



Anlagepolitik

Wirtschaft und Finanzmärkte

Februar 2019



**St.Galler
Kantonalbank**

*Vermögensmanagement
Deutschland*

Inhaltsverzeichnis

Titelbild

Im Winter muten die 250-jährigen schirmförmigen Waldkiefern auf einem Feld in Oberriet SG wie Inseln an.

Foto: proarbore.com / Michel Brunner

- 1 Editorial**
Auswirkungen der Negativzinsen werden sichtbar
- 2 Wirtschaft**
China: Konsumlaune und Handelskonflikt belasten
- 4 Zinsen und Renditen**
Risikoaversion trennt die Spreu vom Weizen
- 5 Aktienmärkte**
US-Grossbanken ohne Altlasten
- 6 Währungen**
Brexit: Richtungsgeber für Pfund Sterling
- 7 Rohstoffmärkte**
Edelmetalle – Das Eine glänzt mehr
- 8 Anlagestrategie**
Abkühlung ja, aber keine Rezession
- 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

Auswirkungen der Negativzinsen werden sichtbar

Liebe Anlegerin
Lieber Anleger



Seit vier Jahren herrschen in der Schweiz Negativzinsen. Obschon der Franken in der Zwischenzeit schwächer geworden ist und die Schweizer Wirtschaft sich von den Folgen der Aufhebung des Euro-mindestkurses mehr als erholt hat, hält die Nationalbank an den Negativzinsen fest. Die Auswirkungen zeigen sich immer stärker.

Direkt betroffen von den Negativzinsen sind die Banken, die für ihre Liquiditätsbestände bei der SNB pro Jahr rund 2 Mrd. Franken Zinsen bezahlen müssen. Während die Banken diese zu Beginn mehrheitlich selber getragen haben, werden sie nun immer mehr an die Kunden weitergegeben. Schlagzeilen hat der Entscheid der PostFinance gemacht, Kontobestände ihrer Kunden über 500'000 Franken mit einer Gebühr von 1% zu belasten.

Sorgen bereitet auch der Immobilienmarkt, insbesondere für Rendite-Wohnliegenschaften. Durch die tiefen bis negativen Kapitalmarktzinsen weichen grosse Privatinvestoren, aber auch Versicherungen und Pensionskassen, auf Immobilienanlagen aus. Da sie grosse Summen zu investieren haben, kaufen sie mittlerweile Liegenschaften praktisch zu jedem Preis. Ein Bauboom und in der Folge steigende Leerbestände bei Mietwohnungen wecken Erinnerungen an frühere Immobilienkrisen.

Die Pensionskassen, die durch die Alterung der Bevölkerung eh schon unter Druck stehen, leiden besonders unter den Negativzinsen. Das Anlageergebnis ist als «dritter Beitragszahler» für die Finanzierung der versprochenen Leistungen sehr wichtig. Da auf den sicheren Obligationen nicht

genug verdient wird, weichen die Kassen auf riskantere Anlageklassen aus. Das System wird dadurch anfälliger bei Stimmungswechseln an den Finanzmärkten. Sinken wie im letzten Jahr die Kurse riskanter Anlagen, können die resultierenden Verluste nicht aufgefangen werden. Deshalb versuchen immer mehr Kassen, das Anlagerisiko an die Versicherten zu übertragen.

Ein weiterer negativer Effekt des Tiefzinsumfeldes läuft im Hintergrund ab. Die Verschuldung der Schweizer Haushalte ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen und beläuft sich mittlerweile auf mehr als das Doppelte der Wirtschaftsleistung der Schweiz. Schweizer Haushalte haben deutlich mehr Schulden angehäuft als beispielsweise die US-Haushalte oder die Italiener. Da in der Schweiz die Hypotheken in der Regel mehrheitlich nicht amortisiert werden, waren die Schulden der Schweizer auch in der Vergangenheit relativ hoch. Problematisch ist jedoch die steigende Tendenz. Zudem sind es nicht nur die Hypothekarschulden, sondern auch die Konsumkredite, die zunehmen.

Die Einführung der Negativzinsen Anfang 2015 zur Abfederung des Franken-Schocks durch die Aufhebung des Euromindestkurses war ein richtiger Entscheid. Sie dürfen aber nicht ein Dauerzustand sein, sonst werden die Verzerrungen in der Wirtschaft immer grösser und ihre Behebung immer kostspieliger.



Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

Wirtschaft

China: Konsumlaune und Handelskonflikt belasten

Chinas Handelszahlen im Dezember sprechen Bände. Auf Jahresbasis sind die sonst so soliden Exporte geschrumpft. Und auch die Importe sind deutlich zurückgegangen. Für eine Wirtschaft, die offiziell mit 6.6% wächst, sind diese Zahlen überraschend schwach.

Am 1. September 2018 sind US-Zölle auf chinesische Waren im Wert von 200 Milliarden US-Dollar in Kraft getreten. Im Zuge der Eskalation des Handelskonflikts hat auch China sukzessive die Zölle auf US-Waren angehoben. Nun zeigen sich diese Zölle zunehmend in der chinesischen Handelsstatistik. Zwar haben US-Firmen in Antizipation von weiteren und vor allem höheren Zöllen in den letzten Monaten auf Vorrat eingekauft. Dieser Effekt verpufft nun aber langsam. Entsprechend heftig war der jüngste Rückgang. Im Jahresvergleich schrumpften die chinesischen Importe wie auch die Exporte. Allerdings ist dieser Rückgang nicht alleine auf einen geringeren Handel mit den USA zurückzuführen. Sondern Chinas Schwäche führte zu einem rückläufigen Handel mit dem Rest der Welt.

