

/sicht

Februar-Update 2023

Das Anlage-Magazin
der St.Galler Kantonalbank



Rohstoffpreise als Vorboten einer Abkühlung?

/4

Rohstoffpreise als Vorboten einer Abkühlung?

/5

Sicht auf die Märkte

/7

Unsere Positionierung

Herausgeberin: St. Galler Kantonalbank AG, St. Leonhardstrasse 25, 9001 St. Gallen und St. Galler Kantonalbank Deutschland AG, Prannerstraße 11, 80333 München **Autorenteam:** Caroline Hilb Paraskevopoulos; Patrick Häfeli, CFA; Tobias Kistler, CFA; Céline Koster; Matthias Müller, CFA; Thomas Stucki, CFA; Beat Schiffhauer, CFA; Angela Truniger; Daniel Wachter; Anja Felder, CIIA **Gestaltungskonzept:** Festland AG
Redaktionsschluss: 31. Januar 2023 **Erscheinung:** Monatlich (quartalsweise als Grossausgabe und in den restlichen Monaten als kompaktes Update)

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.

Die Taylor-Regel sagt etwas anderes



Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

✉ info@sgkb.de

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Wenn man den Finanzmärkten glaubt, ist mit Zinserhöhungen der Notenbanken bald Schluss und ab dem Sommer sind Zinssenkungen angesagt. Wenn man den Zentralbanken zuhört, sind weitere Zinserhöhungen für die Kontrolle der Inflation notwendig und Zinssenkungen in diesem Jahr kein Thema. Ein Anhaltspunkt für die Beantwortung der Frage, wem man glauben soll, ist der Taylor-Zins.

Der amerikanische Ökonom John B. Taylor entwickelte 1993 eine Regel für den Zielwert des geldpolitischen Leitzinses. Bis zur Finanzkrise 2008 war der Taylor-Zins für viele Zentralbanken, auch für die SNB, ein wichtiger Indikator bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik. Seither wurde die Zinssteuerung weitgehend ausgehebelt und durch ausserordentliche Massnahmen ersetzt. Mit der Rückkehr zur Zinssteuerung wird die Taylor-Regel wieder an Bedeutung gewinnen.

Sie besagt, dass sich der anzustrebende Leitzins aus dem neutralen Realzins, der erwarteten Inflationsrate und einem Korrekturfaktor zusammensetzt. Dieser Faktor wird durch die Inflations- und die Produktionslücke bestimmt. Die Inflationslücke ist dabei die Differenz zwischen Inflationsrate und Inflationsziel. Je höher die Inflation, desto höher muss der Leitzins sein. Die Produktionslücke wird als Differenz zwischen dem realen Wirtschaftswachstum und dem Potenzialwachstum der Volkswirtschaft definiert. In der Anwendung der Taylor-Regel wird für die Schätzung der Produktionslücke oft die Arbeitslosenrate verwendet. Je angespannter der Arbeitsmarkt ist, desto restriktiver muss die Geldpolitik sein.

Die Taylor-Regel ist keine exakte Wissenschaft, hängt sie doch stark von den Inputdaten ab. Sie signalisiert aber, ob die Geldpolitik zu expansiv oder zu restriktiv ist. Die Schätzung des Taylor-Zinses für die Schweiz ergibt einen Wert von 4.60 %. Dieser ist das Ergebnis einer Inflationsrate über dem Ziel der SNB und einer tiefen Arbeitslosenrate. Die Geldpolitik der SNB ist mit einem Leitzins von 1.00 % also immer noch sehr expansiv. Die SNB wird ihren Leitzins weiter erhöhen müssen, um die Inflation und die Konjunktur in ein Gleichgewicht zu bringen. Wir gehen nicht davon aus, dass sie den Leitzins bis auf den Taylor-Zins anhebt, aber ein Anstieg von heute 1.00 % auf 2.00 % bis Mitte Jahr ist angebracht.

Rohstoffpreise als Vorboten einer Abkühlung?

Die Preisentwicklung von konjunktursensitiven Industriemetallen eignet sich hervorragend, um das vergangene Anlagejahr noch einmal Revue passieren zu lassen. Doch welche Rückschlüsse lassen sich daraus auf die künftige globale Wirtschaftsentwicklung ziehen? Und was bedeutet es für die Schweiz?

