



Anlagepolitik

Wirtschaft und Finanzmärkte
Mai 2020

Inhaltsverzeichnis

Titelbild

Schnittlauchinsel, Walensee, Kanton St. Gallen
Foto: Roland Gerth, Thal

- 1 Editorial**
Coronakrise: Neuer Stresstest für die Eurozone
- 2 Wirtschaft**
Corona beunruhigt die Obligationenmärkte
- 4 Zinsen und Renditen**
Notenbanken mit zentraler Funktion
- 5 Aktienmärkte**
Dividendenzahlungen in Zeiten von Covid-19
- 6 Währungen**
Das Bild gleicht sich von Kontinent zu Kontinent
- 7 Rohstoffmärkte**
Corona bringt Ölnachfrage zum Erliegen
- 8 Anlagestrategie**
Back to normal – oder doch nicht?
- 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

Coronakrise: Neuer Stresstest für die Eurozone

Liebe Anlegerin
Lieber Anleger



Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Epidemie haben die alten Gräben innerhalb der Eurozone, um die es nach dem Ende der Schuldenkrise rund um Griechenland ruhiger geworden ist, wieder aufgerissen. Die schwächeren

südlichen Länder, allen voran das gebeutelte Italien, fordern finanzielle Solidarität von den nördlichen Eurostaaten. Die nördlichen Länder, allen voran Deutschland, sind aber nicht bereit, die Schuldenpolitik der südlichen Länder zu finanzieren.

Die Gemüter erhitzen sich dabei wieder an der Frage, ob gemeinschaftliche Eurobonds emittiert werden sollen, die dank der Solidarhaftung der «reichen» Euroländer zu tieferen Zinsen herausgegeben werden können. Neu heissen sie werbetechnisch verpackt Corona-Bonds, sind aber das gleiche. Dabei existieren in der Eurozone seit der Rettung Griechenlands Unterstützungsgefässe wie der ESM, die finanziell auch gut dotiert sind. Die Italiener wollen sich aber nicht den Kontrollmechanismen des ESM unterwerfen und sich nicht vorschreiben lassen, für was sie das Geld brauchen. Auf der anderen Seite will Deutschland wissen, für was sein Geld in Italien eingesetzt wird.

Die Corona-Bonds sind aber nur das Schaufenster, hinter dem das grundlegende Problem des Konstrukts Eurozone steckt. Die wirtschaftlichen und strukturellen Unterschiede zwischen den verschiedenen Euroländern werden immer grösser und es fehlen die institutionellen und akzeptierten Ausgleichsmechanismen. Durch die Coronakrise werden die Spannungen im System noch stärker. Die Investoren, die über den Kauf

von Staatsanleihen der Euroländer das Gebilde zum grossen Teil finanzieren, stellen daher erneut die Vertrauensfrage. Diese äussert sich in der Zinsdifferenz zwischen den Anleihen der südlichen Länder und derjenigen Deutschlands. Diese Differenz ist in den letzten Wochen wieder deutlich grösser geworden.

Die Eurozone wird nicht so schnell auseinanderfallen, weil ein Ende des Euro die Idee der EU insgesamt ins Wanken bringen würde. Aber die beteiligten Länder werden sich Gedanken dazu machen müssen, wie sie die ursprünglich als Voraussetzung für den Euro-Beitritt deklarierte wirtschaftliche Konvergenz der Mitgliedsländer wieder stärken können. Sind die nördlichen Länder bereit, als Entgelt für eine stabile Währung gegenüber wichtigen Handelspartnern die schwächeren Länder zu finanzieren? Sind die südlichen Länder bereit, als Gegenleistung für die Unterstützung schmerzhaft wirtschaftliche Reformen durch- und umzusetzen, wie das Griechenland getan hat? Wenn sie diese Frage nicht mit Ja beantworten können oder wollen, muss sich die Eurozone ernsthaft überlegen, wie sie in einigermaßen geordneter Form zum alten Ausgleich über die Währungen zurückfindet. Das kann über das Ausscheiden einzelner Mitglieder oder im Extremfall auch über die Rückkehr zum alten System mit eigenen Währungen und teilweiser Anbindung an Deutschland geschehen.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'T. Stucki', written in a cursive style.

Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

Wirtschaft

Corona beunruhigt die Obligationenmärkte

Die Welt scheint in den letzten paar Wochen Kopf zu stehen. Die Ausbreitung des Virus und die entsprechenden Massnahmen der Staaten haben alle auf dem falschen Fuss erwischt. Corona hat einen regelrechten Tornado in der Weltwirtschaft ausgelöst.

Die Coronakrise hat weltweit zu einem noch nie dagewesenen wirtschaftlichen Schock geführt. Nicht mal die Finanzkrise führte zu einem so schnellen und heftigen Einschnitt. Chinas Wirtschaft, welche als erste von Covid-19 getroffen war, ist das erste Mal seit den 70er Jahren überhaupt in eine Rezession gerutscht. Gemäss offiziellen Daten schrumpfte das chinesische Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal um -6.8%.

Krise breitet sich über drei Kanäle aus

Der erste Kanal ist der Einbruch des Konsums, ein Nachfrageschock. Durch den «Lockdown» praktisch sämtlicher, wirtschaftlich relevanter Endmärkte wird fast nichts mehr konsumiert. Die Menschen kaufen zwar noch Nahrungsmittel und decken sich teilweise online mit Gütern ein. Aber grössere Anschaffungen wie Autos oder Möbel werden kaum mehr getätigt. Der zweite Kanal, durch welchen sich die Krise ausbreitet, ist die Produktion. Hier herrscht ein Angebotschock. Viele Unternehmen können nicht mehr oder nur noch limitiert produzieren, da es durch virusbedingte Schliessungen von Betrieben zu Lieferverzögerungen kommt. Volkswagen beispielsweise schloss viele Produktionsbetriebe für mehrere Wochen. Und zu guter Letzt kommt noch der dritte Kanal hinzu, über welchen sich die Krise verschlimmert. Dieser Kanal sind die Finanzmärkte. Vielen Unternehmen wurde innert kurzer Zeit eine wichtige Möglichkeit der Kapitalbeschaffung genommen. Weder die Ausgabe von Obligationen noch von Aktien ist in einer solchen Situation attraktiv. Entsprechend kommen viele Unternehmen nicht mehr zu genügend Kapital.

