

sicht

April-Grossausgabe 2023

Das Anlage-Magazin
der St.Galler Kantonalbank

Halbleiter: Schlüssel- technologie der Zukunft

USA und China:
zwischen Rivalität und
Partnerschaft



St. Galler
Kantonalbank

Vermögensmanagement
Deutschland

/4

Halbleiter: Schlüsseltechnologie der Zukunft

/7

USA und China: zwischen Rivalität und Partnerschaft

/10

Sicht auf die Märkte

/13

Unsere Positionierung

/14

Fünf Fragen an Tobias Kistler, CFA Fondsmanager SGK Aktien Schweiz und Fokus Ostschweiz

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, CIAA **Gestaltungskonzept:** Festland AG **Redaktionsschluss:** 23. März 2023
Erscheinung: Monatlich (quartalsweise als Grossausgabe und in den restlichen Monaten als kompaktes Update)

Navigieren im Sturm



Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

✉ info@sgkb.de

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Corona-Pandemie, Wiedergeburt der Inflation, Krieg in der Ukraine, Konfrontation zwischen den USA und China – und nun auch noch die Erinnerung an die Finanzkrise 2008 mit dem Zusammenbruch der Credit Suisse. Den Anlegern blieb in den letzten drei Jahren nicht viel erspart. Die Turbulenzen machten naturgemäss vor den Finanzmärkten nicht halt. Was gestern galt, ist heute Makulatur. Entsprechend stark und erratisch waren die Ausschläge der Kurse, sowohl bei den Aktien als auch bei den Obligationen. An den Grundsätzen, die beim Anlegen für den nachhaltigen Erfolg wichtig sind, hat sich jedoch nichts verändert.

Grundsatz 1: Achte auf die versteckten Risiken. Diese sind die gefährlichsten, weil sie im Hintergrund schlummern. Die Handelbarkeit von Wertpapieren kann über Nacht verschwinden. Wer Aktien oder Obligationen russischer Emittenten gekauft hatte, musste dies schmerzhaft erkennen. Höhere Renditen werden nicht aus Goodwill bezahlt. Die Halter von AT1-Obligationen der Credit Suisse haben offensichtlich das Kleingedruckte nicht gekannt, als die Finma im Zuge der Übernahme durch die UBS diese Anleihen als wertlos festlegte. Nur so ist ihr Aufschrei zu erklären.

Grundsatz 2: Komme nicht unter Zugzwang. Der Kauf von Aktien auf Kredit sollte zweimal überlegt werden. Nach Kursverlusten verkaufen zu müssen, weil die Bank auf mehr Sicherheiten für den Kredit pocht, ist meistens ein schlechtes Geschäft. Das Gleiche gilt, wenn man die eigene Risikofähigkeit überschätzt und zu viele riskante Anlagen im Portfolio hat.

Grundsatz 3: Die richtige Anlagestrategie bringt den Erfolg. Wenn die Anlagestrategie korrekt auf die eigene Risikofähigkeit ausgerichtet ist, kann man das Auf und Ab an den Finanzmärkten aussitzen. Die Aktienmärkte erholen sich früher oder später wieder. Die Obligationen werden bei Verfall zum Nennwert zurückbezahlt, wenn die Bonität des Emittenten stimmt. Die richtige Kombination risikobehafteter und sicherer Anlagen sowie der sorgfältige Blick auf die Qualität der Firmen, in die man investiert, lassen einen auch in unruhigen Zeiten ruhig schlafen.

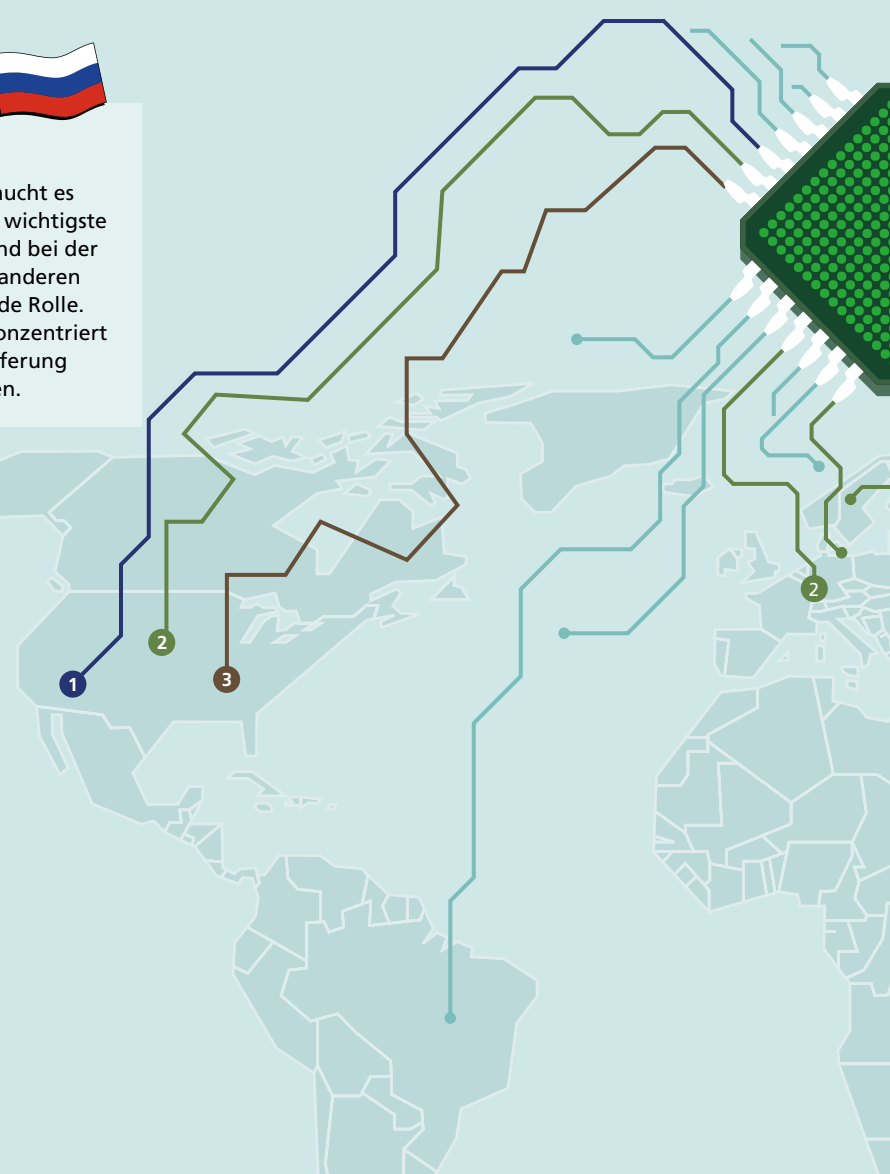
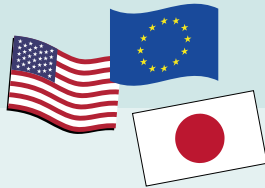
1. Rohstoffe

Für die Herstellung von Halbleitern braucht es bis zu 300 verschiedene Rohstoffe. Der wichtigste Bestandteil ist Silizium. China ist führend bei der Förderung von Silizium, aber auch bei anderen Rohstoffen spielt China eine bedeutende Rolle. Einzelne Rohstoffe kommen oftmals konzentriert vor. Entsprechend bestehen bei der Lieferung von Rohstoffen globale Abhängigkeiten.



