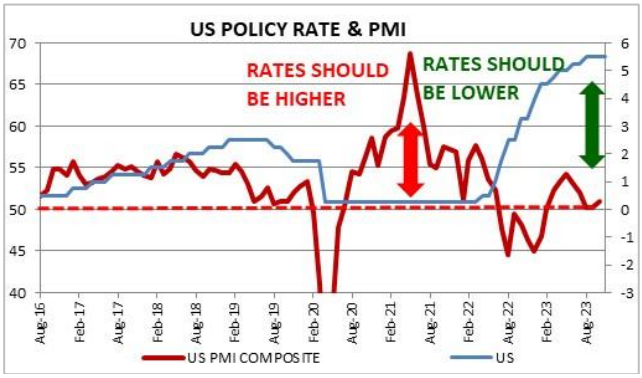
santroinvest ag

Märkte und Anlagepolitik
Erstes Quartal 2024

Die **Weltwirtschaft** arbeitet sich weiterhin aus den Konsequenzen der Krisen der letzten 15 Jahre. Finanzkrise, Covid und der Ukrainekrieg haben Geld- und Fiskalpolitik massgeblich geprägt und in der Realwirtschaft Spuren hinterlassen. Wegen **massiver staatlicher Interventionen**, mit welchen die Krisen bewältigt wurden, sind diese noch nicht verwischt. Die **Realwirtschaft sucht** immer noch nach dem **Gleichgewicht** – und dürfte dies auch 2024 noch tun. Nur so ist zu erklären, dass seit nunmehr schon zwei Jahren ein beispielloser Zyklus von Zinserhöhungen herrscht, während die globale Konjunktur in einer Wachstumsverlangsamung verharrt… und die überall prognostizierte tiefe Rezession immer noch auf sich warten lässt.

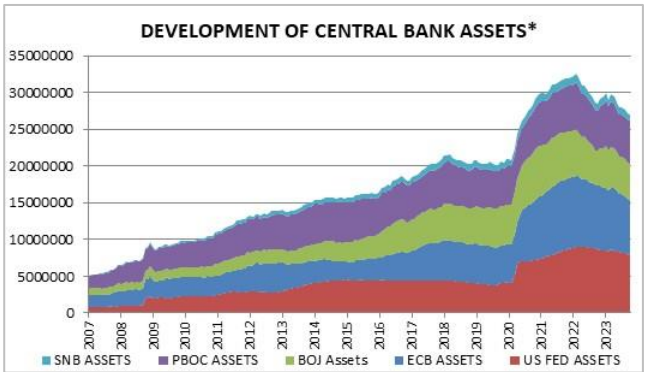


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir waren immer der Meinung, dass insbesondere seit dem globalen Pandemie-Shutdown spezielle Kräfte wirkten, welche sich in die „üblichen" Konjunkturmuster nicht einordnen liessen. 2023 war ein wichtiges Jahr auf dem Weg zur Normalisierung. Die **Zinsen** mussten irgendwann auf ein **nachhaltig vertretbares Niveau hoch**, die **angebotsgetriebene Inflation** musste sich mit der **Wachstumsverlangsamung beruhigen**, die **Arbeitsmärkte** blieben bei alldem **„gesund"**, da Nachholbedürfnisse beim Konsum und in der Industrie für Arbeit sorgten und letztlich war aus den Vorjahren, trotz **restriktiveren Zentralbanken** und dank gesunden Unternehmensbilanzen, genügend Liquidität vorhanden, um die Wirtschaft am Laufen zu halten.

Konjunktur – Erholung vor der Tür

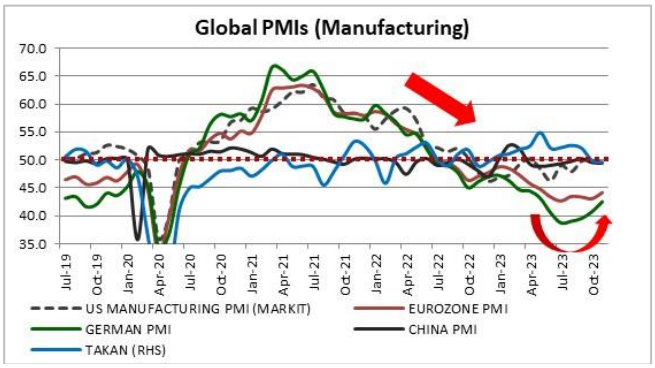
Mit Blick ins 2024 wird sich unseres Erachtens einiges ändern. **Die herkömmlichen Marktkräfte werden das Zepter übernehmen**. Zentralbanken und allenfalls auch die öffentlichen Haushalte werden sich weiter zurückziehen. Ersteres aus den anhaltenden Bestrebungen die **Zentralbankbilanzen** zu reduzieren, letzteres unter der steigenden Verschuldung und der damit verbundenen explodierenden Zinslast. Rückläufige Liquidität und **weniger expansive Fiskalpolitik** werden wachstumshemmend wirken. Halten die geopolitischen Krisen an und setzt sich der protektionistische Trend fort (Wahlen in den USA und in der EU) wird der Weltwirtschaft zusätzlichen Gegenwind drohen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir blicken trotzdem positiv ins 2024, da wir vom **Konsum**, der **Industrieproduktion** und dem **Welthandel positive Impulse** erwarten. Vorsichtiger ausgedrückt: es wird nicht mehr viel schlimmer, zeigen doch die **vorlaufenden Indikatoren** je nach Wirtschaftsraum **Zeichen der Stabilisierung** bzw. Erholung. Dabei übernehmen die Dienstleistungen den Lead, ist doch der

Servicesektor schon fast überall im Expansionsmodus, während das verarbeitende Gewerbe rezessiv bleibt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In **China** dürften die zuletzt getroffenen staatlichen Massnahmen den Immobilienmarkt stabilisieren. Gelingt dies, erwarten wir eine Verbesserung der seit Quartalen stark angeschlagenen Konsumstimmung. Eine anspringenden Binnenkonjunktur schiebt mit Verzögerung auch den Industriesektor an.

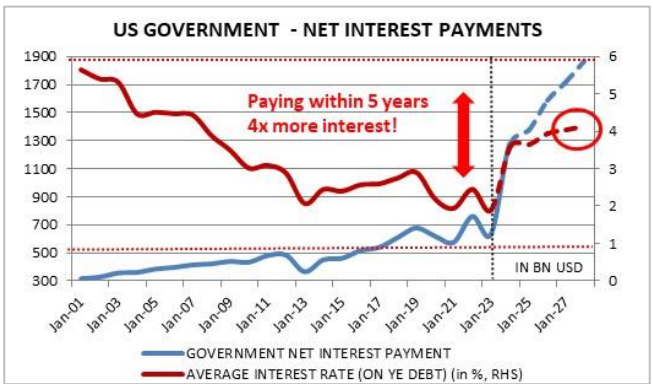
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In den **USA** erwarten wir eine weitere **Verlangsamung des Konsums**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **steigenden Reallöhne** und **höheren Einkommen** aus **Finanzanlagen** und die erneut etwas gelockerten Bedingungen bei der Vergabe von Konsumkrediten stützen allerdings den privaten Konsum zunehmend.

Beim Staat sind die Investitionsprogramme 2023 angelaufen, wir erwarten **keine zusätzlichen Stimuli** mehr. **Budgetdisziplin** – wenn es dies in den USA überhaupt gibt – und **explodierende Zinskosten** dürfte die Ausgabenfreude zunehmend trüben. Bei den Investitionen wirken sich die 2022/23 gesprochenen Gelder positiv aus, auch wenn die Stimmung in der Industrie getrübt bleibt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Trotz rückläufiger Auftragseingänge und -beständen wird die US Industrie die Opportunität staatlicher Unterstützung nutzen und investieren, besteht doch **Nachholbedarf**, gewinnt der **Re-Shoring-Trend** an Dynamik und sind **strukturelle Investitionen** in Energie und Digitalisierung von enormer Wichtigkeit. Erholt sich der Konsum, dürfte die Zuversicht auch in der Industrie steigen und die hohe Investitionsneigung verstetigen.

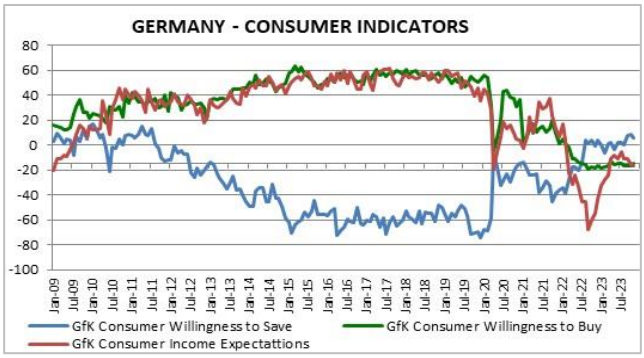
Special Question (October 2023)

COMPARING 2024 WITH 2023, DO YOU EXPECT CAPITAL EXPENDITURES TO BE HIGHER, THE SAME, OR LOWER FOR EACH OF THE FOLLOWING CATEGORIES?

	HIGHER (% OF REPORTERS)	SAME (% OF REPORTERS)	LOWER (% OF REPORTERS)	DIFFUSION INDEX
Software	35.1	45.9	18.9	16.2
Noncomputer equipment	24.3	51.4	24.3	0.0
Energy-saving investments	13.9	67.6	16.7	-2.8
Computer and related hardware	18.9	64.9	16.2	2.7
Structure	16.2	51.4	32.4	-16.2
Other	4.2	75.0	20.8	-16.7
Total capital spending	24.3	45.9	29.7	-5.4

Quelle: Institute for Supply Management

In **Europa** scheint die Lage etwas komplexer. Deutschland dürfte aktuell in einer Rezession sein. Die globale Konjunkturflaute schlägt voll auf den Industriesektor durch. Dank guter Auslastung (hohe Auftragsbestände) bleibt die **Arbeitslosigkeit tief**, die **Beschäftigungs- und Saläraussichten gut**, und demensprechend hält sich der Konsum relativ gut. Der deutsche Verbraucher wurde allerdings vorsichtiger und spart wieder mehr, und dies, obwohl die Teuerung massiv zurückgekommen ist und die Reallöhne wieder steigen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die politische Lage des Landes trübt zudem die Stimmung. So erwarten wir zu Beginn 2024 eine weitere **Abschwächung des privaten Konsums**, eine **verhaltene Investitionsbereitschaft** in der Industrie und keinen Wachstumsbeitrag vom Aussenhandel. Bei den staatlichen Ausgaben dürfte das EUR 60 Mrd. Loch bei jährlichen Steuereinnahmen von EUR 900 Mrd. (2022) unschön, aber nicht das grösste Problem sein, sondern vielmehr, wie es zustande kam.

Aus unser Sicht wäre eine anhaltende Auftragsflaute mit steigender Arbeitslosigkeit und daraus resultierendem Konsumstreik das grösste Risiko für Deutschland. Eine Erholung der Exportmärkte andererseits ein enormes Aufwärtspotenzial. Deutschland steht 2024 an einem Scheideweg.