Reaktion der Ratingagenturen

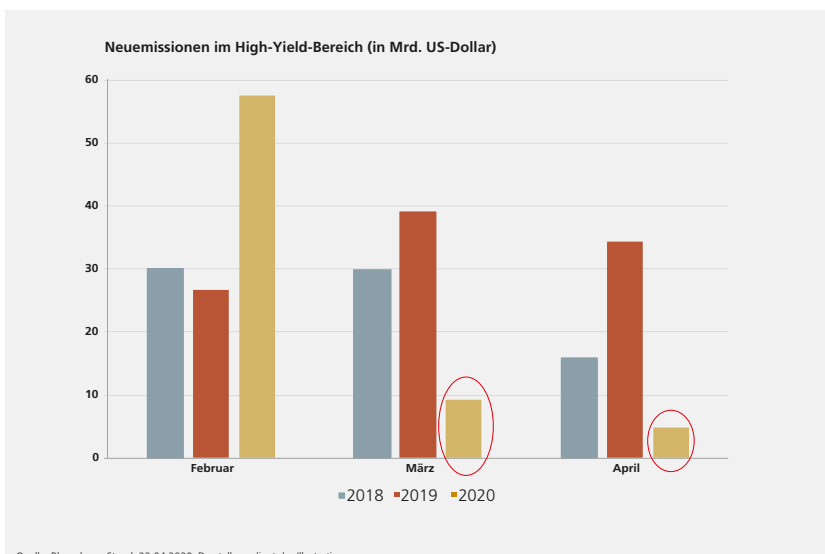
Die Reaktionen der Ratingagenturen auf die verschärfte Situation kamen prompt. Viele Unternehmen wurden herabgestuft. Insbesondere jene Unternehmen, welche direkt von der Coro-

nakrise betroffen sind und bereits vorher mit einer schwachen Bilanz unterwegs waren. Und deren gibt es einige. Die Boomjahre des vergangenen Jahrzehnts mit tiefen Zinsen und hohem Wachstum verführte viele Unternehmen dazu, Schulden zu machen sowie Kapitalreserven und Lagerhaltung zu minimieren. Denn Reserven und Lager sind Kosten, welche in guten Zeiten die Profitabilität schmälern. Und der lange Boom führte dazu, dass die Möglichkeit von Krisen immer mehr ausgeblendet wurde. Gleichzeitig wurden die Limiten immer mehr ausgereizt. Durch den drastischen Einbruch wird es deshalb für viele Unternehmen schnell eng. Die Wirtschaftsprogramme der Staaten verschaffen hier nur teilweise Abhilfe. Insbesondere die Konsumgüterindustrie, der Detailhandel, die Flugindustrie und natürlich der ganze Tourismusbereich sind unmittelbar betroffen.

Schwache Emittenten stärker betroffen

Gemäss Moodys sind rund 174 Milliarden US-Dollar an spekulativen Anleihen direkt von der Coronakrise betroffen. Dies sind ungefähr 25%

Zurückhaltung am Markt für Hochzinsanleihen



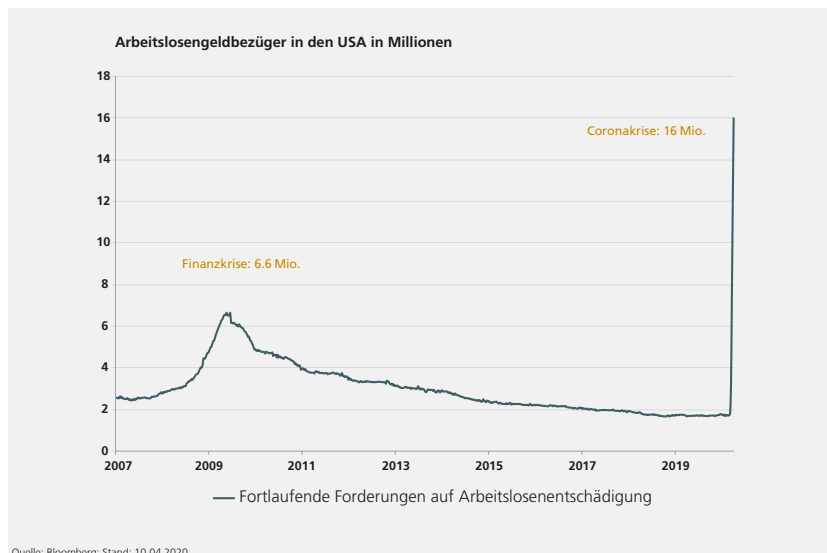
aller von Moody's gerateten Unternehmen. Viele Unternehmen werden die Coronakrise aber erst über sogenannte Zweitrunden-Effekte spüren. Lieferschwierigkeiten, eine tiefere Nachfrage und verschlechterte Refinanzierungsmöglichkeiten sind nur einige Punkte, die belasten. Insbesondere bei den schwach aufgestellten Unternehmen wird es eng. Eine schwache Marktposition in einem bereits vorher kompetitiven Umfeld gibt ihnen wenig Handlungsspielraum, um mit Lieferanten und Kunden neue Bedingungen auszuhandeln. Zudem ist der Kapitalmarkt praktisch ausgetrocknet. Seit Anfang März kam es weltweit zu gerade mal 21 Neuemissionen im Segment spekulativer Anleihen. Und die Zinssätze, die dafür bezahlt wurden, waren entsprechend hoch. Zum Vergleich: Im letzten Jahr waren es in der gleichen Periode knapp 100 Neuemissionen zu deutlich attraktiveren Finanzierungsbedingungen. Als einzige Möglichkeit bleiben vielen Unternehmen im spekulativen Bereich deshalb nur die Banken, um an Kapital oder Liquidität zu kommen. Doch diese sind kaum bereit, in dieser schwierigen Situation Kre-

dite zu vergeben. Zumindest nicht, wenn sie für den ausstehenden Betrag nicht eine Garantie vom Staat erhalten. Moody's, aber auch S&P und Fitch, haben erste Ratingveränderungen vorgenommen. In den meisten Fällen wurde das Rating vorerst um eine Stufe heruntergenommen. Allerdings ist der Ausblick oft negativ. Das bedeutet, dass durchaus weitere Herabstufungen folgen können.

