



# sicht

Juli-Grossausgabe 2023

Das Anlage-Magazin  
der St.Galler Kantonalbank

## Wie weiter mit der Rekord- verschuldung?

Aktien sind  
die attraktivste  
Anlageklasse

Meine erste Bank.



St.Galler  
Kantonalbank



/4

**SGKB aktuell**

/6

**Wie weiter mit der Rekordverschuldung?**

/9

**Aktien sind die attraktivste Anlageklasse**

/12

**Konjunktur Ostschweiz**

/14

**Sicht auf die Märkte**

/17

**Unsere Positionierung**

/18

**Fünf Fragen an Christian Gwerder, CIIA  
Leiter Salesmanagement Anlegen**

**Herausgeberin:** St.Galler Kantonalbank AG, St. Leonhardstrasse 25, 9001 St. Gallen **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 **Druck:** Typotron AG **Feedback:** [research@sgkb.ch](mailto:research@sgkb.ch) **Redaktionsschluss:** 26. Juni 2023 **Erscheinung:** Quartalsweise  
**An-/Abmeldung:** Bei Ihrer Beraterin oder Ihrem Berater oder unter [www.sgkb.ch/sicht-abo](http://www.sgkb.ch/sicht-abo)

# Restriktivere Geldpolitik im Hintergrund



**Dr. Thomas Stucki**  
**Chief Investment Officer**

✉ [research@sgkb.ch](mailto:research@sgkb.ch)

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Seit gut einem Jahr erhöhen die Zentralbanken in regelmässigen Abständen ihre Leitzinsen. Nachdem sie mit dem Start zu lange gezögert haben, wurden die Zinsen in einem Rekordtempo angehoben. Der Leitzins der SNB ist 2.5 % höher als noch vor einem Jahr. Für eine Zinsanpassung nach oben liess sich die SNB in der Vergangenheit mehr als doppelt so lange Zeit. In den USA ist die Geschwindigkeit der Zinserhöhung von 0 % auf über 5 % noch eindrücklicher. Selbst die Europäische Zentralbank hat das Zinsniveau rasch nach oben gezogen. Die Zinserhöhungen nähern sich nun langsam ihrem Ende, und die Märkte spekulieren darüber, wann die Zentralbanken in ihrer Geldpolitik wieder expansiver werden und die Leitzinsen senken.

In den Hintergrund gerückt sind die ausserordentlichen Massnahmen und die Explosion der Bilanzen der Notenbanken, die während der Zeit der Null- bzw. Negativzinsen das Bild einer ultraexpansiven Geldpolitik prägten. Die Fed baut seit Mitte 2022 ihre Bilanz kontinuierlich wieder ab, indem sie auslaufende US-Treasuries und US-Hypothekenpapiere nur noch zum Teil reinvestiert. Die EZB reduziert zügig ihr Portfolio an Staatsanleihen, ungeachtet der Schuldenprobleme verschiedener Euroländer. Die Nationalbank ist ebenfalls dazu übergegangen, die überschüssige Liquidität in der Wirtschaft abzuschöpfen. Dazu verkauft sie unter anderem Fremdwährungen gegen Franken in Milliardenhöhe, um den Berg an Devisenreserven abzubauen.

Vor Beginn des «Quantitative Tightening» wurde mit dem Szenario eines tiefen Falls der Wirtschaft und der Aktienmärkte der Teufel an die Wand gemalt. Die Wirtschaft schwächte sich ab, und die Aktienmärkte erlebten vorübergehend eine schwierige Phase. Auslöser waren aber die stark gestiegenen Zinsen und nicht die geringere Liquidität. Mittlerweile haben die meisten Investoren schon vergessen, dass das Tightening konsequent fortgeführt wird. Die Zentralbanken tun gut daran, ihre Bilanzen weiter zu reduzieren, um der geldpolitischen Normalität auch in diesem Bereich näher zu kommen.