2. Zulieferer

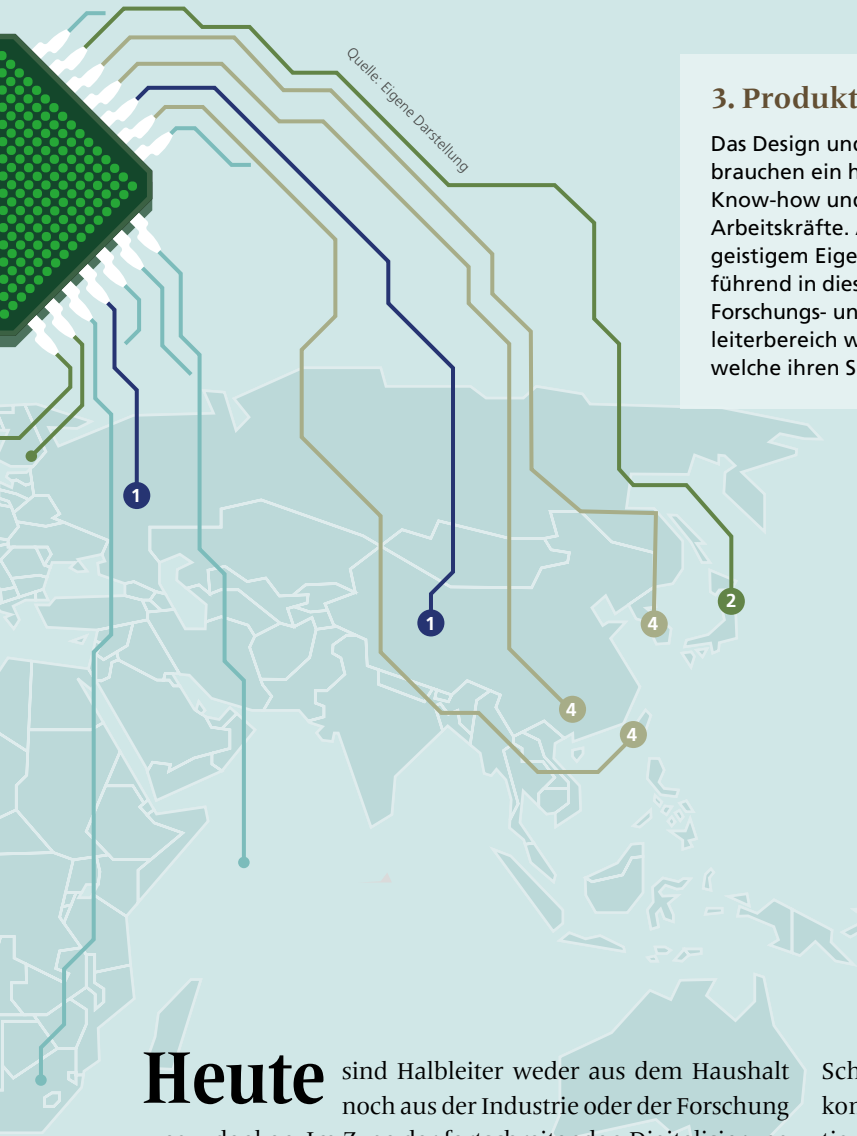
Für die Halbleiterproduktion bedarf es komplexer Geräte und Maschinen. Die Lieferketten für diese Maschinen bestehen oftmals aus vielen, teilweise hochspezialisierten Unternehmen, welche einzelne Teile für diese Maschinen liefern. Die Zulieferer befinden sich mehrheitlich in Europa, den USA und Japan.



Halbleiter: Schlüsseltechnologie der Zukunft

Noch vor wenigen Jahrzehnten wurden Halbleiter nur vom Militär und der Raumfahrt verwendet. Inert weniger Jahrzehnte entwickelten sie sich von einer Nischen- zu einer Massentechnologie. Sie haben die Art, wie wir leben, arbeiten und kommunizieren, revolutioniert.

Autoren Céline Koster und Matthias Müller



3. Produkt-Design



Das Design und die Entwicklung von Halbleitern brauchen ein hohes Mass an technischem Know-how und entsprechend gut ausgebildete Arbeitskräfte. Ausserdem ist ein guter Schutz von geistigem Eigentum wichtig. Die USA sind klar führend in diesem Bereich. Über die Hälfte der Forschungs- und Entwicklungsausgaben im Halbleiterbereich werden von Unternehmen getätigt, welche ihren Sitz in den USA haben.

4. Produktion



Die Produktion von Halbleitern ist sehr kapitalintensiv. Entsprechend findet sie in Ländern in Ostasien statt, welche über eine gut ausgebaute Infrastruktur und ein hohes Bildungsniveau verfügen, wie beispielsweise Südkorea, Japan oder Taiwan. Die weltweit fortschrittlichsten Halbleiter – kleiner als 10 Nanometer – werden zu über 90 % in Taiwan produziert. Arbeitsintensive Schritte wie das Zusammensetzen und Verpacken werden oftmals in China ausgeführt.

Heute sind Halbleiter weder aus dem Haushalt noch aus der Industrie oder der Forschung wegzudenken. Im Zuge der fortschreitenden Digitalisierung sowie neuester Entwicklungen im Bereich Internet of Things dürften sie noch mehr an Bedeutung gewinnen. Halbleiter haben nicht nur Gesellschaft und Wirtschaft verändert, sie wurden auch zu einem politischen Thema. Die Lieferengpässe als Folge der Massnahmen um die Corona-Pandemie haben die Bedeutung dieser Schlüsseltechnologie aufgezeigt und sie auf das politische Parkett gebracht. Darum lohnt sich ein Blick auf die Halbleiterindustrie.