Kommt eine langsame Wiederbelebung?

Aufgrund des starken, wirtschaftlichen Einbruchs könnten weitere Herabstufungen durchaus Realität werden. Insbesondere, wenn nach einer Öffnung der Wirtschaft nur zögerlich angefangen wird zu konsumieren. Dies hätte zur Folge, dass auch die Unternehmen bei Investitionen zurückhaltender agieren. Die Wirtschaft käme dann nur langsam wieder in die Gänge. Genau dies ist aktuell in Österreich zu beobachten. Trotz Aufhebung der Ausgangssperre zieht der Konsum nur langsam an. Hygieneauflagen und weiterhin geltende Limiten und Restriktionen in Läden, Restaurants und öffentlichen Einrichtungen vergällen den Leuten den Konsum. Und dies dürfte in anderen Ländern kaum anders aussehen. Zwar gaben unterdessen viele Staaten einen Fahrplan bezüglich zukünftiger Lockerungsmassnahmen bekannt. Doch ob die Menschen sofort wieder zum «courant normal» zurückkehren, bleibt abzuwarten. Zudem wird in vielen Ländern die Arbeitslosigkeit massiv ansteigen oder ist bereits angestiegen. Alleine in den USA haben seit Beginn der Coronapandemie 16 Millionen Amerikaner Arbeitslosenhilfe beantragt. Dies führt zu tieferen Einkommen und entsprechender Zurückhaltung beim Konsum. Gleichzeitig könnte die Krise wieder das Sparverhalten fördern. Man wird sich bewusst, dass ein Polster nie schlecht sein kann. Dies limitiert den Aufschwung zusätzlich. Entsprechend könnten Unternehmen, welche finanziell schwach aufgestellt sind, auch mit Staatshilfe mittelfristig Mühe bekommen. In den kommenden Wochen und Monaten muss deshalb mit zusätzlichen Ratingabstufungen gerechnet werden. Der Corona-Sturm ist noch nicht vorüber und hinterlässt massive Schäden, nicht nur am Kapitalmarkt. ■

Coronakrise schlägt direkt auf die Wirtschaft durch



Zinsen und Renditen

Notenbanken mit zentraler Funktion

Im Unterschied zur Finanzkrise 2008 schlägt die Coronakrise mit aller Kraft direkt auf die Realwirtschaft durch, ohne den Umweg über das Finanzsystem zu machen. Dennoch kommt den Zentralbanken auch in der aktuellen Krise wieder eine wichtige Rolle zu.

Die Unsicherheiten rund um das Coronavirus machten auch vor dem Geld- und Kapitalmarkt nicht halt. So zeigten sich zuletzt Schwankungen an den Zinsmärkten, die man sonst höchstens von Aktienkursen her kennt. Beobachten konnte man dies insbesondere in den USA. Obwohl die US-Notenbank Fed Mitte März ihren Leitzins praktisch auf Null senkte, stieg beispielsweise in einer ersten Reaktion der 3-Monats-Libor deutlich an.

Misstrauen und Liquiditätsbedarf

Für diese doch eher eigentümliche Bewegung gibt es in unseren Augen vor allem zwei Gründe. Einerseits wuchs – wie fast immer in solchen Krisen – das Misstrauen unter den Banken, die sich über den Geldmarkt gegenseitig Geld ausleihen. Dies machte sich in den gestiegenen Kreditaufschlägen der Banken bemerkbar. Andererseits zeigte sich ein deutlich gesteigener Liquiditätsbedarf, weshalb der Preis des Geldes – der Zinssatz – kurzzeitig anstieg. Neben Investoren, die ihre Verluste bei den Aktien mit Liquidität ausgleichen mussten, waren vor allem die Geschäftsbanken grosse Nachfrager nach Liquidität. Denn diese sollen den Unternehmen in der Krise mit Überbrückungskrediten zur Seite stehen.

Notenbankprogramme helfen

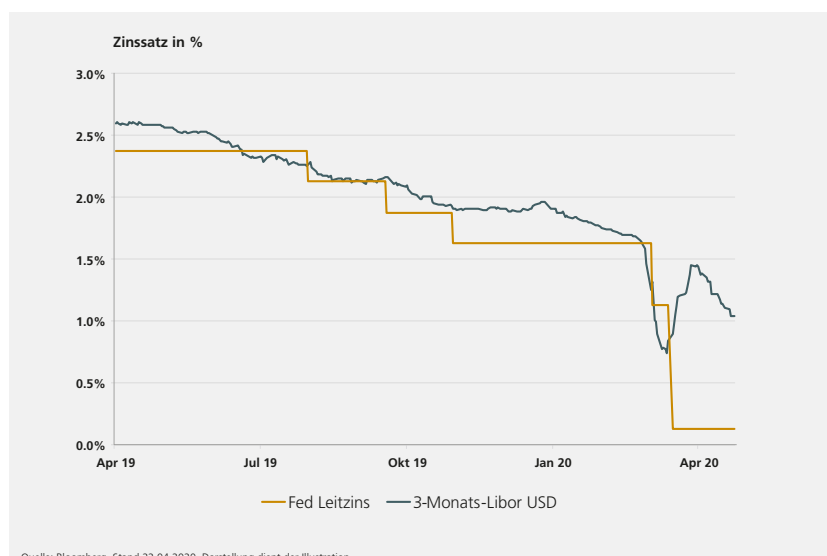
Die Zentralbanken waren schnell zur Stelle. Mit ausreichend Liquidität für die Geschäftsbanken stellen sie sicher, dass die Stabilität des Finanzsystems nicht in Frage gestellt wird. So hat die Fed mit ihrer Ankündigung, bei Bedarf unbeschränkt Anleihen zu kaufen, den Stress im amerikanischen Geld- und Kapitalmarkt merklich gelindert. Weitere Programme um die Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten zu verbessern, folgten umgehend. So können Geschäftsbanken nun beispielsweise kurzfristige Liquiditätskredite mit Laufzeiten von bis zu 90 Tagen abrufen. Aber auch Unternehmen kön-

nen unter gewissen Voraussetzungen über sogenannte «Commercial Papers» direkt Liquidität von der US-Notenbank beziehen. Die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank blieben ebenfalls nicht untätig. So hat die EZB ein weiteres riesiges Anleihenkaufprogramm gesprochen, welches die Schuldzinsen für Staaten und Unternehmen tief halten soll. Die SNB entlastet mit Massnahmen wie beispielsweise der Bereitstellung von zusätzlicher Liquidität oder der Erhöhung des Freibetrags, welche die Negativzinsbelastung für den Finanzsektor erheblich reduziert, insbesondere die Banken.