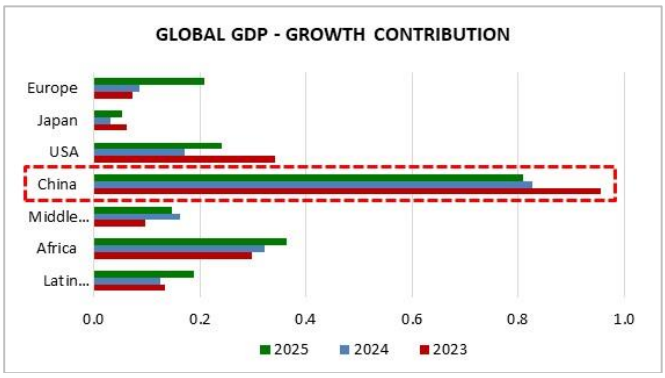
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das „übrige“ **Europa** wird sich etwas besser entwickeln, insgesamt aber nur moderat und **unter langfristigem Potenzial wachsen**. Zugpferde dürften Frankreich und Spanien mit ihren hohen Wertschöpfungsanteilen im Energiebereich bzw. im Tourismus sein.

Japan durchlief 2023 einen Sonderkonjunkturzyklus, angetrieben von hohen Investitionen, einer wachsenden Industrieproduktion (asiatische Exportmärkte), tiefen Zinsen und einer schwachen Währung. Das Land wuchs klar über Potenzial. Dem Konsumenten ging es allerdings bei sinkenden Reallöhnen nicht grossartig – und dies wird 2024 nebst schwächerem Aussenhandel ein Problem fürs Wachstum sein. Erfolgt dann noch ein Wechsel in der Geldpolitik – was durchaus wahrscheinlich ist – dürften auch höhere Zinsen belastend wirken.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Global gesehen wird sich das **Wachstum 2024 ggü. 2023 noch einmal verlangsamen**. Verantwortlich dafür sind die beiden grössten Volkswirtschaften USA und China, die an Dynamik weiter verlieren. Bemerkenswert mit Blick auf die kommenden Jahre einmal mehr **die Bedeutung Chinas als globaler Wachstumsmotor**.



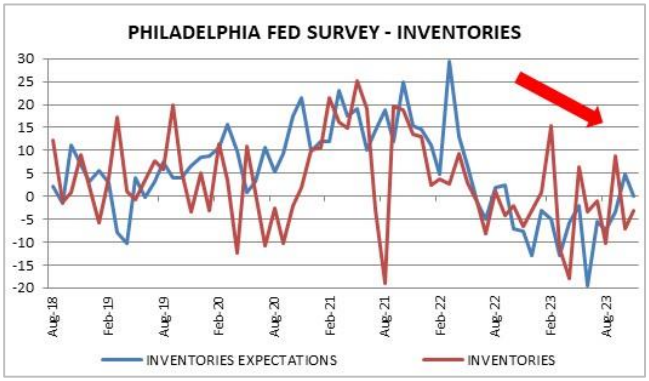
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die grösste asiatische Volkswirtschaft wird auch 2024 rund einen Drittel zum globalen Wachstum beitragen. Trifft dies nicht ein, dürften sich auch die anderen Wirtschaftsregionen weniger positiv entwickeln. Die gegenseitigen Abhängigkeiten sind (noch) zu gross.

Die **Auftragseingangssituation** ist in vielen Industriesektoren **unter Druck**. Dies wird sich mit Verzögerung auf die Industrieproduktion niederschlagen. Wir erwarten einen negativen Effekt im H1-2024.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Ein grosser Teil der schwachen Nachfrage ist auf den **Lagerabbau** entlang der ganzen Wertschöpfungsketten zurückzuführen. Diesen beschäftigt die Industrie seit nunmehr über einem Jahr. Die Anzeichen mehren sich jedoch, dass der **Prozess zu Ende** geht. Dies stellen wir in unseren zahlreichen Gespräch mit Unternehmen fest, aber auch Industrieumfragen weisen darauf hin.

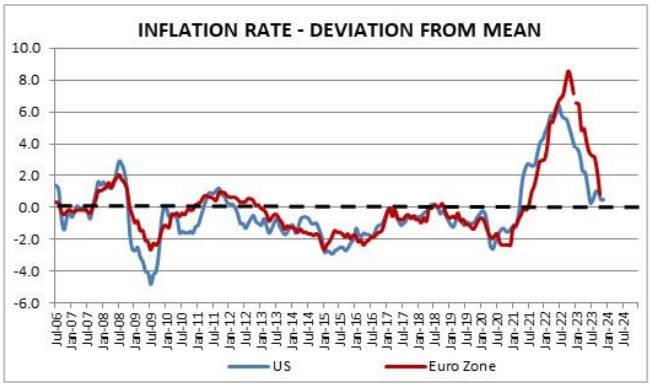


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Inventare sind seit gut 12 Monaten am Sinken, gemessen an der gedrückten Auftragslage scheinen **die Lager nicht mehr auf einem hohen Niveau**. Bleibt die Nachfrage nach Verbrauchsgüter nur schon stabil, dürfte dies positive Auswirkungen auf Aufträge und Produktion haben. Springt der Konsum gar an, würde dies die Industrie spätestens im H2-2024 zu spüren kriegen, mit positiven Folgeeffekten auf die Investitionsneigung.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Während das **Wirtschaftswachstum 2024 klar unter dem Potenzial** liegt, wird die **Inflation über dem langfristigen Niveau** verharren. Dies hat allerdings vor allem mit der hohen Teuerung in Ländern ausserhalb der G10 zu tun (i.e. Latam, Afrika, Mittlerer Osten). In den westlichen Wirtschaftsräumen setzt sich der Rückgang Richtung 2%-Band der Zentralbanken fort, aber mit vorerst noch grosser monatlicher Volatilität. Die **grossen Basiseffekte** aus den Hochinflationsmonaten 2022/23 **verschwinden im Verlaufe von H1-2024,** und damit dürfe auch die vom knappen Angebot angetriebene Teuerung (vorerst) zu Ende sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Somit erwarten wir 2024 in den USA und Europa eine Inflation die wieder von einem **normalen Nachfrage/Angebotsverhältnis in den Güter- und Arbeitsmärkten** beeinflusst ist. Das Teuerungsniveau wird klar höher als in den Jahren vor 2022/23 sein, die plausibelste Annahme ist ein Einpendeln um den langjährigen Durchschnitt von rund **3% in den USA** und **2% in Europa**. Als Nebenbemerkung: auf diesem Niveau sind sowohl die USA wie auch Europa schon heute. Einer

Markterwartung nach viel **tieferer Inflation können wir nicht folgen**, steigende Löhne (gut für Konsum) und anziehender Konsum wirken preisstützend.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Was könnte negativ überraschen? Eine globale Wachstumsbeschleunigung könnte erneut zu Engpässen beim Rohstoffangebot (Unterinvestitionen) und zunehmende Spannungen zwischen USA/Europa und China zum Aufbau von kostspieligen Handelsbarrieren führen.

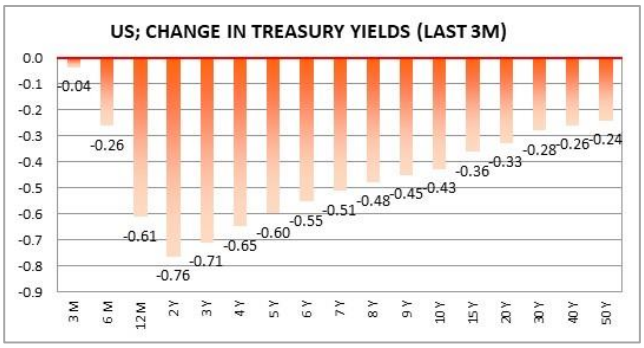
Zinsen – Entspannung

An der **Zinsfront** bleibt es spannend! **FED und EZB** haben auf ihrem steilen Zinserhöhungspfad **eine Pause** eingelegt. Hauptgrund dafür war die rasch sinkende Inflation. Den weiteren Anstieg haben die beiden Zentralbanken allerdings noch nicht aus den Augen verloren, zu **unsicher** scheint das **Sinken der Inflation**, zu **stark** noch die **Lage auf dem Arbeitsmarkt**.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

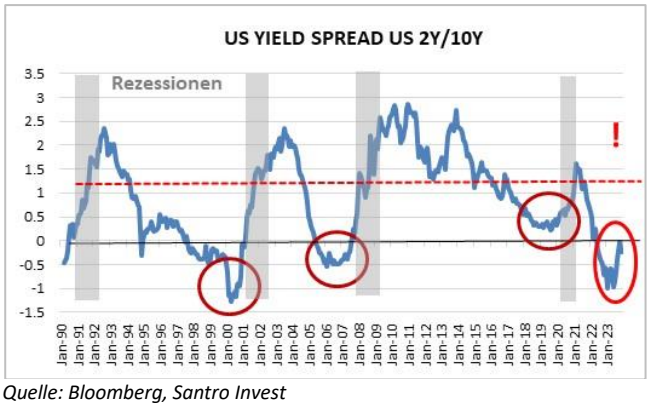
Beide Befürchtungen können wir nicht teilen: die Inflation ist auf gutem Weg in den Zielkorridor, die Arbeitsmärkte senden Anzeichen von Schwäche aus (schwächere Lohnwachstum) und die Produktivität steigt, was eine mögliche Lohn/Preis-Spirale eindämmt.

Andererseits ziehen die beiden Währungshüter den Wirtschaftsabschwung nur zögerlich in Betracht, was wir als grosse Unterlassung erachten. Denn die **Konjunkturabkühlung** wird in den ersten Monaten 2024 die **Zinsentwicklung bestimmen**. Der Druck auf die USD, EUR und CHF Zinsen hat bereits begonnen, und zwar vor allem am kurzen Ende, wo auch die Aufwärtsbewegung an stärksten war.



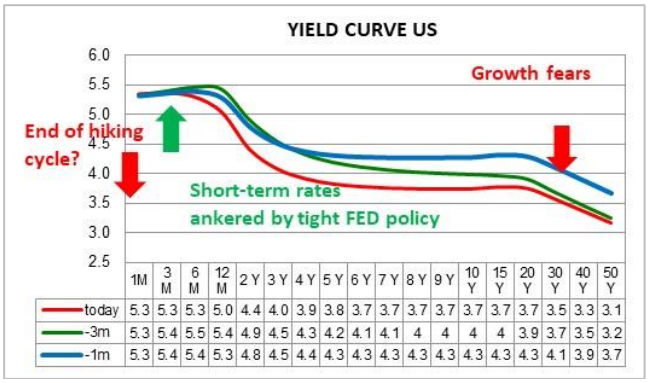
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Inversion der Zinskurve baute sich dadurch massiv ab, was Befürchtungen zu einer bevorstehenden Rezession wiederaufflammen liess. Wir sind weiterhin der Meinung, dass die invertierte Zinskurve dieses Mal ein **„falsches" Rezessionssignal** ist, weil die Inversion wegen steigender Kurzfristzinsen (geldpolitische Entscheidung) und nicht – wie in einem normalen Konjunkturzyklus – wegen sinkender Langfristzinsen zustande kam.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

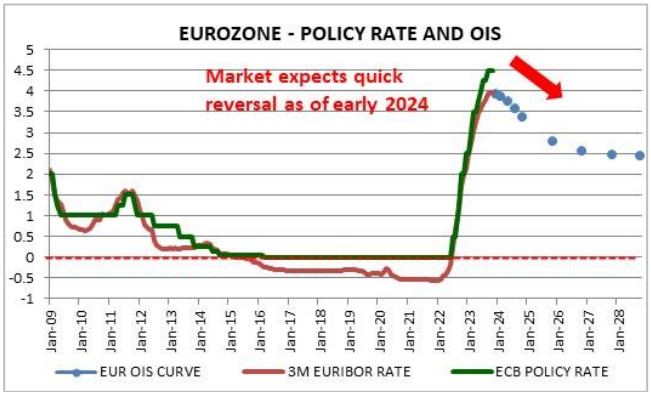
In der **kurzen Frist sind die Zinsen weiterhin hoch**, zementiert durch das Zentralbanken-Narrativ, während **am langen Ende** die **Zinsen** aufgrund der Rezessionsangst **gefallen** sind.



