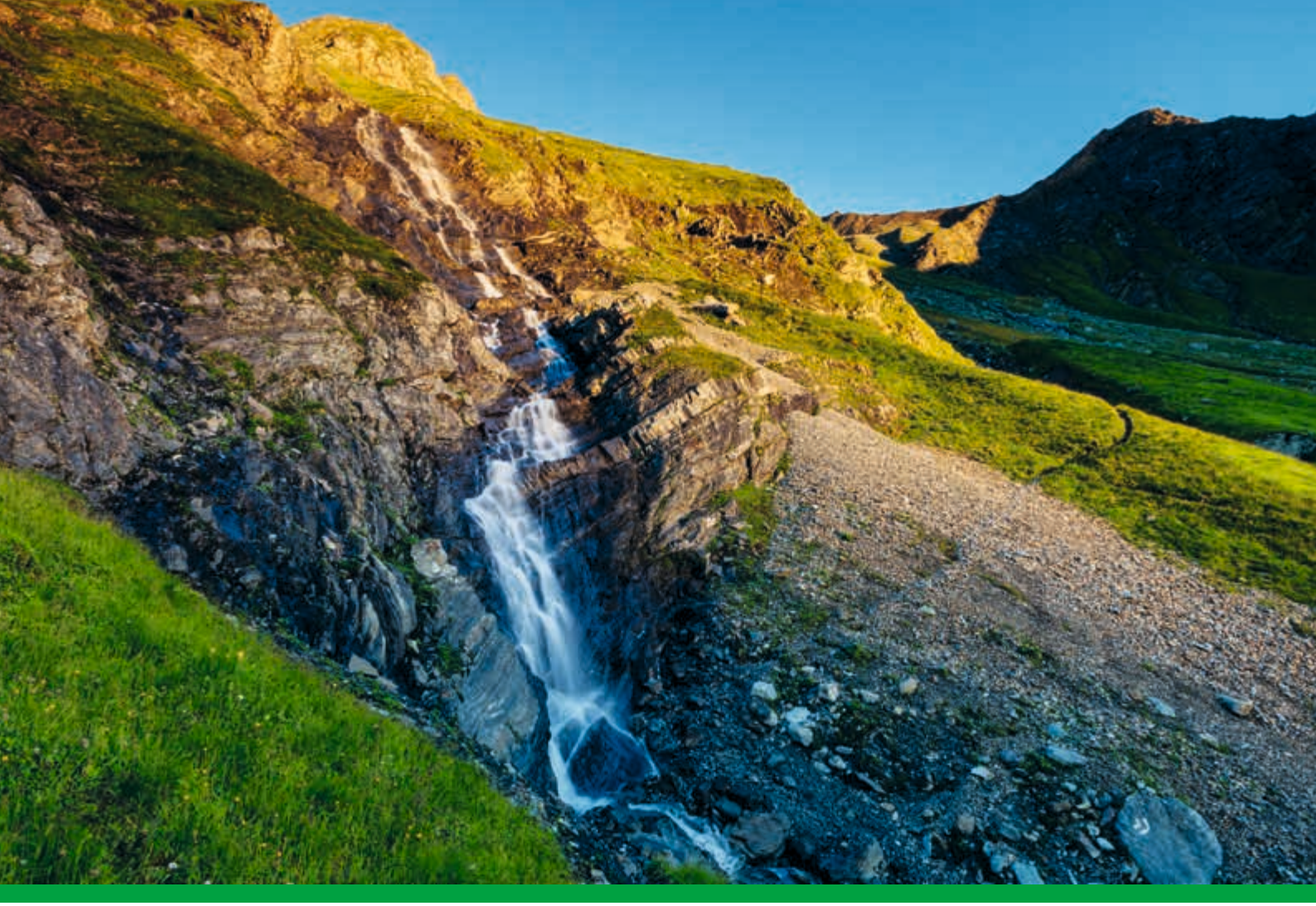


Anlagepolitik

Wirtschaft und Finanzmärkte
Juli 2021

St.Galler Kantonalbank | *Vermögensmanagement Deutschland*

Inhaltsverzeichnis

1 Editorial
Zu gut, um wahr zu sein?

2 Wirtschaft
Die Inflation ist zurück – wird sie bleiben?

4 Zinsen und Renditen
Notenbanken: Wann endet Feuerwehreinsatz?

5 Aktienmärkte
Berichtssaison: Hohe Erwartungen

6 Währungen
Währungsgefüge von Geldpolitik getrieben

7 Rohstoffmärkte
Fed treibt den Goldpreis

8 Anlagestrategie
Dreierseilschaft treibt die Märkte

9 Marktübersicht
Wirtschaftsdaten und Ausblick
Finanzmärkte und Prognosen

Titelbild

Tamina, Kanton St. Gallen
Foto: Roland Gerth, Thal

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
Zu gut, um wahr zu sein?

Liebe Anlegerin
Lieber Anleger

Das erste Halbjahr war für die Börsianer ein wahres Eldorado. Trotz rekordhohen Corona-Ansteckungen und immer wieder neuen Einschränkungen im täglichen Leben stiegen die Aktienkurse auf neue historische Höchststände. Viele Aktienindizes haben deutlich mehr als 10% an Wert zugelegt. Das erfreut das Herz der Anlegerinnen und Anleger, hinterlässt in der Bauchgegend aber ein mulmiges Gefühl. Sind diese Kursanstiege nicht zu gut, um wahr zu sein?

Nichts schien die gute Stimmung zu trüben. Die Angst vor der Inflation wurde zu einer Randnotiz, obschon die Inflationsraten in den USA in den Himmel stiegen. Die Preissteigerungen sind ja nur vorübergehend, sagt die Fed. Die höheren Zinsen erschweren die Finanzierung des Wachstums der Tech-Firmen. Hat das jemand mal gesagt? Viele Aktien sind gemäss den gängigen Kennzahlen so teuer bewertet wie noch nie. Die klassischen Kennzahlen wie zum Beispiel das Kurs/Gewinn-Verhältnis haben in einem Umfeld mit Negativzinsen keine Aussagekraft mehr. All diese Störfaktoren wurden von den Finanzmarktteilnehmern beiseite gewischt. Zu Recht?