Zinsen haben sich beruhigt

Sämtliche dieser Massnahmen haben dazu geführt, dass am Geld- und Kapitalmarkt wieder etwas Ruhe eingekehrt ist. Die Zinsen scheinen ein neues Gleichgewicht gefunden zu haben. Aufgrund der anhaltenden Notenbankinterventionen und der nach wie vor grossen Unsicherheit bezüglich der Dauer der Pandemie werden die Zinsen in den nächsten Monaten weiterhin tief bleiben. Wir gehen davon aus, dass sich die Situation um das Virus im Sommer stabilisiert und die Zinsen mittelfristig aufgrund der wirtschaftlichen Erholung wieder leicht ansteigen werden. Die Visibilität ist derzeit jedoch sehr beschränkt. ■

Liquiditätszufuhr durch Fed konnte Bankensektor etwas beruhigen



Aktienmärkte

Dividendenzahlungen in Zeiten von Covid-19

Die letzten Wochen haben gezeigt, dass Dividendenzahlungen keine Selbstverständlichkeit sind. In Folge der Coronakrise haben eine Reihe von Unternehmen die Dividende gekappt oder gestrichen. Dies zeigt einmal mehr, wie wichtig die Auswahl von nachhaltigen Dividendenzahlern ist.

Durch das Tiefzinsumfeld sind Dividendenstrategien in den letzten Jahren immer beliebter geworden. In den letzten fünf Jahren warfen die Titel am Schweizer Markt im Durchschnitt eine Dividendenrendite von 3% ab. Dass die Dividende einen wichtigen Performancebeitrag leistet, zeigen zahlreiche Studien. Gemäss einer Untersuchung von Allianz Global Investors zu Aktienanlagen in Europa (MSCI Europe) trugen für den Zeitraum ab 1974 die Dividenden 38% zur Gesamtrendite bei.

Dividenden in unsicheren Zeiten gefragt

Aktien, die eine hohe und stabile Dividende aufweisen, sind historisch in unsicheren Börsenzei-

ten gefragt. Wie wichtig disziplinierte Auswahlkriterien bei der Definition von Dividendenaktien sind, wurde den Investoren in den letzten Wochen wieder schlagartig ins Gedächtnis gerufen. Weltweit haben eine Reihe von Unternehmen die Dividenden gestrichen, gekürzt oder verschoben. In der Schweiz sind darunter prominente Namen wie Alcon, Calida, Flughafen Zürich, Komax, Kühne + Nagel, SFS, Swatch Group und Valora. Die Mehrheit der Schweizer Unternehmen hält indes an der vorgeschlagenen Dividende für das Geschäftsjahr 2019 fest. Bei vielen der genannten Unternehmen ist der Dividendenverzicht beziehungsweise die Kürzung verständlich. Bei ihnen wird das Geschäftsmodell von der Coronakrise stark beeinträchtigt und die Liquiditätssicherung steht im Vordergrund. Eine volle Dividendenausschüttung hätte das Risiko für eine zukünftige, teure Kapitalerhöhung stark erhöht.

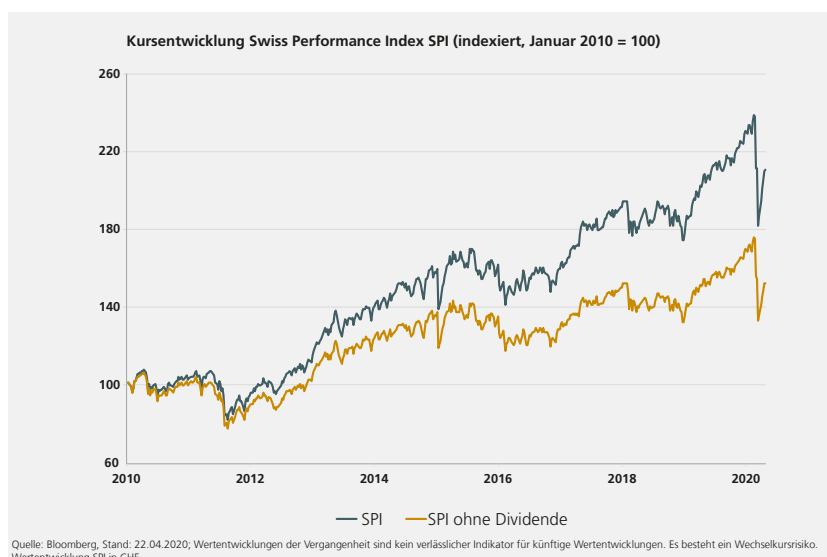
Dividenden unter politischem Druck

Die Europäische Zentralbank hat die Banken im Euroraum aufgefordert, während der Coronakrise keine Dividenden zu zahlen. In der Schweiz hat die Finma ebenfalls Druck auf die Banken ausgeübt, was bei Credit Suisse, EFG, Julius Bär und UBS zu einer Spaltung der Dividende führte. Die ordentliche Dividende wurde halbiert, die zweite Hälfte soll nach einer ausserordentlichen Generalversammlung im 4. Quartal ausbezahlt werden, wenn es die wirtschaftliche Verfassung zulässt. In Frankreich ging der politische Druck soweit, dass zahlreiche Unternehmen ohne finanzielle Not Anpassungen an der Dividende vornehmen mussten.

