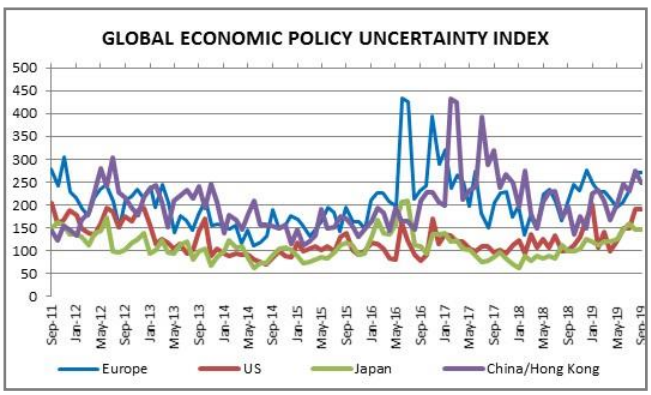
santroinvest ag

Märkte und Anlagepolitik
Viertes Quartal 2019

„In einer Welt, in der Täuschung und List realitätsgerecht sind, hat es der Wahnsinn nicht schwer, sich mit geistiger Gesundheit zu maskieren." Über diese Textstelle aus dem Buch „Der Wahnsinn der Realität", geschrieben vom deutsch-schweizerischen Schriftsteller Arno Gruen, bin ich jüngst an einem regnerischen Sonntagnachmittag gestolpert. Sie hat mich irgendwie an die geopolitische Aktualität erinnert.

I**nszenierung ist alles, Publizität das neue Mantra.** Von Ost bis West werden sogar Misserfolge geschickt medial gefeiert. Der Master sitzt in den USA, seit kurzem gefolgt vom (noch) Premier in Grossbritannien. Das Mittel – die persönliche Macht – wird zum Zweck. **Das Gemeinwohl ist der Deckmantel für persönliche Ambitionen**. Da haben Konventionen nur noch am Rande Platz, sogar Verfassungen werden mit Füssen getreten. Wirtschafspolitische Instrumente werden für strategische Zwecke missbraucht. Die **digitale Welt liefert dazu eine effiziente und effektive Plattform**. Die Ankündigungspolitik ist in Mode.

Auch wenn ab und zu, wie beim sino-amerikanischen Handelskonflikt - wieder **etwas Gesprächsbereitschaft signalisiert wird,** die **politischen Spannungen haben *nicht* abgenommen**.



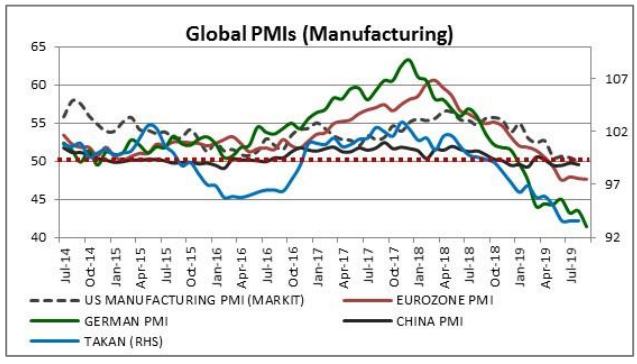
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Von der Governance- zur Wirtschaftskrise?

Jenseits dieser philosophisch-politischen Betrachtung besteht **das Risiko selbstverliebter Staatsmänner** zurzeit darin, dass sie **die schwächelnde wirtschaftliche Entwicklung an die Wand zu fahren** drohen. Entsteht aus der Governance-Krise eine Wirtschaftskrise?

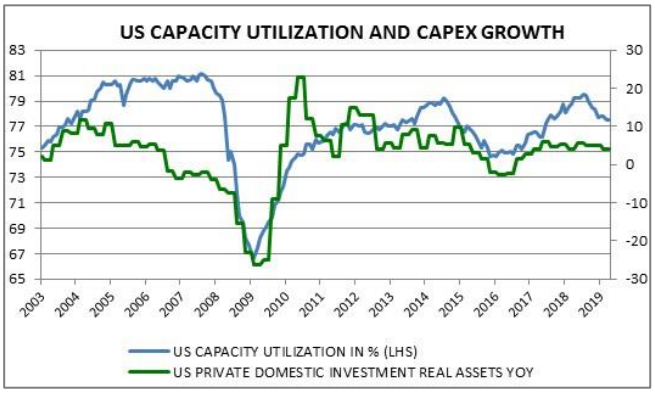
Zugegeben, das **globale Wirtschaftswachstum** hat sich **strukturell abgeschwächt** (Demografie, Digitalisierung, Wachstum in den Schwellenländern), der vom Zaun gerissene **Protektionismus verschärft die Situation** allerdings. **Politische Machtansprüche** wie zwischen USA und China, unverarbeitete Historie wie zwischen Korea und Japan oder (partei)politische Verkrustungen wie in Grossbritannien **werden nicht mehr auf dem diplomatischen Parkett**, sondern **auf den Gütermärkten** (Handelsdisput, Brexit, Exportrestriktionen etc.) ausgetragen. Das ist schlecht für die Konjunktur.

Die Spuren sind sichtbar: gemessen an den vorlaufenden Indikatoren **ist die globale Industrie auf dem Weg in die Rezession**, das **Geschäftsklima hat sich spürbar abgekühlt**, jüngst auch in den USA. Betroffen sind zurzeit vor allem die Kapitalgüter, wo die Nachfrage stagniert. Dies erstaunt, sind die Zinsen doch tief.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

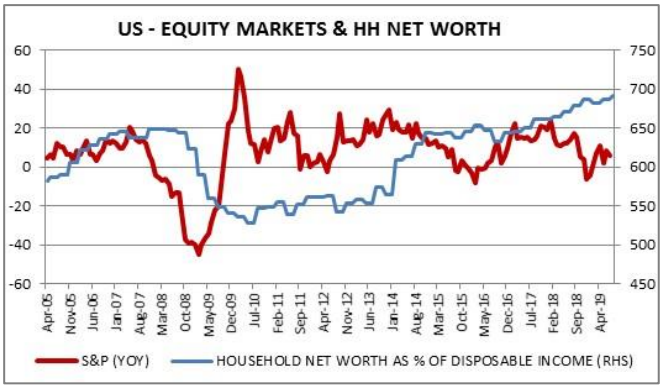
Ist die Weltwirtschaft **nach gut einem Jahrzehnt Liquiditätsfalle** (i.e. expansive Geldpolitik mag die Wirtschaft nicht mehr anzukurbeln) nun auch **in eine Investitionsfalle geraten?** Gut möglich, führen doch politische Querelen und die damit zusammenhängenden Unsicherheiten **zu Investitionszurückhaltung**. Dabei fällt die Kapazitätsauslastung trotz geringen Investitionen kontinuierlich. Wir deuten dies als Zeichen, dass auch die Güternachfrage langsam nachlässt.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

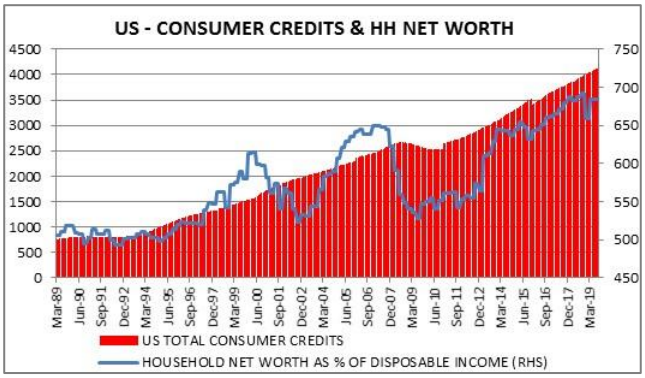
Wankt der Konsument, fällt das Kartenhaus!

Der Konsument stützt weiterhin das Wachstum. Dank **gesunden Arbeitsmärkten** steigen die Löhne, dank munter sprudelnder Liquidität, die in den Finanzmärkten Rendite sucht, nehmen die Vermögen zu, und zudem halten vorteilhafte Kreditkonditionen und Steuer-Benefits die Verbraucher bei guter Laune.