Das Umfeld ist günstig für die Aktienmärkte. In einer ersten Phase der wirtschaftlichen Erholung profitieren die Unternehmen vom Anstieg der Nachfrage nach ihren Gütern und Dienstleistungen. Ihre Gewinne steigen überdurchschnittlich an, da sie mehr verkaufen und meistens auch höhere Preise durchsetzen können. Nach der Corona-Rezession wurde dieser Effekt dadurch verstärkt, dass viele Konsumenten und Unternehmen dank den staatlichen Hilfsmassnahmen über genügend Geld verfügten. Zudem ist in dieser Phase das Zinsumfeld noch tief. Obligationen sind dadurch keine attraktive Alternative, insbesondere nicht für Anleger, die auf das Erzielen einer höheren Rendite angewiesen sind. Hinzu kommt, dass die Zentralbanken die Anleger darin bestätigen, dass mit höheren Zinsen noch lange nicht zu rechnen ist.

Das perfekte Umfeld für die Aktienmärkte wird nicht ewig anhalten. Die wirtschaftliche Erholung wird weitergehen. Der nächste Wachstumszyklus kann wie nach der Finanzkrise 2008 sehr lange dauern. Der Basiseffekt der Corona-Rezession wird aber im nächsten Jahr auslaufen. Der wirtschaftliche Datenkranz wird dann immer noch gut sein, aber nicht mehr so rekordverdächtig wie in diesem Jahr. Das kann Enttäuschungen auslösen. Die Zentralbanken werden im nächsten Jahr ihre Geldpolitik restriktiver gestalten, nicht bei den Zinsen, aber bei ihren ausserordentlichen Massnahmen. Die Angst vor dem Ende des «billigen Geldes» kann dann um sich greifen. Die Aktienmärkte werden nicht zusammenbrechen, dafür ist die wirtschaftliche Basis zu gut. Aber es wird zu vorübergehenden Korrekturen kommen, die auch mal grösser sein können. Man kennt das aus den Jahren nach der Finanzkrise. Wer aber an den Finanzmärkten in den nächsten Jahren etwas verdienen will, hat mit einem gut diversifizierten Aktienportfolio von Titeln qualitativ guter Unternehmen dennoch die besten Chancen.

Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

Wirtschaft
Die Inflation ist zurück – wird sie bleiben?

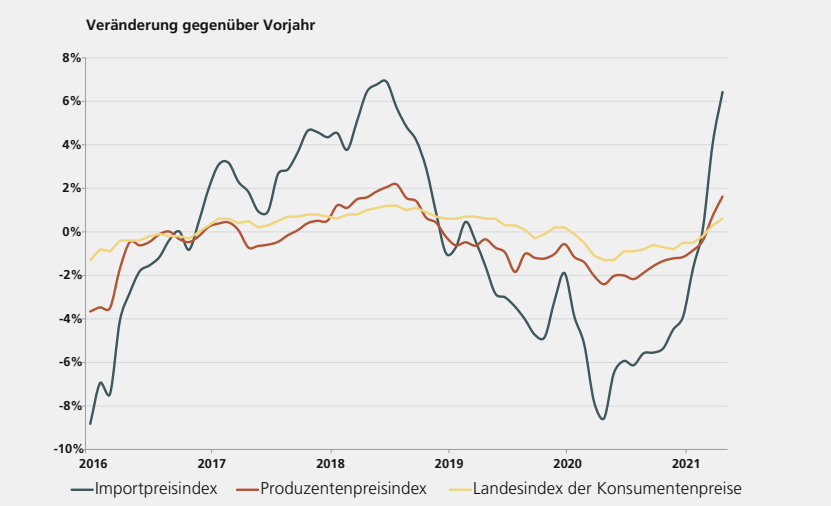
Weltweit wurden zuletzt verschiedene Rohstoffe knapp, was teilweise zu deutlichen Preisanstiegen geführt hat. Die höheren Preise sind mittlerweile auch in der Schweiz angekommen und stellen betroffene Unternehmen vor Herausforderungen. Zudem wecken die aktuellen Preissteigerungen Ängste, dass diese nicht nur temporärer Natur sein könnten. Wird sich die Inflation hierzulande zu einem Problem entwickeln?

Zuletzt haben verschiedene Rohstoffe einen starken Preisanstieg erlebt. Dies liegt daran, dass das Angebot kurzfristig nicht veränderbar ist, während die Nachfrage im Zuge der globalen Erholung stark angezogen hat. Nachholeffekte und Lageraufbau haben dabei die Nachfrage zusätzlich angetrieben. Verschärft wird die Situation durch die Angst, dass sich Rohstoffe weiter verteuern oder künftig nicht mehr lieferbar sein könnten. Dies führt dazu, dass es vermehrt zu Hamsterkäufen kommt, was den Nachfrageüberschuss und somit die Knappheit gewisser Rohstoffe weiter akzentuiert. Hinzu kommt, dass die Produktion von Rohstoffen pandemiebedingt teilweise zurückgefahren wurde. Die Produzenten von Rohmaterialien konnten die Produktion bisher noch nicht an die Nachfrage angleichen. Denn um die Produktionskapazitäten aufzubauen, muss die Infrastruktur ausgebaut, Maschinen angeschafft und zusätzliches Personal eingestellt werden. Dies geschieht nicht von heute auf morgen. Im Zuge der Corona-Krise wurden beispielsweise in der Stahlproduktion viele Hochöfen heruntergefahren. Bis ein solcher wieder auf Touren kommt, vergehen rund neun Monate. Daher braucht es Zeit, bis das Angebot auf die verstärkte Nachfrage reagieren kann. Zudem haben der grosse Bedarf post-Corona und die begrenzten Logistikkapazitäten dazu geführt, dass die Transportkapazitäten an ihre Grenzen stossen und dadurch die Transportkosten angestiegen sind.

Knappheit verändert Preisgestaltung

Dass einzelne Rohstoffpreise zeitweise stark ansteigen, ist nichts Aussergewöhnliches. Zurzeit steigen jedoch die Preise an vielen Rohstoffmärkten. Betroffen sind unter anderem Kunststoffe, Metalle, Mineralölprodukte, aber auch Holzprodukte. Dass die Preise zeitgleich und in diesem Ausmass ansteigen, hat Seltenheitswert und stellt betroffene Unternehmen vor Herausforderungen. Die schnellen Preisanstiege erschweren ihnen die Kalkulation. Dies führt dazu, dass die Gültigkeitsdauer von Offerten gekürzt wird. Im Extremfall sind Offerten nur noch 24 Stunden gültig. Eine andere Möglichkeit mit steigenden Preisen umzugehen, setzt sich zurzeit im Bausektor mehr und mehr durch. Dort ist es in «normalen» Zeiten oftmals üblich, einen Fixpreis für das Baumaterial im Vertrag zu vereinbaren. Das Risiko für Preisänderungen trägt dann das ausführende Unternehmen. Aufgrund der ausserordentlich starken Preissteigerungen sind zuletzt immer mehr Unternehmen von dieser Praxis abgekommen und vereinbaren die Anpassung der Materialpreise an die Teuerung in den

Schweiz: Importpreise steigen an



Quelle: Bundesamt für Statistik,
Stand: 25.06.2021; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Werkverträgen. Auch die durch das knappe Angebot ausgelösten Lieferverzögerungen bereiten betroffenen Unternehmen Schwierigkeiten. Denn die Ungewissheit, ob und wann bestelltes Material eintrifft, erschwert die Planung. Im Extremfall führen verzögerte Materiallieferungen sogar dazu, dass Unternehmen trotz voller Auftragsbücher Kurzarbeit beantragen müssen.