	1M	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	5.3	5.3	5.3	5.0	4.4	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.5	3.3	3.1
-3m	5.3	5.4	5.5	5.4	4.9	4.5	4.3	4.2	4.1	4.1	4	4	4	4	3.9	3.7	3.5	3.2
-1m	5.3	5.4	5.4	5.3	4.8	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.1	3.9	3.7

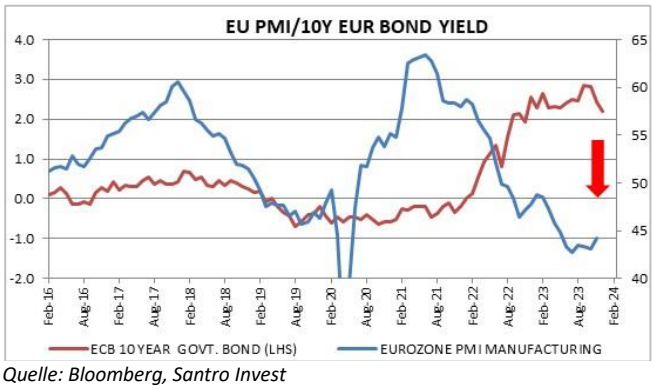
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aufgrund der **Konjunktureintrübung** erwarten wir **kurzfristig tiefere Zinsen am kurzen Ende**, i.e. die Zentralbanken werden die Leitzinsen senken. Der Markt (overnight interest spreads) indizieren einen -**0.25% Schritt in den USA**, spätestens im Q3-2024, während die **implizite Erwartung** bei der **EZB bei -1% bis Ende 2024**, mit einem -0.5% Schritt bereits im Q1-24 liegt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

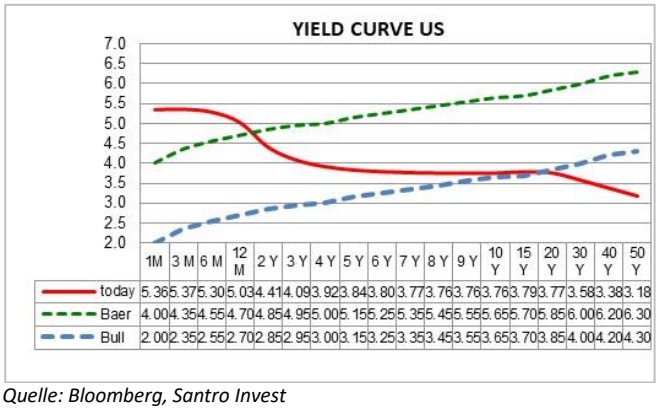
Wir denken, dass diese **Szenarien nicht unrealistisch** sind. Insbesondere das **Vorauspreschen der EZB** erscheint uns nicht nur möglich, sondern angesichts der Konjunkturentwicklung auch **notwendig.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In den USA scheint uns die Konjunktur etwas resilienter, aber auch dort sind die **Kurzfristzinsen zu hoch** und drohen die Wirtschaft abzuwürgen.

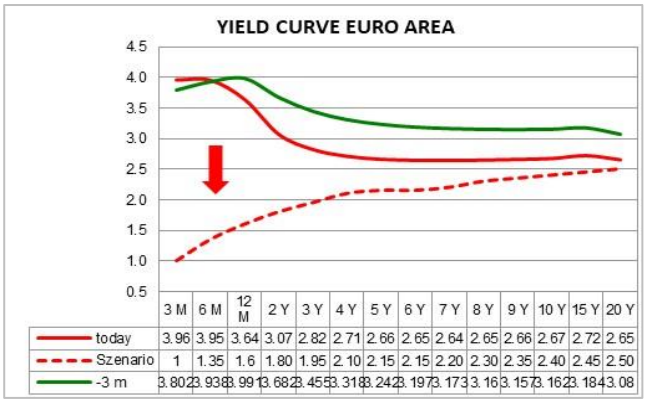
Aufgrund der ersten wirtschaftlichen Erholungsanzeichen erwarten wir allerdings nicht, dass die EUR und **USD Zinsen** in die Nähe der alten Tiefstände fallen. Die **erwartete Konjunkturerholung** könnte den Rückgang der Zinsen bereits im H1-2024 stoppen und vor allem **die Langfristzinsen antreiben**. Gerade im USD scheint uns ein solches **„Bear-Steepening"-Szenario** mittlerweile fast am wahrscheinlichsten.



	1M	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	5.36	5.37	5.30	5.03	4.41	4.09	3.92	3.84	3.80	3.77	3.76	3.76	3.76	3.79	3.77	3.58	3.38	3.18
Baer	4.00	4.35	4.55	4.70	4.85	4.95	5.00	5.15	5.25	5.35	5.45	5.55	5.65	5.70	5.85	6.00	6.20	6.30
Bull	2.00	2.35	2.55	2.70	2.85	2.95	3.00	3.15	3.25	3.35	3.45	3.55	3.65	3.70	3.85	4.00	4.20	4.30

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

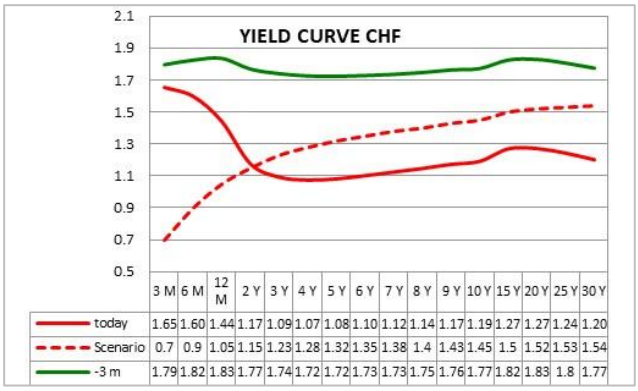
Für den **EUR Raum** sehen wir aufgrund der Konjunkturentwicklung und dem **mittelfristig zu hohen Zinsniveau tiefere Zinsen über alle Laufzeiten**.



	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	3.96	3.95	3.64	3.07	2.82	2.71	2.66	2.65	2.64	2.65	2.66	2.67	2.72	2.65
Szenario	1	1.35	1.6	1.80	1.95	2.10	2.15	2.15	2.20	2.30	2.35	2.40	2.45	2.50
-3 m	3.80	3.93	3.99	3.68	3.45	3.31	3.24	3.19	3.17	3.16	3.15	3.16	3.18	3.08

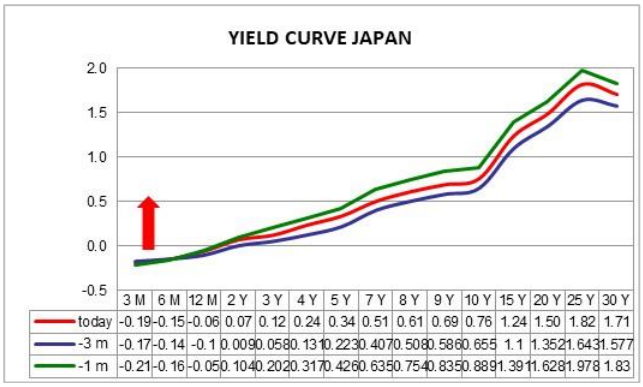
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Im CHF besteht **Korrekturpotenzial vor allem bei den kurzfristigen Zinsen,** während die Langfristzinsen noch eher etwas zu tief sind.



	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
today	1.65	1.60	1.44	1.17	1.09	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14	1.17	1.19	1.27	1.27	1.24	1.20
Scenario	0.7	0.9	1.05	1.15	1.23	1.28	1.32	1.35	1.38	1.4	1.43	1.45	1.5	1.52	1.53	1.54
-3 m	1.79	1.82	1.83	1.77	1.74	1.72	1.72	1.73	1.73	1.75	1.76	1.77	1.82	1.83	1.8	1.77

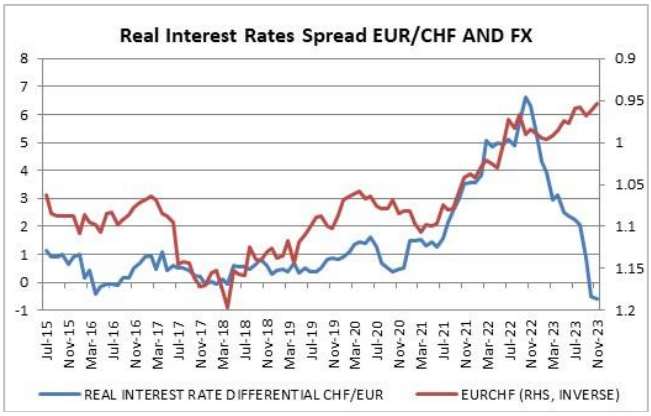
Quelle: Bloomberg, Santro Invest



	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	25 Y	30 Y
today	-0.19	-0.15	-0.06	0.07	0.12	0.24	0.34	0.51	0.61	0.69	0.76	1.24	1.50	1.82	1.71
-3 m	-0.17	-0.14	-0.1	0.009	0.058	0.131	0.223	0.407	0.508	0.586	0.655	1.1	1.352	1.643	1.577
-1 m	-0.21	-0.16	-0.05	0.104	0.202	0.317	0.426	0.635	0.754	0.835	0.889	1.391	1.628	1.978	1.83

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In diesem Zusammenhang ist sicher noch erwähnenswert, dass sich die **reale Zinsdifferenz** zwischen EUR und CHF sehr stark ***zu Gunsten*** **der europäischen Währung** entwickelt hat. Der CHF hat sich allerdings entgegen diesem Trend aufgewertet. Ist es die Skepsis gegenüber dem Konstrukt „Euro“ und der europäischen Wirtschaftspolitik, oder antizipieren die Währungen bereits die oben beschriebene gegenläufige Entwicklung der Zinsen? Eine konjunkturelle Erholung in Europa würde 2024 den EUR beflügeln. Auch gegenüber des USD scheint der CHF zu teuer.

