

/sicht

Mai-Update 2023

Das Anlage-Magazin
der St.Galler Kantonalbank



Die globalen Lieferketten im Umbruch



St.Galler
Kantonalbank

Vermögensmanagement
Deutschland

/4

Die globalen Lieferketten im Umbruch

/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: 28. April 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.

Zinsen: nichts für die Feinsteuerung



Dr. Thomas Stucki
Chief Investment Officer

✉ info@sgkb.de

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Die amerikanische Notenbank Fed wird den Zyklus ihrer Zinserhöhungen in Kürze beenden. Um die Inflation in den USA unter Kontrolle zu bringen, hat sie innerhalb eines Jahres ihren Leitzins um 5 % angehoben. Sie hat damit ihre Geldpolitik deutlich restriktiver gestaltet. Wie stark die höheren Finanzierungskosten die Konjunktur in den USA bremsen, wird sich erst in den nächsten Monaten zeigen. Darum macht es Sinn, dass die Fed bei ihren Zinsentscheiden eine Pause einlegt. Die Gefahr wird sonst zu gross, dass ein Überschiessen der Zinsen die Wirtschaft unnötig stark belastet. Der Grat zwischen dem angepeilten «Soft Landing» und einer Rezession ist schmal.

Keinen Sinn machen auf der anderen Seite die überrissenen Erwartungen der Finanzmärkte. Seit dem Zusammenbruch verschiedener Regionalbanken in den USA haben sich die Zinserwartungen komplett verschoben. So erwarten die Finanzmarktteilnehmer, dass die Fed in drei Monaten ihre Zinsen schon wieder senken wird. Die Feinsteuerung der Wirtschaft ist aber nicht die Aufgabe der Notenbanken. Dazu sind sie auch nicht in der Lage. Die ökonomischen Prozesse sind zu komplex und laufen zu langsam ab. Die Zinspolitik kann nur dazu dienen, die mehrere Jahre dauernden ökonomischen Zyklen zu glätten.

Wenn die Notenbanken kurzfristig eingreifen müssen, handelt es sich meistens um eine Krisensituation. In einem solchen Fall sind Zinssenkungen wirkungslos. Die Wirkungsweise der Zinsen ist mittelfristig ausgelegt. Das hat sich auch beim Ausbruch der Corona-Pandemie gezeigt. Dass die Fed im März 2020 den Leitzins um fast 2 % auf 0 % gesenkt hat, ist an den Finanzmärkten innert kurzer Zeit verpufft und in der Wirtschaft nie angekommen. In solchen Situationen braucht es andere Instrumente wie den Einsatz von viel Liquidität oder klare Aussagen wie das legendäre «whatever it takes» von Mario Draghi während der Eurokrise 2012.

Die globalen Lieferketten im Umbruch

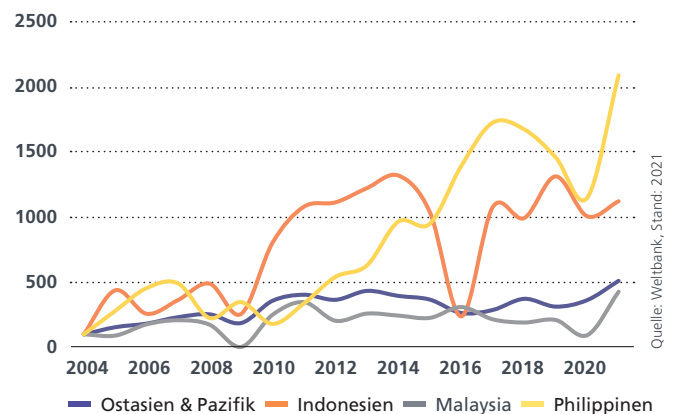
Die Corona-Krise hat bei den globalen Lieferketten tiefe Spuren hinterlassen. Zeitweise meldeten über 70 % der Unternehmen in der Schweiz, von Liefer-schwierigkeiten betroffen zu sein. Aber auch in anderen Teilen der Welt war die Lage nicht besser.