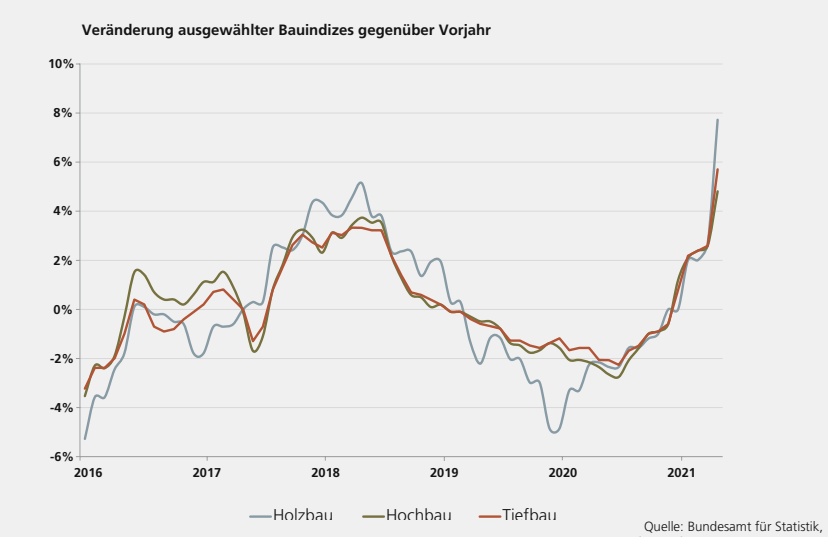
Steigende Importpreise belasten die Margen der Unternehmen

Die Schweiz ist als rohstoffarmes Land massgeblich von Importen abhängig. Entsprechend wichtig ist die Entwicklung der Importpreise für die Schweizer Wirtschaft. Der Importpreisindex ist seit Anfang Jahr deutlich angestiegen. Dahingegen ist der Produzentenpreisindex weit weniger stark angestiegen. Dieser misst die Preisentwicklung von Waren, die von Schweizer Unternehmen im ersten Sektor sowie dem verarbeitenden Gewerbe und der Industrie hergestellt werden. Dass es im Inland zu weniger starken Preissteigerungen gekommen ist, zeigt, dass die meisten Schweizer Unternehmen die grosse Nachfrage zurzeit bedienen können und die Produktionskapazitäten weitgehend erhalten werden konnten. Auch die Konsumentenpreise sind mit 0.6% gegenüber Mai 2020 nur leicht angestiegen. Dies deutet darauf hin, dass die Preisanstiege bei den Rohstoffen bislang vor allem auf die Margen der Unternehmen drücken. Je länger die Preisanstiege jedoch andauern, desto mehr Unternehmen werden die gestiegenen Materialpreise an ihre Kunden weitergeben. Da auch Konkurrenten von den steigenden Materialkosten betroffen sind, dürften Preiserhöhungen aktuell einfacher durchzusetzen sein. Dies wird dazu führen, dass die Konsumentenpreise in der Schweiz nochmals leicht ansteigen werden. Von einem Anstieg, wie er zuletzt in den Vereinigten Staaten zu beobachten war, ist jedoch in der Schweiz nicht auszugehen. Dies liegt unter anderem an der traditionell tieferen Inflation sowie dem starken Schweizer Franken, welcher die Importe vergünstigt.

Droht eine ausufernde Inflation?

Gefährlich ist Inflation erst, wenn sich eine Lohn-Preisspirale in Gang setzt. Diese wird ausgelöst, wenn die höheren Preise zu höheren Löhnen führen, welche die Unternehmen wiederum mittels höherer Preise kompensieren müssen. Dies könnte zu einem Vertrauensverlust in die Steuerungsmöglichkeiten der Zentralbank und entsprechend in das System führen. Von einer solchen Spirale sind wir aktuell jedoch weit entfernt. Obwohl die Preissteigerungen vorübergehend anhalten dürften, werden sich die Preise langfristig wieder stabilisieren. Der Markt wird dafür sorgen, dass Angebot und Nachfrage sich wieder annähern. Die ungewöhnlich hohe Nachfrage wird sich normalisieren, sobald die Nachholeffekte nachlassen. Gleichzeitig sorgen die hohen Preise von stark gesuchten Rohstoffen dafür, dass die Produktionskapazitäten von diesen Rohstoffen ausgebaut werden. Dies wird den Preisen langfristig ermöglichen, sich wieder zu normalisieren. ■

Bau: Steigende Indikatoren, auch wegen höherer Preise



Quelle: Bundesamt für Statistik,
Stand: 25.06.2021; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Zinsen und Renditen
Notenbanken: Wann endet Feuerwehreinsatz?

Die Notenbanken haben im Zuge der Corona-Pandemie ihre Anleihenkäufe massiv ausgeweitet. Jetzt kommt die Konjunktur zurück und die Inflation zieht an. Wann werden die Notenbanken ihren Feuerwehreinsatz beenden?

Seit dem letzten Treffen der US-Notenbank Fed (FOMC) ist klar, dass die ultraexpansive Geldpolitik früher enden wird als noch vor einigen Wochen erwartet. Unterdessen geht die Mehrheit des FOMC bis 2023 von zwei Zinsschritten aus. Noch im März hatten die FOMC-Mitglieder keine Zinsschritte signalisiert. Die konjunkturelle Wiederbelebung nach der Pandemie führt zu steigenden Preisen und zu historisch hohen BIP-Wachstumsraten. Die US-Notenbank hat die BIP-Prognosen für 2021 auf 7% angehoben. Zudem sind in den letzten zwei Monaten die Konsumenten- und Produzentenpreise stärker angestiegen, als zuletzt von der Fed erwartet.