Stabilität steht im Zentrum

Eine hohe Dividendenrendite allein ist noch kein Indiz für eine gute Dividendenaktie, wie dies Beispiele aus der Banken- und Ölindustrie illustrieren. Entscheidend ist neben der Dividendenhöhe vor allem, dass die Dividende nach klaren Kriterien vollständig aus dem operativ erwirtschafteten Geldfluss bezahlt wird. Und dies über einen ganzen Wirtschaftszyklus hinweg, nicht nur in guten Zeiten. Ein stabiles Geschäftsmodell und eine solide Bilanz mit geringer Nettoverschuldung oder gar Nettoliquidität sind eine gute Voraussetzung dafür.

Starker Performancebeitrag durch Dividende



Währungen

Das Bild gleicht sich von Kontinent zu Kontinent

Am Währungsmarkt zeigten sich die Marktturbulenzen nicht nur bei den Schwellenländern, auch die Währungen rohstoffexportierender Industrieländer blieben nicht verschont.

Das Bild gleicht sich von Kontinent zu Kontinent: Die als zyklisch geltenden Währungen verloren innert Monatsfrist allesamt deutlich an Wert. Der Australische Dollar verlor zum Schweizer Franken 15%, die durch den Zerfall des Ölpreises tangierte Norwegische Krone sogar 20%. Besser hielt sich der Kanadische Dollar, der 8% einbüsste.

Australien von China abhängig

Die Währungshüter rund um den Globus haben ihre Geldpolitik deutlich gelockert. Auch das ehemals traditionelle Hochzinsland Australien senkte den Leitzins auf ein Allzeittief nahe Null. Nach den Buschbränden wird die Nation von Covid-19 eingebremst. Denn die australische Wirtschaft hängt wie kaum ein anderes Land von Chinas konjunktureller Entwicklung ab und das ist in Down Under unmittelbar zu spüren. Australiens Regierung stemmt sich mit einem gross angelegten Hilfspaket gegen die drohende Rezession – es wäre die erste seit 29 Jahren. Mit rund 40% liegt die Schuldenquote in etwa auf Schweizer Niveau, was den Spielraum erhöht. Beim Australischen Dollar zeigte sich nach den deutlichen Verlusten eine Gegenbewegung im April, auch weil der grösste Handelspartner China inzwischen die eigene Wirtschaft wieder hochfährt. Trotzdem bleiben die Aussichten für zyklische Währungen wie den «Aussie-Dollar» vorerst eingetrübt.

Diversifikation hilft Kanada

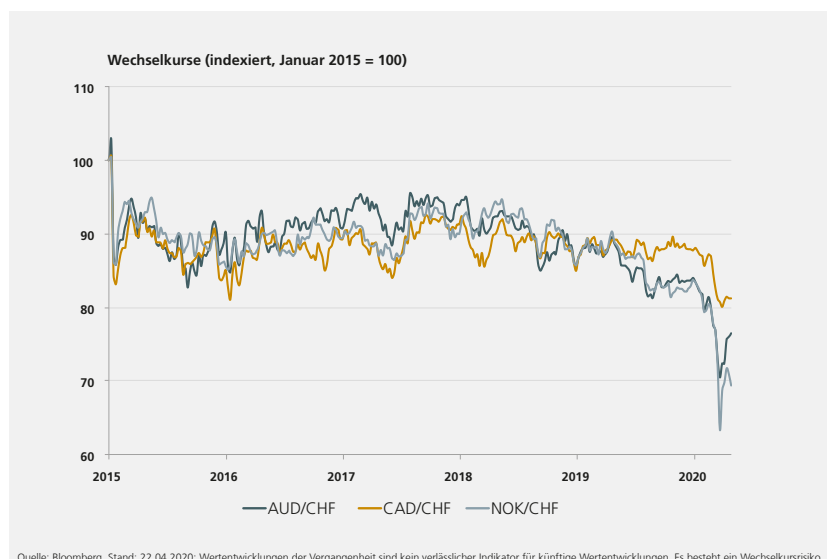
Im Vorjahr grüsste der Kanadische Dollar im Direktvergleich der Industriestaaten (G10-Währungen) noch von der Spitze aus. Als eine der wenigen Währungen behauptete sich der «Loonie» auch zum Franken. Geholfen hatte damals ein steigender Erdölpreis, aber auch Kanadas solide Konjunkturlage und die geldpolitische Ausrichtung der Bank of Canada (BoC). Im Gegensatz zu vielen anderen sah die BoC davon ab, die Zinsen zu senken. Die Coronakrise in Kombination mit dem Ölpreiseinbruch bewegte die kanadischen Währungshüter zur Kehrtwen-

de und einer Zinssenkung um insgesamt 1.50%. Im Vergleich zu Norwegen mit seiner überdurchschnittlichen Abhängigkeit vom Energiemarkt ist Kanadas Wirtschaft aber breiter aufgestellt, was Kanadas Währung zugutekommt.

Norwegen: Blick auf den Ölmarkt

Norwegen grenzte sich 2019 noch deutlicher als Kanada vom internationalen Trend einer expansiver werdenden Geldpolitik ab. Im September 2019 erhöhte die Norges Bank den Leitzins sogar zum vierten Mal innert 12 Monaten. Mit Covid-19 und dem Ölpreiseinbruch änderte sich dies im März 2020. Norwegens Notenbank senkte innerhalb einer Woche den Leitzins um 1.25%. In Verbindung mit dem historisch tiefen Ölpreis aufgrund des massiven Einbruchs der Ölnachfrage entsteht dadurch ein Umfeld, welches die Krone weiterhin belasten dürfte. Die Krone profitiert, sobald die Anleger überzeugt sind, dass eine Erholung einsetzt und der Ölpreis mit der wieder anziehenden Nachfrage die Talsohle erreicht hat. Stabilisierende Faktoren sind die gesunden Staatsfinanzen sowie der weltgrösste staatliche Ölfonds, welcher Norwegens Wirtschaft zurzeit mit Milliarden stützt. ■

Zyklische Währungen sind unter Druck geraten



Rohstoffmärkte

Corona bringt Ölnachfrage zum Erliegen

Am Erdölmarkt war in den letzten Wochen vieles historisch. Die Auswirkungen der weltweiten Lockdown-Massnahmen führen zu einem beispiellosen Einbruch der Ölnachfrage. Dies nötigte die Erdölnationen dazu, die weltweite Fördermenge um 10% zu kürzen.