Vor rund 20 Jahren, gleichzeitig mit der Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO), begann in der Güterindustrie eine beispiellose Globalisierung der Lieferketten. Begünstigt durch sehr tiefe Transport- und Arbeitskosten haben viele westliche Unternehmen grosse Teile ihrer Produktion nach Asien ausgelagert, insbesondere nach China. Durch dieses Offshoring kamen zeitweise fast zwei Drittel aller weltweit hergestellten Güter und Vorprodukte aus China. Die Corona-Krise unterbrach viele dieser eingespielten Lieferströme nachhaltig und führt bei den Unternehmen zu einer Strategieänderung. Die einen verschieben ihre Produktionsstätten nach Südostasien. Die anderen holen die Produktion wieder näher an die Absatzmärkte (Nearshoring). Das Nearshoring hat mehrere Vorteile: Entwicklungen und Anpassungen können direkter umgesetzt und Logistikprobleme einfacher mit Alternativen überbrückt werden. Für Europa sind gemäss einer Umfrage der ZHAW bezüglich Kosteneffizienz die Iberische Halbinsel, Polen, Ungarn und Rumänien im Fokus. Für die USA ist es in erster Linie Mexiko. Diese Länder sind politisch solide aufgestellt, haben vergleichsweise stabile Währungen und die Produktionskosten liegen deutlich unter dem Niveau anderer westlicher Staaten. Allerdings führt dieser Umbau der Lieferketten auch zu höheren Kosten. Neue Produktionsstätten müssen aufgebaut werden und die Produktions- und Innovationsprozesse müssen sich wieder einspielen.

Konflikt als wichtiger Treiber

Ein gewichtiger Treiber von Verschiebungen der Produktionsstätten ist der Konflikt zwischen den USA und China. Zahlreiche US-Unternehmen verzichten unterdessen komplett auf chinesische Vorprodukte oder Produktionsstandorte. Die US-Regierung plant zurzeit eine weitere Verschärfung der Gesetzgebung, um Investitionen in chinesische Technologiefirmen durch US-Unternehmen praktisch zu

Direktinvestitionen in Südostasien legen zu
Jährliche Direktinvestitionen in ausgewählte Regionen/Länder
(in USD indexiert; 2004 = 100)



Lesehilfe: Direktinvestitionen (Foreign Direct Investments, FDI) bezeichnen ausländische Investitionen in Unternehmen oder Projekte im Gastland zur langfristigen Beteiligung und Kontrolle.

Quelle: Weltbank, Stand: 2021

verunmöglichen. Viele US-Unternehmen antizipieren bereits eine weitere Verschärfung und wollen sich nicht dem Risiko aussetzen, dass ihre Produktionsstätten und Lieferanten unter entsprechende Sanktionen fallen. Die grossen Profiteure dieser Verschiebung sind Mexiko und Südostasien. Dies zeigt sich bereits heute an den Direktinvestitionen. Ihre Zelte in China abbrechen werden die US-Unternehmen nicht. In China verkaufte Produkte dürften aber zunehmend nicht mehr die gleichen Lieferanten haben wie das gleiche Produkt, das auf dem US-Markt verkauft wird.



Autor

Beat Schiffhauer
Senior Strategeanalyst

Aktienmärkte im Seitwärtstrend

Nach den starken Kursbewegungen im März folgte im April eine verhältnismässig stabile Seitwärtsbewegung der Aktienmärkte. Wir nehmen zwei Veränderungen an unserer Sektorenallokation vor.

Nach dem schwankungsreichen März, der stark von den Turbulenzen im Bankensektor gezeichnet war, zeigten sich die Aktienmärkte im April von der stabilen Seite. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe geriet im März aufgrund der Turbulenzen im Bankensektor und der Befürchtung einer stärkeren Wirtschaftsabkühlung deutlich unter Druck und pendelte auch im April um dieses tiefere Niveau. Von der Konjunkturseite kamen nach wie vor gemischte Signale. Die Aktienmärkte profitierten von den tieferen Zinsen und der Hoffnung auf eine weniger restriktive Geldpolitik der Zentralbanken. Der Schweizer Leitindex SMI erreichte Ende April gar ein neues Jahreshoch.

Konjunkturresistente Sektoren im Aufwind

Im April schnitten vor allem die defensiven Sektoren Nichtzyklischer Konsum, Versorger und Gesundheit überdurchschnittlich gut ab. Daneben war auch der Energiesektor gefragt, der von der Ankündigung von Förderkürzungen der OPEC+ ein wenig Auftrieb erhielt. Die wachstumstarken Bereiche Technologie und Kommunikationsdienste, die vor allem zu Jahresbeginn deutlich zulegen konnten, traten hingegen auf der Stelle. Die Berichtssaison für das 1. Quartal 2023 ist derzeit in vollem Gange. Bislang sind die Ergebnisse in den USA mehrheitlich besser ausgefallen als von den Analysten erwartet, auch wenn die Unternehmensgewinne im Vergleich zum letzten Jahr gesunken sind. Erst ab dem 2. Halbjahr rechnet der Analystenkonsens wieder mit einem Gewinnwachstum.

