



Anlagepolitik

Wirtschaft und Finanzmärkte

Dezember 2019



**St.Galler
Kantonalbank**

*Vermögensmanagement
Deutschland*

Inhaltsverzeichnis

Titelbild

Die schönste und mächtigste Feldulme der Schweiz ist eine Rarität und steht auf einem Feld bei Gams SG.

Foto: proarbore.com / Michel Brunner

- 1 Editorial**
Das «R-Wort» lässt die Anleger kalt
- 2 Wirtschaft**
Südamerika im Gegenwind
- 4 Zinsen und Renditen**
Der Euro ist für die Schweizer Zinsen zentral
- 5 Aktienmärkte**
OECD-Steuerreform: Folgen für die Schweiz?
- 6 Währungen**
Rohstoffwährungen: Durchzogene Bilanz
- 7 Rohstoffmärkte**
Wichtige Entscheide stehen an
- 8 Anlagestrategie**
Marktlage birgt Chancen und hat Tücken
- 9 Marktübersicht**
Wirtschaftsdaten und Ausblick
Finanzmärkte und Prognosen

*Wir verwalten Vermögen nicht nur,
wir pflegen es.*

St.Galler Kantonalbank AG

St.Leonhardstrasse 25
CH-9001 St.Gallen
Telefon +41 (0) 71 227 97 00
info@sgkb.ch
www.sgkb.ch

St.Galler Kantonalbank Deutschland AG

Prannerstraße 11
80333 München
Telefon +49 (0) 89 125 01 83 - 611
info@sgkb.de
www.sgkb.de

Editorial

Das «R-Wort» lässt die Anleger kalt

Liebe Anlegerin
Lieber Anleger



Das Börsenjahr 2019 neigt sich dem Ende zu. Es wird wahrscheinlich als ein sehr erfreuliches in die Geschichte eingehen. Viele Börsenindizes haben neue historische Höchststände erreicht, obschon die wirtschaftliche Abschwächung in den Industrieländern offensichtlich ist und die Gefahr einer Rezession so gross ist wie seit 2008 nicht mehr. Vor einem Jahr war es anders. Sobald das Wort «Rezession» fiel, zitterten die Börsen und die Aktienkurse fielen um ein paar Prozent, insbesondere bei den Aktien kleinerer Firmen. Im vierten Quartal 2018 hat der SPI Small & Mid-Cap Index insgesamt 18% verloren.

Die Themen sind heute die gleichen wie vor einem Jahr. Grossbritannien hat die EU immer noch nicht verlassen. Über die verschiedenen Strafzölle im Handelsstreit zwischen den USA und China sowie der EU hat man den Überblick schon lange verloren. Die wirtschaftlichen Wachstumsraten in der Eurozone tendieren gegen Null, getrieben von einer schrumpfenden Industrieproduktion. Dazu kommt die Eskalation im Konflikt mit dem Iran, welcher die Ölversorgung durch den Persischen Golf gefährdet. Die Anleger lassen sich davon aber nicht mehr erschrecken.

Der grosse Unterschied zum Vorjahr liegt in der Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank. 2018 erhöhte die Fed im Quartalsrhythmus ihren Leitzins. Die meisten Beobachter gingen davon aus, dass die Zinserhöhungen in diesem Jahr fortgeführt werden. Dem war aber nicht so. Die Fed nutzte ihren in den letzten Jahren aufgebauten Spielraum, um mit drei Zinssenkungen vorbeugend auf die Schwächezeichen der Konjunktur zu reagieren. Das gab den Anlegern das Ver-

trauen, dass eine Rezession zumindest vorläufig vermieden werden kann.

Der zweite Unterschied ist die Wahrnehmung des Handelsstreits. Vor einem Jahr war er noch neu. Man hatte nicht damit gerechnet, dass Präsident Trump seinen stetigen Drohungen über Zölle auch Taten folgen lässt. Entsprechend gross war der Schrecken, als es doch passierte. Mittlerweile hat man sich an den Handelsstreit gewöhnt. Er ist deshalb nicht weniger schädlich für den internationalen Handel und für die Entwicklung der Weltwirtschaft. Es lässt sich aber besser abschätzen, welche Sektoren und welche Firmen wie stark davon betroffen sind. Zudem haben sich die Unternehmen nach Möglichkeit angepasst, indem beispielsweise Teile der Produktion von China nach Vietnam oder Thailand verschoben wurden. Neue Drohungen aus dem Weissen Haus drücken zwar die Aktienpreise immer noch nach unten. Lange hält der negative Effekt aber nicht mehr an.

Die Verluste an den Börsen von 2018 waren übertrieben. Die Gegenbewegung in diesem Jahr erfolgte zu Recht und widerspiegelt eine vernünftige Einschätzung der konjunkturellen Risiken. Die neuen Höchststände basieren jedoch auf der Einschätzung, dass die Zinsen noch lange sehr tief bleiben werden und das Wachstum in den Industrieländern im nächsten Jahr wieder zunimmt.



Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

Wirtschaft

Südamerika im Gegenwind

In Südamerika brennt es aktuell an allen Ecken und Enden. Erst fiel das «Wunderkind» Brasilien vom Sockel. Dann versank Venezuela immer tiefer in politischen Unruhen. Schliesslich zahlte Argentinien zum wiederholten Male seine Schulden nicht und nun kommen sogar die beiden Vorzeigeschüler, Chile und Bolivien, zunehmend unter Druck. Was ist nur los mit dem grossen Subkontinent?

Überraschend an den Schicksalen dieser Länder ist, dass es sich nicht um einen Dominoeffekt oder eine Kettenreaktion handelt. Denn wirtschaftlich und politisch sind diese Länder untereinander wenig vernetzt und die Probleme der einzelnen Staaten sind unterschiedlich gelagert.