Chinesischer Konsum schwächelt

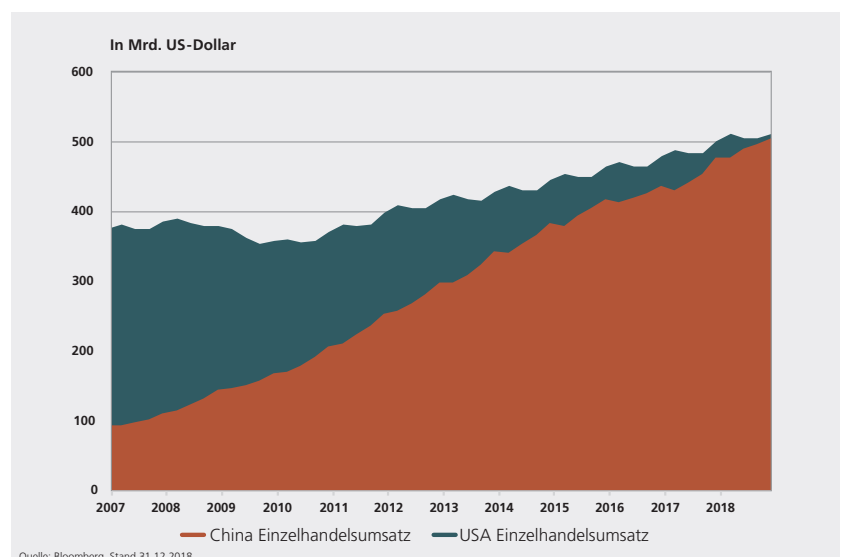
Mit diesen schlechten Handelszahlen vor Augen wird ein tragfähiges Abkommen mit den USA für China immer wichtiger. Zum einen zeigen die Exportdaten, dass die «Werkbank China» schwächelt. Die Importdaten zeigen aber auch, dass Chinas Konsumenten unterdessen eine hohe Bedeutung beigemessen werden muss. Der chinesische Detailhandel hat in den letzten Jahren ein massives Wachstum hingelegt. Er ist am Umsatz gemessen auf dem Niveau der USA angelangt. Die jüngsten Daten vom chinesischen Detailhandel deuten aber auch darauf hin, dass Chinas Konsumenten nicht mehr mit dem gleichen Enthusiasmus shoppen gehen. Entsprechend haben dies auch ausländische Firmen, welche ihre Güter in der Volksrepublik absetzen, zu spüren bekommen. Vor allem US-Technologiefirmen oder auch unsere Luxusgüterhersteller spüren es, wenn es China nicht mehr ganz so rund läuft. Die jüngste Umsatzwarnung von Apple liess deshalb aufhorchen. Apple erzielt rund 20% seines Umsatzes im chinesischen Markt. Als Hauptgrund für das schwä-

chere Umsatzwachstum nannte der Konzern aus Cupertino dann auch das einbrechende Geschäft in China, unter anderem wegen den Handelsstreitigkeiten. Aber auch beim Autoabsatz stagniert der chinesische Markt und belastet die US-Autokonzerne. Entsprechend haben nicht nur die Chinesen zunehmend ein Interesse an einer vorläufigen Einigung, sondern auch in den USA zeigen sich erste Bremsspuren.

Rückbau der Schattenbanken ist teuer

Doch die Gründe für Chinas Konsumschwäche sind nicht nur auf die Handelsstreitigkeiten zurückzuführen. Sie sind vor allem auch eine Folge gewollter Änderungen der chinesischen Regierung. Diese hat in der konjunkturell guten Phase der letzten Jahre die Zügel angezogen und einigen Exzessen den Hahn zugekehrt. Um der ausufernden Verschuldung Einhalt zu gebieten, hat sie insbesondere das Schattenbanksystem ins Visier genommen. Darunter fällt auch die vermehrte Regulierung von bisher unbeaufsichtigten Peer-to-Peer Kreditplattformen (P2P), welche vielen Konsumenten und Kleinunternehmen als attraktive Alternative zu Bankkrediten dienten. Der Markt der P2P-Plattformen in China ist mit rund 200 Milliarden US-Dollar aus-

Chinas Konsummarkt auf Augenhöhe mit den USA



stehender Kredite nicht unerheblich. Dessen Beschneidung und zunehmende Aufsicht zeigt nun Folgen. Viele Plattformen haben aufgrund neuer Vorschriften und Regulierungen geschlossen. Ausstehende Kredite wurden nicht oder nur teilweise zurückerstattet. In der Folge haben viele Privatpersonen Geld verloren und deren Kauf- und Investitionslaune ist deutlich gedrückt. Die Folgen dieses Einbruchs sind unter anderem im schwächelnden Immobilienmarkt zu sehen. Das Wachstum für neuverkaufte Wohnungen ist bei praktisch null Prozent angelangt. Auch die Fahrzeugverkäufe sind regelrecht eingebrochen und zeigen ein negatives Wachstum. Erschwerend kommt bei diesen hinzu, dass die chinesische Regierung die Subventionen für Neuwagen gestrichen hat.

Wachstumsschwäche kam überraschend

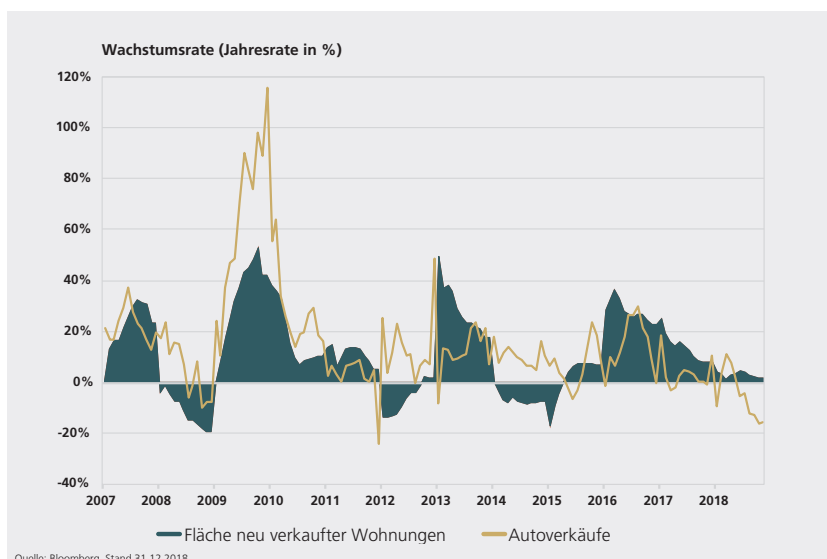
Die chinesische Regierung wurde von der jüngsten Wachstumsschwäche überrascht. Offiziell wuchs Chinas Wirtschaft 2018 zwar mit 6.6%. Ob dies der Realität entspricht, muss zumindest angezweifelt werden. Schliesslich gibt es in China die Tendenz, dass lokale Beamte ihre Wachstumsziele, welche sie von der Zentralregierung erhalten, gerne beschönigen, um gut