Zinsplay aufgelöst, aber weiter defensiv

Wir nehmen an unserer Sektorenallokation zwei Veränderungen vor: Wir schliessen unser Übergewicht im Finanzsektor wie auch unser Untergewicht im Immobiliensektor und stufen neu beide Bereiche mit Neutral ein. Die eingegangene Zinswette hat sich positiv auf unsere Sektorenper-

formance ausgewirkt. Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen in den USA bald ihren Höchststand erreicht haben dürften, was das weitere Aufholpotenzial bei den Kapitalmarktzinsen beschränkt. Weiterhin positionieren wird uns defensiv und bevorzugen Unternehmen mit wirtschaftsunabhängigen Geschäftsmodellen, wie sie im Sektor Nichtzyklischer Konsum anzutreffen sind. Die Auftragslage im zyklischen Industriesektor dürfte sich im Zuge der fortschreitenden konjunkturellen Abkühlung abschwächen, was für ein Untergewicht spricht.

Sektorenallokation

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

■ Übergewichten ■ Neutral ■ Untergewichten

Quelle: Eigene Darstellung



Autorin

Angela Truniger
Finanzanalystin



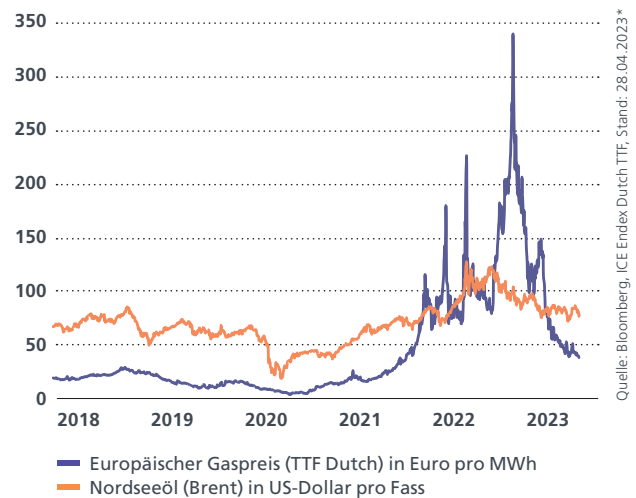
Energiemärkte befreien sich aus dem Griff der Gasversorgungskrise

Die Preise für Energieträger wie Gas und Erdöl notieren deutlich unter den Höchstständen aus dem Vorjahr. Die europäischen Erdgasspeicher sind im Gegensatz zum Frühjahr 2022 gut gefüllt.

Europas Erdgasspeicher waren im April zu 55 % gefüllt, was über dem Mehrjahresschnitt zum Ende einer Heizperiode liegt. Ein Jahr zuvor lag der Füllstand bei tiefen 25 %, was in Anbetracht der Abhängigkeit von russischem Erdgas starke Preiskapriolen auslöste. Inzwischen ist der Erdgaspreis für Westeuropa auf ein 2-Jahres-Tief gefallen. Ein milder Winter, Einsparmassnahmen und der Kauf von grossen Mengen verflüssigtem Erdgas (LNG) haben eine Gasmangellage verhindert. Dies bleibt auch für den nächsten Winter das Ziel – mit derzeit besseren Voraussetzungen als ein Jahr zuvor.

Europäischer Energiemarkt sendet Entspannungssignale

Entwicklung ausgewählter Energiepreise



Der Franken hat mit der SNB ein Auffangnetz

Die SNB hat im 4. Quartal 2022 für 27 Mrd. Franken Fremdwährungen verkauft. Dieser Betrag kann nicht mehr mit kommerziellen Transaktionen erklärt werden. Für das 1. Quartal sind die Daten noch nicht bekannt. Die SNB dürfte weiterhin als Franken-Käuferin aufgetreten sein. Ihre Devisenreserven haben trotz positiven Aktienmärkten, tieferen Kapitalmarktzinsen und einem handelsgewichtet stabilen Franken seit Ende Jahr um rund 40 Mrd. Franken abgenommen. Mit dem Kauf von Franken vermindert die SNB die importierte Inflation und reduziert die Liquidität in der Schweizer Wirtschaft. Beides kann geldpolitisch gut begründet werden. Wir gehen davon aus, dass sie keine fixe Obergrenze des Euro oder des US-Dollars zum Franken verteidigen und in ihren Aktionen flexibel vorgehen wird, um keine Franken-Spekulation auszulösen.

Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens

Indiziert, Jan. 2013 = 100



Lesehilfe: Handelsgewichteter Wechselkurs zeigt den Aussenwert des Schweizer Frankens gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner. Gewichtung Deutsche Bank CHF Trade Weighted Index: EUR (70 %); USD (15 %); GBP, JPY und CAD (unter 10 %).

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

Zeit für mehr Mut

Die US-Wirtschaft schwächt sich ab. Das beflügelt die Zinsfantasien. Es ist an der Zeit, den Aktien wieder mehr Aufmerksamkeit zu schenken.

Wir haben einen guten Start ins Jahr erwartet und deshalb im November des letzten Jahres Aktien hinzugekauft. Das erste Quartal 2023 hat gehalten, was wir uns von ihm versprochen haben. Die Performance der Aktienmärkte war durchweg positiv, obwohl die Lage an den Märkten noch fragil war. Noch Ende März stand die Frage im Raum, ob den Finanzmärkten eine erneute Finanzkrise drohen könnte. Dies, nachdem in den USA einige Regionalbanken geschlossen wurden und in der Schweiz die Credit Suisse von der UBS übernommen werden musste. Auch die geopolitische Lage mit dem Machtkampf zwischen den USA und China sowie dem Krieg in der Ukraine war alles andere als entspannt.

Fed ist bald am Ende ihres Zinserhöhungszyklus

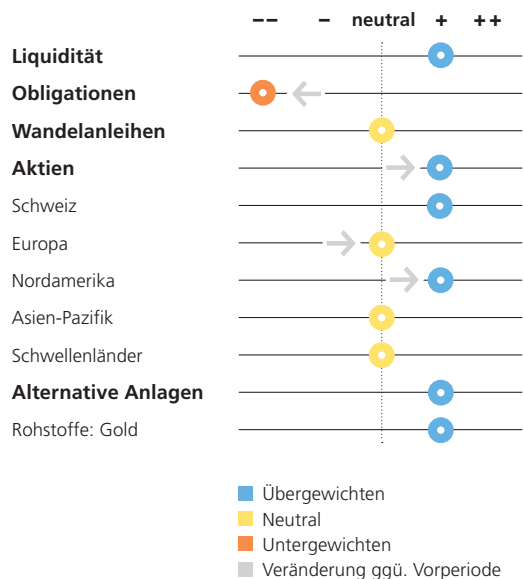
Vor allem die Erwartung tieferer Zinsen hat die Aktienmärkte allen Risiken zum Trotz positiv angetrieben. Hierbei gab es allerdings auch Übertreibungen. Im Zuge der Bankenrisen in den USA haben die Marktteilnehmer starke Zinssenkungen durch die US-Notenbank Fed erwartet. Das halten wir für übertrieben. Denn die Inflation ist nach wie vor erhöht und hat sich im Wirtschaftssystem eingenistet. Aber der Trend bei den Preisen stimmt. Die Inflation geht in der Tendenz zurück und auch wir erwarten, dass die US-Notenbank Fed bald ihren «Zielzins» erreicht hat und die Zinsen nicht mehr weiter erhöhen wird. Das beeinflusst die Entwicklung an den Aktienmärkten in der Regel positiv. Ebenfalls gehen wir davon aus, dass die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte die Talsohle erreicht haben wird, was ebenfalls auf die Unternehmen einen positiven Einfluss haben sollte. Die Aktienmärkte nehmen diese Entwicklung üblicherweise vorweg.

Wie positionieren wir uns?

Wir haben uns darum entschieden, die Aktienallokation nochmals auszubauen. Wir halten neu ein Übergewicht in

dieser Anlageklasse. Wir bevorzugen hierbei US-Titel und schliessen das regionale Untergewicht in Europa. Unverändert bleibt unsere Gewichtung im Schweizer Aktienmarkt.

Unsere Positionierung



Autorin

Caroline Hilb Paraskevopoulos
Leiterin Anlagestrategie und Analyse