1971 hat Intel den ersten in Serie produzierten Schaltkreis auf den Markt gebracht. Seither verzeichnete die Halbleiterindustrie ein enormes Wachstum. Allein zwischen 1990 und 2022 hat sich der jährliche Halbleiterumsatz mehr als verzehnfacht, auf rund 574 Milliarden US-Dollar. Marktforschungsinstitute gehen davon aus, dass 2030 die Billionenmarke übertroffen werden dürfte. Trotz des langfristig starken Wachstums unterliegt der Halbleitersektor zyklischen

Schwankungen. Die Nachfrage nach Halbleitern ist stark konjunkturabhängig, gleichzeitig ist das Angebot kurzfristig unflexibel. Dies liegt zum einen daran, dass der Produktionsprozess mehrere Monate dauert. Zum anderen ist der Aufbau neuer Produktionskapazitäten zeit- und kapitalintensiv. Daher dauert es lange, bis das Angebot auf eine veränderte Nachfrage reagieren kann. Die Corona-Pandemie hat im Konsumbereich eine starke Nachfrage nach Halbleitern ausgelöst. Gleichzeitig waren die Produktion und der Transport teilweise eingeschränkt und die Vorräte durch Einkäufe aus China aufgebraucht, so dass es zu einer Knappheit kam. Inzwischen ist die Produktion in den meisten Bereichen wieder ohne Einschränkungen möglich. Zudem hat sich die Nachfrage im Zuge der wirtschaftlichen Abkühlung abgeschwächt, so dass sich die Halbleiterindustrie zurzeit in einem Abschwung befindet.

Diese kurzfristige Inflexibilität hängt auch mit dem hochkomplexen Liefersystem zusammen. Der Fertigungsprozess besteht aus vielen hochspezialisierten Teilschritten, wobei

die einzelnen Schritte stark voneinander abhängig sind. Stockt es an einem Ort der Lieferkette, kommen alle nachgelagerten Prozesse aus dem Gleichgewicht. Wichtig sind dabei nicht nur die am Herstellungsprozess direkt beteiligten Unternehmen, sondern auch die Zulieferer. Während sich die Produktion von Halbleitern auf einige wenige Unternehmen konzentriert, gibt es eine Vielzahl von teilweise hochspezialisierten und voneinander abhängigen Zulieferern. Da die einzelnen Produktionsschritte unterschiedliche Ressourcen benötigen, hat sich eine geografische Spezialisierung entwickelt, sogenannte wirtschaftliche «Cluster». Einzelne Komponenten legen während des Fertigungsprozesses über 40 000 Kilometer zurück – sie reisen also gut einmal um die Welt. Im gesamten Herstellungsprozess gibt es über 50 Fertigungsstellen, wo eine Region über

65 % Marktmacht hat. Diese geografische Konzentration birgt ein Risiko im Falle von Naturkatastrophen, geopolitischen Spannungen oder Konflikten.

Die Pandemie hat die Abhängigkeiten im Halbleiterbereich aufgezeigt und ein politisches Umdenken ausgelöst. Die Regierungen in China, den USA, Japan und Europa haben Anreize geschaffen, um die Halbleiterproduktion in ihrem Gebiet auszubauen. Dadurch wollen sie globale Abhängigkeiten vermindern. Kein Land wird jedoch den Fertigungsprozess inklusive aller Zulieferer komplett selbst bewerkstelligen können. Denn vollständig «autarke» Lieferketten würden die Produktion gemäss Schätzungen um 35–65 % verteuern. Entsprechend werden auch weiterhin erhebliche geografische Abhängigkeiten bestehen.

Was sind Halbleiter?

Halbleiter sind Materialien, deren Leitfähigkeit je nach Temperatur zwischen einem Leiter und einem Nichtleiter liegt. Je höher die Temperatur, desto besser ist die Leitfähigkeit von Halbleitern. Dank dieser Eigenschaft kann die Leitfähigkeit von Halbleitern gesteuert werden. Häufig verwendete Halbleiter sind beispielsweise Silizium.

Worin liegt der Unterschied zu Chips?

Chips sind hochkomplexe elektronische Schaltungen, welche das Kernstück vieler elektronischer Geräte bilden. Sie bestehen aus Halbleitermaterialien, welche durch das Auftragen von verschiedenen Schichten zu integrierten Schaltkreisen werden. Chips sind ein Kernstück in elektronischen Geräten.

Einsatzgebiet von Mikrochips

Kategorie	Computer	Kommunikation	Autos	Konsum	Industrie	Regierung
Jährliches Wachstum	23.1 %	24.0 %	37.9 %	28.9 %	26.6 %	26.4 %
Umsatz in Mrd. USD	175	170.6	69.1	68.4	66.9	5.8

Quelle: SIA, Stand: 2021

Wo werden Halbleiter verwendet?

Halbleiter werden in jeglichen elektronischen Geräten verwendet, denn ohne sie gibt es keine Signale. Sämtliche Geräte, die etwas steuern, messen, empfangen, weiterleiten oder spei-

chern, enthalten daher Halbleiter. Ein durchschnittliches Auto enthält beispielsweise rund 960 Halbleiter. Aber auch weniger komplexe Produkte wie Kühlschränke oder elektrische Zahnbürsten funktionieren nicht ohne sie.

Moore's Law: immer kleiner, immer leistungsfähiger

Moore's Law ist eine Faustregel, die nach Intel-Mitbegründer Gordon Moore benannt ist. Sie besagt, dass sich die Anzahl Transistoren pro Mikrochips bei gleichbleibender Grösse alle 18–24 Monaten verdoppeln lässt. Entsprechend werden Chips immer leistungsfähiger und kleiner. Seit 1965 hat diese Gesetzmässigkeit grundsätzlich ihre Gültigkeit. In den letzten Jahren haben sich die Zyklen allerdings verlängert, weil die Entwicklung an die physikalischen Grenzen stösst.

Ausgewählte Unternehmen im Halbleiterbereich

Aufgrund komplexer Lieferketten sowie der starken Spezialisierung gibt es viele im Halbleiterbereich tätige Unternehmen. Die weltweit grössten Unternehmen des Halbleitersektors sind:

Rohstoffe: Tongwei, Wacker Chemie, Daqo New Energy, Siltronic, Shin-Etsu

Zulieferer*: VAT*, Inficon*, Comet*, Applied Materials, ASML, Lam Research, Tokyo Electron, KLA

Design: Broadcom, Qualcomm, Nvidia, MediaTek, AMD, ARM Holdings, Synopsys, Cadence Design Systems