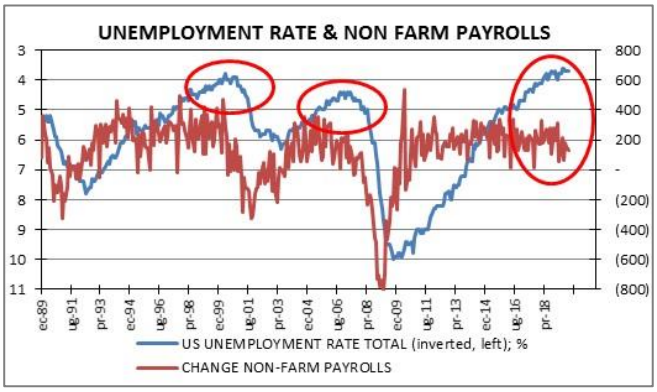
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Am auffälligsten ist dies in den USA. Das Textbuch sieht aber in den anderen grösseren Konsummärkten ähnlich aus. Der Nebeneffekt ist eine höhere private und staatliche Verschuldung.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

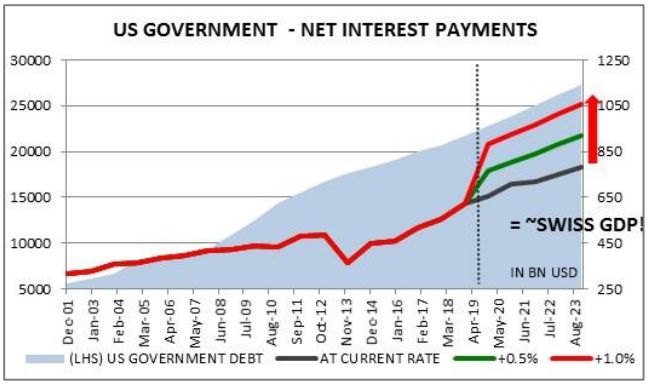
An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, **dass Arbeitsmarktdaten nachlaufende Indikatoren sind**. Eine – wie zurzeit feststellbar – tiefe Arbeitslosigkeit will wenig für die künftige konjunkturelle Entwicklung bedeuten. Eine stagnierende Anzahl neu geschaffener Stellen in den USA und nicht mehr fallende Arbeitslosen-Erstanträge weisen allenfalls darauf hin, **dass sich der US Arbeitsmarkt nicht mehr weiter verbessert.**



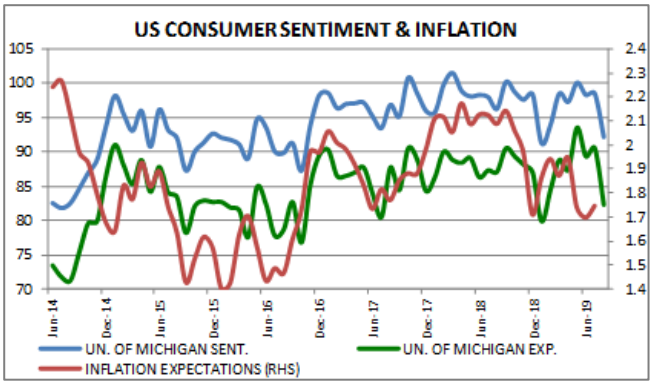
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Am meisten gespannt sind wir allerdings auf **die Entwicklung in Deutschland**, wo **die Industrieproduktion stark rückläufig bleiben und wohl Spuren bei den Stellen**, der Konsumnachfrage und der Sparquote hinterlassen wird. Deutschland dürfte im Q3 und möglicherweise auch im Q4 ein negatives Wirtschaftswachstum ausweisen.

Das **Verhältnis zwischen Zentralbanken und der Politik** ist getrübt. Die Geldhüter **haben nicht mehr nur einen geld- und währungspolitischen Auftrag**, sondern **sind der Konjunktur verpflichtet**. Eine Zinsnormalisierung wäre des Teufels, auch wegen dem Schuldenberg. Zum Glück schwächt sich das Wirtschaftswachstum ab – so lässt sich ein potenzieller Zielkonflikt vermeiden.

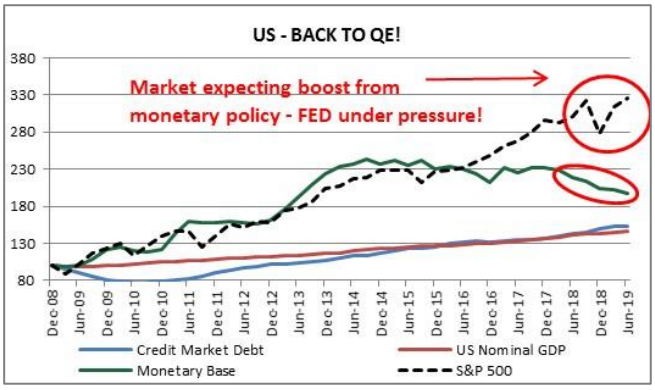


Quelle: Bloomberg, Santro Invest



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

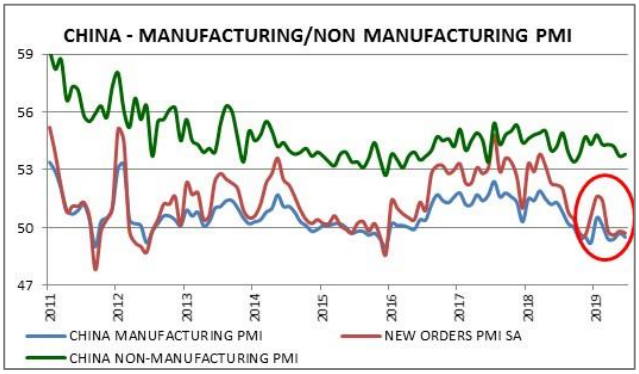
Wir glauben, die **Waffen der Zentralbanken sind stumpf geworden**. Ihr Einfluss wird weiter schwinden. Der Konsum wird in den kommenden Monaten die Konjunktur retten müssen.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Entscheidend ist dabei **ein gesundes Verbrauchervertrauen.** Das Erheben von Zöllen auf weiteren USD 300 Mrd. chinesischen Exporten ist der guten Stimmung nicht förderlich, werden dabei doch **zum ersten Mal auch Konsumgüter direkt besteuert** (wegen des Weihnachtsgeschäfts mit zeitlichem Aufschub!). Zudem scheinen die besorgniserregenden Nachrichten von der politischen Front auch den US Verbraucher langsam etwas skeptischer zu stimmen. Insbesondere die Entwicklung im Mittleren Osten kann einen bedeutenden Einfluss aufs Verhalten des ölpreissensitiven US Konsumenten haben. **Die Stimmungsindikatoren** sind noch **auf hohem Niveau**, **schwächten sich** in den letzten Monaten aber doch **markant ab**. Dasselbe gilt für Europa.

Wir erwarten nach wie vor (noch) **keine globale Rezession, aber eine weitere Abkühlung**. Die Einkaufsmanager-Indizes dürften sich insgesamt weiter zurückbilden - mit Ausnahme derjenigen Länder, die bereits in einer industriellen Rezession stecken (z.B. Deutschland, China). Dort erwarten wir eine Stabilisierung.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

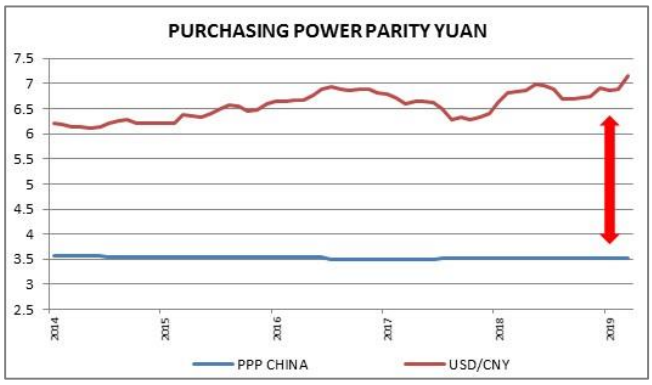
Die globale Wirtschaft steht an einem Scheideweg. Die Entwicklungen in den USA und China sind die Stellschrauben. **Dabei spielt der Konsum die entscheidende Rolle**. Wir erwarten eine Verlangsamung des Konsumwachstums, auch in den USA.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Fiskalpolitik übernimmt die Führung