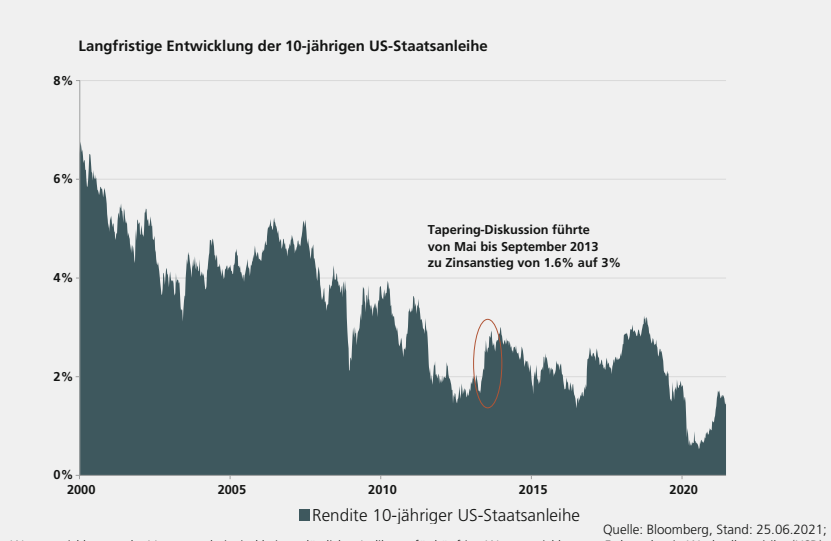
Fed muss behutsam reduzieren

Wenn die Konjunktur anzieht und die Inflation steigt, stellt sich unweigerlich die Frage nach dem «Wann». Wann wird die US-Fed ihre Anleihenkäufe reduzieren? Wann folgen ihr die EZB und die SNB? Bereits 2013 hatte die US-Notenbank ihre QE-Massnahmen, welche sie im Zuge der Finanzkrise getätigt hatte, reduziert. Damals waren die langen Zinsen innert kurzer Frist von 1.6% auf 3% angestiegen. Um eine solch starke Bewegung bei den langen Zinsen zu verhindern, wird sich die Fed in Sachen «Tapering», also der schrittweisen Reduktion der monatlichen Wertschriftenkäufe, dieses Mal etwas mehr Zeit lassen. Wir hoffen zudem, dass sie besser kommunizieren wird als 2013. Uns ist aber bewusst, dass der Kapitalmarkt mit steigenden Zinsen reagieren wird – und zwar nicht nur in den USA. Bei steigenden US-Zinsen werden unweigerlich auch die Zinsen in Europa und der Schweiz nachziehen. Unklar ist das Ausmass und hier kann die Fed im besten Fall etwas steuern. Wir gehen davon aus, dass sich die US-Notenbank erst im September detaillierter zum Thema «Tapering» äussern wird. Mit dem Beginn der Reduktion der Anleihenkäufe rechnen wir Anfang 2022. Und auch dann sind wir von einer restriktiven Geldpolitik noch weit entfernt. Denn die Bilanz der Fed wird weiter ansteigen. Erstens, weil die Fed weiterhin Anleihen kauft und zweitens, weil die bestehenden Positionen weiterhin reinvestiert werden. Eine US-Leitzinserhöhung ist erst 2023 denkbar.

Feuerwehreinsatz dauert an

Die Fed gibt bei der Reduktion der stark expansiven Geldpolitik den Takt vor. Weil zwar die geldpolitische Wende angedeutet, aber erst in den nächsten Monaten angegangen wird, haben die EZB und auch die SNB jedoch noch Zeit. Die Europäische Zentralbank belässt die Leitzinsen vorläufig tief und auch das milliardenschwere Notkaufprogramm zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie wird fortgeführt. Zuletzt wurden durch das sogenannte «Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)» Anleihen im Volumen von rund 20 Milliarden Euro pro Woche gekauft. Dieses Tempo soll nun auch im 3. Quartal beibehalten werden. Die SNB wird den Leitzins unverändert (-0.75%) fortführen und wird weiterhin bei Bedarf am Devisenmarkt intervenieren. Sie wird dies 2022 und voraussichtlich auch 2023 weiterführen. ■

Tapering-Diskussion führte 2013 zu schnellem Zinsanstieg



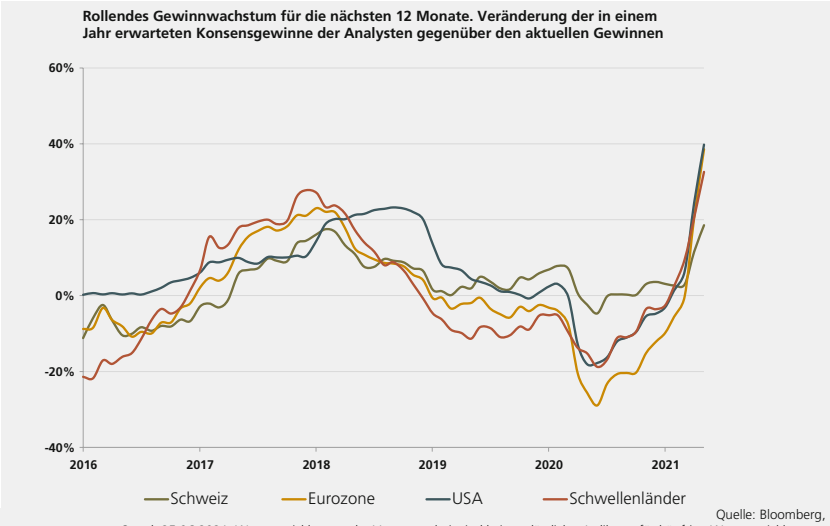
Quelle: Bloomberg, Stand: 25.06.2021;
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko (USD).

Aktienmärkte
Berichtssaison: Hohe Erwartungen

Die Berichtssaison zum 2. Quartal steht vor der Türe. Noch mehr als die Zahlen zum vergangenen Quartal werden dabei die Ausblicke und die Einschätzungen zu den gestörten Lieferketten und den höheren Inputkosten interessieren.