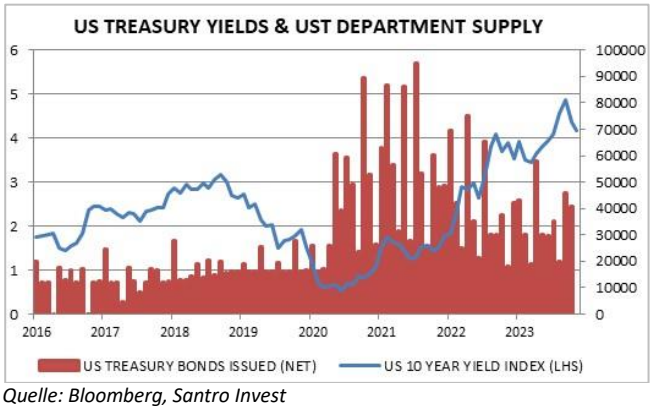


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Interessant wird es im **JPY** sein. Die japanische Zentralbank steht kurz davor, die Politik der **Zinskurvenkontrolle** (und damit der Negativzinsen) **aufzugeben**. Mit Blick ins 2024 lässt die erwartete wirtschaftliche Entwicklung allerdings keine grossen Zinssprünge zu, aber Japan wird sich auch an ein **nachhaltig höheres Zinsniveau** gewöhnen müssen. **Anpassungsbedarf** gibt es vor allem bei den Zinsen in **der kurzen und mittleren Frist,** während die Langfristzinsen das Wachstumspotenzial gut widerspiegeln. Höhere JPY Zinsen werden Kapitalflüsse in den japanischen Wirtschaftsraum verschieben und könnten die USD und EUR Renten negativ beeinflussen.

In **China** wird die Zinsentwicklung stark von der **Stabilisierung des Immobiliensektors** abhängig sein. Kurzfristig wird die Bank of China eine expansive Geldpolitik führen, wobei die Zinsen wenig Abwärtspotenzial haben. Die Zentralbank wird eher auf der **Liquiditätsseite** und bei den **Belehnungskonditionen** agieren wird, gilt es doch, den **Abwärtstrend des CNY** in den Griff zu kriegen. Die Zinsen in China dürften vor dem Hintergrund der erwarteten Konjunkturerholung 2024 steigen.

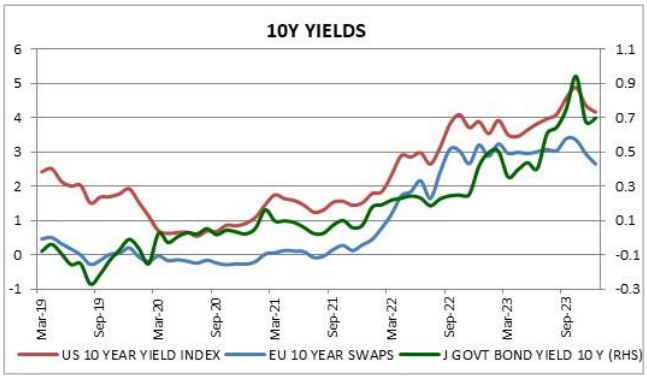
Letztlich gilt in praktisch allen Wirtschaftsräumen zu beachten, dass die hohe oder gar **steigende Staatsverschuldung** und **höhere Zinslast** zu einer Bonitätsverschlechterung der Staaten führen wird und Investoren dementsprechend eine **höhere Risikoprämie bei Staatsanleihen** einfordern werden. Das Zinsniveau hat mittel- bis langfristig wenig Raum nach unten!



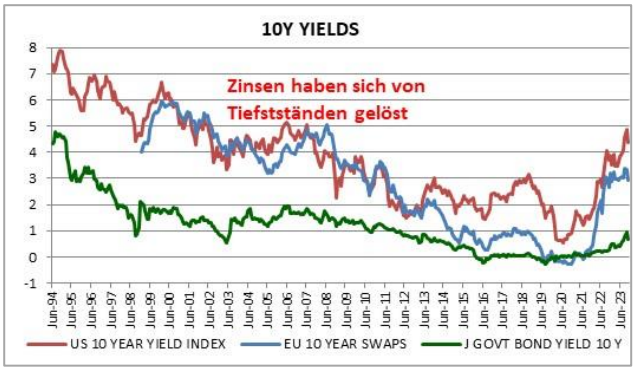
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Obligationen – Portfolio-Stabilisator

Angesichts der **geopolitischen und makroökonomischen Risiken** dürfte die **Phase steigender Zinsen** vorerst **am Ende sein.**

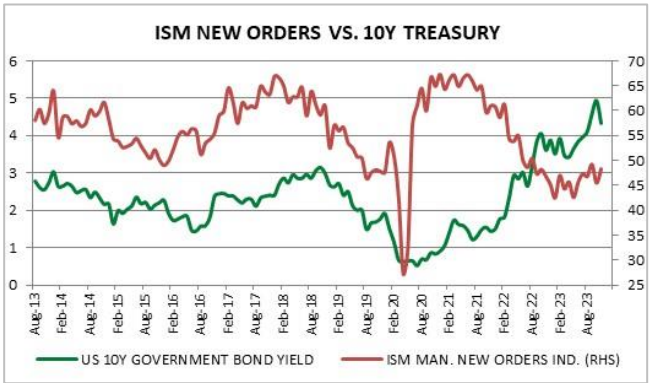


Quelle: Bloomberg, Santro Invest



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Taktisch haben die geldpolitischen Entscheide der westlichen Zentralbanken **Opportunitäten** und aus unserer Sicht eine **seltsame Zinssituation** geschaffen. Es wurden **aggressive Zinserhöhungen** im Umfeld **massiver Wachstumsverlangsamung** vorgenommen. Gemessen an den vorlaufenden Indikatoren müssten z.B. die 10jährigen US Staatsanleihen viel tiefer rentieren.



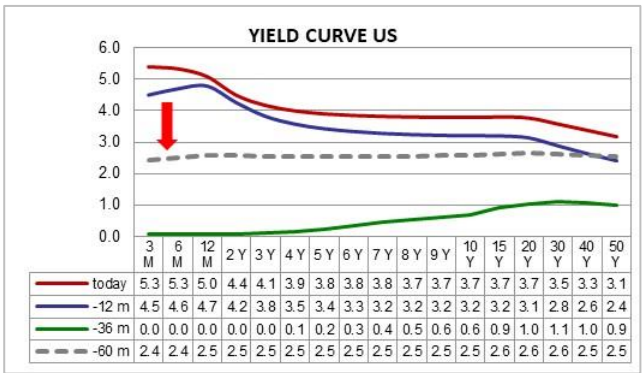
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Begründung für die aggressive Zentralbankpolitik in USA und Europa war die rasch hochschnellende Inflation und die Befürchtung, dass der gesunde **Arbeitsmarkt Quelle einer Lohn-Preis-Spirale wird. Beides hat sich mittlerweile gelegt,** die **Rhetorik** der **Zentralbanken** ist deshalb in den letzten Monaten **milder geworden**, sowohl das FED wie auch die EZB sind bezüglich Zinserhöhungen „on hold".

Wie sollen sich nun Anleger bei den Festverzinslichen positionieren? Auch wenn in den kommenden Monaten die **Zinsen aufgrund der Konjunktureintrübung** wieder etwas **unter Druck** geraten könnten, ist die aktuelle Wachstumsverlangsamung nur eine **Zwischenpause auf dem Weg zu nachhaltig höheren Zinsen.**

Für Investoren heisst dies: die Rentenmärkte können ***taktisch* auch 2024 eine gute risikoadjusterte Rendite** abwerfen.

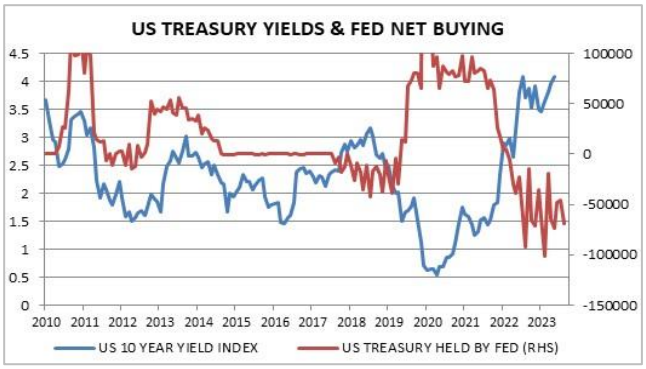
Am langen Ende bilden die USD Zinsen die bevorstehende Konjunkturdelle bereits gut ab. Durch die **Inversion** der USD-Zinskurve können **kaum mehr Zeitprämien** abgeholt werden. In den USA kann der Wechsel zu einer akkommodierenden **Zinspolitik** zum Realisieren positiver Renditen bei den **Kurzläufern** genutzt werden.



	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y	40 Y	50 Y
today	5.3	5.3	5.0	4.4	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.5	3.3	3.1
-12 m	4.5	4.6	4.7	4.2	3.8	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	2.8	2.6	2.4
-36 m	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9
-60 m	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5

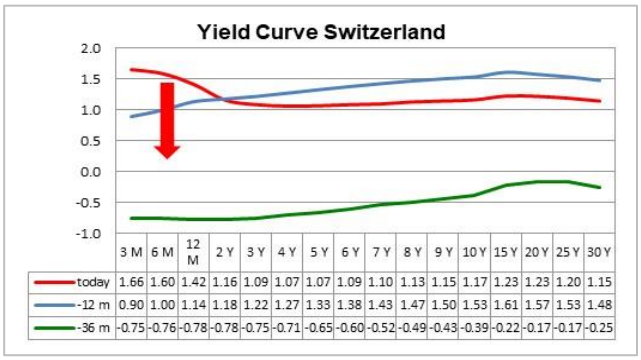
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Da **mittelfristig im USD höhere Zinsen** zu erwarten sind, lohnt sich ein strategisches Engagement nur bedingt. Eine mögliche **Konjunkturbelebung** und die **massive Schuldenfinanzierung** werden den Zinsanstieg weiter befeuern; dies vor allem, wenn das FED als Kaufpartner nicht mehr auftritt. Es lohnt sich deshalb, weiterhin eine **kurze Duration** zu haben. Dort fallen bei eintreffender Rezession die grössten Gewinne, bei konjunktureller Erholung die moderatesten Verluste an.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

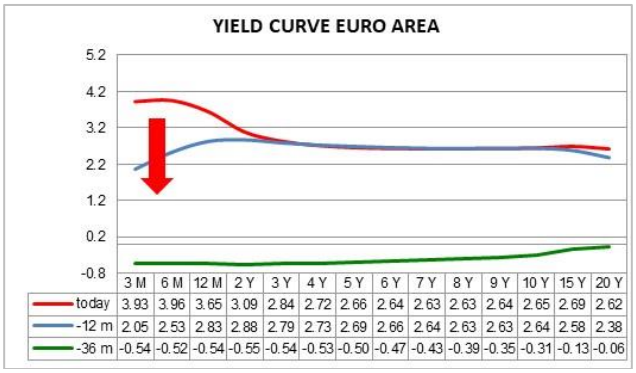
Die **CHF Staatsanleihen** sind zwar wegen der höheren bzw. positiven direkten Renditen wieder einen Blick wert. Das **allgemeine Zinsniveau** ist jedoch immer noch **tief**. Die Konjunkturverlangsamung könnte **kurzfristig zu fallenden Zinsen** und damit zu Kapitalgewinnen führen. Mittelfristig kann das Verlustrisiko nicht ignoriert werden.



