

/sicht

März-Update 2023

Das Anlage-Magazin
der St.Galler Kantonalbank



Notenbanken springen in die Bresche



St.Galler
Kantonalbank

Vermögensmanagement
Deutschland

/4

Gold: Notenbanken springen in die Bresche

/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: 7. März 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.

Das Gesicht der Inflation verändert sich



Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

✉ info@sgkb.de

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Als die Inflationsraten im ersten Halbjahr 2021 abrupt anstiegen, zeigten sich viele Analysten und die Zentralbanken gelassen und sprachen von einem temporären Phänomen. Im Nachhinein hat sich das als Trugschluss erwiesen, und der Wechsel zu höheren Zinsen seitens der Notenbanken kam zu spät. Ganz so abwegig war die damalige Einschätzung nicht. Teurer wurden vor allem die Energieträger und andere Rohstoffe wie Holz sowie einzelne Produkte wie Occasions-Autos oder die Güter aus dem Baumarkt. Mittlerweile sind die Energiepreise am Sinken, und Holz kostet gleich viel wie vor der Pandemie. Da als Basis für die Inflationsrechnung der Preis vor zwölf Monaten genommen wird, werden die Energie und die anderen Rohstoffe in den nächsten Monaten deflationär wirken. Deren Einfluss auf die Inflation war effektiv temporär.

Unterschätzt wurde aber, wie rasch sich die Preiserhöhungen auf weite Teile des Güterkorbs ausbreiten würden. Die Gründe dafür, wie die Lieferkettenprobleme und der starke Anstieg der Nachfrage mit dem Start der Corona-Impfungen, sind bekannt. In Kombination mit dem Mangel an Arbeitskräften stiegen daraufhin die Löhne. Das hat zu einer markanten Verschiebung bei den Inflationstreibern geführt. Mittlerweile sind die höheren Preise im Dienstleistungssektor der dominante Teil. Das ist für die Zentralbanken eine schlechte Entwicklung. Bei den Kosten für die Erbringung von Dienstleistungen spielen die Rohstoffe eine untergeordnete Rolle, während die Personalkosten von zentraler Bedeutung sind. Zudem ist der Anteil des Dienstleistungssektors an der Wertschöpfung in den Industrieländern deutlich am grössten.

Den Inflationsdruck bei den Dienstleistungen zu reduzieren, wird nicht einfach sein. Die Lohnentwicklung reagiert träge auf ein Nachlassen der Nachfrage. Preissenkungen sind bei den Löhnen schwieriger umzusetzen als bei den Rohstoffen. Ohne Abschwächung der Konjunktur und ohne eine Erhöhung der Arbeitslosenrate wird es nicht gehen. Wie weit man damit gehen will und kann, ohne eine Rezession zu provozieren, ist eine Gratwanderung, die von den Zentralbanken einiges an Fingerspitzengefühl verlangt.

Notenbanken springen in die Bresche

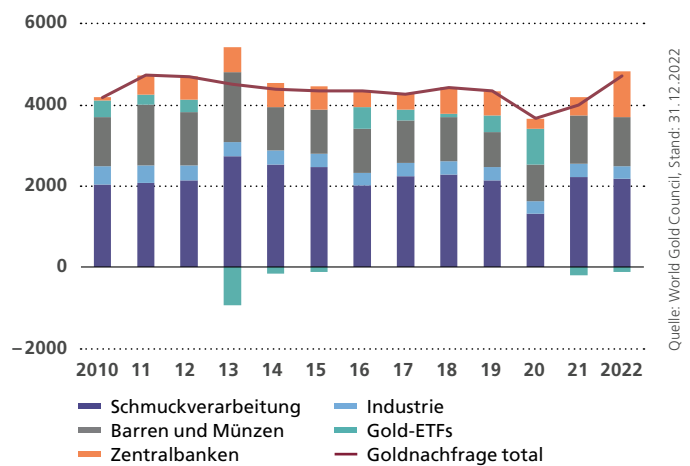
2022 sind die jährlichen Edelmetallkäufe der Notenbanken auf ein 55-Jahres-Hoch gestiegen. Dies hat die Schwäche anderer Nachfragesegmente kompensiert. Zögerlich beim Goldkauf zeigten sich die Investoren.