Die Preise von Industriemetallen haben seit dem kriegsbedingten Anstieg im Frühjahr 2022 wieder an Wert eingebüsst – Kupfer rund 30 %. Damit sind sie gar deutlich unter den Vorkriegswert gefallen. Für die gesunkenen Rohstoffpreise gibt es zwei wichtige Gründe: globale Konjunktursorgen und die Zero-Covid-Politik Chinas. Die damit einhergehende schwache Wirtschaftsentwicklung des grössten Rohstoffnachfragers hat 2022 auf die Preise der Industriemetalle gedrückt. Denn konjunktursensitive Rohstoffe werden vorwiegend in zyklischen Sektoren wie etwa der Industrie oder dem Baugewerbe verwendet. Entwickelt sich die Nachfrage in diesen Sektoren schwächer, brauchen die Unternehmen weniger Rohstoffe. Das Angebot ist kurzfristig meist unflexibel. Entsprechend sinken die Preise dieser Rohstoffe.

China als «game changer»?

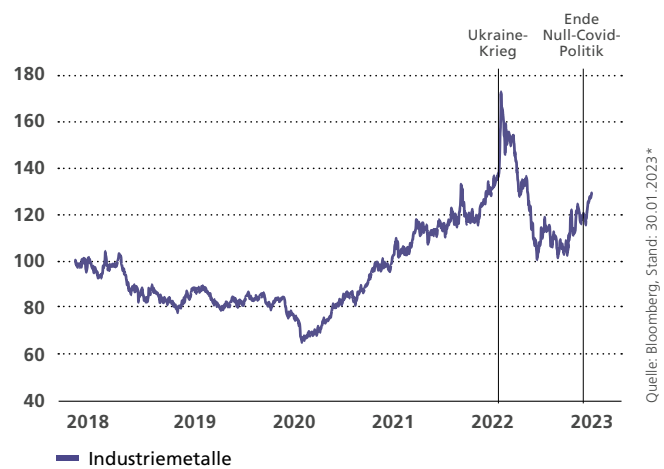
In den letzten Wochen zeigte sich allerdings eine veritable Gegenbewegung. Die überraschende Abkehr Chinas von der Zero-Covid-Politik führte dazu, dass die Industriemetallpreise wieder anzogen. Allerdings bleiben die Höchststände vom letzten Frühjahr unerreicht. Zum einen war die Hausse vor einem Jahr stark spekulativ getrieben. Zum anderen deutet es aber auch darauf hin, dass die Zinserhöhungen der wichtigsten Zentralbanken mittlerweile in der Wirtschaft spürbar werden und sich die globalen Wirtschaftsaussichten eintrüben. Entsprechend dürfte der Preisrückgang zumindest teilweise ein Vorbote einer globalen Abkühlung sein.

Abkühlung trifft auch die Schweiz

Die Schweiz ist aufgrund ihrer Exportorientierung stark von der globalen wirtschaftlichen Lage abhängig. Geht die weltweite Nachfrage nach Gütern zurück, können Schweizer Exportunternehmen weniger exportieren. Von besonderer Bedeutung ist die wirtschaftliche Lage der wichtigs-

Zwischen Geopolitik und China-Hoffnung

Bloomberg Industrial Metals Subindex in USD, indexiert 2018 = 100



Lesehilfe: Bloomberg Industrial Metals Subindex basiert auf Preisentwicklung von fünf Industriemetallen am Futures-Markt. Zusammensetzung nach Gewichtung: Kupfer (32.5 %), Aluminium (26.8 %), Zink (18.9 %), Nickel (16.5 %), Blei (5.3 %).

* Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko.

ten Exportpartner, der EU und der USA. Allerdings ist die Schweizer Exportwirtschaft tendenziell defensiv ausgerichtet. Das bedeutet, konjunkturunabhängige Sektoren haben ein relativ grosses Gewicht. Die chemisch-pharmazeutische Branche war 2021 für gut die Hälfte aller Exporte verantwortlich. Zudem verfügt die Schweiz über einen stabilen Binnenmarkt, so dass sie vergleichsweise gut durch die sich anbahnende Wirtschaftsabkühlung kommen wird.