Aktuelle Brennpunkte

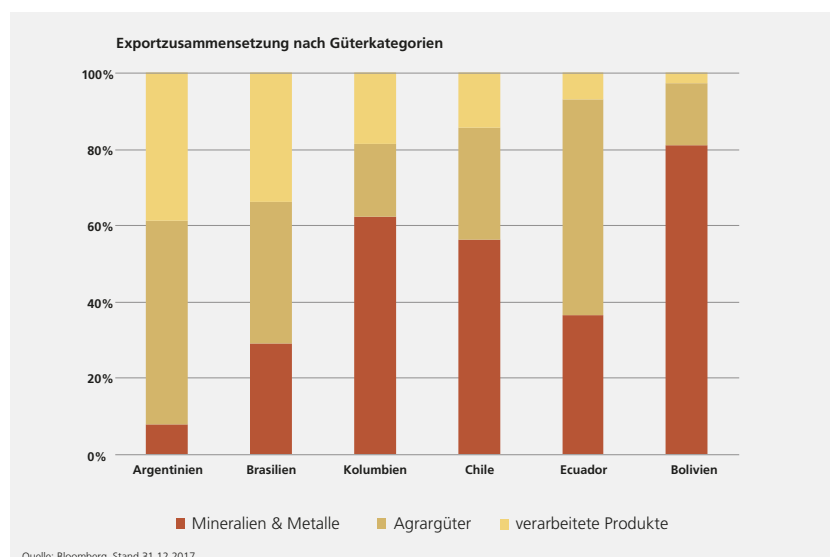
Brasilien hat sich unter Präsident Jair Bolsonaro einer Rosskur verschrieben, um das ewige Schreckgespenst Korruption loszuwerden. Bisher mit überschaubarem Erfolg. Wirtschaftlich scheint sich die Lage nach der tiefen Krise in Folge des Petrobras-Skandals etwas zu entspannen. Fast von einem Staatskollaps muss man hingegen in Venezuela sprechen. Millionen flüchten aus dem Land, regelmässig bricht die Energieversorgung zusammen. Bisher ausgetretete Krankheiten wie Malaria machen sich wieder breit und der Staat ist bankrott. Besserung ist vorerst nicht in Sicht. In Bolivien wiederum wurde der amtierende Präsident aus dem Amt gejagt. Streiks und Strassenkämpfe zwischen den politischen Gruppen sind an der Tagesordnung. Dabei galt gerade Bolivien mit seinem indigenen Präsidenten lange als Vorzeigeland. Eines, das einen Mittelweg gefunden zu haben schien zwischen wirtschaftlichem Liberalismus und Verstaatlichung. Und auch in Chile und Ecuador gehen die Menschen für mehr soziale Gerechtigkeit auf die Strasse. Der Rohstoffboom ist dort nicht bei allen gleich angekommen. Und zu guter Letzt versucht auch Argentinien, erneut zahlungsunfähig, sich zum wiederholten Male neu zu erfinden.

Topographie und mangelnde Infrastruktur

Die Probleme Südamerikas sind vielseitig. Kolonialerbe, Konflikte mit der indigenen Bevölke-

rung, westliche Interventionen und Wirtschaftsprogramme spielen wichtige Rollen in unterschiedlichen Ausprägungen, die bis heute ihre Spuren hinterlassen. Durch sein mehrheitlich gemeinsames kulturelles Erbe und die grösstenteils gleiche Sprache wäre Südamerika eigentlich wie gemacht für eine Union à la EU. Die deutlich unterschiedliche Entwicklung seit dem Ende der Kolonialisierung sowie die Topographie sind aber gewichtige Gegenspieler. Der Subkontinent ist riesig. Die Fläche Südamerikas entspricht dem vierfachen der gesamten Europäischen Union. Und es sind nicht nur die Distanzen, welche den Handel erschweren. Fast jedes Land ist vom anderen entweder durch schwierig überwindbare Bergmassive, Wüsten oder durch riesige Dschungel und Sumpflandschaften getrennt. Zwischen Brasilien und Venezuela gibt es beispielsweise keine offizielle Strassenverbindung. Der einzige Verbindungsweg ist der Amazonas. Ein Lasttransport von Sao Paulo, dem Wirtschaftszentrum Brasiliens, nach Lima (Peru) dauert rund drei bis vier Tage. Er führt über unbefestigte Strassen und Pässe, welche bei entsprechender Witterung schnell unbefahrbar werden. Zugverbindungen existieren in Südamerika, einer Region nahezu so gross wie Kanada und

Rohstoffe als zentraler Exportschlager



die USA zusammen, praktisch keine. Dies führt dazu, dass die Länder untereinander wenig vernetzt sind.

Rohstoffexporte und Konsum zentral

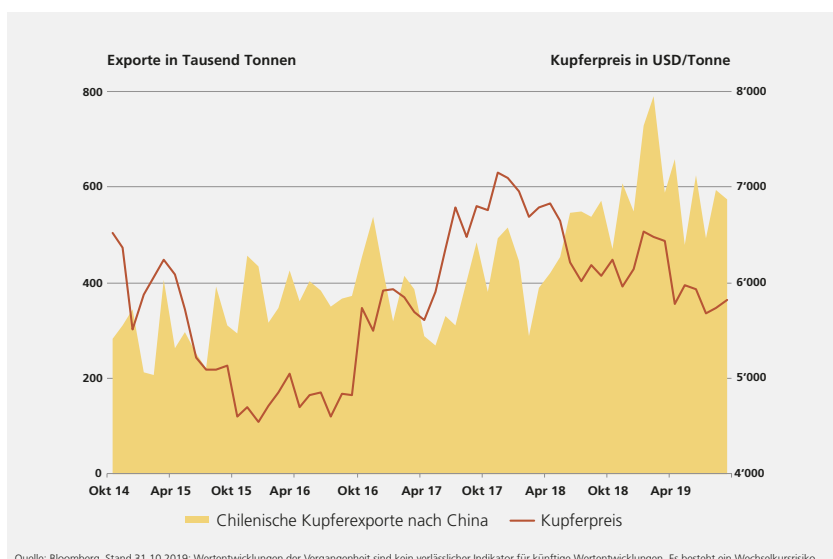
Südamerikas Wirtschaft ist im globalen Handel praktisch nur mit Rohstoff- und Landwirtschaftsexporten kompetitiv. In Brasilien dominieren Soja, Eisenerz, Erdöl und Rohrzucker. Chile exportiert hauptsächlich Kupfer sowie Fischfilets. Argentinien wiederum exportiert vor allem Sojabohnen und Mais. Dieses Bild zeigt sich praktisch bei allen Ländern Südamerikas. Es existieren kaum verarbeitende Industrien und praktisch alle Exporte gehen nach China, in die USA oder Europa. Insbesondere China war in den letzten Jahren mit seinem Rohstoffhunger ein gewichtiger Stabilisator für das südamerikanische Wachstum. Die wirtschaftliche Schwäche Chinas, insbesondere die geringeren Investitionen in Infrastruktur, schlagen voll auf die Importnachfrage durch. Chinas Nachfrage nach Kupfer ist seit Februar 2019 um 30% zurückgekommen und dies trotz um 11% gesunkener Preise. Sinken die Rohstoffpreise, fehlen die Deviseneinnahmen durch die Rohstoffverkäufe in der Staatskasse. Viele südamerikanische Staats-