	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	25 Y	30 Y
today	1.66	1.60	1.42	1.16	1.09	1.07	1.07	1.09	1.10	1.13	1.15	1.17	1.23	1.23	1.20	1.15
-12 m	0.90	1.00	1.14	1.18	1.22	1.27	1.33	1.38	1.43	1.47	1.50	1.53	1.61	1.57	1.53	1.48
-36 m	-0.75	-0.76	-0.78	-0.78	-0.75	-0.71	-0.65	-0.60	-0.52	-0.49	-0.43	-0.39	-0.22	-0.17	-0.17	-0.25

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Im **EUR** scheinen uns die Zinsen über die ganzen Laufzeiten zu hoch. Ähnlich wie das FED war die **EZB** zu **aggressiv bei den Leitzinserhöhungen**, was das gesamte Zinsniveau über das Wachstumspotenzial von 1.5% – 2% angehoben hat. Die EUR Obligationen sind aus unserer Sicht somit **über alle Laufzeiten interessant**, das beste Risiko/Rendite-Verhältnis liegt allerdings auch im EUR beim kurzen Ende.

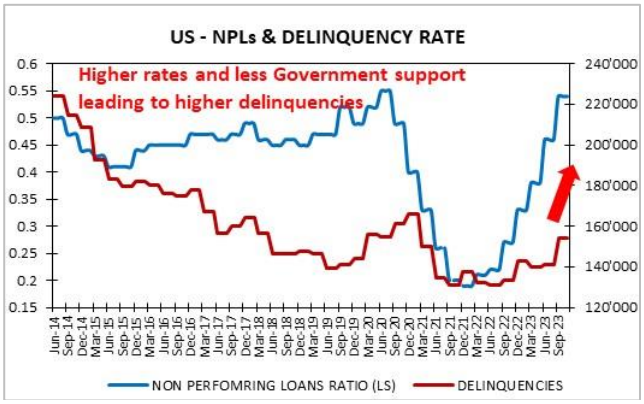


	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y
today	3.93	3.96	3.65	3.09	2.84	2.72	2.66	2.64	2.63	2.63	2.64	2.65	2.69	2.62
-12 m	2.05	2.53	2.83	2.88	2.79	2.73	2.69	2.66	2.64	2.63	2.63	2.64	2.58	2.38
-36 m	-0.54	-0.52	-0.54	-0.55	-0.54	-0.53	-0.50	-0.47	-0.43	-0.39	-0.35	-0.31	-0.13	-0.06

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir halten insgesamt an einer **übergewichteten Obligationen-Allokation** fest, bauen diese aufgrund unserer positiveren Konjunktursicht nicht weiter aus. Dabei sind auch **Geldmarktinstrumente** – als Alternative zur Liquidität - wieder einen Blick wert!

Bei den **Krediten** bleiben wir **vorsichtig**! Die Kreditaufschläge haben sich 2022/23 parallel zu den steigenden Zinsen zurückgebildet – bei einer guten Konjunkturlage ein geläufiges Bild. Die **Wirtschaft ist** allerdings **im Abschwung** und die **Ausfallraten** bei Zinszahlungen und Krediten **beginnen erst zu steigen**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bis sich die **höheren Zinsen auf die Kreditrisiken auswirken**, braucht es normalerweise auch 1-2 Jahre. Kreditausfallrisiken werden 2024 steigen. Jüngst haben denn auch die Spreads wieder etwas angezogen. Dennoch sind die **Aufschläge** in allen Bonitätskategorien sowohl bei den USD- wie auch EUR-Krediten **wenig attraktiv** oder eher zu tief. Die Risiken werden nicht adäquat abgebildet.

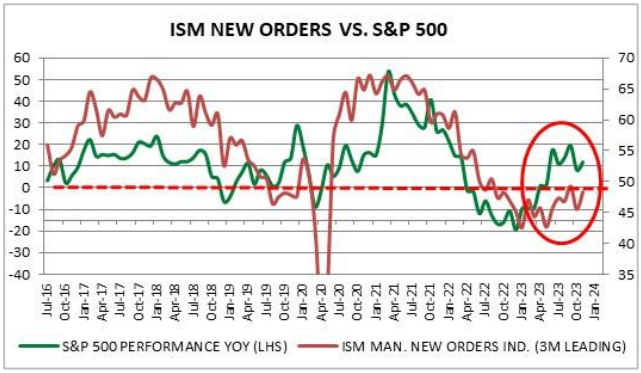
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Aktien – Eine Wette auf die Konjunktur

Bei den **Aktien** starten wir mit einer **positiven Sicht ins 2024**. Die angeschlagene Weltwirtschaft, geopolitische Risiken, das Abschöpfen von Überschussliquidität, die nunmehr wieder positive Stimmung an den Märkten, höhere Finanzierungskosten und punktuell anspruchsvolle Bewertungen bieten zwar **noch Gegenwind**, dieser wird jedoch sukzessive **nachlassen**.

Was sind denn die Gründe für unsere positive Haltung?

1. Die jüngsten vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine **wirtschaftliche Kontraktion** hin, insbesondere in der Industrie. Allerdings bildeten sich die Indikatoren nicht mehr weiter zurück, sondern scheinen in einer **Bodenbildung** zu sein. Punktuell sind gar erste Anzeichen der Erholung feststellbar. Die Aktienmärkte haben diese **Stabilisierung bereits abgebildet**, ein nachfolgender Aufschwung wird die Kurse aber noch weiter antreiben. In den USA ist dieser Turnaround bereits sichtbar…

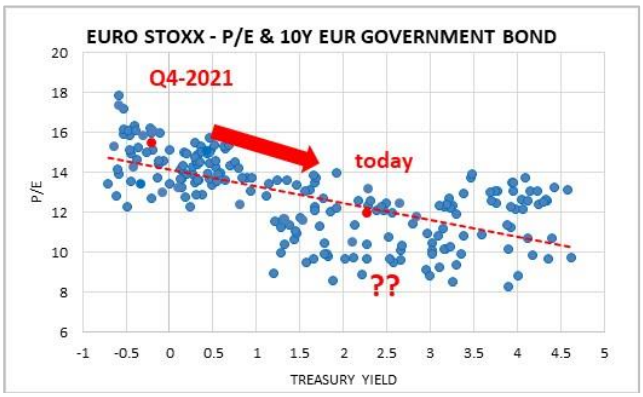


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

… während eine Stabilisierung des wichtigen **Industriesektors in Europa** noch etwas **länger Zeit** braucht. Insbesondere in Deutschland ist Geduld gefragt. Dort schlagen vor allem der sehr schwache Bausektor, aber auch die Verlangsamung der Autoindustrie zu Buche.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

2. Sinkende Inflation und nachlassender Zinsdruck. Wie oben ausgeführt wird die **Inflation** in den kommenden Monaten **weiter sinken** und damit lässt der **Druck der steigenden Zinsen** auf den Aktienmarkt nach. Allerdings besteht aktuell die Gefahr, dass die Investoren zu euphorisch auf mögliche Zinssenkungen sind. Tatsächlich sind **tiefere Zinsen positiv für die Bewertungen**.

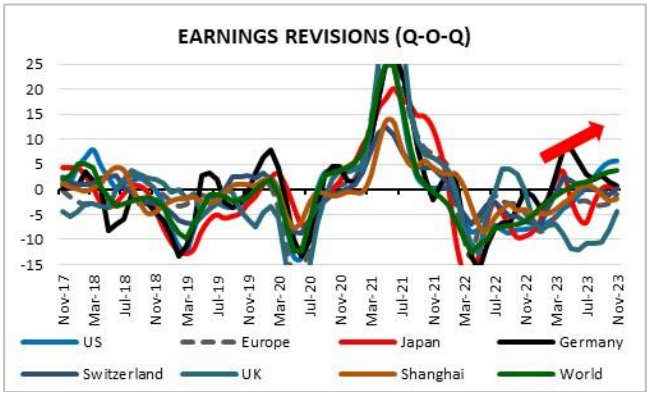


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Sinken die Zinsen aber **wegen nachhaltiger konjunktureller Schwäche**, drückt dies aufs Gewinnwachstum und **blockiert die Aktienmärkte.** So sind wir der Überzeugung, dass für eine gute Aktienperformance 2024 sinkende Zinsen nicht ausreichen, sondern **ein solides Gewinnwachstum** nötig ist. Auf Indexstufe scheint dies grossmehrheitlich erwartet zu sein, ist aber noch nicht in allen Bewertungen widerspiegelt. So lauern z.B. im Dow Jones, DAX und gewissen Schwellenländern Opportunitäten.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

3. Negative Gewinnrevisionen am Ende. Natürlich kann argumentiert werden, dass die **erwarteten Gewinnwachstumsraten** angesichts der konjunkturellen Eintrübung **zu hoch** sind. Wir können dies nicht ganz ausschliessen, stellen jedoch fest, dass der **negative Revisionstrend** bei den Gewinnschätzungen, der schon fast zwei Jahre anhält **dem Ende entgegen geht**. In den meisten Märkten werden die Gewinnerwartungen bereits wieder nach oben revidiert. Dies beflügelt die Aktienkurse.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

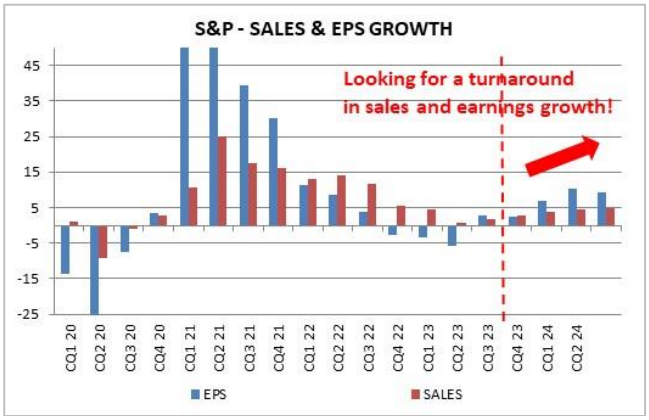
Die **maue Gewinnentwicklung** ist im Übrigen auch verantwortlich, dass die Märkte seit rund zwei Jahren seitwärts laufen.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der Knackpunkt der 2024 Gewinnentwicklung dürfte das **Verhältnis der schwächeren Umsatzentwicklung zur Kosteninflation** sein. Die schwächere Preismacht kombiniert mit konjunkturbedingt gedrückten Volumen werden das **Umsatzwachstum zurückhalten**. Auf der **Kostenseite** werden vor allem die **höheren Löhne** einschenken, während **Material- und Logistikosten entlasten**. Besonders im H1-2024 wird sich zeigen, welche Unternehmen die Kosten im Griff haben. Die **Margen bleiben vorerst unter Druck**, haben sich aber dem **langfristigen Durchschnitt** wieder genähert. Dieses „reverse to the mean" ist eine übliche Entwicklung in konjunkturell schwierigen Zeiten, überdies aber gesund, da es **Raum für neue Überraschungen** öffnet.