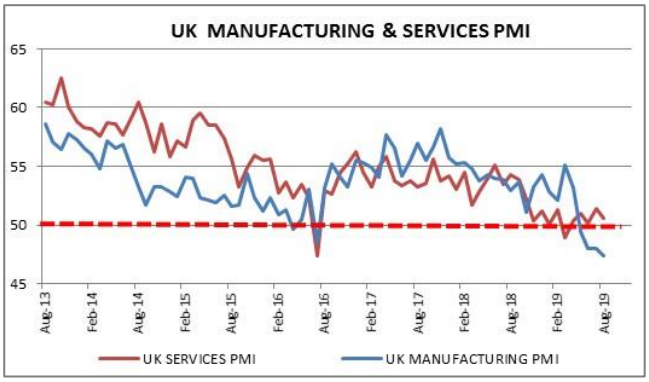
Tiefe Zinssätze sind kein Heilmittel gegen verunsicherte Verbraucher. Deshalb dürften die Regierungen die **fiskalpolitische Reissleine** ziehen, sei es **via Steuersenkungen** (oder keine Konsumsteuer-Erhöhung wie in Japan) oder mittels **Lancierung von Konjunkturpaketen/Stimulus Programmen**. China ist bereits vorgeprescht. Deutschlands Finanzminister Scholz hat durchblicken lassen, dass eine Krise mit „vielen, vielen Milliarden" begegnet werden könne. Keynes lässt grüssen. Er dürfte 2020 zum wichtigsten Wahlhelfer in den USA werden.

Die Zinsen bleiben tief und werden die **Diskussion über Währungsmanipulationen** nähren. Trifft dies ein, dürfte das makroökonomische Bild in den kommenden Monaten noch schwieriger zu lesen sein.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

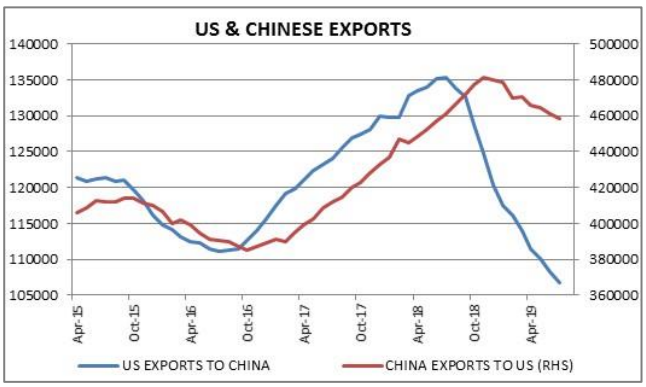
In ein paar Wochen beginnt **ein (politisch) Ereignis reiches Schlussquartal 2019.** Aus europäischer Sicht wird das Hauptaugenmerk auf das **noch völlig offene Finale des Brexit-Schauspiels sein.** Der letzte Akt unter der Leitung von Boris Johnson dürfte keine Glanzleistung werden, aber er erlaubt dem britischen Parlament, allenfalls die **Gestaltungshoheit zurückzuerlangen**. Inzwischen fehlt erneut die Zeit. **Ein „hard Brexit" Ende Oktober wird immer wahrscheinlicher**. Die nun über dreieinhalb Jahre dauernde Unsicherheit hat in der Wirtschaft Spuren hinterlassen und die Gefahr besteht, dass diese bei einem No-Deal Exit tiefer werden - auch in Kontinental-Europa.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

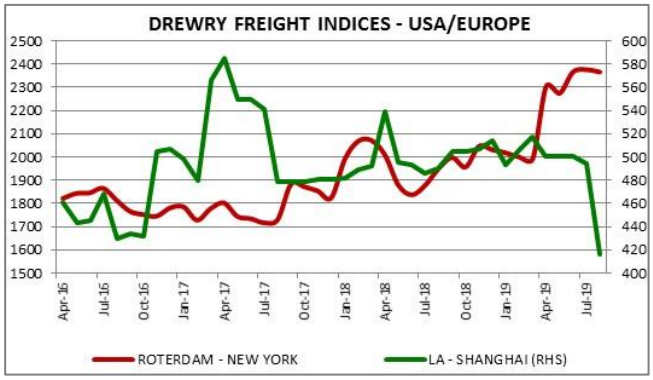
Von Interesse dürfte auch die **Regierungsbildung in Italien und die geldpolitischen Entscheide der EZB in der post-Draghi Ära sein.** Draghi hat sich jüngst mit einer geldpolitischen Bazooka selbst ein Abschiedsgeschenk gemacht: noch tiefere Strafzinsen, eine Wiederaufnahme der Wertschriftenkäufe (EUR 20 Mrd./Monat) und eine Verlängerung der Kreditspritzen an die strukturell angeschlagenen europäischen Banken (TLTRO Programm). Da hat er alle Register gezogen, ohne Rücksicht auf Verluste. Diese hat ja sowieso Frau Lagarde zu tragen – oder ihre Nachfolge…

Global werden die Augen Mitte Oktober auf **die mögliche Wiederaufnahme der Verhandlungen im Handelsstreit zwischen China und den USA** gerichtet sein. Der Anlass wirft seine Schatten voraus. In den letzten Tagen zeigten sowohl China als auch die USA Kompromissbereitschaft (Aussetzen/Aufschieben von Zöllen). Es ist durchaus möglich, dass ein „Deal" endlich zustande kommt. Das Hin und Her in den letzten 12 Monaten hat allerdings zu **stark an der Glaubwürdigkeit der Verhandlungspartner gerüttelt**, als dass es zu einer echten Entspannung kommen könnte. Diese dürfte deshalb nur von kurzer Dauer sein, **ist doch der wirtschaftliche Schaden schon angerichtet.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dabei leiden die USA wohl ebenso wie China, wie die Entwicklung der Exporte beider Länder aufzeigt. Interessant finden wir, dass aktuell **einzig die Frachtvolumen zwischen Europa und USA am Wachsen sind.** „Honnît soit, qui mal y pense“, wer dabei an Umgehungsgeschäfte denkt….

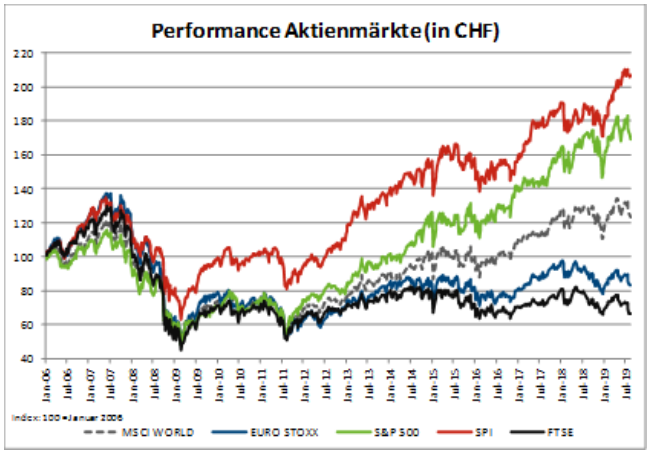


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Hochkonjunktur der „Dealmaker“ hat Risse gekriegt. Wirtschaftliche Interessen werden dem Ziel, das Gesicht zu wahren unterworfen sein.

Wer hat Recht, Aktien oder Obligationen?

Was bedeutet dies nun für Investoren? Besorgniserregende Nachrichten von der politischen Front, **schwache Wirtschaftsdaten** und fallende vorlaufende Indikatoren aus fast allen Ecken der Welt, ein **steigender Goldpreis** und Zinsen auf Rekordtief, inklusive einer invertierten Zinsstrukturkurve in den US. **Ein solches Umfeld macht normalerweise keinen Appetit auf Aktien.** Tatsache ist, dass sowohl der amerikanische als auch der europäische **Aktienmarkt auf Rekordniveau** handeln.