haushalte sind abhängig von den Rohstoffverkäufen. Diese finanzieren oft Sozial- und Rentenprogramme, um die hohe Einkommensungleichheit etwas auszugleichen. Fallen diese Staatseinnahmen geringer aus, wird als erstes bei diesen Programmen gespart. Hinzu kommt, dass die heimische Wirtschaft in erster Linie über den Konsum, beziehungsweise oft über Konsumkredite, wächst. Diese Kredite sprudeln und sind günstig, solange die Banken diese zu tiefen Zinsen refinanzieren können. Schwächt sich aber die Nachfrage von Rohstoffen und somit nach Exporten ab, führt dies zu einer schwächeren Währung. Die Zentralbanken müssen dann zur Stabilisierung der Währung die Zinsen anheben. Gleichzeitig verteuern sich damit aber Kredite, was insbesondere die jungen und ärmeren Haushalte trifft. Diese starke Abhängigkeit von der Nachfrage nach Rohstoffen und der Verfügbarkeit nach günstigem Geld wird immer wieder schnell zum Teufelskreis für die südamerikanischen Staaten. Die Versuchung der Regierungen, in diesem Teufelskreis die eigene Notenpresse anzuwerfen, ist gross und ihr wurde in der Vergangenheit oft nachgegeben. Die Gefahr einer daraus entstehenden Hyperinflation ist vielen Südamerikanern omnipräsent. Argentinien und vor allem Venezuela stecken gerade mitten drin.

Lage zum Teil hoffnungsvoll

Die Situation in Südamerika gestaltet sich einmal mehr schwierig, ist aber nicht aussichtslos. Insbesondere Chile, Ecuador, Kolumbien und auch Brasilien scheinen stabil genug, um die Krisen zu überwinden. Mehr Skepsis ist bei Venezuela und Argentinien angebracht. Die Staaten Südamerikas tun aber generell gut daran, ihre Abhängigkeit vom Rest der Welt, insbesondere bezüglich der Rohstoffexporte, deutlich zu reduzieren und ein stärkeres Augenmerk auf die Infrastruktur und den Binnenhandel zu legen. Die gemeinsame kulturelle und sprachliche Basis dafür ist in Südamerika mehrheitlich gegeben und auch das Vertragswerk steht mit dem Mercosur-Abkommen bereits. Dies würde den Subkontinent deutlich stabiler machen gegen exogene Schocks wie die jüngste Nachfrage- und Preisschwäche bei den Rohstoffen.

Chilenische Kupferexporte nach China deutlich schwächer



Zinsen und Renditen

Der Euro ist für die Schweizer Zinsen zentral

Im März 2009, also bereits vor über zehn Jahren, fand die Stärke des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro erstmals Erwähnung in der geldpolitischen Lagebeurteilung der Schweizerischen Nationalbank. Seither ist das Währungs-paar ständiger Begleiter der Schweizer Zinsen.

Anfänglich versuchte die SNB, der Frankenstärke mit Worten und einer signifikanten Ausweitung der Liquidität beizukommen. Als der Aufwertungsdruck im Sommer 2011 jedoch aufgrund der Euro-Schuldenkrise immer stärker wurde, entschied sich die Schweizerische Nationalbank, einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festzulegen und diesen mit aller Konsequenz durchzusetzen. Erst gut drei Jahre später, im Januar 2015 änderte die Notenbank ihre Strategie abermals. Mit Negativzinsen, die eine genügend grosse Zinsdifferenz zur Eurozone sicherstellen sollen, sowie gezielten Deviseninterventionen gelang es der SNB seither, eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens weitestgehend zu verhindern. Doch weshalb legt die Nationalbank überhaupt so grossen Wert auf die Währungsentwicklung?

Unterstützung für den Exportsektor

Einerseits schadet ein zu starker Franken dem Exportsektor. Und dieser hat in der kleinen offenen Volkswirtschaft Schweiz schon seit jeher ein grosses Gewicht. Viele Schweizer Industrieunternehmen verkaufen ihre Produkte zu einem grossen Teil ins Ausland und werden entsprechend in Euro oder US-Dollar bezahlt. Die Kosten für die Herstellung der Produkte fallen hingegen in Schweizer Franken an. Verlieren die Fremdwährungen also gegenüber dem Franken laufend an Wert, so stehen den gleichbleibenden Kosten immer tiefere Erträge gegenüber, was sich über kurz oder lang in einer sich abschwächenden Wirtschaft bemerkbar macht.

Preisstabilität ist oberstes Ziel

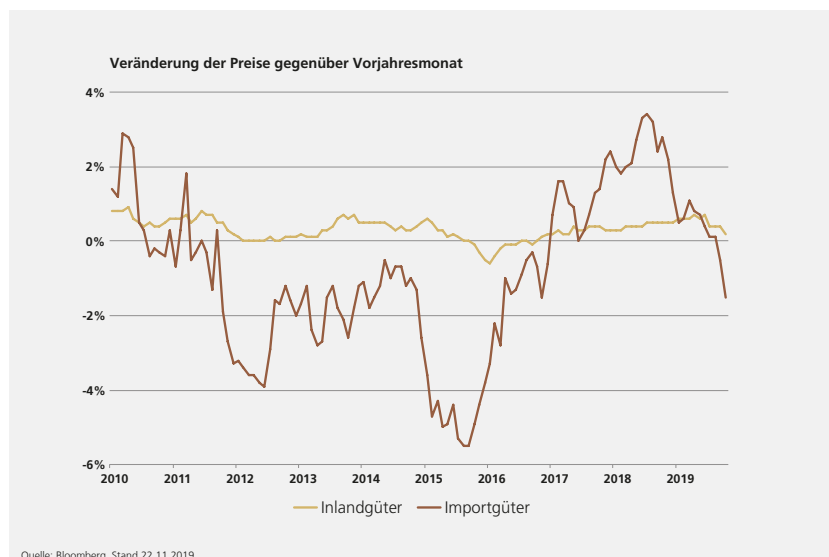
Die Schweizerische Nationalbank hat gemäss ihrem Gesetzauftrag aber noch ein der Konjunktorentwicklung übergeordnetes Ziel, die Preisstabilität. Unter Preisstabilität versteht die SNB jährliche Preissteigerungen zwischen 0% und 2%. Gemessen wird diese Inflationsrate im Landesindex der Konsumentenpreise. Interes-

sant ist, dass im aktuellen Warenkorb bereits über 25% der Waren aus dem Ausland importiert werden. Ein schwächelnder Euro wirkt sich so also direkt auf die in der Schweiz gemessene Inflation aus, da die importierten Waren in Franken gerechnet laufend günstiger werden. Was für die Konsumenten zuerst einmal erfreulich ist, widerspricht jedoch dem obersten Ziel der Nationalbank. Denn obwohl die Preise inländischer Produkte stabil blieben, ist die aktuelle Inflationsrate aufgrund der günstiger gewordenen Importgüter negativ.