Die Corona-Pandemie hat in der westlichen Welt zu den stärksten je gesehenen Einschränkungen und Einbrüchen der Unternehmensgewinne geführt. Das war im 2. Quartal 2020. Darum ist die Vergleichsbasis für die Unternehmensgewinne ein Jahr später günstig. Entsprechend wird von den Analysten für die US-Unternehmen für das 2. Quartal 2021 ein Gewinnwachstum von mehr als 60% erwartet. Dies ist das höchste Quartalswachstum seit der Finanzkrise Ende 2009 und soll sich mit einem zweistelligen Wachstum im 2. Halbjahr fortsetzen. Dabei wird bei den Sektoren Energie (Verlust in Vorjahresperiode), Industrie (+345%), zyklischer Konsum (+185%), Finanzen (+115%) und Grundstoffe (+115%) das stärkste Gewinnwachstum erwartet. Dem Energiesektor kommt unter anderem der Ölpreis zugute, der im 2. Quartal 2020 bei durchschnittlich 28 US-Dollar handelte und ein Jahr später über 130% höher bei rund 65 US-Dollar steht. Bei den Bergbau- und Minenbetreibern aus der Branche Grundstoffe sind es die heute bedeutend höheren Rohstoffpreise, die für Auftrieb sorgen. Der Finanzsektor profitiert neben den gestiegenen Kursen an den Aktienmärkten und der regen Emissionstätigkeit der Unternehmen auch von den gestiegenen längerfristigen Zinsen und der steileren Zinskurve.

In allen Regionen wird ein starkes Gewinnwachstum erwartet



Quelle: Bloomberg,
Stand: 25.06.2021; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Es besteht ein Wechselkursrisiko. Wertentwicklung Gewinnwachstum MSCI Switzerland (CHF), Europe (EUR), USA und Emerging Markets (USD).

Gestörte Lieferketten und steigende Preise

Noch stärker als die Zahlen zum 2. Quartal werden aber die Ausblicke der Unternehmen interessieren. Nach einem Jahrzehnt mit Wirtschaftswachstum und einer jährlichen Konsumentenpreisinflation von durchschnittlich 1.8% steht spätestens nach dem jüngsten Anstieg der US-Inflation auf 5% das Thema wieder stärker im Fokus. Das Augenmerk der Marktteilnehmer wird sich vor allem darauf richten, ob die Preise der Inputgüter weiter angestiegen sind und ob diese Anstiege via Preiserhöhungen an die Abnehmer weitergegeben werden können. Nach der pandemiebedingten Rezession und der anschliessenden Erholung der Wirtschaft leiden viele Unternehmen unter einer ausgeprägten Lieferketteproblematik. So sind etwa gewisse Elektronikkomponenten wie Chips derzeit schwer erhältlich. Zudem sind viele Rohwarenpreise stark angestiegen und die Seefrachtpreise, vor allem von China nach Europa, haben sich substanziell verteuert. Gemäss Schätzungen von Branchenspezialisten haben sich aufgrund dieser Faktoren beispielsweise die Rohstoffkosten für Fahrzeuge seit 2020 um über 90% erhöht. Entsprechend genau schauen die Anleger nun darauf, wie sich das Unternehmensgewinnwachstum entwickeln wird, nachdem die vorteilhaften Basiseffekte weggefallen sind.

Ist die Bewertung gerechtfertigt?

Nach den starken Kursgewinnen seit März 2020 müssen die Unternehmen in den kommenden Quartalen nun den Beweis erbringen, dass die aufgebauten Bewertungsprämien gerechtfertigt sind. In diesem Umfeld von starkem Wachstum, dass sich nun etwas verlangsamt und teilweise stattliche Bewertungen hervorgebracht hat, empfiehlt sich nach wie vor eine Aktienauswahl, die nach Branchen diversifiziert ist. ■

Währungen
Währungsgefüge von Geldpolitik getrieben

Seit 10 Jahren steuert die Nationalbank den Wert des Frankens. Der Auslöser war die Schuldenkrise in der Eurozone, insbesondere in Griechenland. Diese führte zu einer Flucht in den Franken. Der Eurokurs sank von Anfang 2010 bis im Herbst 2011 von 1.50 bis auf 1.03.

Die SNB stemmte sich in dieser Zeit erfolglos mit Interventionen gegen die Aufwertung des Frankens. Als Notlösung setzte sie deshalb den Euro-Mindestkurs auf 1.20 fest und verkündete, diesen mit allen Mitteln zu verteidigen. Im Januar 2015 beendete sie den Euro-Mindestkurs wieder und ging dazu über, den Franken über Interventionen am Devisenmarkt zu steuern, und das sehr erfolgreich. Der handelsgewichtete Wert des Frankens pendelt seither in einem engen Band von 7%.