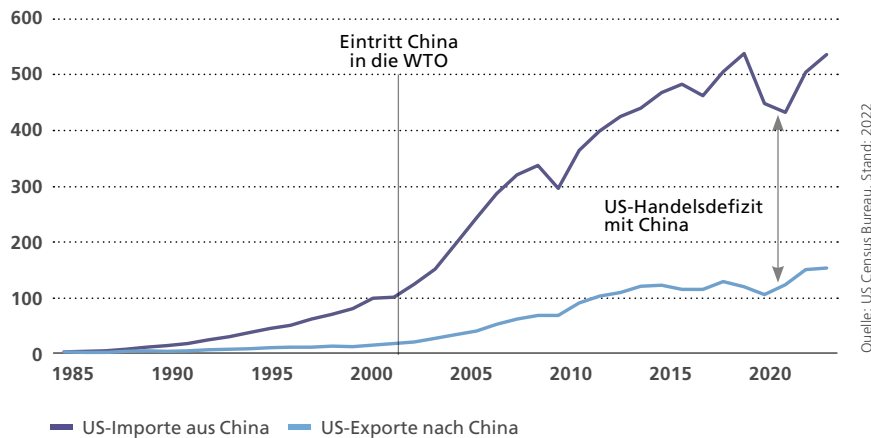
Produktion: Intel, Samsung, TSMC, GlobalFoundries, Micron Technology, SK Hynix, Texas Instruments, Infineon Technologies

* Wichtigste Schweizer Zulieferer; Hinweis: Die aufgeführten Titel sind nicht zwingend Teil des SGKB Aktienuniversums und stellen keine Empfehlung dar, sondern dienen einer Auflistung.

USA und China: zwischen Rivalität und Partnerschaft

Intensive Handelsbeziehungen zwischen den USA und China

Jährliche Daten in Mrd. USD



Die USA und China sind als Handelspartner voneinander abhängig und stehen sich als Wirtschaftsmächte im geopolitischen Kräftemessen gegenüber. Wie haben sich die Handelsbeziehungen der beiden Länder verändert und inwiefern werden diese durch geopolitische Überlegungen beeinflusst?

Autoren **Céline Koster** und **Beat Schiffhauer**

Die USA und China verfügen über intensive Handelsbeziehungen. Seit dem Eintritt Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) haben die beiden Länder ihre Beziehungen deutlich ausgebaut. Dabei haben beide von der Intensivierung der Handelsbeziehungen profitiert. Während die USA Güter wie Kleidungsstücke, Möbel und Unterhaltungselektronik sowie Spielsachen in China zu tieferen Preisen produzieren lassen konnten, hat China vom amerikanischen Absatzmarkt und dessen hoher Kaufkraft profitiert. Zudem hat China durch den Handel mit den USA Zugang zu Technologien erhalten. Mit steigendem Einkommen der chinesischen Bevölkerung gewinnt auch China für die US-Unter-

nehmen zunehmend als Absatzmarkt an Bedeutung. In China leben über viermal so viele Leute wie in den USA. Zudem verfügt China über eine wachsende Mittelschicht. Die USA exportieren unter anderem Agrargüter, aber auch Maschinen sowie chemische und pharmazeutische Güter und Fahrzeuge nach China.

Handelsstreit nimmt Fahrt auf

Unter der Regierung Trump hat die Handelsbeziehung zwischen den beiden Wirtschaftsmächten erstmals deutliche Risse bekommen. Auslöser war das grosse Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber China. Zudem warfen die USA China den Diebstahl geistigen Eigentums vor. 2018 führten sie deshalb Strafzölle auf gewisse chinesische Güter ein. China hat als Gegenmassnahme ebenfalls Handelshemmnisse eingeführt. Auf diese Weise spitzte sich der Handelsstreit immer weiter zu. Unter US-Präsident Biden haben sich die Handelsbeziehungen wieder teilweise erholt. Biden hat zwar die von Trump getroffenen Massnahmen nicht widerrufen. Er hat aber zumindest in seiner Kommunikation deeskalierende Signale gesetzt. Die politischen Spannungen und das Misstrauen aber blieben.

Technologiesektor im Fokus der Politik

Zuletzt gingen die USA wieder härter gegen China vor. Im Oktober 2022 hat die US-Regierung Restriktionen für Tech-

nologieexporte verfügt. Modernste Hochleistungschips genauso wie Maschinen zu deren Produktion dürfen nicht mehr nach China exportiert werden. US-Bürgern ist es zudem nicht mehr erlaubt, in diesem Bereich für chinesische Firmen tätig zu sein. Diese neuen Restriktionen sind zwar auf einen vergleichsweise kleinen Bereich beschränkt, allerdings sind sie in ihrer Art sehr umfassend. Grund für die Restriktionen sind Bedenken, dass die nun sanktionierten Technologien in China zu militärischen Zwecken sowie zur Unterdrückung der Bevölkerung genutzt werden. Die Restriktionen dienen den USA aber auch dazu, ihren technologischen Vorsprung zu verteidigen. Trotz dieser Handelshemmnisse sind die Wirtschaftsbeziehungen zwischen den beiden Ländern nach wie vor bedeutend.

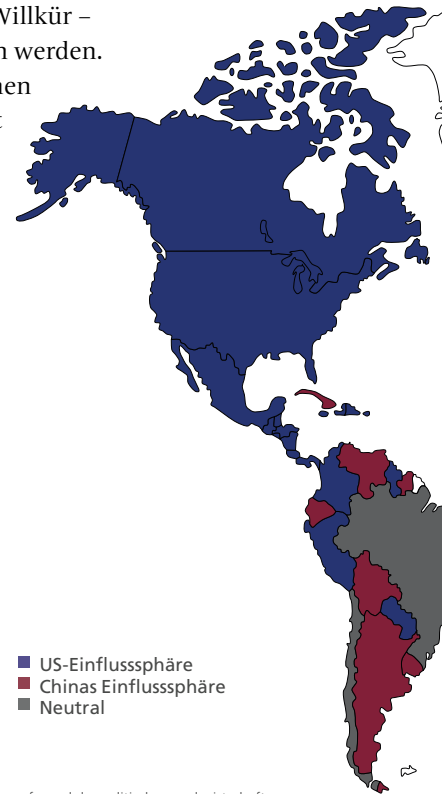
Wie weiter zwischen den USA und China?

Im Hightech-Bereich werden die USA die Entkoppelung weiter vorantreiben. Insbesondere Technologien, welche militärisch genutzt werden können, stehen im Fokus der US-Regierung. China seinerseits wird versuchen, seine Industrie im Hightech-Sektor weiter auszubauen und damit den technologischen Rückstand gegenüber den USA zu verringern. China ist heute noch nicht in der Lage, modernste Halbleiter selbst herzustellen. Entsprechend können die Restriktionen der USA die chinesische Wirtschaft und Gesellschaft empfindlich schwächen. Expertinnen und Experten gehen davon aus, dass die US-Exportrestriktionen China um Jahre zurückwerfen werden. In vielen anderen Bereichen werden die Handelsbeziehungen trotz geopolitischer Spannungen weiter aufrechterhalten werden. Allen politischen Differenzen zum Trotz sind die beiden Länder wirtschaftlich voneinander abhängig. China braucht die USA als Absatzmarkt, während die USA auf China als Produktionsland angewiesen sind. Insgesamt steigt aber die Unsicherheit für US-Unternehmen, welche in China tätig sind, und für chinesische Unternehmen, welche in den USA tätig sind. Politische Überlegungen können jederzeit zu neuen Restriktionen in gewissen Wirtschaftsbereichen führen. Aufgrund der ökonomischen Bedeutung dieser Handelsbeziehungen werden aber viele Unternehmen bereit sein, dieses Risiko einzugehen. Dies zeigt sich auch an den direkten Investitionen der USA in China, welche nach wie vor zunehmen.