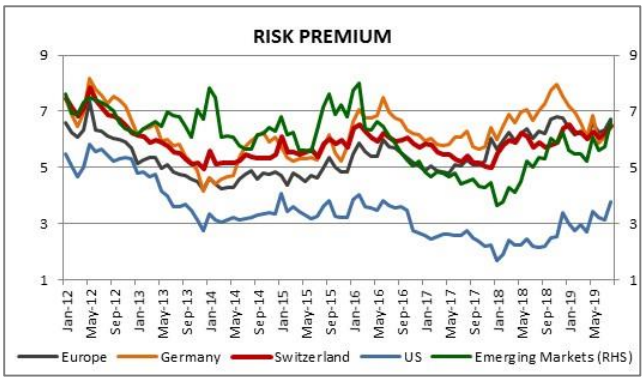


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Zentralbanken mit ihrer Tiefst- respektive Negativzinspolitik machen es möglich. Sie verzerren die Marktsignale. Die hoch **bewerteten Obligationen**, von denen mittlerweile global rund USD 15 Bio (oder rund 20% der ausstehenden Schuld) mit negativen Renditen unterwegs sind **versprechen den Konjunktur-Skeptikern das Heil,** während die **Wirtschafts-Bullen** – aus **Alternativlosigkeit** attraktive Erträge generieren zu können, ins **Aktien- und Kreditlager gedrückt werden**. Es ist für alle etwas da, wie im Selbstbedienungsladen. Beide Lager **vertrauen voll auf die Zentralbanken** und dies in Zeiten, in denen wir einen weiter **schwindenden Einfluss der Geldhüter** auf die Realwirtsacht erwarten.

So stellt sich erneut die Frage: **wer hat Recht,** Die Aktien- oder die Bondmärkte? Schwache Wirtschaftsdaten, Tiefstzinsen und inverse Zinskurven, fallende Gewinne bei den konjunktursensitiven Sektoren sprechen dem Bondmarkt die Weisheit zu. Insgesamt tiefere, aber immer noch positive Gewinne, gute Bilanzen und hohe Dividendenrenditen sprechen für Aktien.

Wir vertrauen dem Obligationenmarkt mehr, müssen aber eingestehen, dass die **globale Liquiditätsflut, der Drang nach Rendite**, die **schleichende Entwertung der Nominalwerte** eine **unheimlich nachhaltige Kraft** entwickelt hat. Die noch tieferen Zinsen lassen Kapitalkosten sinken, **Risikoprämien steigen und Aktienkurse explodieren.**

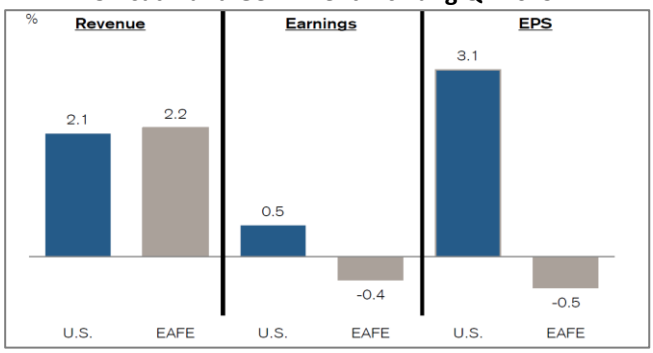


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Da spielt die **schlechtere Gewinnqualität der Unternehmen offenbar keine Rolle mehr;** zumindest vorläufig. In den USA sei daran erinnert, dass die Gewinne/Aktie – das Mass für die Bewertung – durch Aktienrückkäufe aufgebauscht sind. Das „Underlying“ wächst kaum noch. Wir erwarten sinkenden Gewinne

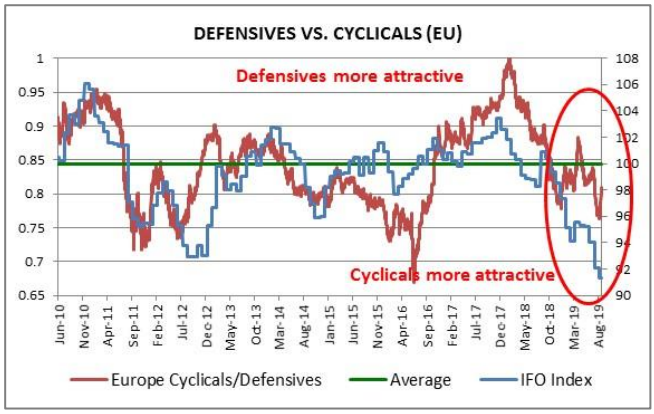
im Verlaufe der nächsten Quartale und sind gespannt, wie entspannt die Märkte darauf reagieren werden.

Umsatz- und Gewinnentwicklung Q2 2019



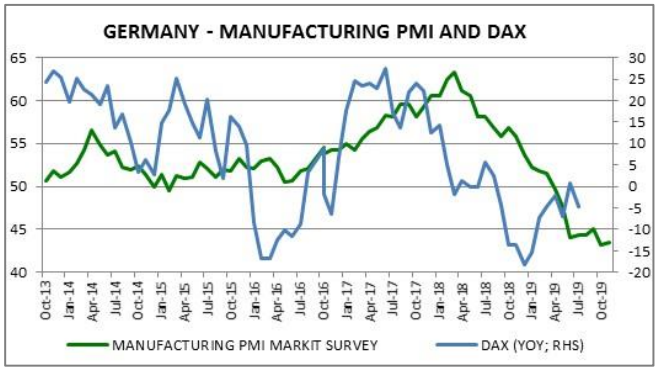
Quelle: Credit Suisse

Bei den **Aktien bleiben wir untergewichtet**, haben den defensiven Charakter aber etwas reduziert. Auch in einem von Liquidität getriebenen Markt hat schliesslich alles seinen Preis.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

In den kommenden Monaten dürfte sich das **Aktienportfolio taktisch gesehen immer wieder etwas anpassen**. Zyklische Titel zu kaufen braucht Mut, könnte sich aber in Märkten, wo die Einkaufsmanager-Indizes den Boden gefunden haben lohnen. Der DAX bleibt somit im Fokus.

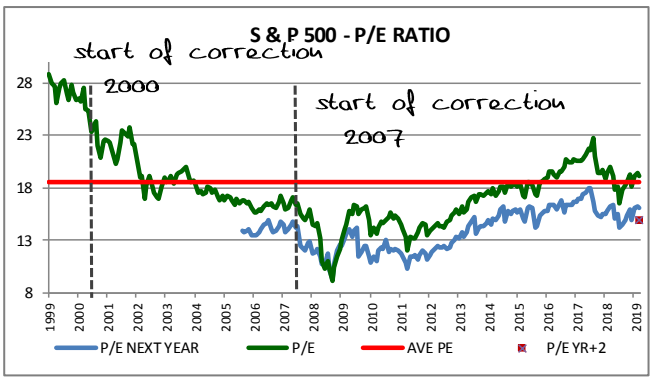


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Grossbritannien lassen wir links liegen, man muss ja nicht gleich den Helden spielen. Die USA erachten wir als teuer, sowohl bei den Zyklikern (ex. Tech) als auch bei den Konsumwerten. Bei den Schwellenländern lohnt sich ein selektives Engagement in Schwächephasen. **Gerade im chinesischen Aktienmarkt ist noch viel Negatives eingepreist.**

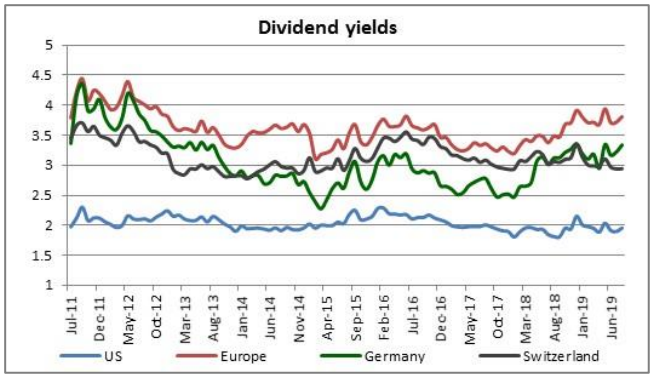
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das **Hauptargument vorsichtig auf Aktien zu bleiben liegt nicht bei der Bewertung.** Es ist auch selten, dass der Markt auf Höchstbewertungen korrigiert, weil Index-Höchststände meist mit übertrieben hohen Gewinnschätzungen gepaart waren