SNB wird ihre Geldpolitik beibehalten

Eine negative Inflationsrate heisst aber nicht per se, dass die SNB reagieren und ihren Leitzins weiter senken muss. Doch sie wird ihre aktuelle Geldpolitik mit einer negativen Zinsdifferenz zum Euroraum und den Deviseninterventionen konsequent weiterführen, damit der Schweizer Franken nicht noch stärker wird. Wir gehen deshalb davon aus, dass der rekordtiefe Leitzins von -0.75% noch längere Zeit Bestand haben wird. Dies wirkt sich auch bei den längerfristigen Zinsen aus, da die expansive Geldpolitik diese regelrecht auf tiefem Niveau festzurrt. Wir gehen deshalb im weiteren Jahresverlauf von einer Seitwärtsbewegung der Renditen aus. ■

Schwächelnder Euro macht Schweizer Importgüter günstiger



Aktienmärkte

OECD-Steuerreform: Folgen für die Schweiz?

Die von den Finanzministern der G20-Staaten im Sommer diskutierte Digitalsteuer wurde nun von der OECD aufgenommen und zu einer umfassenden Steuerreform für internationale Konzerne ausgebaut. Für viele Schweizer Unternehmen hätte die angedachte Reform in der heutigen Form einschneidende Konsequenzen.

Ursprünglich war es die Absicht der OECD, neue Regeln für Digitalkonzerne wie Amazon, Facebook und Google aufzustellen. Digitale Geschäftsmodelle führen dazu, dass diese Unternehmen Umsätze ohne den Unterhalt von Betriebsstätten, also Produktion oder Niederlassung, vor Ort erwirtschaften. Internet-Firmen erwirtschaften dadurch in einzelnen Ländern grosse Gewinne, zahlen dort aber kaum Steuern. Gemäss EU-Kommission entrichten diese Firmen im Durchschnitt rund 9% Unternehmenssteuern. Bei klassischen Unternehmen liegt die Steuerrate bei über 20%. Auf Bestreben der USA wurden dann die neuen, für globale Internetkonzerne angedachten Regeln zu einem umfassenden Vorschlag zur internationalen Firmenbesteuerung ausgeweitet.

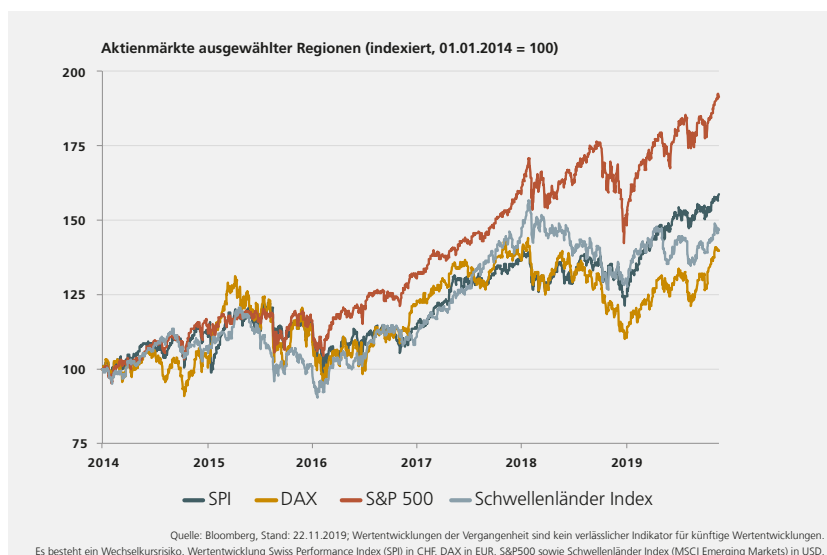
Nicht alle Unternehmen sind betroffen

Die geplanten Reformpläne gelten für Unternehmen, die eine bestimmte Umsatzgrösse erreichen und aus immateriellen Wirtschaftsgütern eine Überrendite erzielen. Diese Unternehmen müssen eine nachhaltige Präsenz in einem Land haben und keine Betriebsstätte dort unterhalten, um betroffen zu sein. Was dies im Detail bedeutet, wird noch ausgearbeitet. Aus heutiger Sicht ist anzunehmen, dass sich die Besteuerung der Firmengewinne weg vom Ort der Wertschöpfung, welche häufig in Niedrigsteuerländern stattfindet, hin zum Ort des Absatzes verlagern wird. In einem zweiten Schritt ist die Einführung eines globalen Mindeststeuersatzes (wahrscheinlich zwischen 10% bis 13%) geplant. Konzerne, die weltweit gesehen weniger als diesen Mindeststeuersatz abliefern, können dann für diese Differenz belangt werden.

Schweiz verliert, grosse Schwellenländer gewinnen

Die Schweiz wird durch diese neuen Regeln Steuereinnahmen verlieren. Das Finanzdepartement geht momentan von CHF 1 bis 5 Mrd. weniger Gewinnsteuereinnahmen aus. CHF 5 Mrd. entsprechen heute rund einem Viertel der Gewinnsteuereinnahmen. Für die Schweiz sind die Details, wie etwa der Mindeststeuersatz, bei der Umsetzung der Reformpläne entscheidend. Grundsätzlich werden durch die Steuerreform die Gewinnsteuer und die Mehrwertsteuer vermischt und der Steuereettbewerb ausgehebelt. Zu den Verlierern der Reform werden wohl neben der Schweiz auch Länder wie Holland, Irland, Luxemburg, Singapur und die skandinavischen Länder gehören. Gewinner sind die grossen Schwellenländer wie etwa Indien und Brasilien. Bei den Schweizer Unternehmen sind die Gewinner und Verlierer noch schwierig auszumachen. Zu höheren Steuerbelastungen könnte es für die Pharma- und Luxusgüterbranche kommen, da sie heute ihre Patente bzw. Markenrechte in Tiefsteuerländern versteuern. Gewisse Branchen wie Rohstoffhändler sollten hingegen von den neuen Regeln ausgenommen sein. Erwartet wird, dass sich die neuen Steuerregeln im 1. Quartal 2020 konkretisieren werden.