Die weltweite Goldnachfrage wuchs 2022 um 18 % auf 4741 Tonnen. Das ist fast so viel wie im Rekordjahr 2011. Vor allem die Zentralbanken sind für das kräftige Nachfrageplus verantwortlich. Die Investorenseite hingegen zeigte sich schwächer, hier haben die höheren Zinsen ihre Spuren hinterlassen. Zwar ist die Nachfrage nach Münzen und Barren robust, jedoch sanken die Bestände in börsengehandelten Fonds, die mit physischen Barren unterlegt sind, seit letztem April um mehr als 400 Tonnen. Der zehnte Monatsrückgang in Folge entspricht der längsten Negativserie seit 2014. Normalerweise ist diese Anlegergruppe ein wichtiger kurzfristiger Preistreiber am Goldmarkt. So hatten die starken Zuflüsse in Goldfonds im Corona-Jahr 2020 das Edelmetall erstmals auf über 2000 Dollar pro Unze gehievt. Doch zwischen November und Januar tendierten der Goldpreis und die ETF-Bestände in entgegengesetzte Richtung. Die erhöhte Nachfrage der Notenbanken wirkte stabilisierend.

Notenbanken verdoppeln Goldkäufe

Gemäss dem Jahresbericht des World Gold Council haben die Währungshüter im vergangenen Jahr unterm Strich 1136 Tonnen Gold erworben – so viel wie seit 1967 nicht mehr. Im Vorjahresvergleich ist es eine Verdoppelung des Kaufvolumens. Weshalb haben die Zentralbanken in derart grossem Stil Gold erworben? Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat die Goldkaufrends von 144 Ländern untersucht. Auffallend ist, dass die Zentralbanken ihre Goldreserven seit der globalen Finanzkrise 2008 aufstockten, nachdem sie zuvor ihre Bestände über Jahrzehnte abgebaut hatten. Zugenommen hat das Bedürfnis, sich gegen wirtschaftliche und geopolitische Risiken abzusichern. Die IWF-Studie ermittelte 14 sogenannte «aktive Diversifizierer», also Länder, die den Goldanteil an ihren Gesamtreserven in den letzten zwei Jahrzehnten gesteigert haben. Dies sind hauptsächlich Schwellenländer, darunter China und die Türkei.

Notenbanken kaufen deutlich mehr Gold
Globale Goldnachfrage nach Käufergruppen in Tonnen



Fed treibt den Goldpreis

Wie eine Umfrage zeigt, planen mehrere Zentralbanken, ihren Bestand in den nächsten Monaten weiter zu erhöhen. Damit dürften sie in Summe auf der Käuferseite bleiben. Damit der Goldpreis jedoch höher notiert, bleibt die Kaufbereitschaft der Investoren wichtig. Im Januar erreichte Gold mit 1950 US-Dollar je Unze ein Neun-Monats-Hoch. Mit den wieder gestiegenen Zinserwartungen und einem erstarkten US-Dollar kam der Goldpreis unter Druck. Sobald sich abzeichnet, dass der Zinsgipfel in den USA erreicht ist, dürfte sich das Umfeld für das Edelmetall wieder aufhellen.



Autor

Daniel Wachter
Senior Strategeanalyst

Aktienmärkte im Seitwärtsmodus

Nach dem erfolgreichen Start ins Aktienjahr 2023 folgte im Februar die Konsolidierung. Ansteigende Zinsen aufgrund von Inflations Sorgen und eine veränderte Marktmeinung zur zukünftigen Geldpolitik der Zentralbanken waren dafür verantwortlich.

Im Februar zeigten sich viele Aktienmärkte unverändert oder notierten tiefer. Grund dafür waren einerseits die ansteigenden Zinsen und andererseits eine veränderte Erwartung an die zukünftige Geldpolitik. Die Marktteilnehmer gelangten im Februar zur Erkenntnis, dass die Zentralbanken und insbesondere die Fed doch länger als zunächst antizipiert restriktiv bleiben werden. Ein weiterhin sehr robuster US-Arbeitsmarkt und eine anhaltend hohe Kerninflationsrate sprechen unter anderem dafür. Neu gehen die Finanzmärkte davon aus, dass die US-Notenbank Fed erst im November 2023 eine erste Leitzinssenkung vornehmen wird.

Rückläufige Quartalsgewinne in den USA

Die Berichtssaison in den USA ist bislang durchgezogen ausgefallen. Insgesamt rapportierten bis Ende Februar 94 % der S&P-500-Unternehmen ihre Zahlen zum 4. Quartal. Davon konnten zwar 68 % die Gewinnerwartungen übertreffen, jedoch liegt dies klar unter dem historischen 5- und 10-Jahres-Durchschnitt. Der durchschnittliche Gewinnrückgang im 4. Quartal lag bei 4,8 %. Sollte es dabei bleiben, würde dies den ersten Gewinnrückgang seit dem 3. Quartal 2020 darstellen. Bei Unternehmen, die mehr als 50 % des Umsatzes ausserhalb der USA erwirtschaften, fiel der Gewinnrückgang besonders deutlich aus. Unternehmen mit negativen Gewinnüberraschungen wurden aber weniger stark abgestraft als in der Vergangenheit.