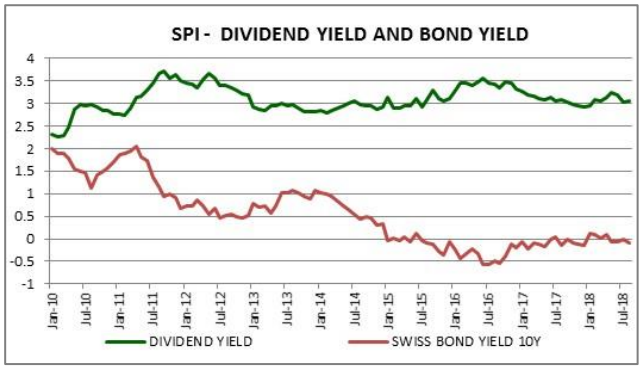
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bewertungskennziffern sehen aktuell nicht exzessiv aus, und **in Zeiten sich beschleunigender negativen Gewinnervisionen sind relative Bewertungen irgendwie irrelevant geworden.** Titel, die heute günstig aussehen, können morgen teuer wirken. Deshalb betrachten wir Renditen auf Freien Cash-Flows und Dividenden.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

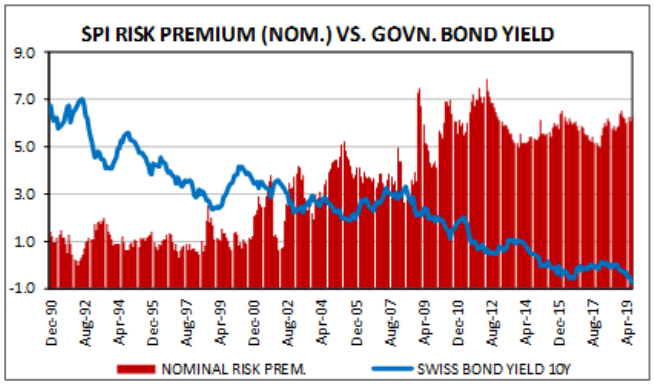
Letztere sind gemessen an den Bondrenditen vielerorts, ausser in den USA, immer noch interessant, **zum Teil so hoch**, dass man sich nach **der Nachhaltigkeit Fragen stellen** muss.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

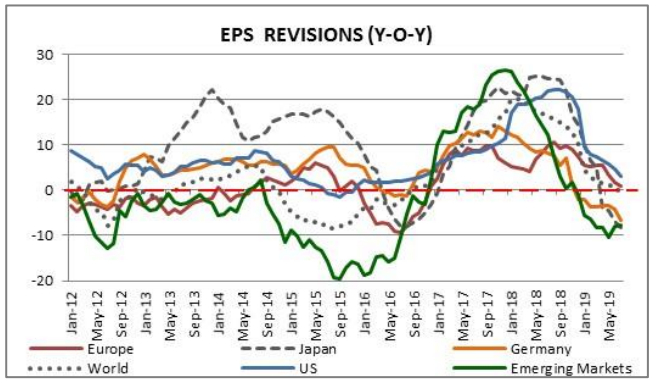
So sieht die Dividendenrendite von 3.2% beim DAX zwar spannend aus, der entsprechenden Freie Cash Flow (Rendite von 1.5%) reicht aber nicht für deren Deckung aus. Der Markt lebt von der „Substanz".

Letztlich werden die Aktienmärkte zurzeit wesentlich von den **attraktiven Risikoprämien** gestützt. Diese sind hoch, **wegen der tiefen Zinsen** und nicht etwa wegen der spannenden Gewinnrenditen.



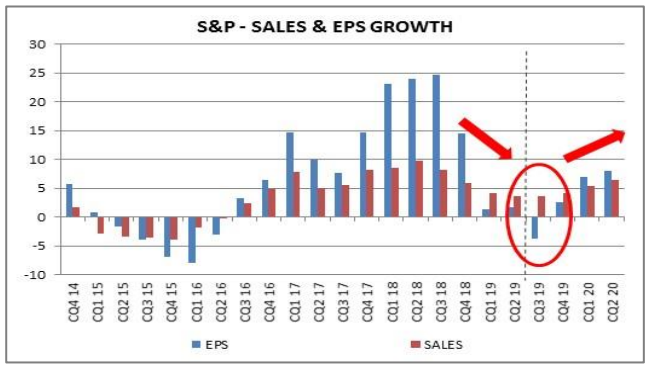
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Bei der Beurteilung der Aktienmärkte machen wir uns vor allem **Sorgen um die Effekte anhaltender Negativrevisionen** bei der Gewinnentwicklung.



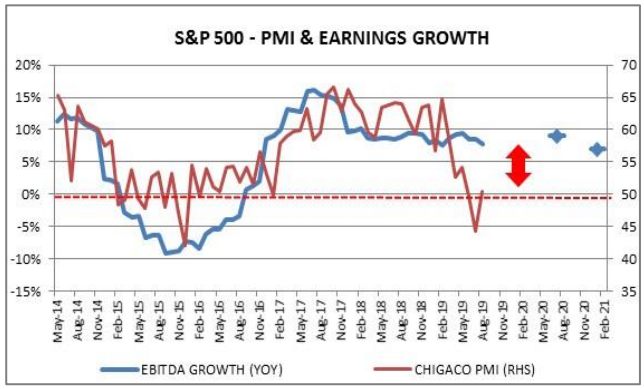
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die Schätzungen über die nächsten 2 Jahre **zeigen eine V-förmige Erholung**. Angesichts der stark rückläufigen Auftragseingänge muss ein solches Szenario doch hinterfragt werden. Da liegt Enttäuschungspotenzial drin.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

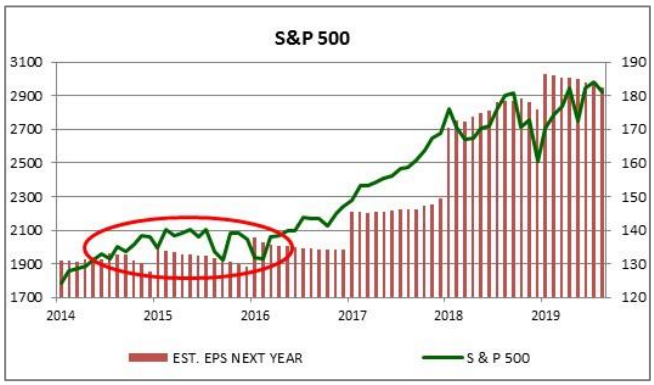
Der Umgang mit den Konsequenzen von politischen und konjunkturellen Risiken wird weiterhin an die Zentralbanken delegiert. Deren wirtschaftlichen Auswirkungen sind dadurch nur bedingt in den Gewinnerwartungen reflektiert.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

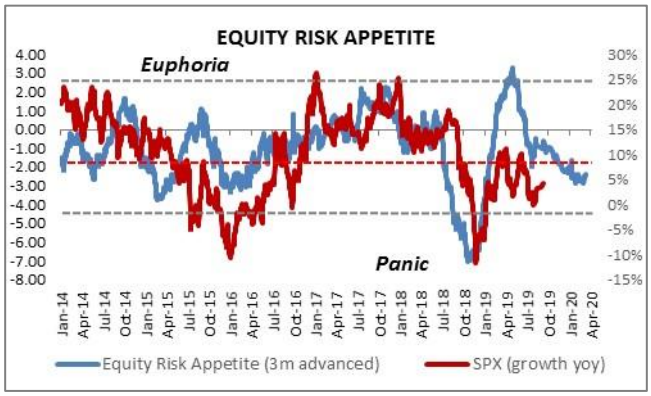
Der Revisionsbedarf ist aus unserer Sicht weiterhin gross, **das Gewinnloch wird bei vielen Unternehmen erst im H1-2020 ersichtlich**.

Wir erwarten auch **Dividendenkürzungen.** Dies dürfte nicht ohne Spuren am Markt vorbeiziehen – und spricht weiterhin für eine **insgesamt defensive Ausrichtung**. Ob es dabei zu einem „Crash" kommt, hängt davon ab, **wie stark sich die wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden Monaten noch abkühlt**. Aber auch unser Basis-Szenario (keine Rezession) deutet nur auf eine Seitwärtsbewegung mit höherer Volatilität hin. **Eine Situation wie wir sie in den Jahren 2015/16 erfahren haben**.