dazustehen. Chinas Regierung rechnete zwar mit einem tieferen Wachstum, wenn sie diese Kreditplattformen beschneidet. Mit einem Handelsstreit mit den USA hat sie allerdings nicht gerechnet. Sie reagiert nun auf die Schwäche mit altbewährten Mitteln: Mit gross angelegten Infrastrukturprojekten sowie einer Liquiditätsausweitung durch die Notenbank. Zudem will sie Steuern senken, um den Konsum anzukurbeln. Vor allem kleinere und mittlere Unternehmen hat sie ins Visier genommen. Genau jene, welche am stärksten unter der Einschränkung der Kreditplattformen leiden. Die Regierung hat die Umsetzung bereits geplanter Infrastrukturprojekte im Wert von rund 70 Milliarden US-Dollar beschleunigt. Darunter fallen neue Eisenbahnstrecken, Investitionen im Bereich der Wasser- und Energieversorgung sowie mehrere neue Flughäfen. In all diesen Bereichen gibt es in China weiterhin grössere Lücken und entsprechenden Investitionsbedarf.

Vertrauen in China ungebrochen

Zudem ist die Kapitalbeschaffung für die Regierung in Peking weiterhin günstig. Das Zinsniveau Chinas ist praktisch auf dem Niveau der USA. Für eine 10-jährige Anleihe in der eigenen Währung muss China gerade einmal 3% pro Jahr bezahlen. Entsprechend kann sie diese Investitionen auch zu vernünftigen Konditionen tätigen. Doch bis sich diese zusätzlichen Investitionen in den Wachstumswerten zeigen, wird es noch eine Weile dauern. Zudem wird ein Betrag von 70 Milliarden US-Dollar nicht ausreichen, um die Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Allerdings gehen wir davon aus, dass es nicht bei diesen 70 Milliarden bleiben wird. Solange die chinesische Regierung den finanziellen Spielraum hat, wird sie diesen nutzen, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Bei einer offiziellen Staatsverschuldung von 47.6% im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt hat sie diesen Spielraum vorerst noch. Müsste sie allerdings das aufgeblähte Schattenbanksystem stützen sowie die Staatsbanken retten, könnte sich das schnell ändern. Vorerst ist dies allerdings noch nicht der Fall und der Gang der Dinge nimmt in China seinen gewohnten Lauf. Das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit Chinas ist ungebrochen, der Staat investiert und die Wirtschaft wächst. ■

Chinas Häusermarkt und Autoverkäufe schwach



Zinsen und Renditen

Risikoaversion trennt die Spreu vom Weizen

Die politischen und konjunkturellen Unsicherheiten haben gegen Ende des vergangenen Jahres noch einmal deutlich zugenommen. Die gedrückte Anlegerstimmung wirkte sich auch auf die Kapitalmärkte aus. Die erhöhte Nachfrage nach Sicherheit liess die Renditen von Staatsanleihen sinken, gleichzeitig erhöhten sich jedoch die Kreditaufschläge für Unternehmensanleihen.

Der Jahreswechsel an den Finanzmärkten war geprägt von diversen Belastungsfaktoren. Der Handelsdisput zwischen China und den USA ist weiterhin ungelöst. Gangbare Lösungen bezüglich des Austritts Grossbritanniens aus der Europäischen Union (Brexit) sind ebenfalls nicht vorhanden. Und der US-Haushaltsstreit führte zum bisher längsten «government shutdown» der US-Geschichte. All dies schürte die Angst der Anleger vor einer deutlichen Abschwächung der Konjunktur. Insbesondere in Europa, aber auch in der Schweiz, schwächten sich die wirtschaftlichen Daten gegen Jahresende bereits etwas ab. Nach dem starken Konjunkturschub zwischen Sommer 2017 und Sommer 2018 war dies jedoch auch nicht anders zu erwarten. In den USA zeigen sich die ersten negativen Auswirkungen des Handelsstreits, wobei die chinesische Wirtschaft bisher stärker darunter zu leiden scheint.

Unsicherheit drückt die Zinsen

Die diversen politischen und konjunkturellen Unsicherheiten haben zu einer erhöhten Risikoaversion der Anleger geführt, was sich insbesondere in einer höheren Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen zeigte. Die höhere Nachfrage führte dazu, dass die Renditen von Staatsanleihen in den letzten beiden Monaten des Jahres noch einmal deutlich nach unten gedrückt wurden. Die Rendite der 10-jährigen Eidgenossenanleihe liegt mittlerweile sogar tiefer als vor einem Jahr. Doch dies ist nur die eine Seite der Medaille.