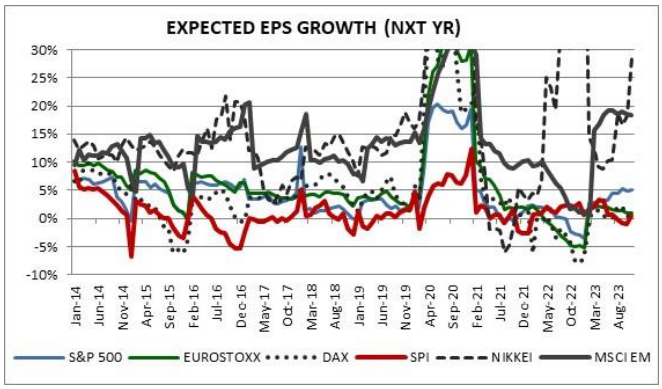
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gemäss reduzierten Konsensschätzungen sieht es zur Zeit nach einen Gewinnerholung Anfang 2024 in den USA und im Q3-2024 in Europa aus.



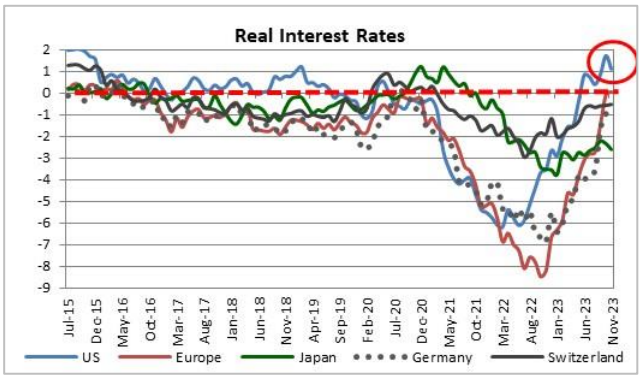
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Fürs ganze Jahr warten dann Japan und die Schwellenländer mit doppelstelligen Wachstumsraten auf (nach schwachem 2023), während in den übrigen Märkten ein Wachstum zwischen 0%-5% erwartet wird.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

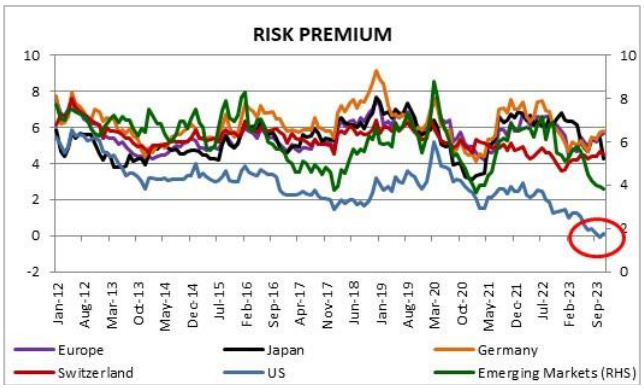
4. Ein weiters Argument **für Engagements in den Aktienmärkten** bleiben die **negativen Realrenditen**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Im **USD** haben sich die Realzinsen allerdings wegen steigender Nominalzinsen und fallender Inflation klar in den **positiven Bereich** bewegt. Kommen die Zinsen unter Druck stehen Aktien relativ zu Bonds auch in den USA wieder besser da.

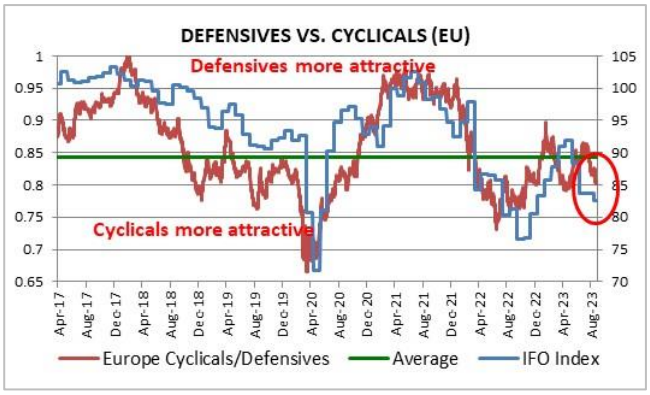
5. In vielen Märkten bleiben die **Risikoprämien für Aktien attraktiv.** Die USA sind auch hier die Ausnahme. **Dort** liegt die **Risikoprämie auf Tiefststand**.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dies ist das Resultat der aggressiven FED-Zinspolitik. **Der US Aktienmarkt ist dementsprechend teuer**. Demgegenüber sehen die Prämien in Europa, inkl. Schweiz spannend aus! Bei den **Schwellenländern** hat die jüngste gute Performance bei gleichzeitig tieferer Gewinnerwartung Druck auf die Gewinnrendite und somit auch auf die Risikoprämie ausgeübt.

Mit Blick ins 2024 **bauen** wir unsere **Aktienquote weiter aus**. Wir bleiben der Überzeugung, dass **eine breite Aufstellung** mit sorgfältig ausgewählten, fundamental beurteilten Titeln aus diversen Branchen in den kommenden Monaten die beste Performance liefern wird. **Zyklische Werte** dürften von einer Erholung **der vorlaufenden Indikatoren** in den nächsten 6-12 Monaten profitieren. Gerade bei zyklischen Unternehmen in Europa ist Einiges von der erwarteten Auftragseingangsschwäche vorweggenommen.

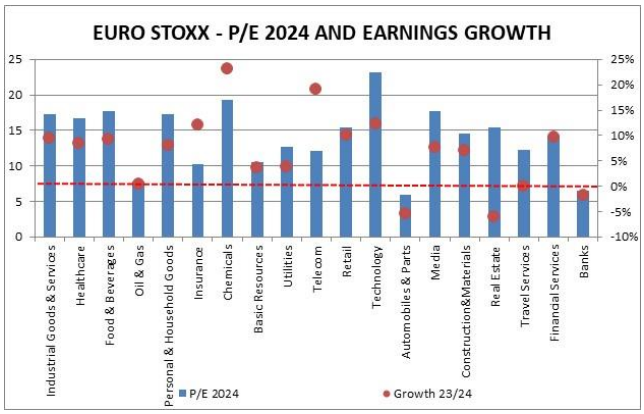


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dabei erwarten wir, dass die **konsumorientierten, frühzyklischen Industriewerte *schlechter* performen** werden. Die nachlassende Inflation und die Konsumschwäche wird ihre Preissetzungsmacht beeinträchtigen.

Demgegenüber bleiben wir ***positiv*** auf **Hersteller von Kapitalgütern**. Dies mag etwas erstaunen, führt die konjunkturelle Unsicherheit zu einer kleineren Investitionsbereitschaft. Wir weisen jedoch auf den **hohen Nachholbedarf** aus den letzten rund 10 Jahren hin, während derer die Industrieproduktion vor allem von der Konsum- und nicht von der Investitionsnachfrage getragen wurde. Zudem entfalten die strukturellen Investitionstreiber wie Digitalisierung, Energiewende und Zirkulärwirtschaft ungebrochen ihre Kraft. Deshalb gefallen uns auch **Energie- und Rohstoffunternehmen**, welche u.a. den **Umbau auf nachhaltige Energiegewinnung** unterstützen. Die **Bau- und Chemiesektoren** scheinen vor dem Hintergrund des **auslaufenden Lagerabbaus** und der **Erholung der Volumina attraktiv.**

Bei den **Konsumgüterbranchen** sind **diskretionäre Kategorien abzubauen**. Vorsichtiger sind wir auch bei Autowerten, obwohl sie immer noch günstig sind. Der Nachfragestau der letzten Quartale ist langsam abgebaut, die Neuaufträge kommen ins Stocken. Es fehlt positives Gewinnmomentum. Auch Werte des täglichen Konsums sind insgesamt überkauft. **Eine Verschiebung der Haushaltausgaben von Konsumgütern und Dienstleistung zu Energie** dürfte in diesem Konjunkturabschwung **besonders markant sein** und könnte zu negativen Überraschungen bei hoch bewerteten Titeln führen. Spannend bleiben allerdings die Unternehmen im **Luxusgüterbereich und in der Reisebranche,** dies wegen der Öffnung Chinas.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

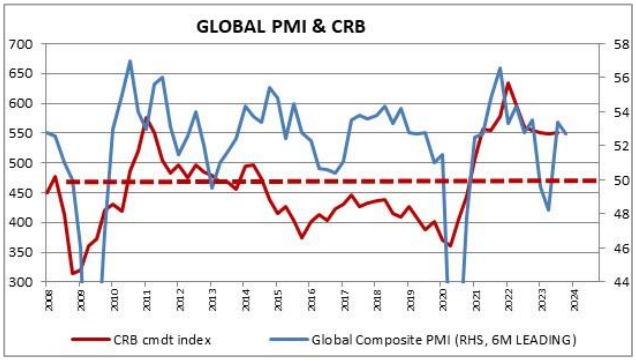
Bei den **Technologieaktien** braucht es aktuell etwas Mut für ein Engagement. Der Sektor sieht teuer aus, ist aber durch ein paar Schwergewichte geprägt. Investitionen in nachhaltige Geschäftsmodelle mit guter Kapitalrendite dürften sich mittelfristig auszahlen. Dabei sei daran erinnert, dass die Tech-Titel vor allem unter dem steigenden Diskontsatz gelitten haben. **Machen die Zinsen** nach dem fulminanten Rally **eine Pause, ist dieser Sektor in den Portfolios zu halten!** Besonders erwähnenswert die attraktive **Bewertung der Halbleitertitel.**

Bei Finanzdienstleistern ziehen wir Versicherer den Banken vor, dürfte das Ende des **Zinserhöhungszyklus, höhere Kreditausfälle, steigenden Lohnkosten** und **strukturelle Herausforderungen** (verschärfte Eigenkapitalanforderungen) die Gewinne belasten

Regional gesehen scheint der **US Markt** insgesamt **zu teuer,** vor allem nach dem jüngsten Jahresend-Rally. In **Europa** bieten die **zyklischen Märkte** wie DAX oder OMX interessante Gelegenheiten. Wir glauben auch, dass sich China im Verlaufe des 2024 erholen wird, und dass sich Japan dank anhaltend tiefen Zinsen, einer schwachen Währung und bei Erholung der Exportmärkte positiv entwickeln wird.