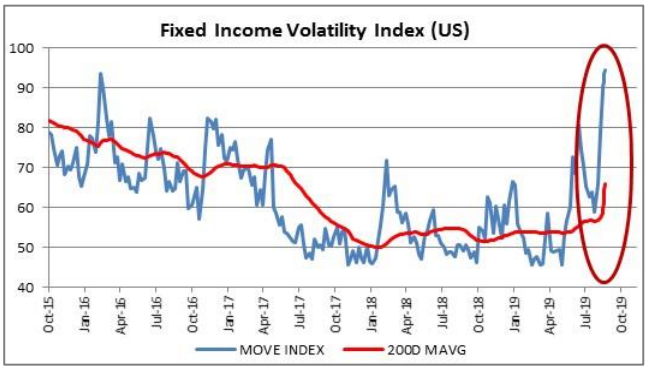
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Schliesslich kann die landläufige Meinung, es herrsche schon pessimistische Stimmung an den Aktienmärkten nicht bestätigt werden. Die **Meinungen sind im neutralen Bereich** wogegen der **Risikoappetit wieder etwas nachgelassen** hat.



Quelle: Credit Suisse

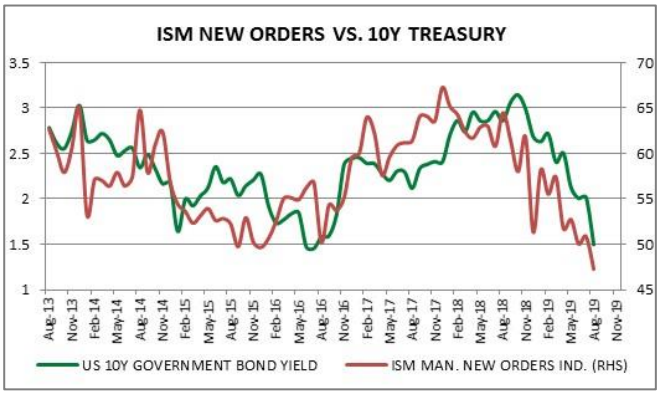
Die **Volatilität an den Aktienmärkten** hat jüngst wieder etwas angezogen, die Märkte sind aber noch weit von jeder Stress-Situation entfernt. **Die Obligationenmärkte senden ein etwas anderes Signal**. Dort hat die Volatilität klar angezogen – wie sehen dies **als Vorbote steigende Verunsicherung auch bei den Aktien.**



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

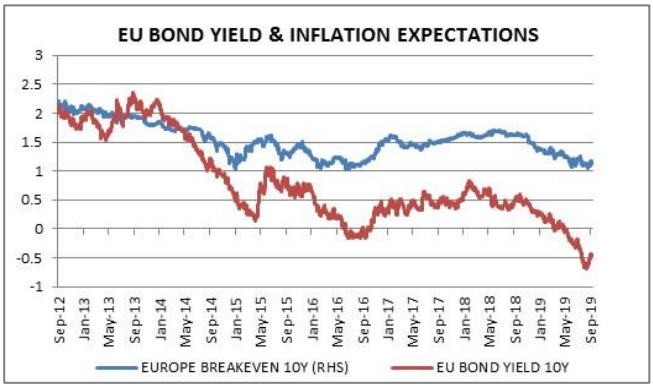
Tief, tiefer … – kein Zinsboden in Sicht

Das konjunkturelle Umfeld und die Politik sprechen für tiefe(re) Zinsen.



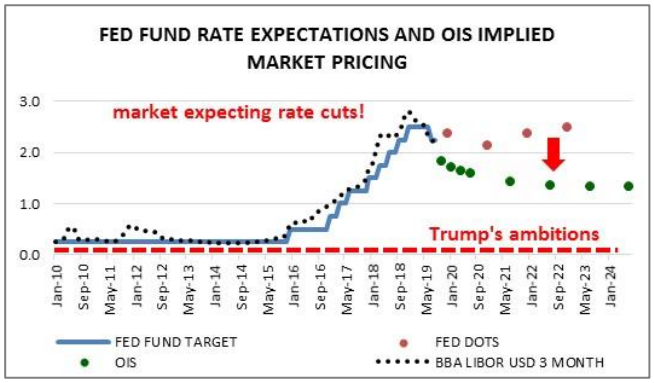
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **tieferen Rohstoffpreise** und dem Wachstum (noch) angepasste Lohnentwicklungen **halten die Inflationserwartungen** und somit **Aufwärtsrisiken bei den Zinsen in Schach.** Die EUR Zinsen scheinen vor diesem Hintergrund etwas überschossen zu haben!



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Schenkt man den Absichten des Weissen Hauses Glauben, **haben die USD Zinsen substanzielles Abwärtspotenzial**, über alle Laufzeiten. Der Interbanken-Markt indiziert zurzeit bis Ende 2020 „nur“ 4-5 Zinsschritte.

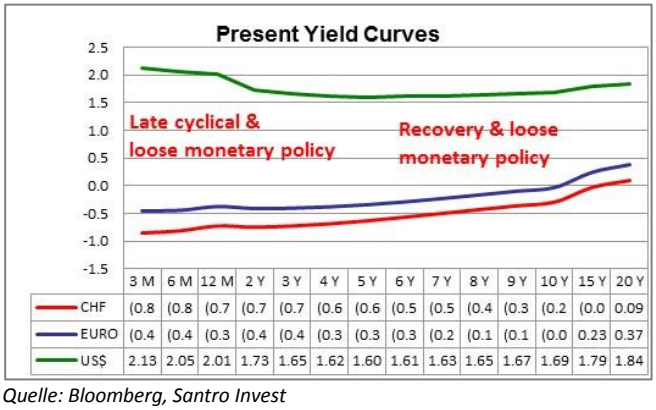


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Mit diesen 100-125bps Leitzinssenkungen dürfte der amerikanische Präsident nicht zufrieden sein (vor allem nicht im Wahljahr), läge der Leitzins dann immer noch bei positiven ~1%.

Quelle: Twitter

Die Zeiten werden immer skurriler, trotzdem dürfte sich eine Positionierung im USD rund um den Benchmark in den nächsten 12 Monaten lohnen. Die USD Zinskurve ist allerdings schon extrem flach.



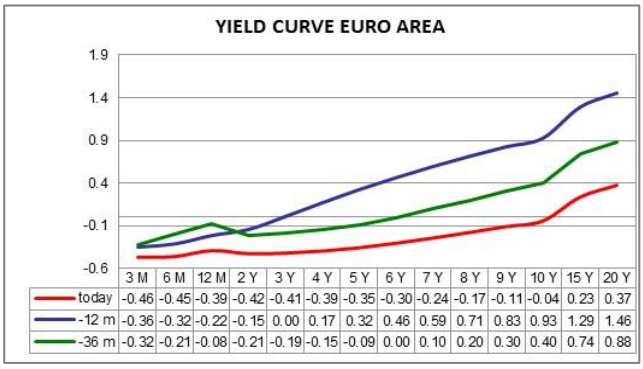
	3 M	6 M	12 M	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y
CHF	(0.8	(0.8	(0.7	(0.7	(0.7	(0.6	(0.6	(0.5	(0.5	(0.4	(0.3	(0.2	(0.0	0.09
EURO	(0.4	(0.4	(0.3	(0.4	(0.4	(0.3	(0.3	(0.3	(0.2	(0.1	(0.1	(0.0	0.23	0.37
US$	2.13	2.05	2.01	1.73	1.65	1.62	1.60	1.61	1.63	1.65	1.67	1.69	1.79	1.84

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Roll down-Gewinne sind schon fast nicht mehr möglich, sodass Anleihen-Investoren auf Markt- und/oder Leitzinsbewegungen angewiesen sind. Die **USD-Zinskurve bleibt zur Zeit der prominenteste Rezession-Indikator.**

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

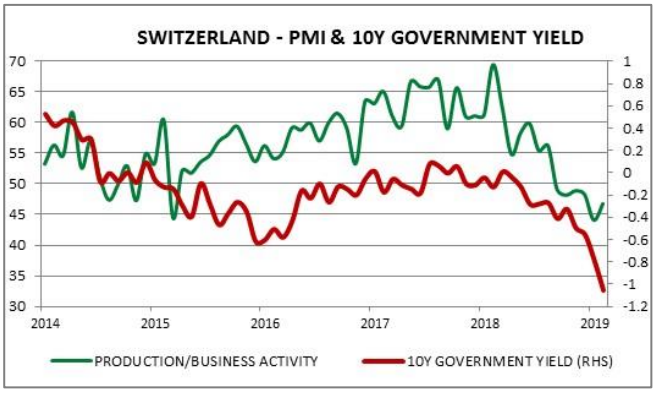
Im **EUR Raum scheint das Renditepotenzial** - nur schon wegen der fehlenden positiven Coupons und dem aus Schweizer Sicht unattraktiven Währungsexposition - **sehr limitiert**.



