auf die Mobilität der Leute und damit der Ölnachfrage ist nicht zu unterschätzen. In den USA werden aktuell bereits mehr Meilen im Individualverkehr zurückgelegt als in den Monaten vor der Pandemie. Und noch ist in den USA nicht alles geöffnet…



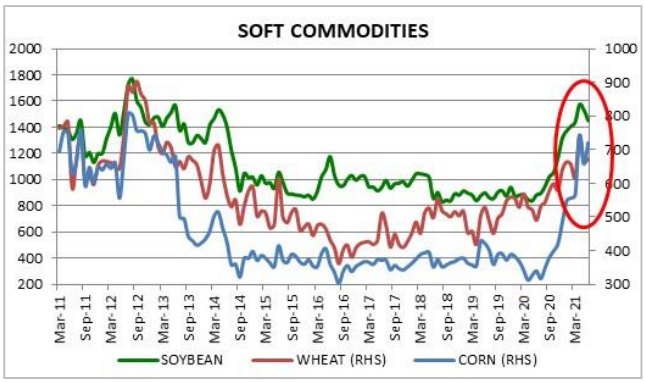
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Unter den aktuellen Bedingungen lässt sich unsere Annahme, der Ölpreis bewege sich in einem Preisrahmen von USD50-60/Barrel nicht halten. **Wir rechneten mit einer stärkeren Produktionserhöhung** seitens OPEC und einem schnelleren Reagieren der US Schieferölindustrie. **Preise um USD 80 sind realistisch**, womit allerdings die Frage einhergeht, ob jenes Preisniveau nicht schon **wachstumshemmend** wirkt. Tatsächlich lässt sich zeigen, dass Politiker in den USA in der Vergangenheit ab Notierungen über USD80 nach **staatlicher Intervention** schrien – so geschehen 2005 und 2007. In diesem Kontext sind auch die ersten **„milden Befürchtungen"** über den hohen Ölpreis zu sehen, welche das Weisse Haus jüngst geäussert hat. Die US Konsumenten sind sehr Ölpreis sensitiv und beginnen bei einem raschen Anstieg auch ihren Konsum zu überdenken. Nächstes Jahr ist ein Zwischenwahljahr für Präsident Biden – ein zu hoher Ölpreis gilt es zu vermeiden.

Entgegen der Lage bei den Industriemetallen ist das Angebot beim Öl über die letzten Jahre **viel elastischer** geworden. Es gibt **Alternativen** zum Öl (Elektromobilität), und die US Ölindustrie kann ihre Funktion als marginalen Produzent ausspielen und die Aufwärtsbewegung des Ölpreises mindestens bremsen.

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. Interessant scheinen uns integrierte Ölfirmen, welche die **Energiewende aktiv angehen** und auf **Veränderung ihrer Produkt- und Dienstleistungsportfolio** setzen.

Die Preisentwicklung bei den **Agrarrohstoffen** war in den letzten Monaten weiterhin stark. Enge Lieferverhältnisse vor allem aus Südamerika und steigende Nachfrage vermochten **Lagerbestände zu reduzieren** und trieben damit die Preise an. Der **Ausblick auf höhere Produktion** dürfte den Aufwärtsdruck mindern. Eine Preisentspannung ist höchst wahrscheinlich.



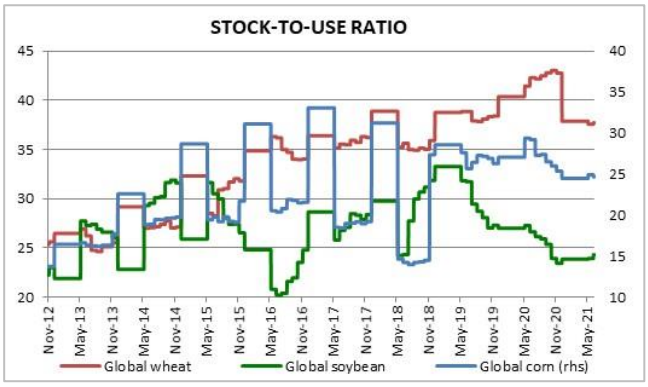
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Beim **Weizen** steigt die Nachfrage kontinuierlich weiter, das Angebot dehnt sich aufgrund der vorteilhaften Wetterlage vor allem in Europa/Russland weiter aus, obwohl die Erntesaison leicht verzögert scheint. Daraus erwarten wir einen leichten Lageraufbau und tiefere Preise.