Rohstoffe – Wer wagt, gewinnt

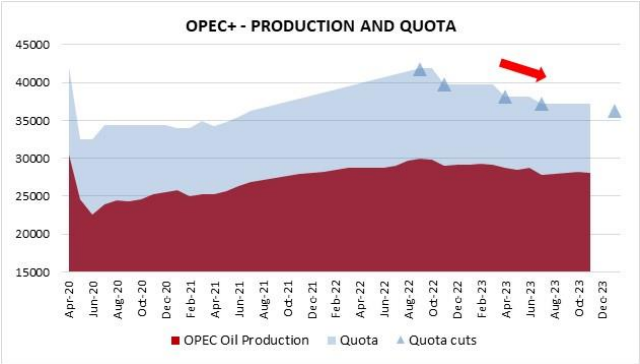
Der Rohstoffkomplex ist aufgrund der **globalen konjunkturellen Verlangsamung** und der schleppenden Erholung Chinas unter Druck.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

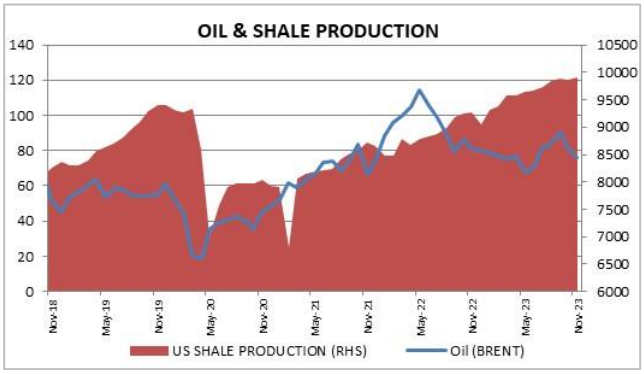
Die **Angebotsseite** bleibt in vielen Rohstoffmärkten **angespannt**. Der Investitionsdruck bleibt hoch. Die höheren Zinsen und steigenden Kosten haben erneut zu **Zurückhaltung bei Investitionen** in die Förderung und Verarbeitung geführt. Dies wird sich im nächsten Aufschwung rächen.

Beim **Öl & Gas** kontrastiert die erstaunlich solide Nachfrage mit der **tiefen Lagerhaltung** und die Entscheide Saudi-Arabiens und Russlands die **Senkung** der **Förderquote und** die **Produktionskürzung** bis März 2024 **zu verlängern und weitere Produktionseinschränkungen** von rund 900k von anderen OPEC+ Mitgliedern einzufordern. Das Angebot verengt sich dadurch um rund 2.2 Millionen Barrel/Tag.



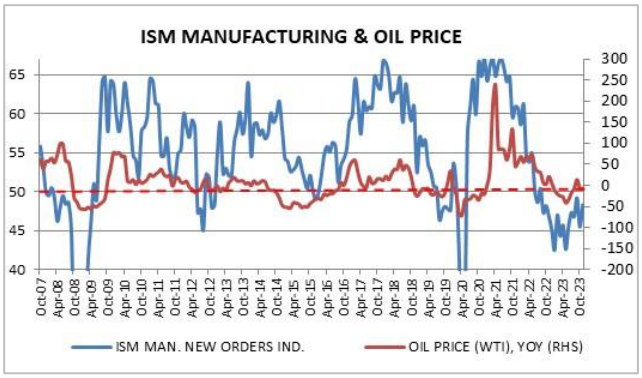
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Zum Erstaunen aller Marktteilnehmer, hatten die zusätzlichen Angebotsbeschränkungen der OPEC+ **keinen grossen Einfluss auf den Ölpreis**. Die Preisstrategie Saudi-Arabiens scheint nicht zu funktionieren, produzieren doch die USA und Brasilien auf Rekordniveau und die OPEC+ immer noch unter der neuen Quote. Kurzfristig dürfte der Ölpreis deshalb unter Druck bleiben.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bei einer **mittelfristigen Erholung** der Weltwirtschaft wird das **eingeschränkte Angebot** aber preistreibende Wirkung haben.

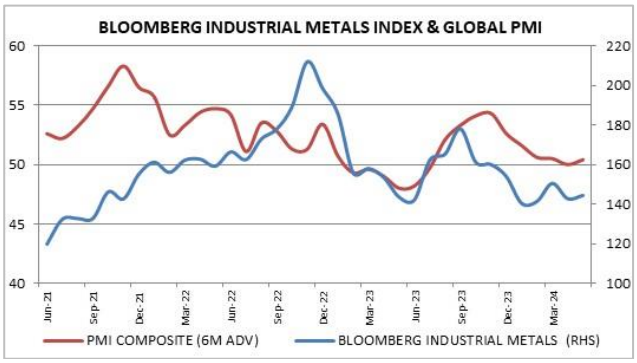


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der erwartete **mittelfristige Anstieg der Öl- und Gaspreise** spricht für eine Positionierung im Rohstoff. Wir investieren nicht direkt, sondern partizipieren an **tief bewerteten freien Cash-Flows von Öl- und Gasfirmen**.

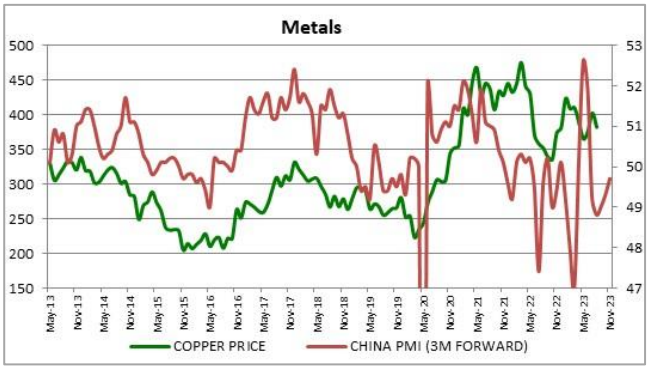
Die Probleme bei den **Industriemetallen** sind ähnlich gelagert wie beim Öl: **moderate Lagerhaltung**, ein nur **zögerlich ausgebautes, nicht modernisiertes Förderangebot** und Verwerfungen im Zusammenhang mit dem **Ukraine-Krieg**. Zudem profitieren einige Metalle von **strukturellen Wachstumstreibern** wie Energiewende, Elektrifizierung und Urbanisierung.

Aktuell leiden die Notierungen der Metalle allerdings stark unter der **globalen Wachstumsschwäche**.



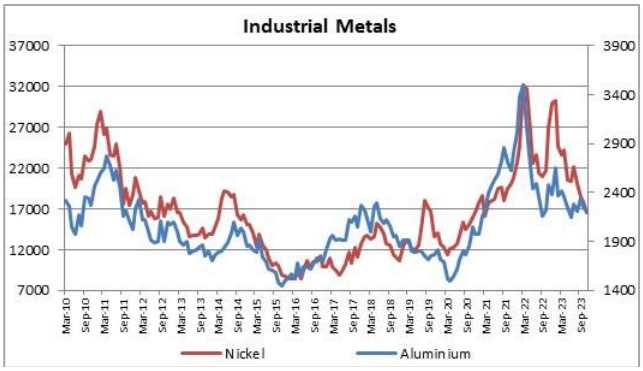
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Kupfer ist aufgrund **der Immobilienkrise** in China und der **Erwartungen einer schwächeren globalen Industrieproduktion** unter Druck.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

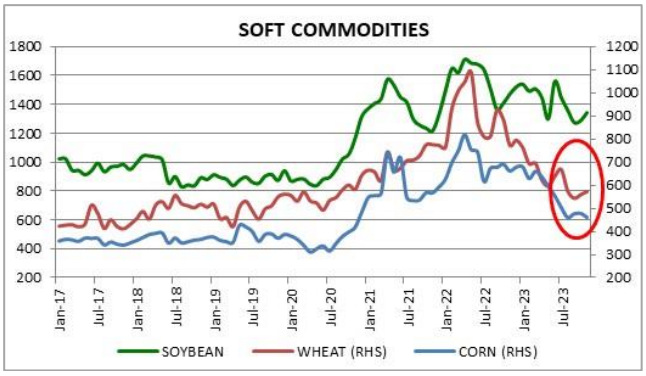
Mittelfristig fordert die Elektrifizierung der Welt einiges an neuen Kupferkapazitäten. Den Preisen anderer Metalle wie **Platin** und **Palladium** war das gleiche Schicksal wie dem Kupfer beschieden. Mit **der Konjunkturabkühlung kam der Preisrutsch**. Mittelfristig dürften die Preise aufgrund der erwarteten stärkeren Nachfrage aus herkömmlichen Industrien und neuen Applikationen sowohl beim Platin (u.a. für Wasserstoffzellen) als auch beim Palladium wieder erhöhen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Der **Aluminiumpreis** konnte sich noch nicht vom Kostenschock (Energiepreise) der letzten Monate erholen und leidet unter der schwachen Konjunktur. Die hohen Inputkosten führten zu **Produktionskürzungen** vor allem in Europa, gleichzeitig schwächelte die Nachfrage beim Grossverbraucher China und zunehmend in der Autoindustrie. Wie Kupfer fiel auch Aluminium in einen Angebotsüberhang bei stabil tiefen Lager.

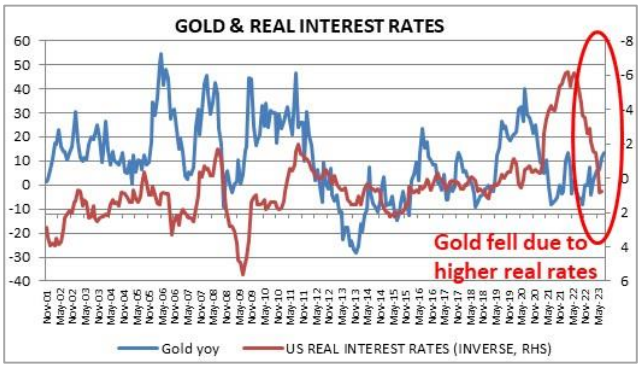
Bei den Agrarprodukten hat die **Ausweitung der Pflanzflächen** das **Angebot erhöht**, was in Kombination mit der konjunkturbedingt schwächeren Nachfrage (teurere Lebensmittel) kurzfristig **auf die Preise drückt**. Zusätzlich litten die Notierungen unter dem überraschend guten Angebot aus Russland und der Ukraine, trotz kriegerischer Hindernisse. Für 2023/24 wird eine weiter **steigende Produktion beim Weizen** und **Mais** erwartet, während das Angebot beim Soja leicht sinken dürfte (Trockenheit in Brasilien). Dies erklärt wohl die relative Outperformance der Oelsaatgüter.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Preise im **Agrarsektor** scheinen vor allem aufgrund **der tiefen Vorräte und der solid wachsenden Nachfrage gut gestützt.** Bei konjunktureller Stabilisierung und vorausgesetzt guter Witterung dürften vor allem Mais- und Weizenpreise interessantes Aufwärtspotenzial aufweisen.