Die Organisation erdölexportierender Länder und weitere Förderländer wie Russland (Opec+) haben sich Anfang April auf eine beispiellose Kürzung der Ölfördermenge verständigt. Die 23 beteiligten Staaten wollen die Förderung im Mai und Juni um insgesamt 9.7 Millionen Fass pro Tag kürzen – das sind rund 10% der weltweiten Ölfördermenge. Danach soll es weitere Kürzungen bis April 2022 geben. Eine solche Meldung hätte in der Vergangenheit dem Ölpreis Auftrieb gegeben – diesmal nicht. Die Skepsis überwiegt derzeit, dass die beschlossene Kürzung den Nachfrageeinbruch nicht ausgleichen kann. Die Ölnachfrage ist als Folge der globalen Lockdown-Massnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie drastisch gesunken.

Erstmalig: Negativer WTI-Preis

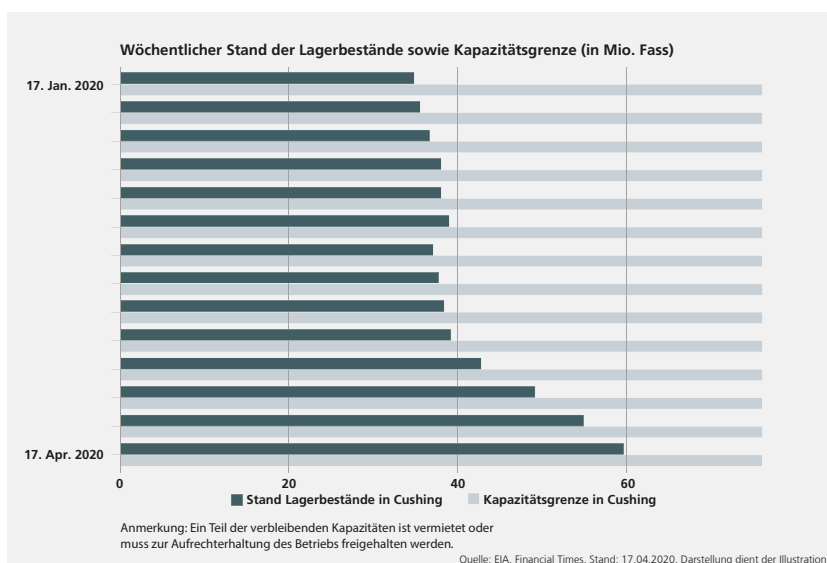
Die Geschwindigkeit, mit der sich die Erdöllager füllen, hinterlässt am Finanzmarkt seine Spuren. Am 20. April ist der Ölpreis für die amerikanische

Sorte West Texas Intermediate (WTI) in den Negativbereich auf -37 Dollar pro Fass gefallen. Dieser Kollaps betraf den Futures-Kontrakt mit Liefertermin im Mai, welcher einen Tag darauf verfallen ist. Der WTI-Kontrakt ist kein reines Finanzprodukt – er sieht die tatsächliche Lieferung zum Laufzeitende vor. Spekulanten und wahrscheinlich auch Ölhändler mussten daher ihre offenen Kontrakte unbedingt noch verkaufen, um eine physische Lieferung von Öl zu verhindern. Ein Tag vor Laufzeitende waren Kontraktpositionen im Wert von 108 Millionen Fass noch nicht geschlossen. Darum mussten viele gleichzeitig «zum Ausgang» drängen. Die Händler waren deshalb sogar bereit, etwas für die Übernahme ihrer noch offenen Kontrakte zu bezahlen. Denn die Lagerkosten sind sehr hoch, weil freie Lagerkapazitäten Mangelware sind. Am Auslieferungsort Cushing in Oklahoma stiegen die Lagerbestände seit Ende Februar um 50%, zugleich sind viele der noch freien Kapazitäten bereits vermietet.

US-Ölproduktion stark ausgeweitet

Innert einem Jahrzehnt haben die Amerikaner ihren Erdölausstoss mehr als verdoppelt und sind zum grössten Erdölproduzent aufgestiegen. Massgeblich dazu beigetragen hat die boomende Schieferölbranche in Texas und weiteren Regionen. Dies kam in den vergangenen Jahren aber bei einem deutlich höheren Ölpreis und mit Hilfe von viel Fremdkapital zustande. Beides hat sich mit der Corona-Pandemie verändert. Der Ölpreis ist historisch tief und der Zugang zu Krediten nicht einfach. Viele der schätzungsweise 9'000 US-Ölförderer befinden sich nun im Überlebensmodus. Konkurse und Stilllegungen von Ölplattformen nehmen seit Wochen zu. Das führte bislang dazu, das in Texas über «Förderquoten für alle» diskutiert wird. US-Präsident Trump kündigte darum an, seine Regierung arbeite an einem Hilfsprogramm. Im Raum stehen bisher unter anderem die direkte finanzielle Unterstützung der Ölfirmen oder die Aufstockung der staatlichen strategischen Ölreserven. Aber auch über die Bereitstellung von zusätzlichen Lagerkapazitäten oder Zöllen auf Energieimporten wird diskutiert. Die ganze Branche ist einem grossen Stresstest ausgesetzt und braucht externe Unterstützung.

Öllager füllen sich schnell in Cushing, Oklahoma



Anlagestrategie

Back to normal – oder doch nicht?

Die Aktienmärkte haben seit ihren Tiefstständen Mitte März ein Rallye gezeigt. Rund die Hälfte des Corona-Kurseinbruchs haben die Börsen wieder aufgeholt.

Die Aktienkurse befinden sich wieder auf dem Niveau vom letzten Sommer. Damals wurde von einer Abschwächung der Konjunktur gesprochen, eine globale Rezession galt aber als unwahrscheinlich. Momentan befindet sich die Weltwirtschaft jedoch in der grössten Rezession seit den 30er Jahren – mit ungewissem Ausgang. Das passt nicht zusammen.