	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	-0.46	-0.45	-0.39	-0.42	-0.41	-0.39	-0.35	-0.30	-0.24	-0.17	-0.11	-0.04	0.23	0.37
-12 m	-0.36	-0.32	-0.22	-0.15	0.00	0.17	0.32	0.46	0.59	0.71	0.83	0.93	1.29	1.46
-36 m	-0.32	-0.21	-0.08	-0.21	-0.19	-0.15	-0.09	0.00	0.10	0.20	0.30	0.40	0.74	0.88

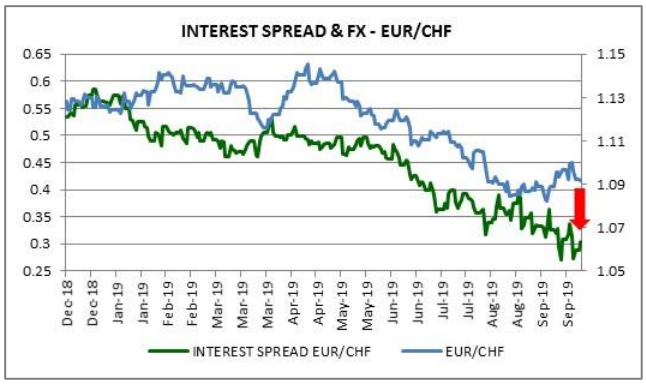
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die CHF Bonds erfahren erneut den Bonus des sicheren Hafens, sehen deshalb kurzfristig überkauft aus.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Interessant, dass die **SNB** nach dem jüngsten Zinsentscheid der EZB mit **den Zinssenkungen *nicht* nachgezogen hat.** Dies hat nichts mit den in vielen Kommentaren gepriesenen Autonomie zu tun, sondern vielmehr mit **innenpolitischem Druck** (z.B. Verzinsung der Rentenguthaben). Das Festhalten am -0.75% Leitzins **verbessert die Zinsdifferenz** weiter **zugunsten des CHF** und dürfte die **Schweizer Währung** weiter unter **Aufwertungsdruck** setzen. Die SNB hat sich erneut in eine delikate Lage versetzt…



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Auf Kredit sind wir noch negativer geworden. Obwohl die Zentralbanken Schumpeters „Kreative Zerstörung" ausgehebelt haben, **werden sich Kreditrisiken zunehmend materialisieren.** Tiefere Cash-Flows bei angeschlagenen Unternehmen mit hohen Kreditrisiken werden je länger je weniger über tiefe Zinsen zu kompensieren sein. **Die Banken werden ihre Felle retten wollen** - zunehmende Zins- und Kreditausfälle dürften die Kreditaufschläge in einen Aufwärtssog versetzen.

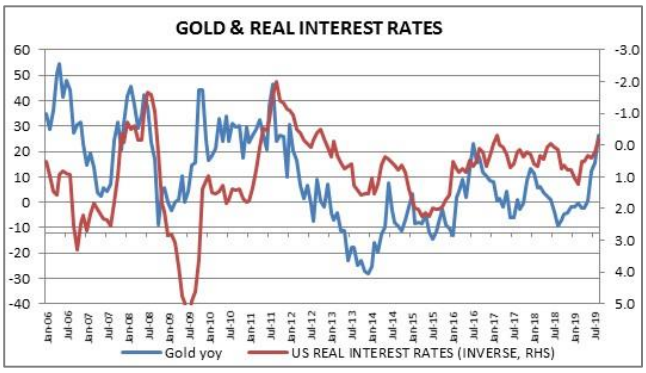
Aktuell gibt es sowohl im USD wie auch im EUR/CHF **eine grosse Kluft zwischen tiefen Zinsen und tiefen Spreads**. Ein klares Resultat der expansiven Geldpolitik. Mit dem jüngsten Entscheid Draghis auch auf der Kreditseite wieder aktiver zu werden, wird diese Situation zementiert.

Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Dazu gesellt sich im High Yield Bereich eine steigende Illiquiditätsprämie. **Unternehmensanleihen im guten Bonitätsbereich und Schwellenländer-Anleihen in festen Währungen erscheinen uns am attraktivsten**. Dabei rückt China wegen der weiteren Öffnung seiner Finanzmärkte weiter in den Fokus!

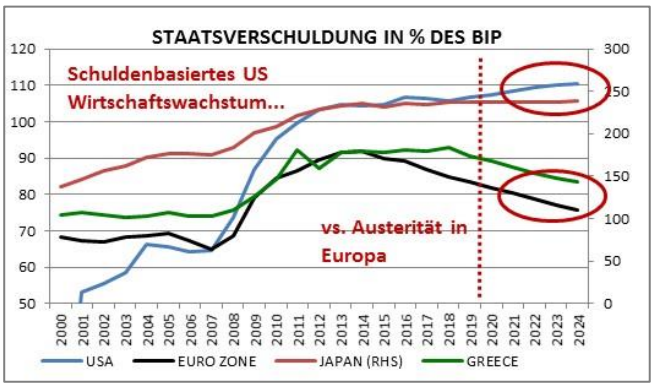
Gold im Auftrieb

Der Rohstoffkomplex zeigt erneut eine enttäuschende Entwicklung, **mit Ausnahme von Gold**. Das gelbe Metall profitierte trotz starkem USD von **fallenden Realzinsen und der angespannten geopolitischen Situation.**



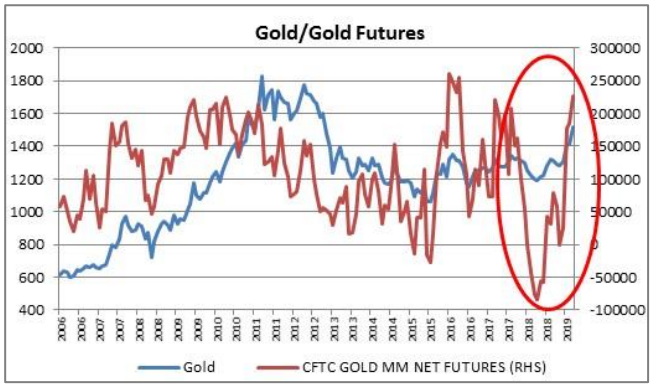
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir erwarten **weiter steigende Kurse**, da die Stresssituationen überhaupt noch nicht gelöst sind, und Investoren sich angesichts **der wieder angestossenen Liquiditätsschwemme** für immer (Draghi: „…as long as it takes…") und **der anhaltenden Schuldenwirtschaft** (US Budget Defizit hat gerate USD 1.0 Billionen p.a überschritten) dann doch langsam **Gedanken über die Werthaltigkeit des Geldes** machen.



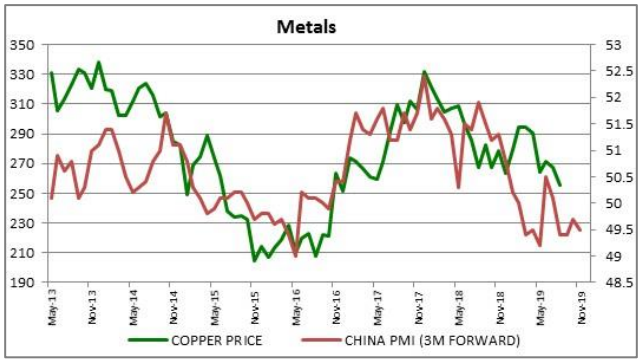
Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Gold ist eine Alternative. Kurzfristig könnte das Metall allerdings nach der starken Performance **in einer Konsolidierungsphase sein**. Die Investoren haben sich mittlerweile auch schon „long“ positioniert.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Die **Industriemetalle leiden unter den fallenden Einkaufsmanager-Indizes**. Dies gilt vor allem für Kupfer. Die Preise dieses Rohstoffs werden dann aber auch am schnellsten drehen, wenn sich die vorlaufenden Indikatoren (insbesondere in China) stabilisieren.