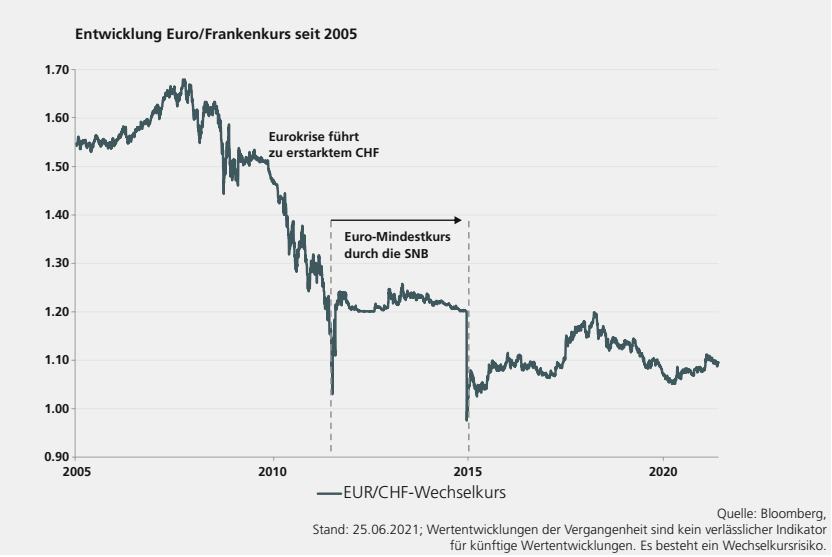
Stabilität des Frankens hat ihren Preis

Die Stabilität des Frankens mit Hilfe der SNB hat jedoch ihren Preis. Durch den Kauf von Fremdwährungen wie dem Euro gegen Franken hat die Nationalbank ihre Bilanz massiv aufgebläht. Die Devisenreserven der SNB sind in dieser Zeit von 100 Mrd. Franken auf 900 Mrd. Franken angestiegen. Das ist grundsätzlich kein Problem. Das scheinbare Gratisvermögen der Nationalbank und die daraus resultierenden Erträge wecken jedoch politische Begehrlichkeiten. Die Nationalbank musste ihre jährlichen Ausschüttungen an Bund und Kantone bis auf 6 Mrd. Franken pro Jahr erhöhen. Gefährlicher sind die Bemühungen von Politikern, das Geld der SNB zweckgebunden zur Lösung der Finanzierungsprobleme der AHV und der Pensionskassen abzuzweigen. Die jährliche Gewinnausschüttung wird die SNB wieder reduzieren können. Bei zweckgebundenen Ausgaben wird das nicht mehr möglich sein. Die zweite Konsequenz der SNB-Politik ist, dass die Negativzinsen praktisch eingefroren sind. Um den Franken zu schwächen, hat die SNB 2015 ihren Leitzins auf -0.75% gesenkt. Mittlerweile hat die EZB nachgezogen und ihren Depotsatz ebenfalls bis auf -0.50% gesenkt. Solange die EZB ihre Leitzinsen nicht anhebt, wird die SNB ihrerseits auch nichts tun, um den Franken zu schonen. Wenn die EZB dann ihre Zinsen erhöht, wird die SNB wahrscheinlich weiter zuwarten, um die Zinsdifferenz zum Euro wieder auf die üblichen 0.5%-1.0% anwachsen zu lassen. Bis die Negativzinsen in der Schweiz Geschichte sein werden, wird es also noch lange dauern.

Geldpolitik treibt das Währungsgefüge

Die Wirtschaft und die Finanzmärkte haben sich an die Währungspolitik der SNB gewöhnt. Sich davon wieder zu verabschieden, wird nicht leicht sein. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass der Franken im ersten Moment ähnlich wie nach dem Ende des Euro-Mindestkurses einen Sprung nach oben macht. Der US-Dollar wird im Zuge einer restriktiveren Geldpolitik der Fed ebenfalls stärker werden. Dies zeigt sich bereits jetzt. Sobald die US-Zinsen steigen, legt auch der Dollar zu. Sowohl beim Franken als auch beim US-Dollar halten wir das für einen temporären Effekt. Der Euro wird in erster Linie von der Konjunkturerholung und der Risikobereitschaft der Anleger getrieben bleiben. Auch im aktuellen Umfeld hat er jeweils von einer zyklischen Ausrichtung der Finanzmarktteilnehmer profitiert und zeigte sich im Umfeld positiver Aktienmärkte stärker. ■

SNB stemmt sich gegen schockartige Kursbewegungen



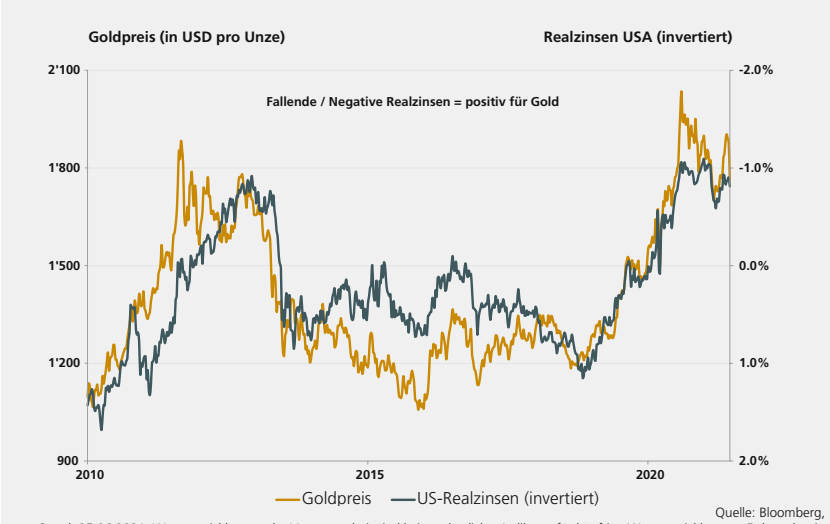
Quelle: Bloomberg, Stand: 25.06.2021; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko.

Rohstoffmärkte
Fed treibt den Goldpreis

Gold gilt als einer der zins- und dollarsensitivsten Rohstoffe schlechthin. Als die US-Notenbank Mitte Juni durchblicken liess, ihre Leitzinsen eventuell früher als bisher erwartet anzuheben, büsste der Goldpreis umgehend 5% ein. Vieles wird weiterhin von der Entwicklung des US-Dollars und den Zinsen abhängen.

Im August des Vorjahres erreichte Gold ein Allzeithoch bei über 2'000 US-Dollar pro Feinunze. Fallende Realzinsen, ein schwacher US-Dollar und die Unsicherheit durch stark steigende Corona-Fallzahlen ebneten das positive Umfeld für die Edelmetalle. Im bisherigen Jahresverlauf zeigt sich hingegen ein volatiles Auf und Ab. Vor allem zwei Faktoren dominieren: Die Entwicklung des US-Dollars und die Inflationserwartungen. Die aktuelle Debatte, ob der jüngste Inflationsanstieg vorübergehend oder doch hartnäckiger sein könnte, illustriert diesen Effekt. Nach Aufflammen der Diskussion um höhere Inflationszahlen stieg der Goldpreis im Mai um knapp 8% an und verzeichnete damit den stärksten Monat seit letztem Sommer. Die Fed-Kommentare Mitte Juni sorgten nun für einen empfindlichen Rücksetzer auf ein Zweimonatstief unter 1'800 Dollar pro Unze.

Goldpreis oft im Gleichtakt mit den US-Zinsen



Quelle: Bloomberg, Stand: 25.06.2021; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko. US-Realzinsen (Rendite 10-jähriger Treasury inflation protected securities TIPS).

Keine klaren Trends bei den Gold-ETFs

Im Vorjahr prägte ein hohes Anlegerinteresse die positive Preisentenwicklung, allen voran verzeichneten die kotierten Goldfonds rekordhohe Volumenzunahmen. Mit dem abnehmenden Sicherheitsbedürfnis wurden Gelder aus den mit Goldbarren besicherten ETFs abgezogen. Im Februar und März flossen insgesamt 215 Tonnen aus den Gold-ETFs ab, was laut Branchenorganisation World Gold Council ein wesentlicher Grund für den Preisrückgang in diesen beiden Monaten gewesen ist. Dieser Verkaufsdruck hat im zweiten Quartal stetig nachgelassen. Im Mai verzeichneten die Goldfonds gemäss den Daten von Bloomberg erstmals im laufenden Jahr wieder substanzielle Zuflüsse von gut 50 Tonnen. Bei dieser Anlegergruppe von einer Trendwende zu sprechen, ist aber verfrüht.