Bei der **Soja** trifft die **solide Nachfrage Chinas** auf **geringere US-Produktion** und **verspätete Pflanzsaison in Brasilien**. Beim **Mais** ist die globale Nachfrage aus dem Futterbereich anhaltend hoch. Die Preise dürften zudem wegen **höherer Ethanolproduktion** in den USA weiter steigen, auch wenn ein Gerichtsbeschluss zur Beimischung von Biokraftstoffen jüngst die Preise hat Purzeln lassen. Die **Anbauflächen wurden kaum ausgebaut** und die ungünstige Wetterlage im mittleren Westen der USA deuten auf eine geringere Ernte als erwartet hin. Ist preistreibend!

Die Preise im **Agrarsektor scheinen aufgrund der reduzierten Vorräte aktuell gut gestützt.** Die **verbesserte Versorgungssituation**, der **optimistische**

Ernteausblick und das wegen höherer Preise steigende Angebot werden in den kommenden Monaten allerdings auf die Preise drücken. Wir erachten den Sektor zurzeit insgesamt als **wenig attraktiv**.

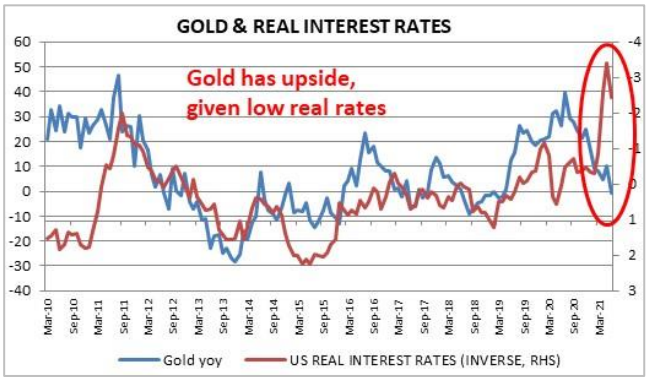


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das **Gold** scheint die nunmehr schon fast 12-monatige Konsolidierungsphase langsam zu beenden. Allerdings fehlen dem gelben Metall kurzfristig die positiven Treiber. Zwar hat der Goldpreis auf die steigenden Inflationserwartungen positiv reagiert, aber jüngst auch gleich wieder leicht steigende Realzinsen antizipiert.

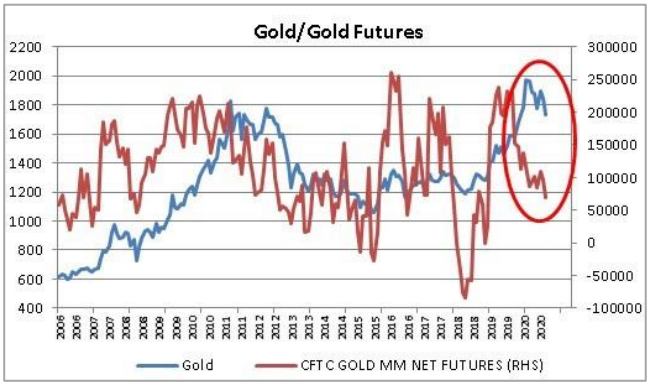
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Realverzinsung bleibt nach unserer Einschätzung negativ, was den Goldpreis künftig stützen sollte.