Autorin

Céline Koster
Strategeanalystin

Geglückter Jahresstart

Die Aktienmärkte starteten mit Kursgewinnen ins neue Jahr. Zinshoffnungen und die Wiederöffnung Chinas waren die zentralen Kurstreiber. Wir nehmen zwei Veränderungen an unserer Sektorenallokation vor.

Der Start ins neue Jahr ist den Aktienmärkten weltweit geglückt. Unterstützend wirkten vor allem die Zinshoffnungen der Marktteilnehmer. Die Finanzmärkte antizipieren, dass die US-Notenbank Fed bereits ab Mitte Jahr ihre Zinsen senken wird, um damit auf die wirtschaftliche Verlangsamung zu reagieren. Ebenfalls für Rückenwind bei den Aktienkursen sorgten die Entspannung in Bezug auf die europäische Energiekrise und die Abkehr von der Null-Covid-Politik in China.

Umschichtungen belasten defensive Sektoren

Im Januar positionierten sich die Marktteilnehmer vielfach neu und schichteten von sogenannten Substanzwerten in zyklischere Werte um. Substanzwerte, wie sie oft in den defensiven Sektoren Nichtzyklischer Konsum und Gesundheit zu finden sind, gehörten damit seit Jahresanfang zu den schwächsten Werten. Im vergangenen Jahr zählten diese aufgrund ihrer robusten Geschäftsmodelle hingegen noch zu den Gewinnern. Im laufenden Jahr profitierten vor allem die Sektoren Kommunikationsdienste, Zyklischer Konsum und Grundstoffe. Ob sich die Umschichtung weiter fortsetzen wird, hängt vor allem von der Geldpolitik der Fed ab. Bleibt diese länger als erwartet restriktiv und kühlt sich die Wirtschaft weiter ab, spricht dies eher für Substanzwerte. Daneben werden auch die Berichtssaison der Unternehmen und deren Ausblicke für die weitere Entwicklung entscheidend sein. Bislang fällt diese eher durchgezogen aus.

Industriesektor neu auf Untergewichten

Wir nehmen an unserer Sektorenallokation zwei Veränderungen vor: Einerseits stufen wir den Sektor Industrie auf Untergewichten ab. Grund dafür ist die aktuelle konjunkturelle Abkühlung, die sich zunehmend in schwächer gefüllten Auftragsbüchern bemerkbar macht. Angesichts die-

ser Ausgangslage erachten wir die Bewertung des Sektors als anspruchsvoll. Andererseits stufen wir den Zyklischen Konsum auf Neutral hoch. Die Wiederöffnung Chinas dürfte den internationalen Reiseverkehr zusätzlich ankurbeln. Zudem gehen wir davon aus, dass es einen Nachholeffekt beim chinesischen Konsum geben wird. Bei diesem Szenario erscheint ein Untergewicht im Zyklischen Konsum nicht mehr gerechtfertigt. Die übrigen Über- und Untergewichte bleiben unverändert, weil wir weiterhin ansteigende Zinsen und eine sich abschwächende US-Wirtschaft erwarten.

Sektorenallokation

	Energie	
	Grundstoffe	
	Industrie	↓
	Zyklischer Konsum	↑
	Nichtzyklischer Konsum	
	Gesundheit	
	Finanzen	
	Technologie	
	Kommunikationsdienste	
	Versorger	
	Immobilien	