Kreditaufschläge steigen deutlich an

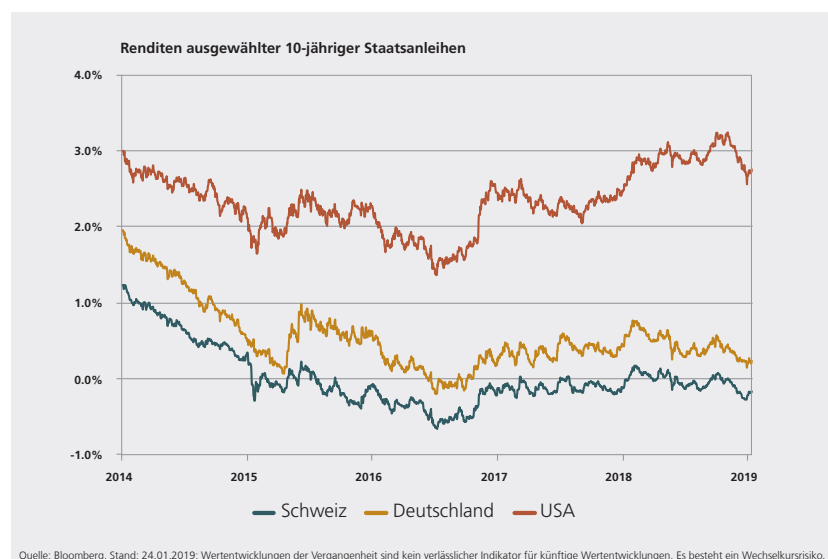
Gleichzeitig hat die Angst vor einer deutlichen Konjunkturabschwächung zu einer Erhöhung der Kreditaufschläge für Unternehmensanleihen geführt. Beispielsweise hat sich die Entschädi-

gung für das Eingehen von Kreditrisiken bei BBB-Schuldern in der Schweiz im vergangenen Jahr mehr als verdoppelt. Dies führt dazu, dass etwa Schweizer Industrieunternehmen – anders als die Schweizer Eidgenossenschaft – heute trotz grundsätzlich tieferen Zinsen mehr für die Finanzierung ihrer Schulden bezahlen müssen als noch vor Jahresfrist.

Die Zinsen werden wieder ansteigen

Nach dem deutlichen Rückgang der Renditen für Staatsanleihen in den letzten Wochen sehen wir gute Chancen für eine Gegenbewegung, sobald sich die Wogen wieder etwas geglättet haben. Denn die befürchtete Rezession steht unserer Meinung nach noch nicht vor der Tür. Dieses Erkenntnis wird sich auch am Kapitalmarkt durchsetzen. Die Zinsen profitieren von nach wie vor guten Konjunkturindikatoren, was auch bei den Kreditaufschlägen für eine gewisse Entspannung sorgen dürfte. Zudem wird im Laufe dieses Jahres die Leitzinserhöhung der SNB zum Thema werden, was die Kapitalmarktzinsen bereits im Vorfeld der tatsächlichen Zinserhöhung ansteigen lässt. ■

Risikoaversion drückt Zinsniveau



Aktienmärkte

US-Grossbanken ohne Altlasten

Die US-Banken haben die Finanzkrise längst hinter sich gelassen. Das zeigen die Rekordergebnisse für das vergangene Jahr. Ganz anders sieht die Situation in Europa aus.

JPMorgan, Bank of America und Morgan Stanley haben alle gemeinsam, dass sie für 2018 Rekordgewinne verbuchten. Diese lagen deutlich über dem Niveau von vor der Finanzkrise. Die grösste US-Bank JPMorgan verdiente 32.5 Mrd. US-Dollar. Ganz anders sieht die Situation bei den europäischen Instituten aus. Die Analysten erwarten bei UBS und Credit Suisse rund 4.8 Mrd., bzw. 2 Mrd. Franken Gewinn. Bei der Deutschen Bank sollen es gar nur 480 Mio. Euro werden.

Europa verliert an Boden

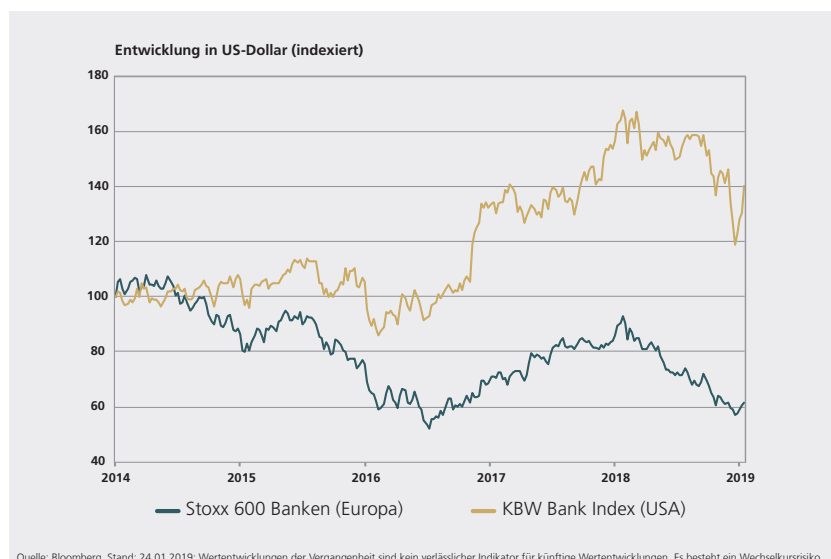
Vor der Finanzkrise befanden sich 13 europäische Banken unter den weltweit 30 grössten Instituten. Heute sind es noch deren sechs. Was sind die Gründe für die regional divergierende Entwicklung der Banken? Ein Grund ist die US-Steuerreform. Die US-Banken gehören zu den klaren Gewinnern der letztjährigen US-Steuerreform. Ein weiterer, wichtigerer Grund für die Stärke der US-Finanzinstitute sind die staatli-

chen Rettungsprogramme nach der Finanzkrise. Diese sorgten dafür, dass die Altlasten rasch entsorgt werden konnten und zwangen die Banken zu einer zügigen Erhöhung des effektiven Eigenkapitals. Ausserdem kam es teilweise zu Zusammenlegungen. Die Finanzinstitute konnten somit in den letzten Jahren ohne Altlasten vom Konjunkturaufschwung profitieren. In Europa hingegen wurde die Bereinigung verschleppt. So beträgt der Anteil an faulen Krediten in Griechenland, Zypern, Portugal und Italien immer noch zwischen 10% bis 45% des Kreditportfolios. Zusammenschlüsse werden durch national unterschiedliche Interessen und rechtliche Unterschiede erschwert. In Europa wurde im Gegensatz zu den USA auf die Stärkung des Eigenkapitals im Verhältnis zu den risikogewichteten Positionen in der Bilanz gesetzt. In den USA wurde die effektive Eigenkapitalquote erhöht. Dies macht die europäischen Banken anfälliger für regulatorische Änderungen und belastet das Vertrauen in ihre Bilanzen.