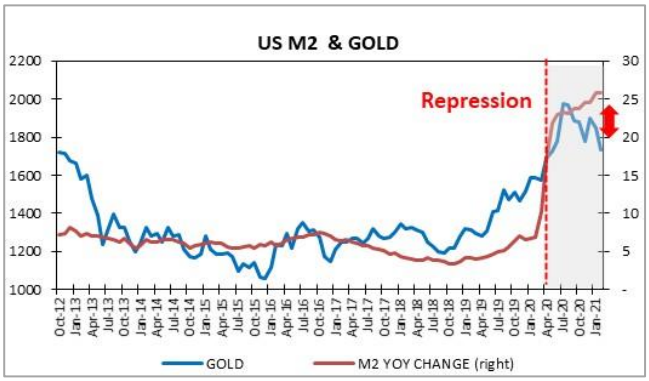
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der stärkere USD bot der Goldnotierung ebenfalls Gegenwind. Dieser scheint allerdings in einen Rückenwind gedreht zu haben. Zudem sind die Investoren nicht mehr gross im Gold positioniert. Die Net-Long Position ausstehender Futures bildet sich kontinuierlich zurück, was den Goldpreis aktuell noch etwas zurückhält.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Fürs Gold spricht auch die anhaltend expansive Geldpolitik, die **explodierende US-Staatsschuld**, welche über eine massive Geldschöpfung finanziert wird und letztlich die **geopolitischen Unsicherheiten,** die mit der Entspannung an der Covid-Front wieder in den Vordergrund rücken könnten.

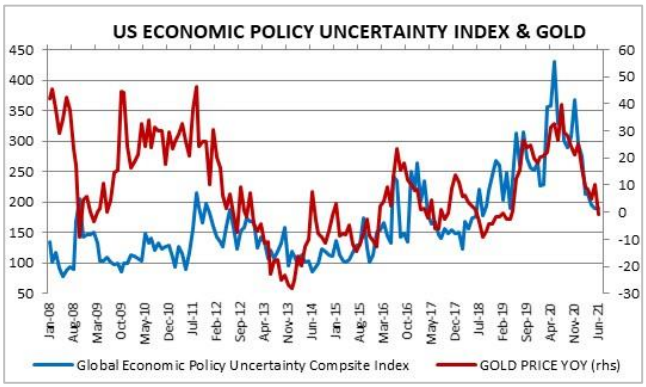


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Ein **verschärfter Ton der neuen US-Regierung** gegenüber **Russland** und die weiter kritische Haltung zur Expansions- und Innenpolitik **Chinas**, sowie die verworrene Lage im Mittleren Osten bilden Nährboden für politische Verwerfungen. Im Augenblick ist noch alles entspannt.

Seit Anfang Jahr sind die Zentralbanken wieder Nettokäufer von Gold. Vor allem Usbekistan und Kasachstan fielen als Käufer auf, jüngst aber auch Thailand, Brasilien und Ungarn. Selbst die Türkei legt sich, nach

Monaten von Verkäufen, wieder Reserven an. Dieser Trend dürfte anhalten.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

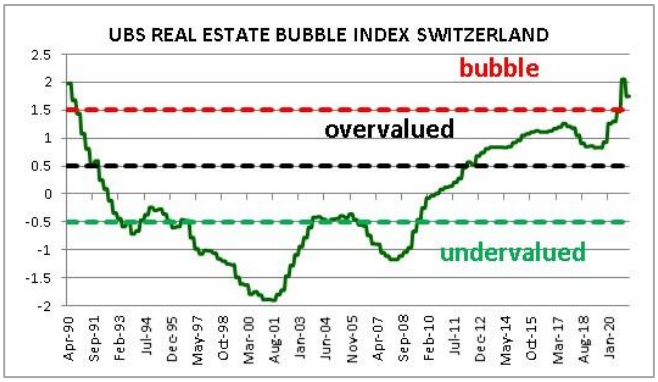
Für 2021 erwarten wir auch eine **stärkere physische Nachfrage** (Steuersenkungen in Indien. **Finanz-Investitionen ins Gold** dürften sich nach einem schwachen Start (Zinswende) wieder **beleben**, sind doch die Allokationen bei vielen institutionellen Investoren klein. Die Investitions-Gründe dafür sehen wir beim **schwindenden Vertrauen ins Fiat-Geld** angesichts der unaufhaltsam steigenden **staatlichen Verschuldung** und dem Bedürfnis zur **Vermögensdiversifikation in Realwerte.**