Hilfspakete und Notenbanken sorgen für Optimismus

Die grossen staatlichen Hilfspakete haben die Stimmung der Anleger aufgeheitelt. Die Panik von Anfang März ist der Hoffnung auf eine baldige Erholung der Konjunktur gewichen. Die Eingriffe der Zentralbanken in die Finanzmärkte mit Hunderten von Milliarden, allen voran durch die Fed, haben die Angst vor Zahlungsausfällen gemildert. Es scheint so, als kaufen die Zentralbanken alles, was potenziell notleidend werden könnte. Die Kreditrisikoprämien bei den Obligationen haben sich daher ähnlich wie die Aktien um rund die Hälfte erholt.

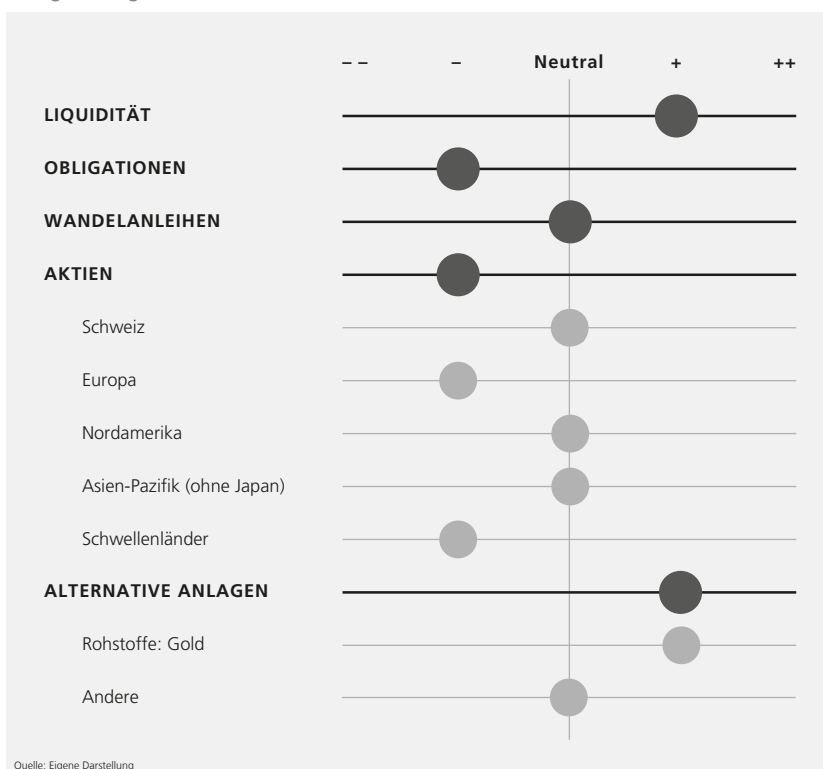
Ist die Coronakrise an den Märkten bereits vorbei?

Eine allzu frühe Entwarnung ist trügerisch. Wie stark die Rezession ausfällt und vor allem wie schnell sich die Konjunktur wieder erholen wird, ist noch nicht abschätzbar. In vielen Ländern wird eine langsame Wiedereröffnung der Wirtschaft vollzogen oder in Aussicht gestellt. Ob die Konsumenten aber gewillt und in der Lage sind, die neuen Möglichkeiten auch zu nutzen, ist eine andere Frage. Wann die Unternehmen wieder über Investitionen nachdenken, steht in den Sternen. Momentan haben sie genug damit zu tun, ihre Lieferketten stabil zu halten. Wie weit wir von einer Normalisierung entfernt sind, zeigt ein Blick auf den leeren Luftraum über Europa und dem Nordatlantik in Apps wie «Flightradar 24», oder die Geschwindigkeit, mit der sich die Erdöllager füllen, weil auch eine stark gedrosselte Ölförderung keine Abnehmer findet.

Enttäuschungspotenzial ist gestiegen

Das Enttäuschungspotenzial ist nach dem starken Anstieg der Aktienkurse gross. Die in den nächsten Wochen veröffentlichten Konjunkturdaten und Unternehmensmeldungen werden offenbaren, wie stark die Verwerfungen in der Wirtschaft effektiv sind. Verzögerungen im Erholungsprozess werden neue Zweifel schüren. All das wird die Unsicherheit zwischenzeitlich wieder erhöhen und die Aktienmärkte belasten. Die bisherige Börsenentwicklung hat gezeigt, dass es wichtig und richtig ist, an seiner Anlagestrategie festzuhalten. Es ist aber zentral, dass man im Rahmen seiner Bandbreiten nach starken Kursverlusten etwas Aktien dazukauf und nach starken Kursanstiegen etwas Aktien verkauft und die aufgelaufenen Gewinne realisiert. Aktuell ist die Zeit für das zweite gekommen. Wir haben darum unsere Aktienquote auf ein Untergewicht reduziert. Einerseits realisieren wir einen Teil der Kursgewinne, andererseits reduzieren wir damit die Risiken. ■

Anlagestrategie

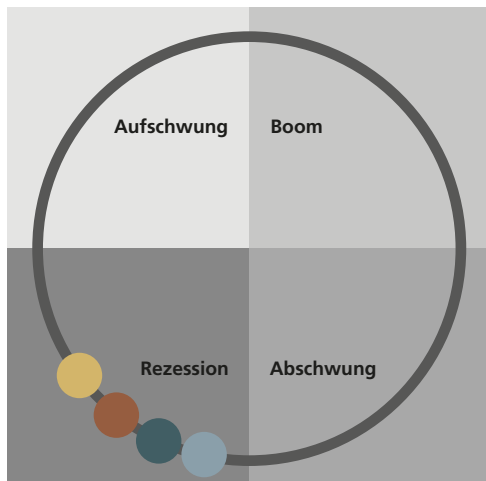


Marktübersicht

Wirtschaftsdaten und Ausblick

Daten per 23. April 2020; Quelle: Zahlen Bloomberg; Grafiken, Einschätzung: Eigene Darstellung