Was bedeutet dies für die Anlegerinnen und Anleger?

Wer in Unternehmen investiert, welche in China ihr Geld verdienen, muss sich des erhöhten Risikos bewusst sein. Je militärnäher und technologieintensiver das Unternehmen agiert, desto höher ist das Risiko. Im Technologiewettstreit zwischen den USA und China stehen nicht die ökonomi-

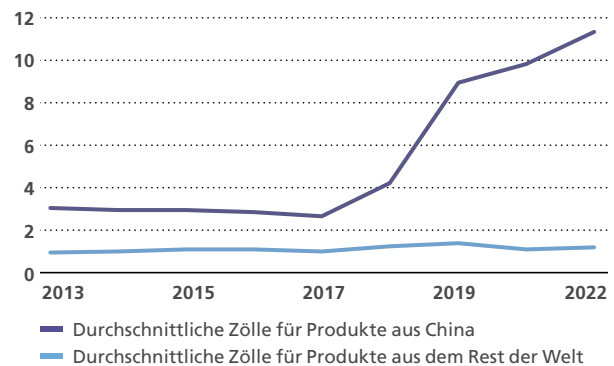
schen Argumente in Vordergrund, sondern politische Motive. Entsprechend können jederzeit – mit einer gewissen Willkür – beidseitige Sanktionen ergriffen werden. Bei entsprechenden Investitionen muss die Gewinnerwartung mit der potenziellen Unsicherheit abgeglichen werden.



■ US-Einflussphäre
■ Chinas Einflussphäre
■ Neutral

Lesehilfe: Capital Economics teilt die Länder aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Nähe zu den USA und China ein. Dazu zählen unter anderem Abstimmungen in den Vereinten Nationen.

Zölle gegen Handelsdefizit US-Zölle in %, jährliche Daten

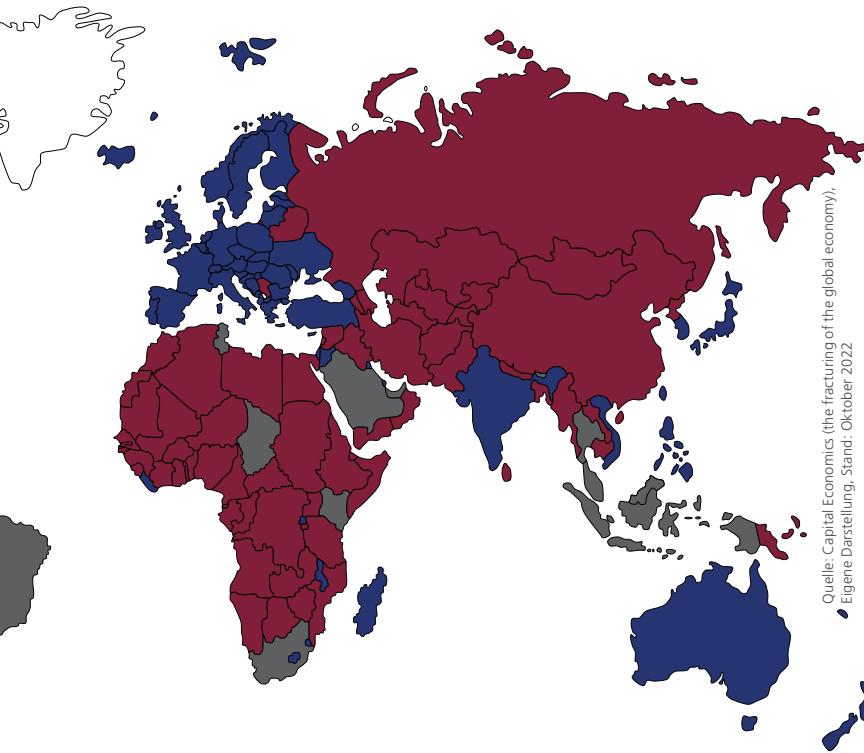


Quelle: Capital Economics,
Stand: 2022

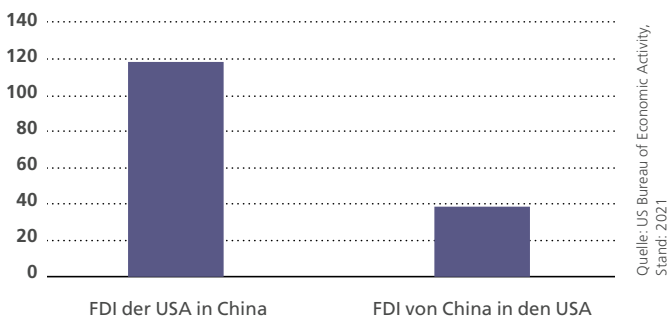
Seit 2017 haben die USA die Zölle gegenüber China kontinuierlich erhöht. Grund für die Strafzölle war unter anderem der Schutz der eigenen Industrie, welche von den tiefen Preisen chinesischer Güter unter Druck gesetzt wurde. Zudem wurden die Zölle gegenüber China auch aus geopolitischen Überlegungen erhöht.

Zwei Supermächte ringen um die Vorherrschaft

Zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt bestehen nicht nur bedeutende Wirtschaftsbeziehungen, sondern auch eine politische Rivalität. Mit der Eingliederung Chinas in das westliche Wirtschaftssystem und der Aufnahme in die WTO bestand die Hoffnung, dass sich China politisch dem westlichen Wertesystem annähern würde. In den letzten Jahren wurde zunehmend klar, dass dies nicht geschehen wird. Die politischen Systeme der beiden Grossmächte führten immer wieder zu Spannungen. So werfen etwa die USA China vor, durch Subventionen die Preise künstlich tief zu halten. Bei den Spannungen geht es nicht nur um die wirtschaftliche Vormachtstellung, sondern auch um die Technologieführerschaft und politischen Einfluss. Die geopolitischen Spannungen greifen zunehmend auf die wirtschaftlichen Beziehungen und insbesondere den Technologiesektor über. Je mehr sich die Spannungen zwischen den beiden Supermächten zuspitzen, desto mehr werden auch verbündete Länder einbezogen. So drängen die USA beispielsweise ihre Verbündeten dazu, die Exportrestriktionen im Technologiebereich ebenfalls umzusetzen. Eine vollständige wirtschaftliche Entkoppelung der beiden Blöcke wird jedoch von keinem der beiden Länder angestrebt.