Aktienmärkte steuern auf ein positives Jahr zu



Währungen

Rohstoffwährungen: Durchgezogene Bilanz

Von der Abschwächung der Weltkonjunktur blieben die Währungen rohstofforientierter Industrieländer nicht verschont. Mit Blick auf die Zins- und Währungsentwicklung zeigen sich im aktuellen Jahr aber deutliche Unterschiede.

Rund um den Globus haben die Währungshüter 2019 ihre Geldpolitik gelockert. In den USA waren es drei Zinssenkungen. Auch ehemals traditionelle Hochzinsländer wie Australien und Neuseeland haben im laufenden Jahr den Leitzins insgesamt um je 0.75% auf historische Tiefstände gesenkt. Die beiden Währungen haben dadurch an Attraktivität eingebüsst. Inzwischen findet ein internationaler Anleger in Kanada, Norwegen oder in den USA ein vergleichbares Zinsniveau vor. Damit fällt für den australischen und neuseeländischen Dollar der Renditevorteil als Argument gegenüber diesen Währungsräumen weg. Zum Schweizer Franken und dem Euro weisen diese Rohstoffwährungen aber weiterhin einen Renditevorteil aus.

AUD & NZD – Taktgeber China

Im Oktober hat die Reserve Bank of Australia (RBA) den Leitzins auf ein Allzeittief von 0.75% gesenkt. Der Schritt kam nicht unvermittelt, RBA-Präsident Philip Lowe hatte im Vorfeld einen vorsichtigeren Ton angeschlagen. Die RBA senkte inzwischen ihre Wachstumsprognose Australiens für 2019 auf 1.75%. Für 2020 und 2021 bleiben die Währungshüter mit Wachstumsraten von 2.75% und 3% zuversichtlicher. Australiens und Neuseelands Konjunktur hängen dabei stark von China ab, wo sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt. Bleibt das so, ist bei den beiden Währungen in «Down Under» das Aufwertungspotenzial weiterhin begrenzt.

CAD – Kanada folgt den USA nicht

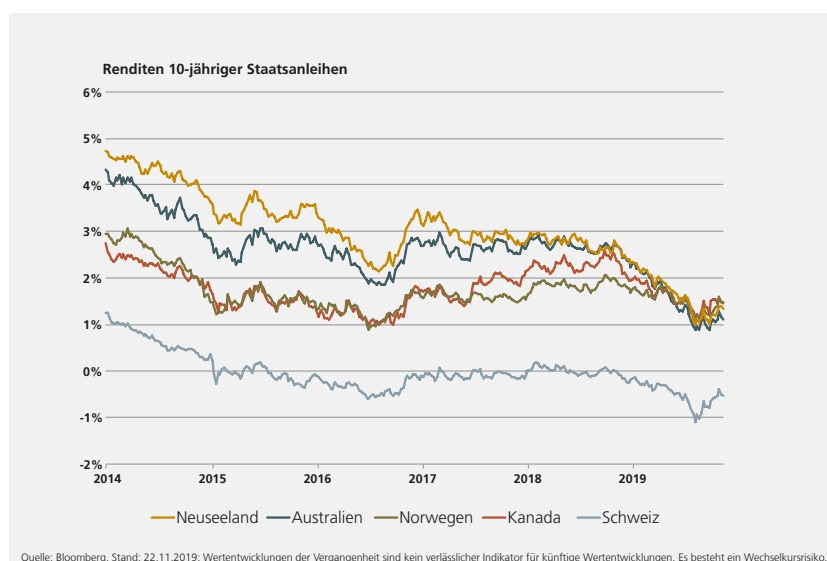
Innerhalb der G10-Währungen grüsst dagegen der kanadische Dollar von der Spitze aus – auch zum Schweizer Franken kann sich der «Loonie» behaupten. Der CAD/CHF-Wechselkurs notiert 4% höher als zu Jahresbeginn. Geholfen hat der höhere Erdölpreis, aber auch die solide Konjunkturlage Kanadas und die geldpolitische Ausrichtung der Bank of Canada (BoC). Zwar hob die BoC das von den globalen Handelsspannungen ausgehende Risiko für die kanadische Wirtschaft

in den letzten Monaten ebenfalls deutlicher hervor, doch nach der Zinssenkung der US-Notenbank Fed im Oktober hat Kanada mit 1.75% nun den höchsten Leitzins in der Gruppe der G10-Industriestaaten.

NOK – Zwiespältige Bilanz

Norwegen hebt sich noch deutlicher als Kanada vom internationalen Trend einer expansiver werdenden Geldpolitik ab. Im September hat die Norges Bank den Leitzins zum vierten Mal in den letzten 12 Monaten erhöht, sodass er nun bei 1.5% liegt. Mit einem durchschnittlichen realen BIP-Wachstum von 1.4% seit Beginn des Strafurungszyklus zeigt sich die Konjunktur Norwegens durchwegs solide. Dazu beigetragen haben der Privatkonsum sowie Investitionen im Energiesektor. Neu erschlossene Ölfelder haben jüngst die Förderung aufgenommen. Trotzdem fällt die Bilanz auf der Währungsseite ernüchternd aus. Die norwegische Krone notiert zum Schweizer Franken und US-Dollar rund 5% tiefer als zu Jahresbeginn. Der kleine Währungsraum macht die Krone anfällig für Kursschwankungen. Für die Krone sprechen wiederum die gesunden Staatsfinanzen sowie die positive Leistungsbilanz von Norwegen. ■

«Down Under»-Währungen büssen Zinsvorsprung ein



Rohstoffmärkte

Wichtige Entscheide stehen an

Der Gold- und Ölpreis steuern auf ein positives Handelsjahr zu. Im Dezember allerdings ist die Agenda mit dem Opec-Treffen und den geldpolitischen Lagebeurteilungen diverser Notenbanken noch gut gefüllt. Auch die US-chinesische Handelspolitik bleibt ein Stimmungstest für den Rohstoffmarkt.