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Industrieländer



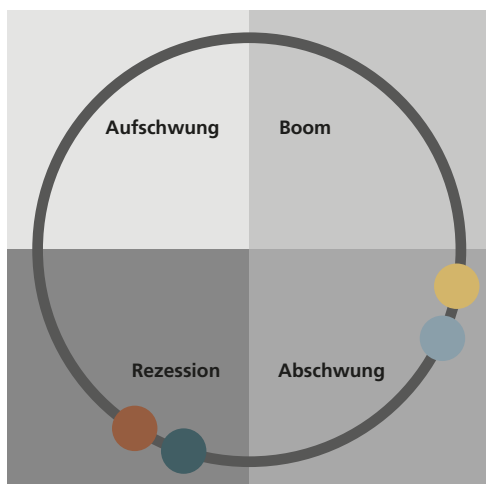
- Schweiz
- Eurozone
- USA
- Deutschland

	BIP letztes Jahr	BIP 2020 (Prognose)	Einschätzung	Inflation letztes Quartal	Inflation aktuell	Einschätzung	AL-Quote letztes Quartal	AL-Quote aktuell	Einschätzung	PMI Industrie letztes Quartal	PMI Industrie aktuell	Einschätzung
Schweiz	1.1%	-6.0%	negative	0.2%	-0.5%	negative	2.3%	2.8%	negative	48.8	43.7	negative
USA	2.1%	-5.9%	negative	2.3%	1.5%	positive	3.5%	4.4%	negative	47.8	49.1	negative
Eurozone	1.3%	-7.5%	negative	1.3%	0.7%	positive	7.4%	7.3%	negative	47.9	33.6	negative
Deutschland	0.6%	-7.0%	negative	1.5%	1.4%	positive	5.0%	5.0%	negative	45.3	34.4	negative

■ positive Einschätzung ■ neutrale Einschätzung ■ negative Einschätzung

- **Schweiz:** Die Schweizer Wirtschaft spürt die Coronakrise massiv. Eine Rezession ist unausweichlich geworden. Die Aktivität wird nur langsam zurückkehren, trotz schrittweiser Lockerung.
- **USA:** Die Arbeitslosigkeit in den USA ist bereits stark gestiegen und wird weiter zunehmen, trotz massiver Hilfspakete von Seiten des Staates. Die Wirtschaftsleistung wird stark negativ ausfallen (Rezession).
- **Eurozone:** Die Wirtschaft wird von der Coronakrise stark in Mitleidenschaft gezogen und eine tiefe Rezession durchlaufen.
- **Deutschland:** Die deutsche Wirtschaft trifft es hart und eine Rezession ist unausweichlich.

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Schwellenländer



- China
- Brasilien
- Indien
- Russland

	BIP letztes Jahr	BIP 2020 (Prognose)	Einschätzung	Inflation letztes Quartal	Inflation aktuell	Einschätzung	AL-Quote letztes Quartal	AL-Quote aktuell	Einschätzung	PMI Industrie letztes Quartal	PMI Industrie aktuell	Einschätzung
China	6.0%	1.2%	negative	4.5%	4.3%	positive	3.6%	3.6%	positive	40.3	50.1	negative
Indien	4.8%	1.8%	negative	7.4%	5.9%	positive	-	-	negative	57.5	49.3	negative
Brasilien	1.2%	-5.3%	negative	4.3%	3.3%	positive	7.5%	8.2%	negative	52.3	48.4	negative
Russland	1.5%	-5.5%	negative	3.0%	2.5%	positive	4.6%	4.6%	negative	50.9	39.5	negative

■ positive Einschätzung ■ neutrale Einschätzung ■ negative Einschätzung

- **China:** Viele Unternehmen fahren die Produktion wieder hoch. Allerdings wirkt sich jetzt die Nachfrageschwäche aus Europa und den USA dämpfend auf die Erholung aus.
- **Indien:** Indien hat praktisch alles stillgelegt, um die Ausbreitung von Covid-19 einzudämmen. Dies macht sich in der wirtschaftlichen Leistung massiv bemerkbar. Ein 0%-Quartal ist wahrscheinlich.
- **Brasilien:** Brasilien hat bisher zwar erst milde Massnahmen gegen das Coronavirus beschlossen. Der Zerfall der Rohstoffpreise trifft Brasilien aber hart.
- **Russland:** Russland ist unterdessen auch im «Lockdown». Die russische Wirtschaft spürt die schwachen Rohstoffpreise sowie die bestehenden Sanktionen.

Finanzmärkte und Prognosen

Daten per 23. April 2020; 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 %	-0.50 %	-0.50 %	-0.50 %	-0.50 %
Fed	2.25% – 2.50 %	1.50 % – 1.75 %	0 % – 0.25 %	0 % – 0.25 %	0 % – 0.25 %

Kapitalmärkte (Renditen)	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
Schweiz 10 Jahre	-0.32%	-0.67 %	-0.44 %	-0.40 % – -0.20 %	-0.30 % – -0.10 %
Deutschland 10 Jahre	-0.01%	-0.34 %	-0.47 %	-0.40 % – -0.20 %	-0.30 % – -0.10 %
USA 10 Jahre	2.52%	1.68 %	0.60 %	0.70 % – 1.00 %	1.00 % – 1.30 %

Devisenmärkte	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
EUR/CHF	1.1385	1.0709	1.0530	1.03 – 1.08	1.03 – 1.08
USD/CHF	1.0204	0.9716	0.9730	0.92 – 0.97	0.95 – 1.00
EUR/USD	1.1155	1.1025	1.0823	1.09 – 1.14	1.06 – 1.11

Rohwaren	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
WTI-Rohöl (USD/Fass)	66	54	17	n.a.	n.a.
Gold (USD/Unze)	1'276	1'572	1'730	1600 – 1700	1600 – 1700

Aktienmärkte	Jahresperformance	Erw. KGV 12 Mt.	Aktueller Indexwert	Trend letzte 3 Monate	Prognose 3 Monate
S & P 500	-11.7 %	21.6	2'837	↘	→
EuroStoxx50	-24.6 %	15.4	2'809	↘	→
SMI	-6.8 %	17.6	9'626	↘	→

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: 24.04.2020