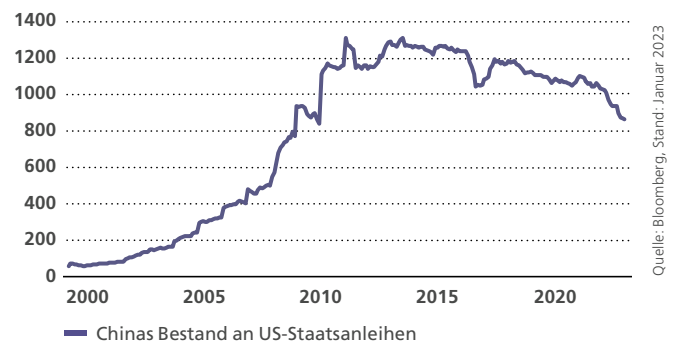


US-Unternehmen investieren in China
Direktinvestitionen (FDI), 2021 in Mrd. USD



Die Direktinvestitionen der USA in China übersteigen jene von China in den Vereinigten Staaten deutlich. Für US-Unternehmen ist China aufgrund der grossen Verfügbarkeit von Arbeitskräften ein attraktives Investitionsland. Chinas Direktinvestitionen konzentrieren sich hingegen auf Länder mit einem grossen Rohstoffvorkommen, zum Beispiel in Afrika.

China ist einer der grössten Gläubiger der USA
Von China gehaltene US-Treasuries in Mrd. USD



Die starke wirtschaftliche Verflechtung mit den USA und insbesondere der grosse Handelsüberschuss haben seit Eintritt in die WTO Chinas Bestand an US-Treasuries markant ansteigen lassen. Heute gehört China neben Japan zu den grössten ausländischen Haltern von US-Staatsanleihen.



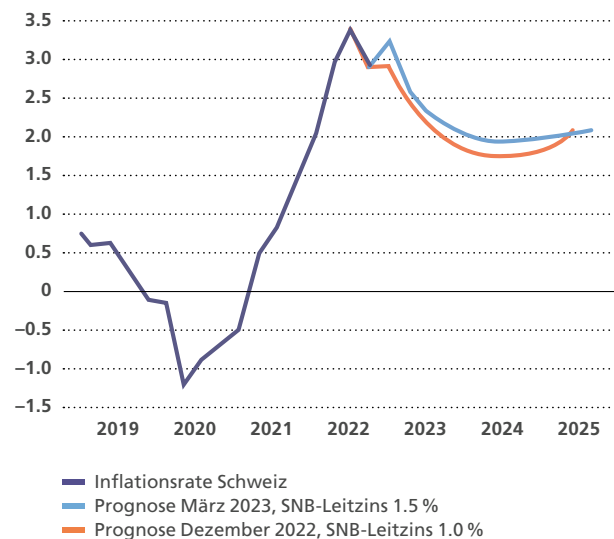
Die SNB erhöht ihren Leitzins erneut

Die hartnäckig hohe Inflation bereitet dem SNB-Direktorium weiterhin Kopfzerbrechen. In den letzten Monaten haben die Zweitrundeneffekte und der Inflationsdruck aus dem Ausland noch einmal zugenommen. Mit einer Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte auf 1.50 % kämpft die Schweizerische Nationalbank dagegen an.

Doch trotz dieser Leitzinserhöhung fällt die neue bedingte Inflationsprognose höher aus als im Dezember. Die SNB erkennt einen Inflationsdruck, der an Breite gewonnen hat und darum auch hartnäckiger eingeschätzt wird. Mit einer restriktiven Geldpolitik soll dem entgegengewirkt werden. Insbesondere eine Lohn-Preis-Spirale möchte die SNB verhindern. Wir rechnen deshalb mit einer weiteren Leitzinserhöhung von 50 Basispunkten an der nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung im Juni. Damit wäre mittelfristig auch der Realzins wieder positiv. Danach gehen wir von einer längeren Pause und einem stabilen SNB-Leitzins aus.

Inflationsdruck zwingt SNB zum Handeln

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in %

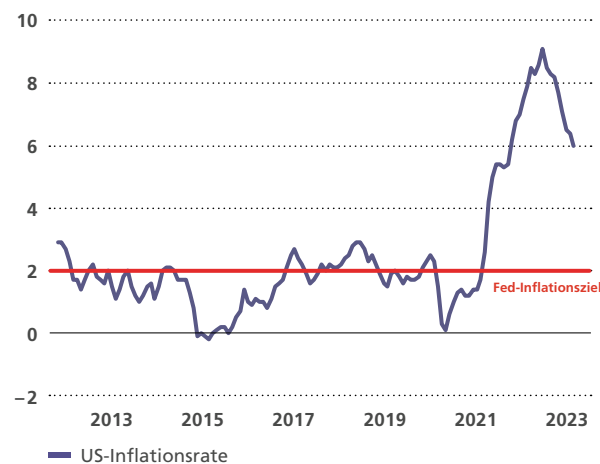


Der US-Zinserhöhungszyklus nähert sich seinem Ende

Mit einer Teuerungsrate von 6.0 % im Februar liegt die Inflation in den USA zwar tiefer als in den Vormonaten, sie bleibt jedoch weiterhin deutlich zu hoch. Die US-Notenbank Fed hat deshalb ihre Leitzinsen ein weiteres Mal um 0.25 % erhöht. Die Federal Reserve Bank wird weiterhin alles daran setzen, die Inflationsrate schnellstmöglich auf ihr Inflationsziel von 2 % zu drücken, weshalb wir an der nächsten Sitzung eine weitere Zinserhöhung für sehr wahrscheinlich erachten. Danach dürfte die Fed für den Rest des Jahres 2023 jedoch pausieren. Baldige Leitzinssenkungen, wie derzeit vom Markt prognostiziert, erwarten wir nicht.

Die US-Teuerung ist deutlich zu hoch

Inflationsrate gegenüber Vorjahr in %



Autor

Patrick Häfeli
Senior Strategeanalyst

Bankenkrise beschäftigt Finanzmärkte

Als Folge der Turbulenzen im Bankensektor erhöhte sich im März die Nervosität an den Aktienmärkten, was zeitweise zu erheblichen Kursbewegungen führte. Wir belassen unsere Sektorenallokation unverändert.

Der Finanzsektor wurde von verschiedenen Erschütterungen getroffen. Insbesondere die Insolvenz der Silicon Valley Bank (SVB) und die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS standen im Fokus. Wegen der Sorgen um eine tiefgreifende Finanzkrise zeigten sich die Aktienmärkte volatil.