Wir erhöhen unsere Allokation mit dem Preisrückgang. Dabei erscheinen uns **nicht nur direkte Goldinvestitionen,** sondern auch **Anlagen in Goldminen** (Leverage auf dem Goldpreis) attraktiv.

Immobilien: In einer Blase

Der **Schweizer Immobilienmarkt** bleibt laut dem „UBS Real Estate Bubble Index“ **in einer Blase**. Zum deutlichen Anstieg des Index haben die weiter steigenden Eigenheimpreise (Q1-2021: +4.4% ggü. VJ) beigetragen. Gleichzeitig setzten die Mieten ihren Abwärtstrend fort (-2.5% ggü. VJ**). Die Entkoppelung der Eigenheimpreisen von den Mietern** verschärft sich damit weiter. Die Bedeutung tiefer Zinsen für den Immobilienmarkt ist noch einmal gestiegen.

Glücklicherweise erholt sich die Wirtschaft (und Einkommen), sonst wäre der Blasenwert weiter gestiegen. Die Beurteilung der UBS für den Rest des Jahres ist vorsichtiger geworden. **Statt Entspannung soll der Index in der Gefahrenzone bleiben** (bei rund 1.7). Die steigenden Eigenheimpreise sind das Hauptproblem.

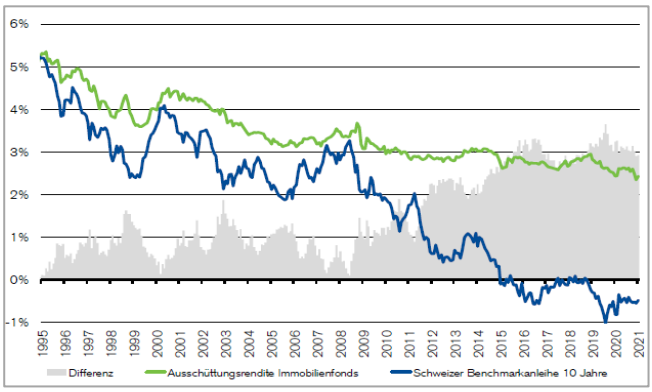


Quelle: UBS, Santro Invest

Trotzdem erwarten wir **kein unmittelbares Platzen der Blase**. Entgegen der Situation Anfang 90er Jahre sind die **Zinsen aktuell tief**. Dies macht Immobilienanlagen weiterhin attraktiv und schützt die hohen Immobilienpreise.

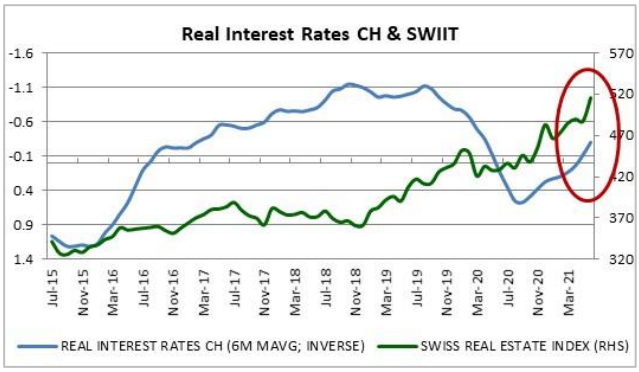
Die **relative Renditebetrachtung** und die **geringe Zinsbelastung** bei der Fremdfinanzierung scheint weiterhin ein wichtiger Treiber von Immobilienanlagen zu sein. Gegenüber eines 10jährigen Eidgenossen sieht der **Ertrag aus Immobilien immer noch interessant aus,** hat aber weiter gelitten. Höhere Immobilienpreise (siehe oben) fressen Renditen und auch in der Schweiz haben sich die Zinsen von den Tiefstständen gelöst.