Silberstreifen am Horizont?

Im Zuge der positiven Konjunktorentwicklung hat die US-Notenbank die Zinsen seit der Finanzkrise neun Mal angehoben. Ganz anders zeigt sich die Situation in der Eurozone und der Schweiz. Hier setzen die Zentralbanken nach wie vor auf Negativzinsen. Steigende Zinsen verbessern die Zinsmarge der Banken. Gerade im Hypothekengeschäft, wo in der Eurozone anders als in der Schweiz Kredite über eine kurze Laufzeit oder variabel abgeschlossen werden, könnten steigende Zinsen rasch an die Kunden weitergegeben werden und so die Gewinne der Banken antreiben. Nach wie vor leiden viele europäische Banken unter der Verflechtung mit Staatsschulden und dem Tiefzinsniveau. Belastet werden sie weiterhin durch sinkende Margen und mangelnde Effizienz, was zu weiteren Marktanteilsverlusten – gerade auch im Investmentbanking – gegenüber den Konkurrenten aus den USA führt. Mittelfristig drängt sich, trotz tiefen Bewertungskennzahlen, ein Engagement in europäischen Bankaktien für Kaufen-und-Halten-Investoren nicht auf. Im Gegensatz zu den US-Konkurrenten werden die meisten Institute ihre Kapitalkosten auch im 2019 nicht verdienen.

Europäische Banken im Hintertreffen



Währungen

Brexit: Richtungsgeber für Pfund Sterling

Zwei Monate vor dem vorgesehenen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU ist noch vieles ungewiss. Hinsichtlich des Brexits bleibt für uns das britische Pfund in den nächsten Wochen der sensibelste Indikator für die Marktstimmung.

Im Vorfeld und unmittelbar nach dem Brexit-Votum 2016 hat die britische Währung deutlich an Wert verloren. Gegenüber dem Schweizer Franken sank das Pfund Sterling um über 20% von 1.55 auf 1.20. Seither verlief die Kursentwicklung vergleichsweise stabil. Der GBP/CHF-Kurs bewegt sich in einem volatilen Seitwärtstrend im Bereich von 1.30. Das Wirtschaftswachstum Grossbritanniens zeigte sich mit zuletzt 1.5% im Jahresvergleich solide und auch die Arbeitslosigkeit notiert mit 4.1% auf dem tiefsten Stand seit den 70er-Jahren. Der ungewisse Brexit-Ausgang schwebt jedoch als Damoklesschwert über der britischen Wirtschaft und hemmt die Investitionstätigkeit der Unternehmen.

«Brexit-Uhr» tickt

Abwartend zeigt sich auch die Bank of England. Die Inflationsrate war zuletzt wieder rückläufig. Damit drängt sich eine Leitzinserhöhung vorerst nicht auf. Geprägt sein wird die britische Geldpolitik auch von der Entwicklung auf politischer Ebene. Mitte Januar lehnte das britische Unterhaus den Brexit-Vertragsentwurf deutlich ab. Die Marktteilnehmer liessen sich davon nicht beeindrucken, wie ein Blick auf den Pfundkurs zeigt. Zum einen kam die Ablehnung des 585 Seiten langen Brexit-Vertrags nicht überraschend. Zum anderen geht man offensichtlich davon aus, dass bis zum vorgesehenen Austritt Grossbritanniens aus der EU am 29. März eine Lösung gefunden wird.

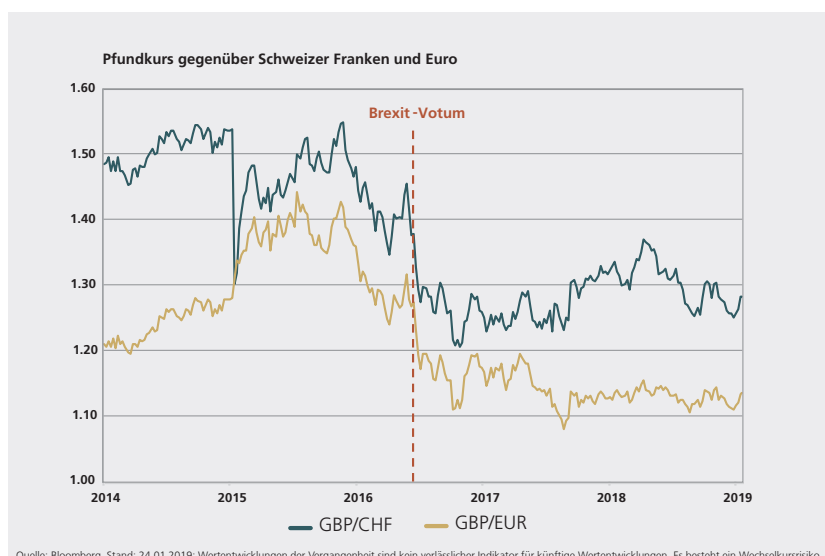
UK hat vier Optionen

Grundsätzlich gibt es einige denkbare Optionen. Vier Optionen stechen in unseren Augen hervor. Dazu zählen Nachverhandlungen, ein Rücktritt mit Neuwahlen, ein neues Referendum sowie ein «no-deal»-Brexit. Noch keine Klarheit in dieser Frage brachte am 21. Januar der von Theresa May präsentierte «Plan B». May plädiert für weitere Gespräche mit der EU. Ein zweites Referendum lehnte die Premierministerin ebenso ab wie eine Fristverlängerung.