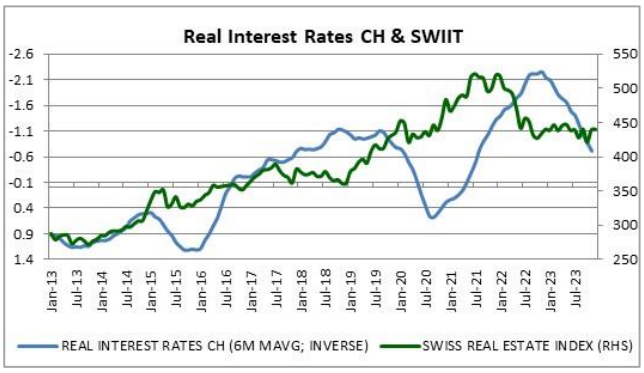
Der **Goldpreis** bleibt im Dilemma zwischen **Krisenwährung/Schuldenfalle** und **restriktivere Geldpolitik/steigende Realzinsen** gefangen. Das jüngste Rally beim Goldpreis dürfte auf den schwächeren USD und die schwindende Hoffnung auf eine rasche Zinssenkung durch das FED zurückzuführen sein. Eine etwas **weniger aggressive Zinspolitik** in den USA kombiniert mit **anhaltenden Rezessionsängsten** und/oder **eine Verschärfung der geopolitischen Lage** könnten in den kommenden Monaten **Treiber fürs Gold** sein. Wir halten an unserer Goldposition fest.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

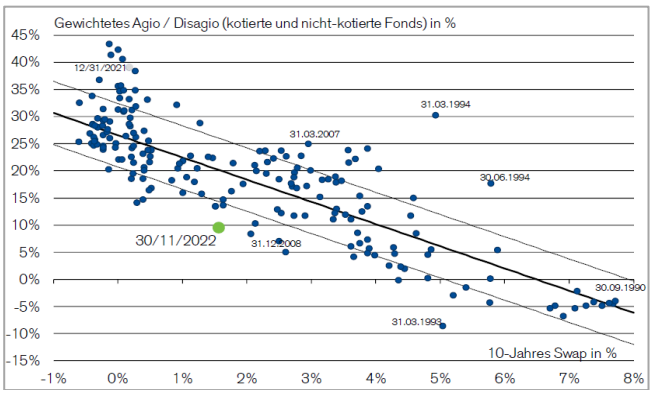
Immobilien – Bereit zum Neustart?

Mit den **steigenden Realzinsen** und einem **schwächeren Konjunkturausblick** blieben 2023 auch die Immobilienanlagen unter Druck.



Nebst den **zunehmenden Zweifel über die Werthaltigkeit** der Immobilien setzt auch weiterhin der **Abbau** einer nach wie vor hohen **Immobilienallokation** bei institutionellen Investoren die Kurse unter Druck.

ZINSEN UND AGIO

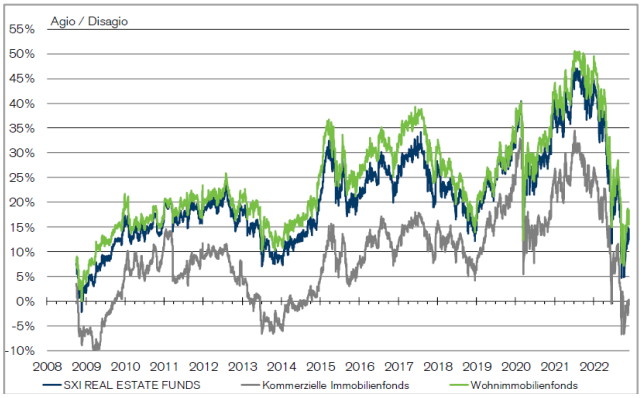


Quelle: Credit Suisse

Die **Kurskorrektur** ist somit nicht mehr nur auf den **Abbau des Agio** (steigende Zinsen) sondern zunehmend auch auf **Rückgänge bei den Nettovermögenswerten** zurückzuführen.

Das Agio bildete sich bei den **Wohnimmobilien stärker zurück** als bei den **Kommerziellen.** Bei den **Wirtschaftsimmobilien** und einigen gemischten Fonds ist **sogar ein Disagio** entstanden.

AGIO WOHNEN VS. KOMMERZIELL

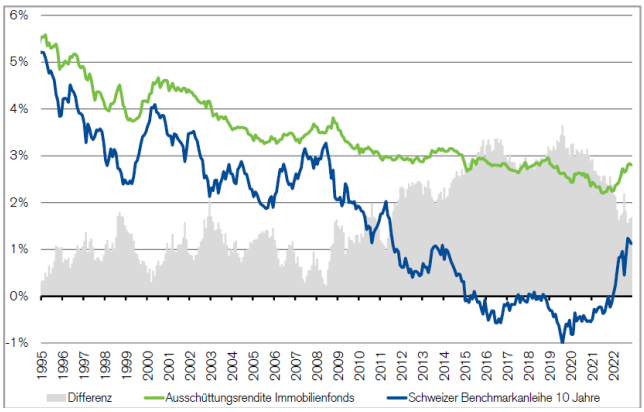


Quelle: Credit Suisse

Im Zuge des jüngsten Zinsrückgangs haben sich die Aufschläge allerdings wieder etwas erholt. Dabei stieg das Agio beim Wohnen stärker an als bei den Kommerziellen. Die Rezessionsangst scheint das kommerzielle Segment noch in Schach zu halten.

Vor dem Hintergrund stabiler bis leicht fallender CHF Zinsen und einer guten Verfassung der **Schweizer Immobilienmärkte** (rückläufigen Angebotsquoten, tiefe Leerstände, anziehende Mieten) und einer **direkten Ausschüttungsrendite von fast 3%** scheinen Schweizer Immobilienanlagen interessant. Dies gilt insbesondere für gut aufgestellte Anlagemöglichkeiten im Bereiche der **kommerziellen Immobilien**.

AUSSCHÜTTUNGSRENDITEN UND ZINSEN



Quelle: Credit Suisse

Schlussfolgerung

Die **Weltwirtschaft** wird auch 2024 auf der **Suche nach einem neuen Gleichgewicht** sein. Geldpolitisch wird ein weiteres Korrektiv bei den Zinsen geschehen, fiskalpolitisch werden die Stimuli sichtbar, zusätzliche Programme erscheinen angesichts der Verschuldung unwahrscheinlich.

Die **Inflation hat ihren Job getan**. Zurück auf dem Parkett riss sie die Weltwirtschaft in eine Wachstumsdelle. Diese dürfte bald durchschritten sein. Vorlaufende Indikatoren deuten aktuell auf eine Stabilisierung der Konjunktur hin.

Wir rechnen 2024 mit einem Wachstum unter und einer Teuerung über Potenzial. Denn das höhere Preis- und Zinsniveau und geopolitische Unsicherheiten setzen den Haushalteinkommen noch zu. **Der Konsum bleibt aber die Wachstumsstütze**. Steigende Löhne, sorgen dafür, dass die Nachfrage nicht wegbricht. Die **abflachende Teuerung und der verzögerte Effekt der Lohnsteigerungen** werden die **reale Kaufkraft** der Konsumenten wieder **stärken**.

Seitens **privater Investitionen** kann in den nächsten Monaten nicht viel erwartet werden, es sei denn, die geopolitischen Unsicherheiten verflögen. **Der Investitionsstau bleibt hoch**, die **expansive Fiskalpolitik** wirkt erst verzögert. Positiv für 2024!

Regional gesehen bringt sich **China als Wachstumstreiber** wieder in die Pole-Position. Ob der Start nun gelingt, hängt stark von der Lösung der Immobilienkrise ab. In den **USA und Europa** erwarten wir 2024 immer noch **unterdurchschnittliches *reales*,** aber **überdurchschnittliches *nominales* Wachstum.** Letzteres ist für die Gewinnentwicklung wichtig!

Quelle der Unsicherheit bleiben die Kreditmärkte. Zwar sind Aufschläge sind angesichts der schwierigen Konjunktur erstaunlich tief, die Zinslast deshalb meist tragbar. Aber Kreditrisiken materialisieren sich zunehmend und die Banken bleiben vorsichtig. Dies hemmt Investitionen und das Wachstum.

Das durchzogene Makro-Bild, kombiniert mit **nachlassenden inflationären Preiseffekten** und steigenden Input-Kosten hat einen **negativen Einfluss auf die aktuelle Gewinnentwicklung** der Unternehmen. Dies dürfte sich im Verlaufe von 2024 ändern. Die

Konjunktur gewinnt sequenziell an Momentum. Das Umsatzwachstum wird vorerst nicht boomen, aber der Gegenwind der steigenden Kosten wird nach und nach abflauen. Die **Gewinnschätzungen** erfahren bereits wieder **positive Revisionen**. Dies stützt die Aktienmärkte. Kurzfristig sind die Märkte nach dem jüngsten Rally etwas überkauft. Mit Blick ins 2024 **bauen wir die Aktienallokation allerdings aus.**

US Aktien sind teuer, Japan ist zu halten, (zyklisches) Europe, Schweizer KMUs und selektive Schwellenländer zu kaufen. **Die Portfolios sind jedoch breit abzustützen.** Der Bottom-up-Ansatz ist gefragt! Hohe Verschuldungssituationen sind zu vermeiden, strukturelle Wachstumstreiber (Energieeffizienz, Automation, Digitalisierung, Mobilität) zu favorisieren.

Die Zinsen haben ihren Zenit durschritten. Vor dem Hintergrund **fallender Inflation** und **anhaltender Wachstumsverlangsamung** werden sie zu Jahresbeginn **zur Schwäche neigen**. Dadurch ergeben sich kurzfristig bei den Obligationen Opportunitäten. Zudem winken doch in fast allen Währungsräumen wieder **positive direkte Renditen**. Eine **kurze Duration** zahlt sich vorerst aus: dort locken die **grössten Gewinne** im Falle einer konjunkturellen Eintrübung und die **geringsten Verluste**, wenn die Wirtschaft anzieht. Bei den **Krediten** haben sich die **Aufschläge** so verengt, dass sie **unattraktiv** sind. Wer kauft, kauft gute Bonitäten. **Taktisch** lohnt sich ein **Übergewicht** bei den Nominalwerten (inkl. Geldmarktinstrumente).

Bei den **Rohstoffen** bleiben wir **positiv.** Energie und Industriemetalle werden sich von der Konjunkturschwäche erholen und von der Energiewende profitieren. Die Angebotsknappheit dürfte wieder ein Thema werden. **Gold** könnte von **einer geldpolitischen Richtungsänderung** profitieren. Und letztlich sehen **Immobilienanlagen** nach dem markanten **Rückgang** der **hohen Agios** attraktiv aus. Eine Pause bei den Zinserhöhungen wird die Anlageklasse erneut stimulieren.

In den kommenden Monaten gibt **die Geldpolitik den Takt** an. Die **Zentralbanken** werden sich sukzessive vom **restriktiven Kurs verabschieden** und den **Fokus von Inflationsbekämpfung auf Unterstützung des Wachstums** legen. Für Anleger ist dies ein herausforderndes, aber **nicht ungünstiges Umfeld**.

Nimmt die makroökonomische Normalisierung ihren Fortlauf, muss sich dies auch in der Asset-Allokation niederschlagen. 2023 hat es gezeigt: **Festverzinsliche** haben wieder einen **prominenten Platz** in der Anlagestruktur und sie dürften auch 2024 einen positiven Beitrag leisten. Der gewünschte **Performance-Schub** wird **2024** allerdings aus dem **Übergewicht der Aktien** kommen. Ein aktives Management und eine solide Fundamentalanalyse sind die Basis dazu - dann braucht es noch Disziplin, etwas Mut und natürlich ein Quäntchen Glück. Das wünschen wir allen Investoren im neuen Jahr.

Johannes Borner, CIO, Santro Invest AG
Schindellegi, 21. Dezember 2023