Vor einem Jahr brach der Ölpreis aufgrund des Handelsstreits und den Konjunktursorgen innert weniger Wochen um 30% ein. Kurz zuvor erreichte dieser noch ein Jahreshöchst. Kaum ein wirtschaftlicher Indikator reagiert so direkt auf Hoffnungen und Sorgen, welche die Marktakteure umtreibt. Der Erdölpreis ist 2019 seinem volatilen Charakter treu geblieben. Gegenüber dem April-Höchst sank er um etwa 16%. Auf Jahressicht verzeichnet der Preis für die US-Sorte WTI aber noch immer ein sattes Plus von mehr als 25%. Der Drohnenangriff auf die Erdölinfrastruktur Saudi-Arabiens ist wieder aus den Schlagzeilen verschwunden. Zwar offenbarte dieser im September die Verletzlichkeit des Golfstaats, doch die saudische Produktion wurde inzwischen wieder hochgefahren. Da ein Engpass der weltweiten Ölversorgung ausblieb, hat sich der Fokus verschoben.

US-Förderung erreicht Rekordstand

Das US-Energieministerium (EIA) rechnet weiterhin mit einer US-Förderausweitung, wenn auch mit tieferen Wachstumsraten. Gemäss den Daten des Öldienstleisters Baker Hughes hat die Anzahl aktiver Ölbohranlagen seit Jahresanfang zwar um 23% auf nunmehr 671 Bohrplattformen abgenommen. In den USA erreichte die Förderung im November aber trotzdem einen Rekordstand von 12.6 Millionen Fass pro Tag. Insbesondere das grösste Fördergebiet für Schieferöl, das Permian Basin in Texas, trägt massgeblich dazu bei.

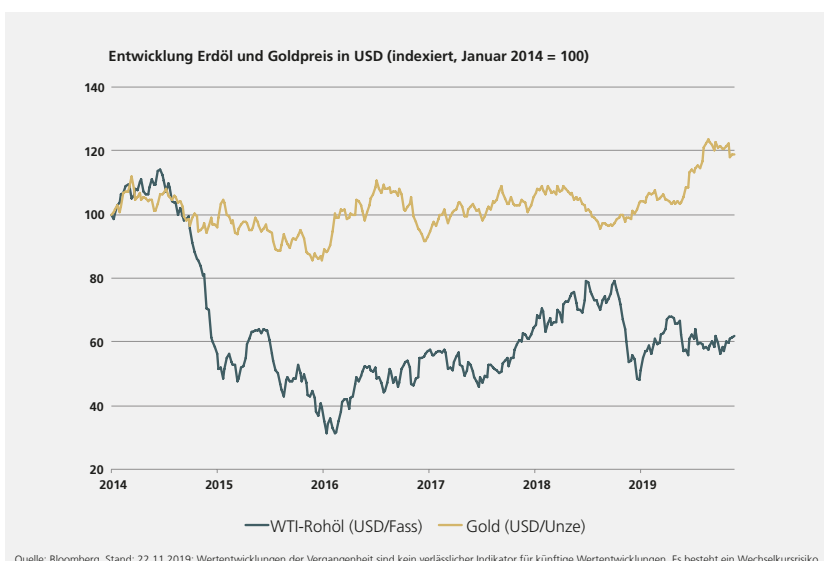
Opec entscheidet über Förderpolitik

Damit wird der US-Schieferölboom bei den Vertretern der Organisation erdölexportierender Länder (Opec) ein zentrales Gesprächsthema bleiben. Am 5. und 6. Dezember treffen sich die Opec und ihre Partner in Wien. Hinsichtlich Förderdisziplin können sie in Summe zufrieden sein. Die Anfang Jahr beschlossene Strategie wurde weitgehend eingehalten. Die Deckelung der Produktion ist aber auf Ende März 2020 begrenzt. Entsprechend richtet sich der Fokus bereits auf den weiteren Fahrplan. Angesichts einer schwächeren Ölnachfrage sowie der hohen US-Erdölproduktion wird bereits über eine weitere Kürzung der Fördermengen spekuliert. Es bleibt abzuwarten, ob hierzu bereits vor 2020 ein Entscheid gefällt wird.

Umschichtungen lasten auf Gold

Der Risikoappetit der Anleger hat Gold in den letzten Wochen in den Hintergrund rücken lassen. Gemäss dem World Gold Council waren in den USA vermehrt Umschichtungen in Aktien zu beobachten. Der Goldpreis büsste einen Teil der Gewinne ein, notierte Ende November auf Jahressicht noch 15% im Plus. Zwei Goldpreistreiber sind weiterhin aktiv. Aus Zinssicht ist das Umfeld für Gold positiv und als Versicherung in unruhigen Marktphasen bleibt es ein guter Stabilisator im Portfolio. Die anhaltende Nachfrage der Notenbanken dürfte zudem einen stabilisierenden Einfluss auf den Goldpreis haben. Hält der Trend im Schlussquartal an, steuern die Notenbanken bei den Goldkäufen nach 2018 auf ein weiteres Rekordjahr zu – womit sie eine gewichtige Stütze am Goldmarkt bleiben.

Rohstoffpreise: Positive Jahresbilanz



Anlagestrategie

Marktlage birgt Chancen und hat Tücken

Die Aussicht auf eine teilweise Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China und die expansive Geldpolitik liessen die Märkte zu neuen Höchstständen eilen. Dies drängte die nach wie vor gemischte Konjunkturlage völlig in den Hintergrund.

Können sich die USA und China im Handelsstreit auf ein Phase-1-Abkommen einigen? Die Finanzmärkte waren im November mehrheitlich davon überzeugt, dass dies möglich sein wird. Das hat die Stimmung an den Märkten beflügelt und den Weg für steigende Aktienmärkte geebnet. Wie wichtig diese Erwartung für die Entwicklung an den Aktienmärkten ist, zeigte sich, als China und die USA sich weniger harmonisch gaben. Da beide Parteien ein wirtschaftliches und politisches Interesse an einer Einigung haben, wird es zu einer Annäherung kommen. Wir gehen davon aus, dass bis Ende dieses Jahres ein Abkommen unterzeichnet wird. Die Situation in Hongkong sowie die teilweise unkoordinierte Kommunikation von Seiten der USA stellen für das Zustandekommen eines «Deals» das grösste Risiko dar.