Politik als GBP-Taktgeber

Das Pfund Sterling ist gemessen an der Kaufkraftparität unterbewertet. Die Unsicherheiten in Bezug auf das Pfund bleiben jedoch hoch. Die künftige Ausgestaltung des Brexit sowie dessen Konsequenzen für die britische Wirtschaft stellen derzeit einen hohen Grad an Unsicherheit dar. Zwar haben die involvierten Parteien Interesse an einem geordneten Brexit, bis zur politischen Klärung dieser Frage bleiben wir gegenüber dem britischen Pfund jedoch vorsichtig eingestellt. ■

Seit Brexit-Votum auf tieferem Niveau eingependelt



Rohstoffmärkte

Edelmetalle – Das Eine glänzt mehr

Das Jahr 2018 endete für die Rohstoffmärkte zwiespältig. Massgeblich dazu beigetragen hat die Schwäche im Energiesektor. Licht und Schatten gab es auch bei den Edelmetallen.

Gold hatte im Jahresverlauf seinen Nimbus als sichere Anlage scheinbar verloren. Auf eine sechsmonatige Schwächephase bei Gold, aber auch Silber, folgte indes ein starkes Schlussquartal. Damit hat sich die Jahresbilanz für Gold in Dollar aufgebessert (-1.6%), Silber verblieb deutlicher im Minus (-9.2%).

Interesse an Gold ist gestiegen

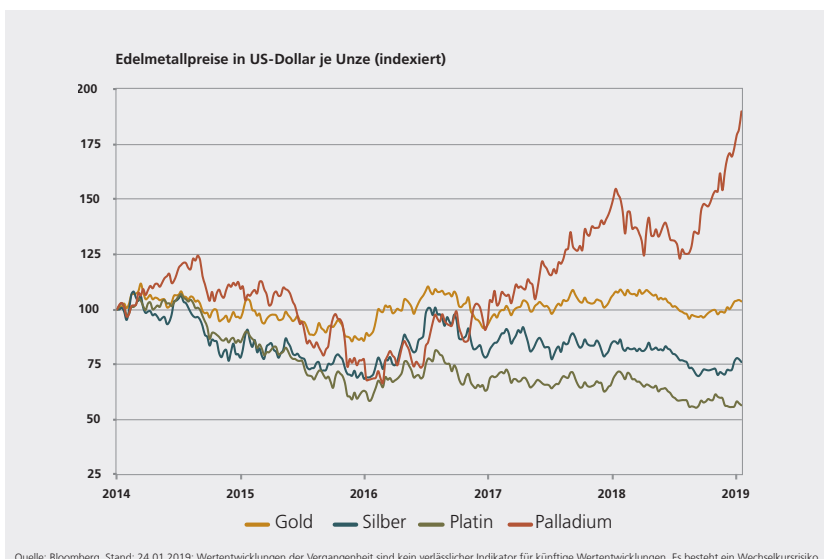
Mit 1'298 US-Dollar je Unze erreichte Gold am 4. Januar ein Sieben-Monats-Höchst. Das Volumen kotierter Goldfonds belegt ein gestiegenes Anlegerinteresse. Die Fondsbestände, die noch Anfang Oktober ein Jahrestief erreicht hatten,

sahen den grössten Quartalszufluss seit dem 1. Quartal 2017. Obwohl die Aktienmärkte einen freundlichen Jahresstart 2019 hatten, hielten im Januar die Zuflüsse in die kotierten Goldfonds an. Die spekulativen Investoren am Futures-Markt haben indes ihre einseitige Marktpositionierung der Vormonate abgebaut, die rekordhohen Shortpositionen wurden halbiert. Mit dem US-Haushaltsstreit, der seit dem 22. Dezember Teile der Bundesbehörden lahmlegt, sind jedoch auch die wöchentlichen Daten der Commodity Futures Trading Commission ausstehend. Für Gold spricht, dass die Konjunktursorgen und der Handelskonflikt weiterhin Unruhestifter sind, die zuletzt auch die Zinserwartungen massgeblich verändert haben. Während das weltweit synchrone Wachstum vor Jahresfrist dem US-Dollar und den Zinsen Auftrieb verliehen hatte und Gold belastete, sind die Marktakteure gegenüber den Wachstumserwartungen unterdessen skeptischer eingestellt.

Preisschere geht auf

Eine spezielle Marktconstellation ist derzeit bei den Platinmetallen zu beobachten. Während die Preisentwicklung von Platin im Takt mit Gold und Silber verläuft, notiert das Schwestermetall Palladium auf einem Rekordstand. 2018 legte sein Preis 18% zu und hat Gold als teuerstes Edelmetall abgelöst. Allerdings dürfte der Vertrauensverlust des Diesel-Skandals nachwirken und die Aussichten für Platin gedämpft haben. Platin kommt neben der Schmuckbranche insbesondere in Katalysatoren von Dieselmotoren zum Einsatz. Platin kostete im Januar rund 600 US-Dollar weniger als Palladium. Dies entspricht der grössten je gesehenen Preisdifferenz. Dauert dieser Umstand an, wird der Automobilsektor längerfristig versucht sein, anstelle von Palladium auf Platin umzustellen. Die historisch grosse Preisschere dürfte Platin unterstützen. Ohne überraschend bessere Daten aus China und der Automobilindustrie sehen wir derzeit jedoch lediglich ein begrenztes Potenzial nach oben. Im Blickfeld behalten wir die Entwicklungen in Südafrika und Russland, die für 85% der globalen Platin-Förderung verantwortlich sind. Für kurzfristigen Preisauftrieb könnten die angekündigten Streiks in den Platinminen eines grossen südafrikanischen Förderers sorgen.

Palladium tanzt aus der Reihe



Anlagestrategie

Abkühlung ja, aber keine Rezession

Der Jahresausklang 2018 war an den Aktienmärkten brutal. Es war eine toxische Mischung aus aufflammenden Konjunktursorgen und politischen Risiken, welche die Märkte talwärts schickte. Mit dem Jahreswechsel blieb die Unsicherheit erhöht, auch wenn die Aktienmärkte keinen schlechten Jahresstart zeigten.