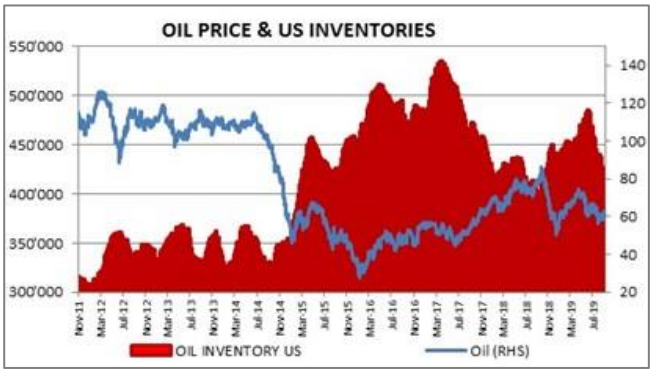


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Es wird zudem erwartet, dass **Kupfer 2020 wegen tieferen Produktionskapazitäten in eine Defizit-Situation fallen wird**. Eine zu negative Positionierung könnte sich fatal auswirken.

Enttäuschend war auch die Entwicklung beim **Erdöl**. Das schwarze Gold **hängt natürlich auch am Tropf der globalen Konjunktur.** Da Öl eine stärkere Bindung zum Konsumsektor hat, dieser sich noch abschwächen könnte, nehmen wir **eine vorsichtige Haltung ein**.

Positive Preisbewegungen dürften im Wesentlichen **von der Angebotsseite** kommen. Aufgrund der erwarteten rund -1.4% tieferen Nachfrage 2020 macht sich die **OPEC Gedanken zu weiteren Produktionskürzungen**, obwohl die Lagersituation weniger angespannt ist und der US Schieferöl-Sektor erneut eine tiefere Bohraktivität aufweist (tieferer Ölpreis, Schwierigkeiten bei der Finanzierung).

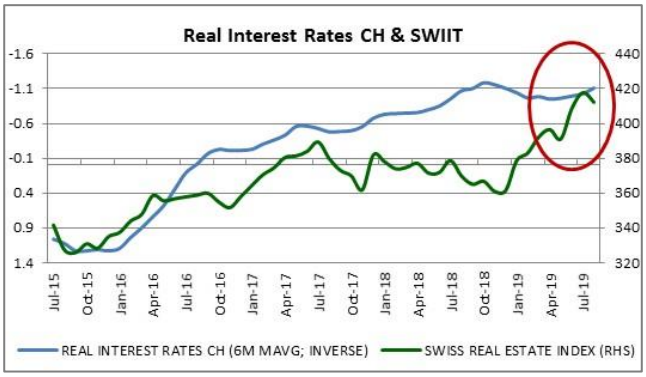


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Wir erwarten **OPEC Kürzungen von bis zu zusätzlichen 1mb/d in einem der nächsten OPEC-Meetings**. Nicht zu vergessen, die Krisenherde im mittleren Osten, welche bei einer Eskalation jederzeit den Ölpreis „anschieben“ könnten. **Im Krisenfall reagiert das Öl dann nicht mehr „rational“**, wie jüngst der Drohnenangriff auf die saudische Öl-Infrastruktur aufgezeigt hat: ein rund 5% Produktionsausfall hat zu einer Preisbewegung von fast 15% geführt!

Und ewig lockt… die Immobilie

Letztlich eine Kurzbeurteilung zu den Immobilien. **Fallende Realzinsen wegen rekordtiefen Nominalzinsen,** und diesbezüglich **kein Ausblick auf eine Änderung** der Situation, geben der Asset-Klasse weiter Schub.

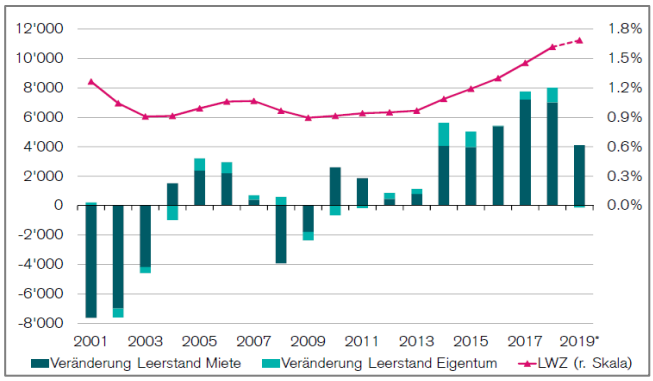


Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das **fundamentale Bild auf dem Schweizer Immobilienmarkt** hat sich in den letzten Monaten kaum geän-

dert, bis auf die Tatsache, dass **die Leerstände insgesamt weniger stark gewachsen sind**. Der (noch) anhaltend guten Konjunktur sei Dank.

ENTWICKLUNG LEERSTANDSQUOTEN

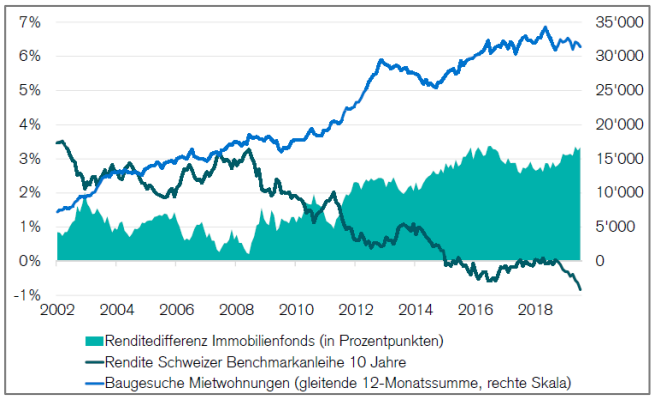


Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Allerdings steigt gerade bei den für viele institutionelle Investoren wichtigen **Mietwohnungen die Leerstandsquote unvermittelt** an. Auch halten sich die **Baugesuche für Mietwohnungen** nach kurzer Entspannung 2018 **auf hohem Niveau** – ein Warnzeichen für die Renditen. Die **Renditedifferenz** von Immobilien zu eidgenössischen Anleihen **ist jedoch erneut auf Rekord-Niveau (>3.5%)** obwohl die direkte Rendite auf den tiefsten Stand (klar unter 3%) fiel.

In Erwartung anhaltend tiefer Zinsen halten wir an unserer Immobilien-Allokation fest, vermeiden aber Anlagen mit hohen Buchwert-Aufschlägen.

TIEFE ZINSEN UND BAUKONJUNKTUR



Quelle: Credit Suisse

Schlussfolgerung

Die globale **Konjunkturabkühlung ist noch nicht am Ende.** Die USA dürften dieses Mal eher folgen als vorauseilen. Wir erwarten **keine globale Rezession**, allerdings kann das **nazistische, unberechenbare Verhalten von Präsidenten** der grössten Nationen dieser Welt dem **Wirtschaftsgeschehen unheilvollen Schaden zufügen** und das Schiff zum Sinken bringen.

Es ist deshalb ratsam, nicht volles Risiko einzugehen. Wir halten insgesamt an **der defensiven Vermögensallokation fest. Aktien bleiben untergewichtet**, wobei wir die Ausrichtung **etwas zyklischer** gestaltet haben. Bei den **Festverzinslichen** setzen wir auf **Sicherheit, weiter tiefe Zinsen** und eine Duration nahe dem Benchmark. Freiwerdende Mittel gehen in die Liquidität. **Cash** ist bei -1% Strafzinsen vielleicht nicht mehr King, aber **doch eine Versicherung in einer sehr fragilen Welt**; und es schafft Freiheitsgrade.

Die **Bedeutung der Taktik hat noch einmal zugenommen**. Beim Anlegen fühlen wir uns zurzeit wie beim Wellenreiten. Nur muss man sich bewusst sein, dass die **Bedingungen harscher geworden sind** – und dass es ratsam ist, nicht jeden Wahnsinn mitzumachen. Es könnte ja Täuschung und List dahinterstecken.

Johannes Borner, CIO, Santro Invest AG
Pfäffikon, 23. September 2019