Sturm im Bankensektor

Ausgelöst wurde der Kollaps bei der auf Tech-Start-ups spezialisierten SVB durch fehlerhaftes Liquiditäts- und Bilanzmanagement. Wegen der gestiegenen Zinsen gelangten Start-ups weniger gut an neues Kapital, weshalb viele ihre bei Banken hinterlegten Einlagen anzapfen mussten. Die SVB hatte ihre kurzfristigen Einlagen vorwiegend in langlaufenden Staatsanleihen angelegt, deren Kurse wegen der gestiegenen Zinsen deutlich gesunken waren. Diese Buchverluste mussten im Zuge der Liquiditätsbereitstellung realisiert werden. Die damit aufkommenden Zweifel an der Solvenz führten zu einem Vertrauensverlust und setzten eine Negativspirale in Gang. In der Folge zogen immer mehr Kunden ihre Einlagen ab, und es kam zu einem Bank-Run, der in der Insolvenz der SVB endete. Um die Märkte zu beruhigen, wurden umfassende Schritte zum Schutz der Kundeneinlagen angekündigt und für alle US-Banken ein Liquiditätsprogramm aufgelegt. Damit sollte das Vertrauen in den Finanzsektor wiederhergestellt werden. Trotzdem kam der globale Finanzsektor unter Druck. Der Aktienkurs der Credit Suisse war davon besonders betroffen. Zusätzlich zogen Kunden aufgrund des schwindenden Vertrauens immer rascher ihre Gelder ab. Die Bank war trotz präventiver Kreditaufnahme bei der SNB und dem Einhalten der regulatorischen Bestimmungen nicht mehr überlebensfähig und wurde letztlich von der UBS übernommen. Daraufhin beruhigte sich die Situation zum Monatsende.

Sektorenallokation bleibt gleich

Aufgrund der Turbulenzen im US-Bankensektor wurde der Finanzsektor auf Talfahrt geschickt. Wir gehen davon aus, dass sich der Finanzsektor nach den deutlichen Verwerfungen erholen dürfte. Im Gegenzug wird der Immobiliensektor unter den weiter ansteigenden Zinsen leiden. Zusätzlich erwarten wir eine sich weiter abkühlende Wirtschaft. Unternehmen im Sektor Nichtzyklischer Konsum dürften in einem solchen Umfeld von den widerstandsfähigen Geschäftsmodellen profitieren. Gegenwind sehen wir hingegen beim Industriesektor, wo sich die Auftragslage auf hohem Niveau abschwächen 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

Nachfrage nach Wohneigentum reagiert auf die Zinswende

Die Nachfrage nach Wohneigentum ist in den letzten Jahren stark angestiegen. Zuletzt ist sie aber in gewissen Regionen zurückgegangen. Was treibt die Nachfrageseite in Zukunft?

Für die starke Nachfrage nach Wohneigentum in den letzten Jahren gibt es zwei wichtige Treiber. Zum einen ist die Wirtschaft stark gewachsen. Aufgrund der positiven Wirtschaftsentwicklung schufen die Unternehmen neue Stellen, was zu einem Mangel an Arbeitskräften führte. Entsprechend war die Arbeitsplatzsicherheit hoch, ebenfalls nahm die Zuwanderung zu. Zum anderen haben die tiefen Zinsen Wohneigentum im Vergleich zum Mieten attraktiver gemacht. Über Jahre war es günstiger, in seinem Eigenheim zu wohnen, als eine Wohnung zu mieten. Die Nachfrage nach Wohneigentum liess die Preise stark steigen.

Zinswende änderte die Spielregeln

Mit der Zinswende ist ein gewichtiger Nachfragetreiber weggefallen. Mieten ist nun in vielen Regionen wieder günstiger als Kaufen. Die Nachfrage nach Wohneigentum

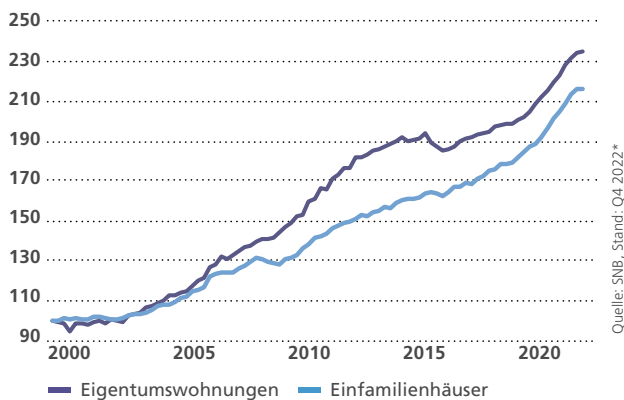
hat deshalb merklich abgenommen. Entsprechend sind die Preise im vierten Quartal 2022 deutlich weniger stark gestiegen und je nach Region sogar marginal gesunken. Dies zeigt, dass die Übernachfrage nach Wohneigentum, welche insbesondere während der Pandemie bestand, abgebaut wurde. Objekte sind heute zwar länger inseriert, bevor sie verkauft werden. Schlussendlich findet sich aber in vielen Fällen nach wie vor jemand, der bereit ist, den geforderten Preis zu bezahlen.

Strukturelle Treiber stützen Nachfrage

Der akute Fachkräftemangel sowie die im internationalen Vergleich stabile Wirtschaftslage in der Schweiz werden die Zuwanderung weiterhin anregen. Das daraus resultierende Bevölkerungswachstum sowie die Tatsache, dass eine Person im Durchschnitt immer mehr Wohnfläche benötigt, sichern die Nachfrage nach unten ab. Von 2012 bis 2021 stieg die durchschnittliche Wohnfläche pro Person um 1.6 m² auf 46.6 m². Hinzu kommt, dass es aufgrund der immer älter werdenden Bevölkerung mehr Ein- und Zweipersonenhaushalte gibt. Die höheren Finanzierungskosten, ausgelöst durch die gestiegenen Zinsen und die hohen Preise, werden verhindern, dass die Nachfrage rasch wieder auf das Niveau der Boomjahre 2020 und 2021 steigt. Einbrechen wird die Nachfrage jedoch auch bei einer weiteren Zinserhöhung nicht. In Kombination mit der anhaltenden Angebotsknappheit wird sich die tiefere Nachfrage in einer Seitwärtsbewegung der Preise für Wohneigentum manifestieren.

Preiswachstum lässt deutlich nach

Transaktionspreise Schweiz, indiziert, Q1 2000 = 100



Lesehilfe: Transaktionspreise sind die tatsächlich bezahlten Preise, während Angebotspreise die inserierte Preise sind.

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



Autorin

Céline Koster
Strategieanalystin

Fragile Lage, aber keine Finanzkrise 2.0

Die Credit Suisse und einige US-Regionalbanken sind Geschichte. Sind es Einzelfälle oder droht eine erneute Finanzkrise? Welche Faktoren stärken die Märkte?