■ Übergewichten ■ Neutral ■ Untergewichten

Quelle: Eigene Darstellung



Autorin

Angela Truniger
Finanzanalystin



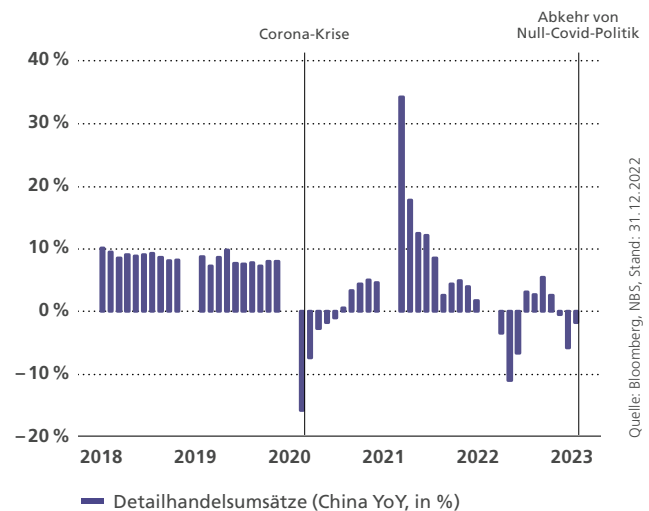
Chinas Öffnung lässt Unternehmen hoffen

Das Ende der Zero-Covid-Politik in China hat viele Analysten überrascht, vermutlich auch in der chinesischen Regierung selbst. Entsprechend unvorbereitet und chaotisch war der Jahreswechsel. Viele Menschen verschanzten sich aus Angst zu Hause, die Detailhandelsumsätze brachen ein.

Gemäss Schätzungen der Weltgesundheitsorganisation (WHO) dürfte aber unterdessen die Spitze der ersten Infektionswelle erreicht sein, zumindest in den wirtschaftlich wichtigen Grossstädten. Für die westlichen Unternehmen sind dies gute Neuigkeiten. Durch den Wegfall der unvorhersehbaren Kontrollen und Lockdowns steigt das Vertrauen in das Investitionsumfeld markant. Auch bezüglich Liefer- und Produktionsengpässe sind die Unternehmen positiv gestimmt, auch wenn die Ausfälle durch Corona-Fälle eine Belastungsprobe darstellen. Insgesamt überwiegt aber die Erleichterung, das Schlimmste hinter sich zu haben und entsprechend auch für die Zukunft planen zu können.

China: Nachholeffekt dürfte bald einsetzen

Veränderung in % zum Vorjahr



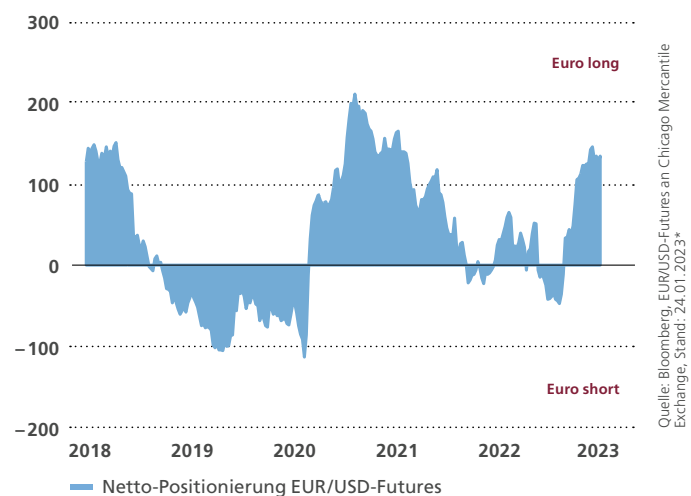
Lesehilfe: Im Januar und Februar werden nach den Gepflogenheiten des National Bureau of Statistics of China (NBS) keine einzelnen monatlichen YoY-Daten gemeldet, da diese durch die Saisonalität des chinesischen Neujahrsfests beeinflusst werden.

Euro erhält durch Zinserwartungen Rückenwind

Der Euro-Franken-Kurs ist im Januar erstmals seit Juli 2022 wieder auf Parität gestiegen. Der Euro profitierte von einem Mix aus positiven Nachrichten. Das milde Wetter in Europa zum Jahreswechsel und damit verbunden die hohen Erdgaslagerstände minimieren die Gefahr einer Energiemangellage für diesen Winter. Chinas wirtschaftliche Öffnung verbesserte zudem die Aussichten der europäischen Exportindustrie. Der Euro profitierte zuletzt insbesondere von den erwarteten Zinserhöhungen durch die EZB. Der Stimmungsumschwung zugunsten des Euro zeigt sich an der Positionierung der kurzfristig orientierten Anleger. Trotz konjunktureller Aufhellung bleibt das Wachstum in der Währungsunion jedoch tief. Höhere Zinsen belasten die Wirtschaft und die Staatshaushalte.