Zinserwartung und US-Dollar dominieren

Vieles wird in den nächsten Monaten verstärkt von den Zinserwartungen in den USA und dem US-Dollar abhängen. Gold sehen wir weiterhin als eine Art Versicherung. Weil die Zinsen mit der «Tapering-Diskussion» in eine Veränderungsphase eintreten, dürfte die Volatilität zunehmen. Die Taperingdiskussion – die Drosselung der Anleihenkaufprogramme – führte 2013 in den USA zu einem abrupten Zinsanstieg und zog die Edelmetalle in Mitleidenschaft. Die Fed wird die Finanzmärkte daher frühzeitig vorbereiten. Wir behalten speziell die Entwicklung der US-Realzinsen im Blickfeld. Gold profitiert von tiefen Realzinsen, da es selbst keinen Ertrag abwirft. Geringe Realzinsen halten die Opportunitätskosten für Investitionen in Gold tief. ■

Anlagestrategie
Dreierseilschaft treibt die Märkte

Die Konjunkturerholung nimmt weiter Fahrt auf, die Notenbanken bekennen sich zur expansiven Geldpolitik und die Aktienmärkte eilen von Höchst zu Höchst. Wie lange kann das noch gut gehen?

Die Ausgangslage für die Aktienmärkte könnte wirklich kaum besser sein: Die globale Wirtschaft hat auf einen starken Wiederbelebungspfad eingeschwenkt. Die US-Notenbank erwartet für die USA ein BIP-Wachstum von 7% in diesem Jahr und die Gewinnerwartungen der Unternehmen zeigen steil nach oben. Die Gegenbewegung auf die tiefe Rezession im Zuge der Covid19-Pandemie ist tatsächlich beeindruckend. Und sie ist wichtig. Nicht nur für die Finanzmärkte, sondern auch für die Wirtschaft allgemein. Viele Branchen ächzten und litten unter den Auswirkungen der Pandemie. Mit der konjunkturellen Wiederbelebung wird sich der Arbeitsmarkt schneller erholen können und das wird die Konjunkturerholung, die bisher vor allem von einer stärkeren Exportnachfrage und einer stärkeren Industrie profitiert hat, breiter abstützen.

Konjunktur: Positiver Dominoeffekt

Die Konjunkturlage ist bemerkenswert. Oft wird im Zusammenhang mit Finanzmärkten von negativen Dominoeffekten gesprochen. Aktuell zeigt sich eher das Gegenteil, nämlicher ein positiver Dominoeffekt. Asien kam als erste Region aus der Pandemie heraus und zeigte eine starke konjunkturelle Wiederbelebung. Danach folgten die USA und nun kommt auch Europa in Fahrt. Diese gestaffelte Erholung garantiert, dass die Wirtschaftserholung laufend an Breite gewinnt und sich die Lücke zwischen bereits erstarkter Aussenwirtschaft und Binnenwirtschaft wieder schliesst. Die positive Entwicklung wird darum auch im 2. Halbjahr anhalten. Nicht umsonst rechnet die Schweizerische Nationalbank SNB mit einem BIP-Wachstum von 3.5%.

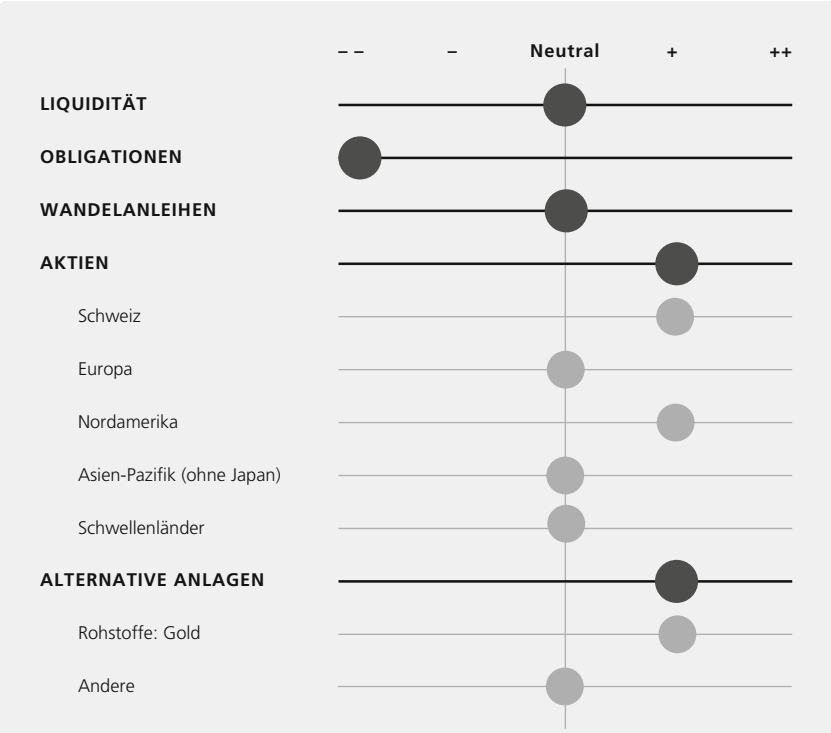
Risiken: Tapering-Diskussion und Inflation

Die Aktienmärkte haben noch Luft nach oben, auch weil neben den positiven Faktoren wegen der historisch tiefen Zinsen Alternativen zu Aktien fehlen. Es gibt aber auch potenzielle Risiken, die wir eng überwachen. Die Auseinandersetzung zwischen China und den USA bietet wegen des Streitpunkts Technologie das Potenzial, schnell Unruhe an die Finanzmärkte zu bringen. Ebenfalls legen wir jedes Wort der US-Notenbank auf die Goldwaage. Die Aussicht auf ein Ende der ultra-expansiven Geldpolitik könnte mehr Volatilität an die Märkte bringen. Hier bräuchte man Geduld, bis sich die Märkte neu eingependelt haben. Auch die steigenden Preise könnten einzelne Sektoren belasten und die expansive Geldpolitik schneller beenden als erwartet.