Unveränderte Sektorenallokation

Unsere Sektorenallokation lieferte im Februar einen positiven Performancebeitrag. Insbesondere das Übergewicht in den Sektoren Nichtzyklischer Konsum und Finanzen sowie das Untergewicht im Sektor Immobilien trugen dazu bei. Wir nehmen an unserer Allokation keine Veränderungen vor und belassen unsere relativen Unter- und Übergewichte unverändert. Nach wie vor gehen wir von einer sich ab-

kühlenden Wirtschaft aus, was sich zunehmend in schwächer gefüllten Auftragsbüchern von Industriekonzernen bemerkbar machen dürfte. Unternehmen im Nichtzyklischen Konsumsektor dürften in einer solchen Marktphase von ihren robusten Geschäftsmodellen profitieren. Zudem antizipieren wir weiter ansteigende Zinsen, was den Finanzsektor begünstigen und die relative Attraktivität im Immobiliensektor schmälern dürfte.

Sektorenallokation

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

■ Übergewichten ■ Neutral ■ Untergewichten

Quelle: Eigene Darstellung



Autorin

Angela Truniger
Finanzanalystin



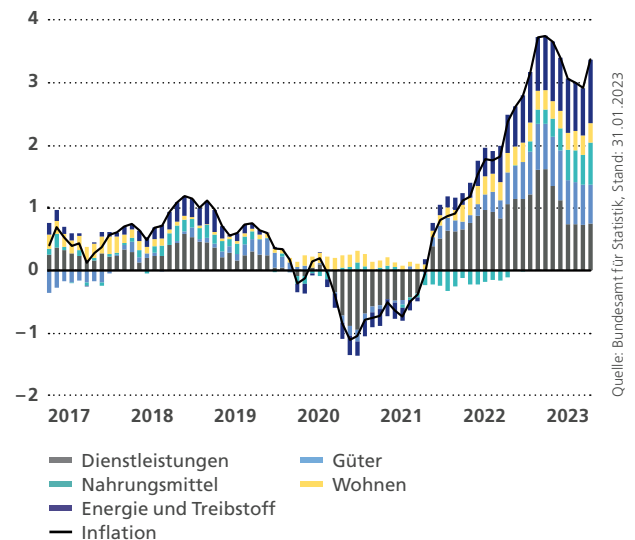
Sonderfall Schweiz: steigende Inflation

Die Inflationsraten in den USA und Europa sind in den letzten Monaten teilweise deutlich zurückgeglitten. In der Schweiz stieg die jährliche Teuerung zuletzt wieder von 2.8 % auf 3.3 % an. Ganz überraschend ist dieser neuerliche Anstieg hingegen nicht.

Anders als in vielen anderen Ländern sind die Strompreise in der Schweiz staatlich reglementiert und werden nur einmal jährlich angepasst. Entsprechend flossen die im Laufe des letzten Jahres deutlich gestiegenen Strompreise erst im Januar in die Berechnung des Konsumentenpreisindex ein. Der zu Jahresbeginn um 26 % gestiegene Preis für Elektrizität ist denn auch für einen grossen Teil des Inflationsanstiegs verantwortlich – aber nicht nur. Die sogenannte Kerninflation, welche die volatileren Preise für Nahrungsmittel und Energie – und somit auch für Strom – ausschliesst, stieg im Januar ebenfalls von 2.0 % auf 2.2 % an. Gemäss dem Bundesamt für Statistik haben nicht zuletzt auch die höheren Preise für Hotelübernachtungen, Brot und Kaffee die Teuerung weiter angefacht.

Hohe Strompreise machen sich bemerkbar

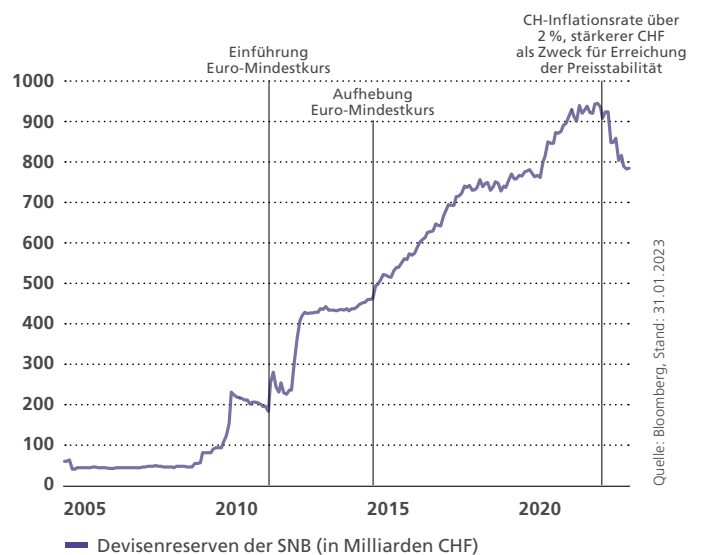
Preisveränderung in % zum Vorjahr



Wie hängen Franken und Inflation zusammen?