Stimmung hat zugunsten des Euro gedreht

Netto-Positionierung EUR/USD-Futures (in Tausend Kontrakten)



* Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko.

Entspannung ja, aber kein Ende der Fragilität

Die Aktienmärkte sind gut ins neue Jahr gestartet. Ein Grund für die positive Entwicklung ist das Ende der Zero-Covid-Politik in China. Was bedeutet dies für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte?

Chinas Zero-Covid-Politik war für die chinesische Wirtschaft eine grosse Belastung. Im Vergleich zum Vorquartal resultierte im 4. Quartal ein Nullwachstum, und auf Jahresbasis fiel das Plus von 3.5 % mager aus. Nun hat China wieder «geöffnet», und die Wirtschaft wird nach den ersten Krankheitswellen Fahrt aufnehmen, auch dank einem Nachholeffekt. Immerhin war Chinas Wirtschaft praktisch zwei Jahre lang im Lockdown. Bei den Lieferketten erwarten wir eine Entspannung, wovon die Weltwirtschaft profitieren wird. Gleichzeitig hat die chinesische Regierung entschieden, den Immobiliensektor zu stützen. Dieser leistet rund 30 % ans chinesische Bruttoinlandprodukt und war seit dem Zusammenbruch des Immobilienkonzerns Evergrande stark unter Druck. Ganz allgemein äussert sich die chinesische Regierung wieder wirtschaftsfreundlicher. Es ist offensichtlich, dass die Regierung die Wirtschaft wieder in Gang bringen will. Kurzfristig wird ihr das gelingen.

Chinas steiniger Weg

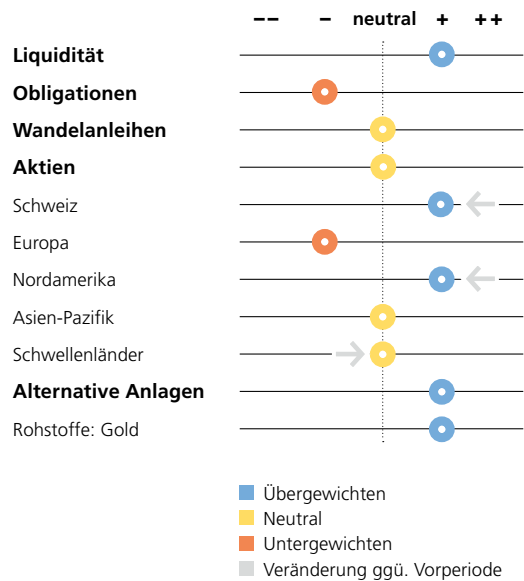
Trotz der besseren Konjunkturerwartungen betrachten wir Chinas Entwicklung aber weiterhin kritisch. Auch wenn die Regierung den Immobilienmarkt stimuliert, ändert sich nichts daran, dass dieser unter grossem Druck steht. Das Problem wird einfach in die Zukunft verschoben. Der Umbau der chinesischen Wirtschaft ist nicht abgeschlossen, und die politischen Spannungen mit Taiwan sind nicht vom Tisch. Wir begrüssen die Öffnung und reduzieren auch das starke Untergewicht in den Schwellenländern. Aber wir werfen nicht alle Bedenken über Bord. China bleibt ein potenzielles Risiko, weil die Unberechenbarkeit im Seitenwagen der Konjunkturerholung mitfährt.

Märkte suchen Gleichgewicht

Wir sind grundsätzlich positiv für die Aktienmärkte gestimmt, schätzen die Lage aber weiterhin als fragil ein. Die

Inflation sinkt, ist aber nach wie vor erhöht. Die Marktteilnehmenden erwarten bereits Zinssenkungen durch die Fed oder die EZB in diesem Jahr. Das ist unserer Meinung nach verfrüht. Auch im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung gibt es trotz Chinas Öffnung noch einige Knackpunkte. Deshalb halten wir an unserem Gleichgewicht fest. Es passt zu unserer Erwartung einer erhöhten Volatilität an den globalen Aktienmärkten.

Unsere Positionierung



Autorin

Caroline Hilb Paraskevopoulos
Leiterin Anlagestrategie und Analyse