Weiterhin positiv für Aktien

In Summe aber werden die Aktienmärkte weiterhin von der Geldpolitik und der Konjunkturerholung getragen. Unsere Allokation bleibt deshalb unverändert. Wir halten weiterhin ein Übergewicht in amerikanischen und in Schweizer Aktien. ■

Anlagestrategie

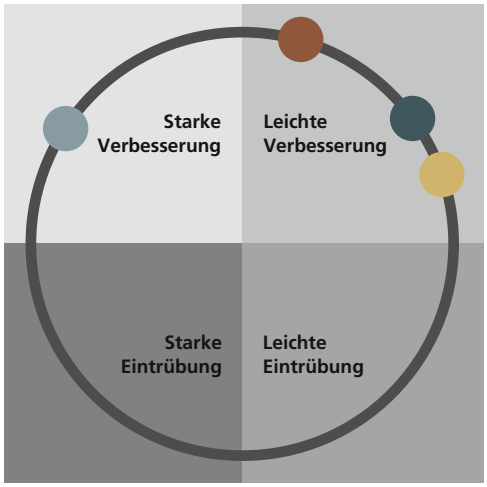


Quelle: Eigene Darstellung

Marktübersicht
Wirtschaftsdaten und Ausblick

Daten per 24. Juni 2021; Quelle: Zahlen Bloomberg; Grafiken, Einschätzung: Eigene Darstellung

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Industrieländer

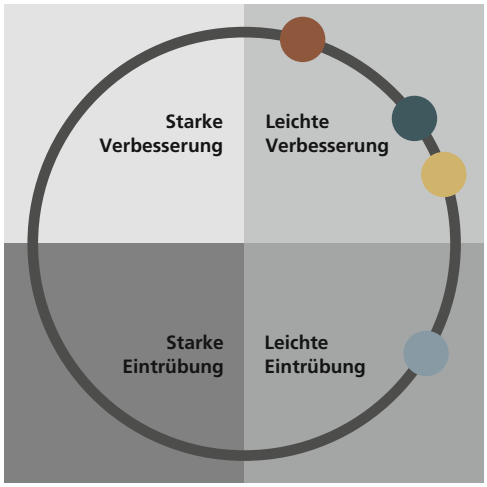


- Schweiz
- Eurozone
- USA
- Deutschland

	BIP 2021 (Prognose)	BIP 2022 (Prognose)	Inflation letztes Quartal	Inflation aktuell	AL-Quote letztes Quartal	AL-Qoute aktuell	PMI Industrie letztes Quartal	PMI Industrie aktuell
Schweiz	3.2%	2.5%	-0.5 %	0.6 %	3.4 %	3.0 %	61.3	69.9
USA	6.5%	3.5 %	1.7 %	5.0 %	6.2 %	5.8 %	60.8	61.2
Eurozone	4.0%	3.5%	0.9 %	2.0 %	8.2 %	8.0 %	62.5	63.1
Deutschland	3.4%	4.3%	1.3 %	2.5 %	6.0 %	6.0 %	66.6	64.9

- **Schweiz:** Die Frühindikatoren signalisieren eine Erholung auf breiter Basis. Die Erholung der Weltwirtschaft hilft. Die Lücke zwischen Binnen- und Aussenwirtschaft schliesst sich.
- **USA:** Die Wachstumsraten werden steigen und die Inflation tendiert höher. Die Wiederbelebung der US-Wirtschaft wird andauern und weiter an Breite gewinnen. Noch nicht komplett erholt hat sich der US-Arbeitsmarkt.
- **Eurozone:** Die Aussichten sind besser und die allgemeine Konjunkturlage hat sich stabilisiert. Es zeigt sich ein Nachholeffekt und die Erholung gewinnt an Breite.
- **Deutschland:** Die deutsche Industrie profitiert von der Erholung in Asien und USA. Die jüngsten Öffnungsschritte werden auch dem Binnenmarkt zusätzlichen Schub verleihen.

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Schwellenländer



- China
- Brasilien
- Indien
- Russland

	BIP 2021 (Prognose)	BIP 2022 (Prognose)	Inflation letztes Quartal	Inflation aktuell	AL-Quote letztes Quartal	AL-Qoute aktuell	PMI Industrie letztes Quartal	PMI Industrie aktuell
China	8.4 %	5.6 %	-0.2 %	1.3 %	4.2 %	4.2 %	51.9	52.0
Indien	12.5 %	6.9 %	5.0 %	6.3 %	–	–	54.0	46.4
Brasilien	3.7 %	2.6 %	5.2 %	8.1 %	7.5 %	8.2 %	52.3	53.7
Russland	3.8 %	3.8 %	5.7 %	6.0 %	5.8 %	5.2 %	54.0	56.2

- **China:** Chinas Daten zeigen sich weiter stabil und positiv, allerdings hat das Momentum nachgelassen. China profitiert von der globalen Erholung.
- **Indien:** Indiens Daten zeigen sich durchzogen. Die Corona-Situation dürfte mitverantwortlich für die Stimmungseintrübung sein.
- **Brasilien:** Die schleppende Erholung mit Rückschlägen aufgrund der Ausbreitung des Corona-Virus dürfte sich fortsetzen. Steigende Rohstoffpreise werden helfen.
- **Russland:** Die vorlaufenden Indikatoren sind weiter gut und notieren im expansiven Bereich. Der Aussenhandel zeigt sich deutlich verbessert. Insgesamt ein besseres Bild.

Finanzmärkte und Prognosen

Daten per 24. Juni 2021; Quelle: Zahlen Bloomberg; Prognosen: SGKB

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	-0.50 %	-0.50 %	-0.50 %	-0.50 %	-0.50 %
Fed	0 % – 0.25 %	0 % – 0.25 %	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	-0.43 %	-0.33 %	-0.20 %	-0.30 % – -0.10%	-0.20 % – 0.00 %
Deutschland 10 Jahre	-0.47 %	-0.38 %	-0.19%	-0.30 % – -0.10%	-0.20 % – 0.00 %
USA 10 Jahre	0.69 %	1.63 %	1.49 %	1.60 % – 1.90 %	1.80 % – 2.10 %

Devisenmärkte	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
EUR/CHF	1.0644	1.1058	1.0956	1.07 – 1.12	1.05 – 1.10
USD/CHF	0.9480	0.9391	0.9186	0.89 – 0.94	0.92 – 0.97
EUR/USD	1.1227	1.1775	1.1927	1.17 – 1.22	1.12 – 1.17

Rohwaren	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
WTI-Rohöl (USD/Fass)	39	59	73	65 – 75	60 – 70
Gold (USD/Unze)	1’763	1’728	1’777	1750 – 1850	1700 – 1800

Aktienmärkte	Jahresperformance	Erw. KGV 12 Mt.	Aktueller Indexwert	Trend letzte 3 Monate	Prognose 3 Monate
S&P500	14.4 %	22.6	4'266	→	→
EuroStoxx50	18.1%	18.6	4'122	→	→
SMI	15.1%	19.1	11'994	→	→

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: 25.06.2021