Das Wort «Kredit» stammt vom lateinischen «credere» ab und bedeutet «auf mein Wort» oder «Glauben schenken». Diesen hatte die Credit Suisse am Freitag, 17. März 2023, definitiv verloren. Sie hatte so hohe Liquiditätsabflüsse zu verzeichnen, dass andere Banken ihr kein Geld mehr leihen wollten und ihr das Vertrauen entzogen. Ein klassischer Bank-Run hatte die stolze CS zu Fall gebracht. Ähnlich erging es der Silicon Valley Bank (SVB). Auch bei ihr haben hohe Geldabflüsse ihr Ende besiegelt. Aber die Gründe für die Konkurse sind unterschiedlich. Bei der CS war es eine lange Reihe von Skandalen und die Aussicht, dass die Bank noch Jahre brauchen würde, um ihr Geschäftsmodell zu stärken. Bei der SVB war es ein mangelhaftes Management der Bilanz und der Zinsrisiken, was die Verluste und schliesslich den Konkurs verursachte.

Es gibt wichtige Unterschiede

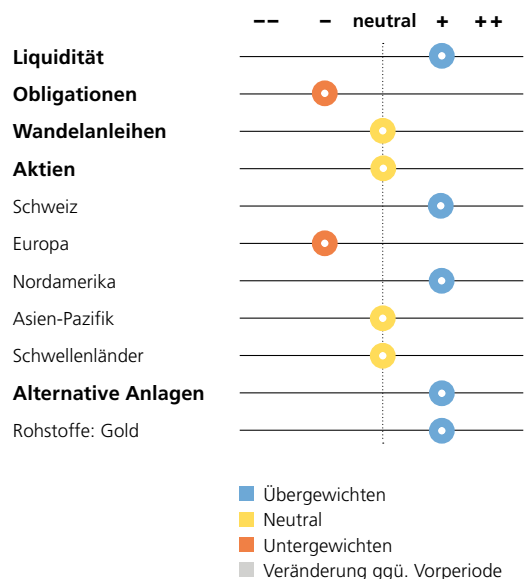
Was sowohl heuer als auch 2008 gleich ist, ist die Sippenhaft von Banktiteln. Was aber anders ist, ist die Ausgangslage. Viele Banken sind gut kapitalisiert und solide aufgestellt. Die Ereignisse bei CS und SVB haben mit ihrem Geschäftsmodell und ihren Skandalen sowie Fehlern zu tun. Es betrifft nicht alle Banken. Auch haben die Behörden dieses Mal schnell reagiert. Die Schnelligkeit ist ein wichtiger Faktor und ein grosser Unterschied zu 2008. Auch die Notenbanken traten anders auf als 2008. Dass die SNB mit Krediten und Sicherheiten arbeitet, führt nicht unmittelbar zu Kosten für den Staat. Dass die Kundengelder auf den Sparkonti geschützt werden, ist wichtig und stabilisiert.

Was ist wichtig für die Aktienmärkte?

Die Lage im Bankensektor beobachten wir weiterhin sehr genau. Vor allem, weil wir von weiterhin steigenden Zinsen ausgehen. Zwar sinkt die Inflation, sie ist aber nach wie vor erhöht. Es ist darum wichtig, dass die Notenbanken ihr ent-

schlossen entgegnetreten. Aktuell erhöhen immer noch viele Unternehmen ihre Preise, was die Konjunktur bremsen wird. Auf der anderen Seite nimmt Chinas Wirtschaft weiter Fahrt auf, was uns für die Weltwirtschaft positiv stimmt. Überhaupt hat sich die Konjunkturlage stabilisiert, weswegen wir weiterhin auf ein Gleichgewicht bei Aktien setzen. Wir sind uns aber der fragilen Lage bewusst und haben deshalb keine weiteren Risiken aufgebaut.

Unsere Positionierung



Autorin

Caroline Hilb Paraskevopoulos
Leiterin Anlagestrategie und Analyse

/ Auf der Suche nach Qualität



Schön, wenn Werte wachsen. Für dieses Ziel arbeiten unsere Beraterinnen und Berater mit den Expertinnen und Experten aus dem Investment Center intensiv zusammen. Lernen Sie in dieser Rubrik die Menschen dahinter kennen – heute im Gespräch: **Tobias Kistler**, Finanzanalyst und Fondsmanager SGKB Aktien Schweiz und Fokus Ostschweiz.

Worauf achtest du, wenn du Titel für die Fonds auswählst?

Die Fonds manage ich gemeinsam mit meinem Kollegen Matthias Müller. Die Basis jeder Aktienausswahl ist darum der Austausch mit ihm sowie eine tiefgründige Unternehmensanalyse. Wir studieren dafür die Finanzzahlen, sprechen mit dem Management und setzen uns mit der jeweiligen Branche auseinander. Unsere Analyse fassen wir in einem Finanzmodell zusammen, das uns Anhaltspunkte für den fairen Wert des Titels gibt, den wir ins Verhältnis zum aktuellen Kurs setzen. Weiter lassen wir Faktoren wie den Wirtschaftszyklus, das erwartete Zinsniveau oder geopolitische Entwicklungen einfließen. Zum Schluss ist uns wichtig, dass die Fonds diversifiziert aufgestellt sind.

Was macht für dich die Faszination am Beruf Fondsmanager aus?

Sich jeden Tag mit spannenden Firmen, Geschäftsmodellen und Führungspersonen auseinanderzusetzen, ist fantastisch und vielseitig. Gleichzeitig muss man das Weltgeschehen einordnen können, da dieses direkt und indirekt auf die Aktienmärkte einwirkt – das finde ich sehr faszinierend und abwechslungsreich.

Welches Ereignis hat dich während deiner Karriere als Fondsmanager am meisten überrascht?

Sehr eindrücklich war für mich, wie schnell die weltweiten Aktienmärkte den Einbruch im Frühjahr 2020 aufgrund der Corona-Pandemie wieder aufholen konnten. Dank der grossen Liquiditätsschwemme der Notenbanken und den staatlichen Fiskalprogrammen wurden die vormaligen Höchstkurse schon Anfang 2021 wieder egalisiert.

Welcher Titel war im vergangenen Jahr der erfolgreichste in deinem Fonds?

Im Ostschweiz Fonds war dies EFG und im Schweiz Fonds die Waadtländer Kantonalbank.

Du trainierst fünf Mal pro Woche Crossfit. Was macht für dich den Reiz an dieser Sportart aus?

Das Training bildet für mich den Ausgleich zur Arbeit im Büro. Wie der Job als Fondsmanager ist der Sport Crossfit sehr vielseitig. Es braucht dafür eine Kombination von Fähigkeiten wie Kraft, Kondition, Power und Beweglichkeit.

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: 23. März 2023