Dass die Risikoaversion in den letzten Wochen an den globalen Finanzmärkten gestiegen ist, zeigt sich an der Entwicklung der Kursschwankungen an den Aktienmärkten. Diese lässt sich am Volatilitätsindex VIX ablesen, welcher in den letzten Wochen deutlich über den kritischen Wert von 20% gestiegen ist. Auch ein Blick an die Kapitalmärkte offenbart eine angespannte Situation. So sind die Kreditrisikoprämien nach oben geklettert und zeigen, dass die Anleger eine höhere Entschädigung für ihr Kreditrisiko verlangen. Das Investorenstimmung ist angespannt und es mehren sich die Stimmen von Kommentatoren und Analysten, die bereits vor einer Rezession warnen und die Unsicherheit weiter schüren. Eine Rezession wäre eine denkbare schlechte Ausgangslage für die Aktienmärkte und eine starke Korrektur von rund 30% wäre in einem solchen Fall wahrscheinlich.

Überzogene Rezessionsorgen

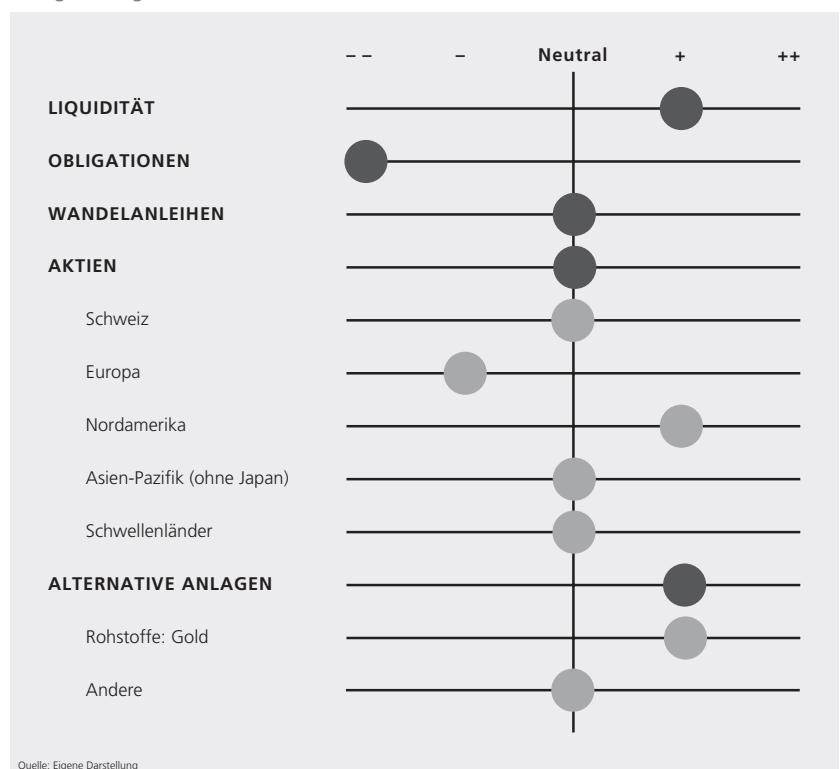
Ein Blick auf die vorlaufenden Indikatoren in den USA, Europa und China offenbart, dass die Zeit der zunehmenden Wachstumsdynamik für die nächsten Monate abgelaufen ist. Die Einkaufsmanagerindizes in den USA haben sich von ihren Höchstständen distanziert. Bis auf den vorlaufenden Indikator Chinas notieren die wesentlichen Indikatoren aber weiterhin über 50 Punkten, was eine Expansion der Wirtschaftsleistung erwarten lässt. Aktuell deuten die Wirtschaftszahlen unseres Erachtens nicht auf eine Rezession hin, signalisieren aber eine Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivitäten. Dass Chinas Wirtschaftsmotor aber schwächelt, sorgt für ein klammes Gefühl bei vielen Investoren. Es passt gut ins Bild, dass Chinas Wirtschaft wegen des Handelsstreits mit den USA leidet und in den nächsten Monaten auch die USA von negativen Einflüssen betroffen sein könnte. Diese Vermutung ist nicht von der Hand zu weisen und es wäre vermessen zu denken, dass ein Handelsstreit nur für eine Seite negativ wäre. Aber eine Rezession vermag der Handelsstreit nicht zu verursachen.

Politik verunsichert

Der Handelsstreit zwischen China und den USA ist ein politisches Thema mit einer grossen ökonomischen Wirkung. Es sorgt für grosse Unsicherheit bei den Anlegern. In eine ähnliche Richtung geht der andauernde Haushaltsstreit in den USA, welcher zu einer teilweisen Stilllegung der Verwaltung führte. Und auch der Brexit führt zu einer ähnlichen Verunsicherung. Bei allen drei Themen ist weder der Ausgang noch die Zeit bis zur Lösung einschätzbar. Darum sind sie Unsicherheitsfaktoren, können aber bei einer Lösung auch zu einer grossen Chance werden.

Konklusion: Die Unsicherheit an den globalen Aktienmärkten kommt nicht von ungefähr. Aber die Angst vor einer möglichen Rezession halten wir für überzogen. Darum bleibt unsere Gewichtung in der Aktienallokation unverändert. Wir rechnen nicht mit einer Trendwende, aber mit einer leicht positiven Entwicklung. An unserer Goldallokation als Versicherung halten wir ebenfalls fest. ■