Konjunktur: Stabiler, aber ohne Pfupf

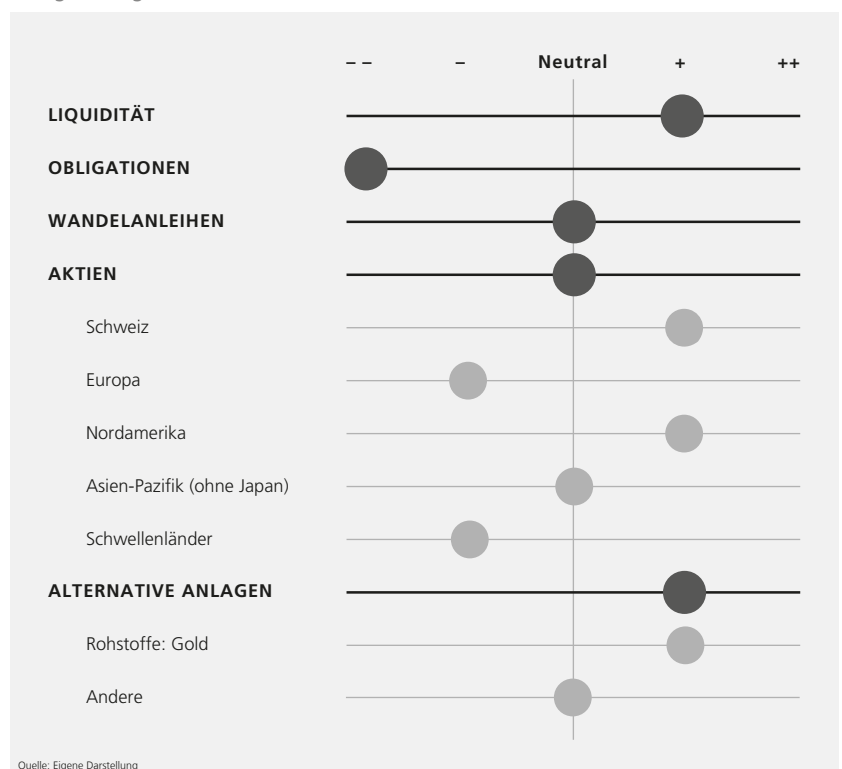
Die Konjunkturaussichten haben sich in den letzten Wochen glücklicherweise nicht weiter eingetrübt. Sie haben sich – wenn auch auf tiefem Niveau – stabilisiert. Weiterhin ist der Industriesektor stärker vom Abschwung betroffen als der Dienstleistungssektor. Mehrere negative Faktoren haben in der Industrie zu einer schwächeren Entwicklung geführt. Der Handelsstreit hat Unsicherheit hervorgerufen, was weniger Investitionen zur Folge hatte. Hinzu kommt, dass der Industriesektor weitaus stärker als der Dienstleistungssektor über international verflochtene Produktionsketten verfügt. Diese wurden im Zuge des Handelsstreits einer Belastungsprobe ausgesetzt oder sind teilweise auseinandergebrochen. Auf der anderen Seite befindet sich der Dienstleistungssektor in einer guten Verfassung. Seine Stärke zeigt, dass die Binnenwirtschaft sowohl in den USA als auch in der Eurozone und in der Schweiz nach wie vor floriert. Dies ist in Kombination mit einer expansiven Geldpolitik durchaus eine gute Ausgangslage dafür, dass die aktuelle Abschwächung der Wirt-

schaft nicht in einer Rezession mündet, sondern sich die Konjunktur wieder erholt.

Trügt die Ruhe?

Die Ausgangslage an den Aktienmärkten birgt Chancen, aber auch gewisse Tücken. Dass die USA und China ihre Unterschrift unter ein Phase-1-Abkommen setzen, ist wahrscheinlich, aber nicht garantiert. Gleichzeitig wäre das für eine weiterhin positive Entwicklung an den Märkten von grosser Bedeutung. Auch eine Wiederbelebung der Weltwirtschaft ist dank der soliden Binnenwirtschaft und der expansiven Geldpolitik sehr wahrscheinlich, aber nicht sicher. Die aktuelle Kombination spricht für Aktien, aber nicht für ein Übergewicht. Ebenfalls macht es Sinn, eher in defensive Märkte wie die Schweiz und die USA zu investieren. Gold ist ein willkommener Sicherheitspuffer gegen Unerwartetes. ■

Anlagestrategie

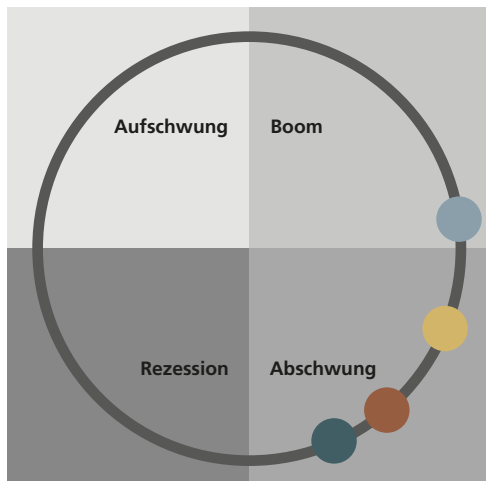


Marktübersicht

Wirtschaftsdaten und Ausblick

Daten per 20. November 2019; Quelle: Zahlen Bloomberg; Grafiken, Einschätzung: Eigene Darstellung

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Industrieländer



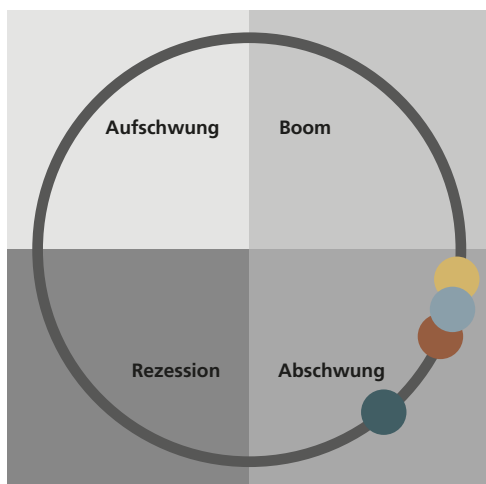
- Schweiz
- USA
- Eurozone
- Deutschland