AUSSCHÜTTUNGSRENDITEN UND ZINSEN



Quelle: Credit Suisse

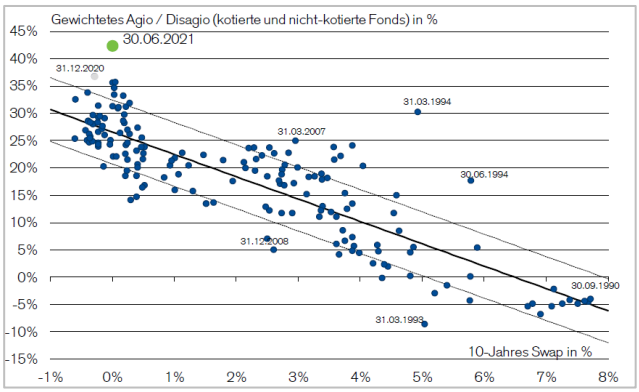
Die **Entwicklung der Realzinsen** dient zur Erklärung des anhaltenden Immobilienbooms. Steigende Inflationserwartungen haben die Realzinsen wieder nach unten gedrückt und damit den **Appetit nach Investitionen in Realwerten angeregt**. Der Schweizer Immobilienindex hat entsprechend positiv reagiert.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Unser Szenario einer konjunkturellen Erholung mit höheren Zinsen wird mittelfristig nicht ohne Spuren am Immobilienmarkt vorbeigehen. Zwar dürften die Realzinsen leicht negativ bleiben. Ob dies allerdings reicht, **das Rekordniveau der Buchwertaufschläge** zu halten, wagen wir zu bezweifeln. Der von UBS aufgebrachte „Bubble“ kriegt Support.

BUCHWERT-AUFSCHLAEGE UND ZINSEN

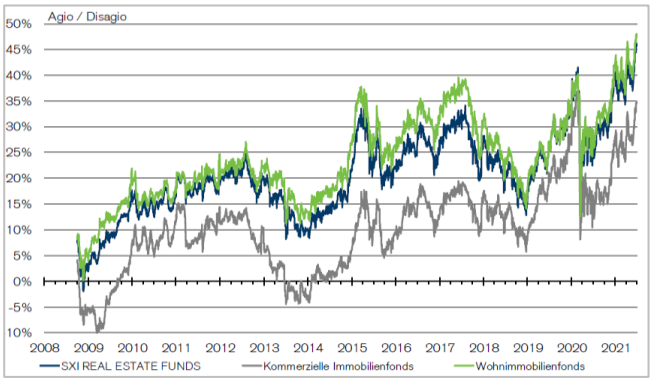


Quelle: Credit Suisse

Es sind vor allem die **Wohnimmobilien**, die sich wacker halten. Das Agio im Wohnbereich ist auf historischem **Rekordniveau,** währendem der **Aufschlag bei den Geschäftsliegenschaften den Höchststand noch nicht erreicht hat,** sich in den letzten Monaten aber auch erholt hat.

Dies ist erstaunlich, müssten doch gerade im **Geschäftsbereich die steigenden Leerstände und damit verbundenen Mietausfälle** auf die Renditeerwartungen und die Immobilienpreise drücken. Beim **Wohneigentum** und den Mietwohnungen kann ja noch argumentiert werden, dass die **Covid-Krise Wunsch nach eigenem Wohnen** und höherer Wohnqualität ausgelöst hat.