Der stabile Franken ist für die Schweizer Wirtschaft in Zeiten erhöhter Inflation ein Pluspunkt. Er hilft Schweizer Unternehmen, weil für sie Produkte im Ausland dank der Frankenstärke günstiger sind. Deshalb hat die Schweizerische Nationalbank kein Interesse mehr daran, den Franken künstlich zu schwächen. Er hilft ihr nämlich dabei, dass die Inflation von der Währungsseite nicht zusätzlich angeheizt wird. Sie hat deshalb allen Grund, weiterhin Devisenreserven zu reduzieren und damit ihre restriktivere Geldpolitik auf vielen Kanälen umzusetzen.

Devisenreserven der SNB werden weiter sinken



Starker Jahresstart, aber bitte keine Euphorie

Der Jahresstart ist geglückt, aber nach wie vor gibt es Unsicherheiten. Gerade der Ausblick für die Geldpolitik und die Inflationsentwicklung hat negatives Überraschungspotenzial.

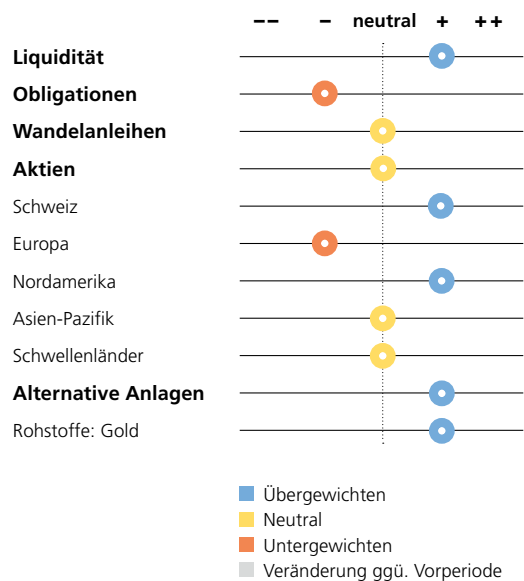
Der Auftakt ins Börsenjahr 2023 ist gelungen. Dabei fällt auf, dass die Gewinner der ersten beiden Monate die Verlierer des vergangenen Jahres waren. So haben die Techwerte zugelegt. Das hat einerseits mit den Kostenmassnahmen zu tun. Andererseits spielen auch die Zinsen eine Rolle. Es werden zwar weiterhin steigende Zinsen erwartet, aber der stärkste Schub wurde als vorüber eingestuft. Ebenfalls profitiert haben zyklische Sektoren und Märkte wie jene der Schwellenländer und Europas. Hier haben die Öffnung Chinas und die Hoffnung auf einen Nachholeffekt für Preisfantasien gesorgt. Diese Erwartungen sind nachvollziehbar. So wie in den westlichen Ländern ist auch in China die Sparquote während des Corona-Lockdowns angestiegen. Ebenfalls zeigen sich nach der Öffnung Chinas Entspannungssignale bei den Lieferketten, was sowohl Umfragen bei Unternehmen als auch ein Blick auf die Transportkosten bestätigen. Und zu guter Letzt konnte Europa der drohenden Energiemangellage entgegen.

Happy End?

Wir blicken grundsätzlich positiv in die Zukunft. Tatsächlich kommt mit der Öffnung Chinas mehr Konjunkturoptimismus zurück. Dass Europas Wirtschaft dank genügend Energie einer unberechenbaren Rezession entgeht, stimmt uns positiv. Aber für ein Happy End ist es zu früh. Nach wie vor ist die weitere Entwicklung der Inflation mit Unsicherheiten behaftet. Die Margen vieler Unternehmen sind gesunken. Ebenfalls sind die Lohnerhöhungen noch nicht abgeschlossen, die Lage am Arbeitsmarkt ist unverändert prosperierend. Das heisst, dass der Ausblick für die Geldpolitik nicht klar ist. Die restriktive Geldpolitik wird durchs Jahr andauern, dem Markt wird weiter Liquidität entzogen. Deshalb kann es auch immer wieder im Zuge negativer Überraschungen zu stärkeren Kursschwankungen kommen. Wir haben darum entschieden, unsere Positionierung

mit einem Gleichgewicht unverändert zu belassen. Auch auf Ebene Regionen nehmen wir keine Anpassungen vor, nachdem wir im Vormonat unser Untergewicht bei den Schwellenländern geschlossen hatten.

Unsere Positionierung



Autorin

Caroline Hilb Paraskevopoulos
Leiterin Anlagestrategie und Analyse