	BIP YoY letztes Quartal	BIP YoY aktuell	Einschätzung	Inflationsrate YoY letztes Quartal	Inflationsrate YoY aktuell	Einschätzung	Arbeitslosenquote letztes Quartal	Arbeitslosenquote aktuell	Einschätzung	PMI letztes Quartal	PMI aktuell	Einschätzung
Schweiz	0.8%	0.3%	negative	0.3%	-0.3%	negative	2.3%	2.3%	positive	44.7	49.4	positive
USA	2.3%	2.0%	positive	1.8%	1.8%	positive	3.7%	3.6%	positive	51.2	48.3	negative
Eurozone	1.2%	1.2%	positive	1.0%	0.7%	positive	7.5%	7.5%	positive	46.5	45.9	negative
Deutschland	0.3%	0.5%	negative	1.7%	1.1%	positive	5.0%	5.0%	positive	43.2	42.1	negative

■ positive Einschätzung ■ neutrale Einschätzung ■ negative Einschätzung

- **Schweiz:** Die Wirtschaft scheint sich zu stabilisieren. Die Inflationsentwicklung kommt aber weiter nicht in die Gänge. Spielraum bietet sich der SNB trotzdem kaum.
- **USA:** Der Konjunkturmotor läuft noch, weist aber insbesondere in der verarbeitenden Industrie zunehmend Ermüdungserscheinungen auf. Stützend wirkt der Konsum.
- **Eurozone:** Der Wirtschaftsabschwung zeigt sich in den Wirtschaftsdaten. Der Industriesektor ist schwach, der Dienstleistungssektor ist in besserer Verfassung.
- **Deutschland:** Die Wirtschaftsleistung ist weiter schwach. Eine Rezession im Industriesektor lässt sich nicht mehr wegdiskutieren.

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Schwellenländer



- China
- Indien
- Brasilien
- Russland

	BIP YoY letztes Quartal	BIP YoY aktuell	Einschätzung	Inflationsrate YoY letztes Quartal	Inflationsrate YoY aktuell	Einschätzung	Arbeitslosenquote letztes Quartal	Arbeitslosenquote aktuell	Einschätzung	PMI letzter Monat	PMI aktuell	Einschätzung
China	6.2%	6.0%	positive	2.8%	3.8%	positive	3.6%	3.6%	positive	51.4	51.7	positive
Indien	5.7%	4.9%	positive	3.2%	4.6%	positive	-	-	positive	48.7	49.2	positive
Brasilien	0.5%	1.0%	negative	3.2%	2.5%	positive	7.5%	8.2%	negative	53.4	52.2	positive
Russland	0.9%	1.7%	negative	4.6%	3.8%	positive	4.5%	4.6%	positive	51.4	53.3	positive

■ positive Einschätzung ■ neutrale Einschätzung ■ negative Einschätzung

- **China:** Der Handelskonflikt belastet. Chinas geldpolitische und fiskalische Massnahmen wirken stützend, die Wirtschaft reagiert verhalten positiv.
- **Indien:** Der globalen Abkühlung kann sich Indien nicht entziehen. Die Stimmung ist im Keller, Zeichen der Besserung sind aber vorhanden.
- **Brasilien:** Das makroökonomische Bild fällt weiter gemischt aus. Aktuell macht sich etwas Hoffnung breit.
- **Russland:** Russlands Wirtschaft läuft zunehmend besser. Das Licht am Ende des Tunnels wird grösser.

Finanzmärkte und Prognosen

Daten per 20. November 2019; Quelle: Zahlen Bloomberg; Prognosen: SGK B

Leitzins und Geldpolitik	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
SNB	-0.75 %	-0.75 %	-0.75 %	-0.75 %	-0.75 %
EZB	-0.40 %	-0.40 %	-0.50 %	-0.50 %	-0.50 %
FED	2.00 % – 2.25 %	2.00 % – 2.25 %	1.50 % – 1.75 %	1.50 % – 1.75 %	1.50 % – 1.75 %

Kapitalmärkte (Renditen)	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
Schweiz 10 Jahre	-0.05 %	-0.97 %	-0.54 %	-0.60 % – -0.40 %	-0.50 % – -0.30 %
Deutschland 10 Jahre	0.38 %	-0.67 %	-0.35 %	-0.40 % – -0.20 %	-0.30 % – -0.10 %
USA 10 Jahre	3.06 %	1.59 %	1.74 %	1.70 % – 2.00 %	1.90 % – 2.20 %

Devisenmärkte	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
EUR/CHF	1.1322	1.0892	1.0974	1.06 – 1.11	1.05 – 1.10
USD/CHF	0.9949	0.9819	0.9909	0.97 – 1.02	0.97 – 1.02
EUR/USD	1.1384	1.1085	1.1073	1.07 – 1.12	1.06 – 1.11

Rohwaren	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
WTI-Rohöl (USD/Fass)	55	56	57	50 – 60	53 – 63
Gold (USD/Unze)	1'226	1'503	1'472	1450 – 1550	1500 – 1600

Aktienmärkte	Jahresperformance	Erw. KGV 12 Mt.	Aktueller Indexwert	Trend letzte 3 Monate	Prognose 3 Monate
S & P 500	26.1 %	18.9	3'108	↗	→
EuroStoxx50	27.0 %	15.5	3'684	↗	→
SMI	26.7 %	17.5	10'386	↗	→

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte genügen nicht allen Vorschriften zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG, vor bzw. nach Veröffentlichung dieser Unterlagen mit den entsprechenden Finanzinstrumenten zu handeln.

Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage einer fundamentalen sowie technischen Analyse der St.Galler Kantonalbank AG getroffen wurden. Diese Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar. Sie sind insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmte Handlungsempfehlung. Sie geben lediglich die aktuelle Einschätzung der St.Galler Kantonalbank AG wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Damit ist sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- und langfristige Handlungsentscheidung geeignet. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Soweit die im Dokument enthaltenen Daten von Dritten stammen, übernehmen weder die St.Galler Kantonalbank AG noch die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG für die Richtigkeit und Vollständigkeit Gewähr, auch wenn sie nur solche Quellen verwenden, die sie für zuverlässig erachten.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der St.Galler Kantonalbank Deutschland AG vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada oder Japan, sowie seine Übermittlung an US-Residents und US-Staatsbürger, ist untersagt.

Redaktionsschluss: 22.11.2019