ENTWICKLUNG BUCHWERT-AUFSCHLAEGE



Quelle: Swisscanto, Santro Invest

Die **Beruhigung der Bautätigkeit**, welche sich **2020 bemerkbar gemacht** hat, erachten wir für die fundamentale Lage des Immobilienmarktes als **positiv**. Die Pandemie hat ihre Spuren hinterlassen. Das punktuelle Überangebot kann somit abgebaut werden. Die „Verschnaufpause“ dürfte allerdings von kurzer Dauer sein. Die **Auftragslage ist solide und Baugesuche nehmen im Wohnungsbau wieder zu.** Gerade die Nachfrage nach Renditeobjekten durch institutionelle Investoren ist ungebrochen hoch. Es fehlt an Alternativen.

Als Konsequenz ist **2021 eine steigende Bautätigkeit** und damit verbundene weitere **Angebotsausweitung** zu erwarten. Dies dürfte dem UBS **„Bubble“-Index zu etwas Entlastung verhelfen,** könnte aber auch korrigierend auf die aus unserer Sicht zu hohen Buchwertaufschläge wirken.

Aufgrund **der fundamentalen Eintrübung** der Immobilienmärkte und der **hohen Buchwertaufschläge sehen wir von Neuengagements bei Immobilien ab**. Vehikel nur mit Wohnliegenschaften bestückt erachten wir als zu teuer. Bei einer fortschreitenden konjunkturellen Belebung sehen wir noch Potenzial bei **gemischten oder rein kommerziell ausgerichteten Fonds**.

Schlussfolgerung

Die **Weltwirtschaft ist auf dem Weg der Normalisierung.** Nach der fast synchronen Erholung vom Covid-Schock sind die **Wirtschaftsräume mittlerweile mit unterschiedlicher Dynamik** unterwegs. Dabei ist die Gefahr durch Rückschläge wegen der epidemiologischen Lage noch nicht vollends gebannt. Regierungen sind in den letzten rund 18 Monaten durch einen

Lernprozess und reagieren differenzierter auf erneute Ausbrüche.

Während **China** bereits in einer **Wachstumsverlangsamung** steckt, steuern die **USA** auf eine etwas **weniger dynamische Entwicklung** zu. **Europas Wirtschaft gewinnt** dank weiteren Öffnungsschritten **an Momentum.** Dasselbe gilt für einige grössere Länder in Lateinamerika. **Japan** ist **etwas richtungslos**, bedingt durch stark steigende Fallzahlen.

War die erste Befreiung aus der organisierten Rezession stark Konsum getrieben, **wird das erwartete Wachstum breiter abgestützt sein.** Die Erholung im H2-2021 dürfte **von steigenden Investitionen begleitet sein**. Die Unternehmen haben Nachhol- und Modernisierungsbedarf und stellen sich punktuell neu auf. Konjunkturelle Zuversicht wird die **Investitionsneigung erhöhen**.

Ebenso werden die **staatlichen Ausgaben einen höheren Wachstumsbeitrag** leisten. Nicht überall, aber sicher in den USA (Infrastrukturprogramme) und in China (Stärkung der Binnenwirtschaft im 5-Jahresplan). Dabei riskieren die Regierungen das Wachstum zu stark zu stimulieren.

Zur konjunkturellen Normalisierung passen denn auch **höhere Inflation und Zinsen.** Unterstützungs- und Konjunkturbelebungs-Massnahmen und die damit verbundene steigende Staatsverschuldung lassen sich je länger umso weniger rechtfertigen. Trotzdem sehen wir unmittelbar keine Abkehr der Regierungen von fiskalpolitischem Aktionismus, **geldpolitisch** hingegen **könnte sich in den kommenden Monaten einiges tun.**

Die **Zinsfront** in den USA dürfte sich aus heutiger Warte **erst nächstes Jahr** bewegen, bei der **Liquidität** erwarten wir **weniger Wachstum** diesen Herbst bzw. ein **Zurückfahren von Kaufprogrammen** Anfang 2022. Europa dürfte mit etwas Verzögerung folgen. China ist bereits restriktiver, dürfte aber stimulierend bleiben. **Aktuell bereiten die Zentralbanken die Finanzmärkte verbal auf diese geldpolitische Normalisierung vor**. Die Börsen reagieren mit Konsolidierung.