Anlagestrategie

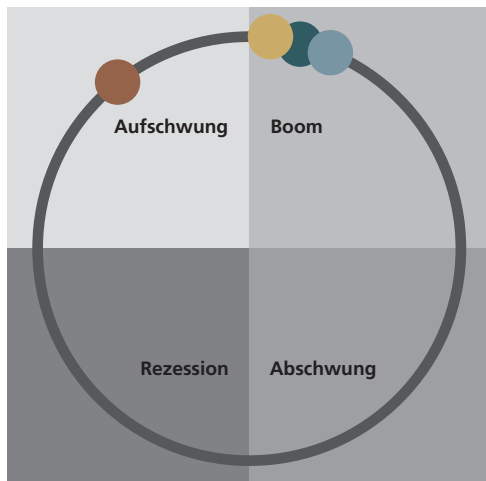


Marktübersicht

Wirtschaftsdaten und Ausblick

Daten per 17. Januar 2019; Quelle: Zahlen Bloomberg; Grafiken, Einschätzung: Eigene Darstellung

Die konjunkturelle Entwicklung ausgewählter Industrieländer



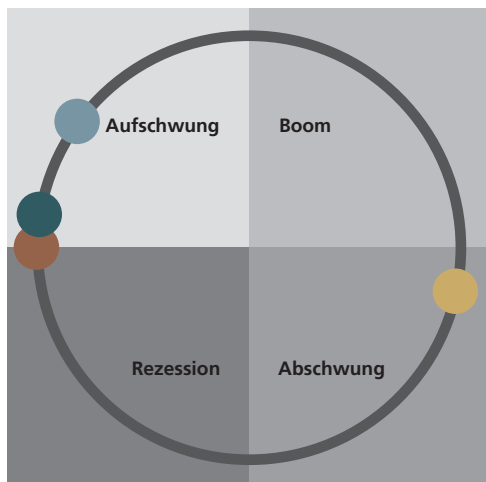
- Schweiz
- USA
- Eurozone
- Deutschland

	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	3.2%	2.2%	positive	1.0%	0.7%	positive	2.5%	2.4%	positive	59.7	57.8	positive
USA	2.9%	3.0%	positive	2.3%	1.9%	positive	3.7%	3.9%	positive	59.8	54.1	positive
Eurozone	2.2%	1.6%	positive	2.1%	1.6%	positive	8.0%	7.9%	positive	53.2	51.4	positive
Deutschland	2.0%	1.1%	positive	2.3%	1.7%	positive	5.1%	5.0%	positive	53.7	51.5	positive

■ positive Einschätzung ■ neutrale Einschätzung ■ negative Einschätzung

- **Schweiz:** Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz ist weiterhin gut, allerdings zeigen sich Zeichen einer geringeren Dynamik.
- **USA:** Die US-Konjunktur ist in guter Verfassung. Die vorlaufenden Indikatoren deuten jedoch auf eine Abkühlung hin.
- **Eurozone:** Der Wirtschaftsgang ist solide, die Expansionsphase verliert aber weiter an Schwung. Das Wachstum zeigt sich schwächer.
- **Deutschland:** Es treten zunehmend immer wieder kürzere Schwächephasen auf. Die Dynamik nimmt ab.

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	6.7%	6.5%	positive	2.5%	1.9%	positive	3.8%	3.8%	positive	50.2	49.7	negative
Indien	8.0%	6.9%	positive	3.7%	2.2%	positive	-	-	positive	54.0	53.2	positive
Brasilien	0.9%	1.3%	positive	4.5%	3.8%	positive	7.5%	8.2%	positive	52.7	52.6	positive
Russland	1.9%	1.5%	positive	3.4%	4.3%	positive	4.6%	4.8%	positive	55.0	53.9	positive

■ positive Einschätzung ■ neutrale Einschätzung ■ negative Einschätzung

- **China:** China hat Massnahmen ergriffen, um der aktuellen Wachstumsschwäche entgegenzutreten. Ein eskalierender Handelskonflikt würde zusätzlich belasten.
- **Indien:** Indiens wirtschaftliche Entwicklung ist weiter gut. Als grosser Ölimporteur hilft der schwache Ölpreis zusätzlich.
- **Brasilien:** Die Erholungsphase gestaltet sich weiter schwierig. Aktuell herrscht dank dem neuen «law and order»-Präsidenten Bolsonaro Zuversicht.
- **Russland:** Verhalten positive Aussichten, Euphorie ist aber fehl am Platz. Insbesondere der weiter tiefe Ölpreis könnte den konjunkturellen Aufschwung stören.

Finanzmärkte und Prognosen

Daten per 17. Januar 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 %	-0.25 %
EZB	-0.40 %	-0.40 %	-0.40 %	-0.40 %	0.00 %
FED	1.25 % – 1.50 %	2.00 % – 2.25 %	2.25 % – 2.50 %	2.25 % – 2.50 %	2.75 % – 3.00 %

Kapitalmärkte (Renditen)	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
Schweiz 10 Jahre	0.01 %	0.01 %	-0.14 %	-0.10 % – 0.10 %	0.30 % – 0.50 %
Deutschland 10 Jahre	0.57 %	0.42 %	0.24 %	0.35 % – 0.55 %	0.60 % – 0.80 %
USA 10 Jahre	2.63 %	3.18 %	2.75 %	2.80 % – 3.10 %	3.30 % – 3.60 %

Devisenmärkte	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
EUR/CHF	1.1735	1.1403	1.1323	1.10 – 1.15	1.08 – 1.13
USD/CHF	0.9589	0.9957	0.9942	0.97 – 1.02	0.97 – 1.02
EUR/USD	1.2238	1.1453	1.1389	1.11 – 1.16	1.09 – 1.14

Rohwaren	vor 12 Monaten	vor 3 Monaten	aktuell	Prognoseband 3 Monate	Prognoseband 12 Monate
WTI-Rohöl (USD/Fass)	64	69	52	50 – 60	50 – 60
Gold (USD/Unze)	1327	1226	1292	1250 – 1350	1250 – 1350

Aktienmärkte	Jahresperformance	Erw. KGV 12 Mt.	Aktueller Indexwert	Trend letzte 3 Monate	Prognose 3 Monate
S & P 500	5.2 %	15.6	2636	↘	→
EuroStoxx50	2.3 %	12.0	3069	↘	→
SMI	5.8 %	14.4	8914	→	→

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: 24.01.2019