Aus Anlegersicht muss mit Blick ins 2022 die Zinswende das dominierende Thema sein. Die **Geldhüter** werden zwar bestrebt sein, dass es **nicht zum Zins-Schock** kommt, mit der **höheren Inflation im Auge** werden sie **höhere Renditen zulassen müssen**. Investoren werden zudem für Verschuldungsrisiken einen höheren Zins einfordern.

Für die **Vermögensallokation** bedeutet dies: die aktuelle Stärke der Bondmärkte ist zu nutzen, um **Nominalwerte strategisch abzubauen**, Duration kurz zu halten, Rendite in Unternehmensanleihen und/oder in Staatsanleihen von Schwellenländern oder aber Wandelanleihen zu suchen.

Liquidität aus dem Obligationen-Bereich verschafft Spielraum für eine **Erhöhung der Aktienallokation**. Die Renditen von Aktienanlagen werden weiterhin von der konjunkturellen Normalisierung angetrieben sein. Die **Bewertungen scheinen anspruchsvoll,** dürften aber vom **starken Gewinnwachstum** und den positiven Schätzungsrevisionen profitieren. Die Risikoprämien lassen noch Aufwärtspotenzial zu, die Dividendenrenditen sind (noch) attraktiv. **Gegenwind** könnten die Aktenmärkte kurzfristig von **geringerer Liquidität** und **rasch steigenden Kosten** (Rohstoffe, Löhne) kriegen.

Während aktuell **eine defensivere Portfolioausrichtung** aufgrund der nachlassenden Konjunkturdynamik angebracht ist, dürfte sich **der Aufbau von Engagements in zyklischen Sektoren und Märkten** sowie in **KMU-Werten** im Nachgang zur Berichtssaison auszahlen. **Strukturellen Wachstumsthemen** wie Digitalisierung, Logistik, erneuerbare Energien, Automatisierung und Gesundheitswesen ist die Stange zu halten. Zudem werden **stark gebeutelte Branchen** (Reisen, Freizeit) mit dem weiteren Abbau von Schutzmassnahmen interessanter. Eine **breitere Aufstellung der Portfolios lohnt sich.**

Rohstoffe machen mal Pause. Der Markt dürfte in den kommenden Monaten wieder ein Comeback feiern. Wir finden vor allem die **konjunktursensitiven Industriemetalle**, aber auch ausgewählte Aktien im Energiebereich interessant. **Gold-Holdings** sind ein Inflationshedge und gehören aus Diversifikationsgründen in ein Portfolio.

Die **Immobilienmärkte** sind **zu weit gelaufen**. Die fundamentale Eintrübung und die anstehende Zinswende spricht fürs **Zuwarten bei Neuengagements**.

Die Zeichen stehen auf Normalisierung. Die Konjunktur ist schon einen weiten Weg gegangen. Die Regierungen zaudern, nehmen mit Blick auf die

Wählergunst keine Risiken. **Die Zentralbanken begeben sich in die Startlöcher.** Der **Abbau der Überschussliquidität** und die **angemessenere Abgeltung von Finanzrisiken** ist für eine mittelfristig stabile konjunkturelle Entwicklung essenziel. Den Finanzmärkten dürfte dies allerdings nicht immer gefallen. Investoren tun deshalb gut daran s**ich vom unendlichen Vertrauen in die Zentralbanken zu verabschieden** und ihre Portfolios auf „normale" Zeiten einzustellen. Genügend (eigene) Liquidität kann für den Portfolio-Umbau von grossem Nutzen sein.

Johannes Borner, CIO, Santro Invest AG
Pfäffikon, 12. Juli 2021