# «Wissen ist Macht»

**Das geflügelte Wort von Francis Bacon (1561–1626) will uns dazu anhalten, mit offenen Augen durch die Welt zu gehen und bereit zu sein, ein Leben lang zu lernen. Wissen gibt uns Menschen die Möglichkeit, fundierte Entscheidungen zu treffen und Massnahmen zu ergreifen.**

Unsere Analytinnen und Analysten im Investment Center verfolgen ständig das Geschehen an den Finanzmärkten, um Chancen und Risiken frühzeitig zu erkennen. Dieses Wissen fliesst direkt in unsere Anlageempfehlungen ein und wird von Ihrer Beraterin, Ihrem Berater an Sie weitergegeben. Zudem bereitet das Team von Caroline Hilb Paraskevopoulos, Leiterin Anlage-

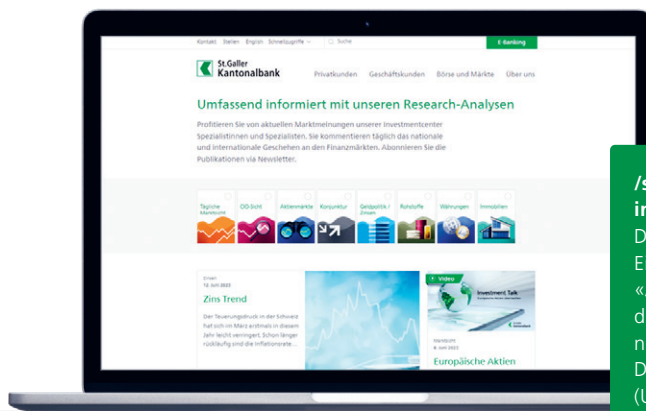
strategie und Analyse, die Inhalte in leicht verständlicher Weise auf und stellt sie Ihnen in verschiedenen Research-Newslettern oder in der /sicht zur Verfügung.

Diese hochwertigen Inhalte möchten wir noch gezielter an Ihren Bedürfnissen ausrichten, weshalb wir unser Informationsangebot für Sie optimieren.



## Livestream «Anlage-Impuls»

In unserer neuen Livestream-Serie «Anlage-Impuls» gehen wir auf spannende Themen im Anlagebereich ein. Kompakt in 30 Minuten und einfach erklärt. Expertinnen und Experten werden interviewt und beantworten Ihre Fragen. Die neue Serie startet ab September 2023. Jetzt Interesse bekunden und weitere Infos erhalten: [sgkb.ch/anlage-impuls](https://sgkb.ch/anlage-impuls)



### /sicht erscheint nur noch in der Grossausgabe

Die Anpassungen haben auch einen Einfluss auf unser Anlage-Magazin «/sicht». Ab September 2023 erscheint die normale Ausgabe der «/sicht» nur noch quartalsweise als Grossausgabe. Die Inhalte der Zwischenausgabe (Update genannt) veröffentlichen wir ab dann für Sie in den jeweiligen Themen-Newslettern. Dadurch gelangen Sie noch schneller und gezielter zu den für Sie interessanten Anlage-Informationen.

## Was bleibt, was ändert sich?

Ab Ende August 2023 können Sie neu in Bezug auf Anlage-Informationen diejenigen Inhalte abonnieren, die Sie wirklich interessieren und Ihnen einen Nutzen bringen. Folgende Themen stehen Ihnen dann zur Auswahl: Tägliche Marktsicht, Aktienmärkte, Konjunktur, Geldpolitik und Zinsen, Rohstoffe, Währungen, Immobilien sowie unsere CIO-Sicht.

Zudem werden die Beiträge – die in Form von Texten, Video-Talks, Video-Kurzbeiträgen oder Audiopodcasts aufbereitet werden – in einer attraktiven Übersichtsseite auf [sgkb.ch](https://sgkb.ch) verfügbar sein. Gerne werden wir Sie im Rahmen der Umstellung detaillierter darüber informieren.



# Anerkennung für höchste Qualität

Das vierte Jahr in Folge belegt die St.Galler Kantonalbank im Private-Banking-Rating der «Bilanz» eine Spitzenposition: Bei der verdeckten Prüfung erreichte die St.Galler Kantonalbank unter allen getesteten Regionalbanken den zweiten Platz und wurde aufgrund ihrer wiederholt ausgezeichneten Leistung wie bereits im letzten Jahr zur «langjährigen Qualitätsleaderin» gekürt.

Das Private-Banking-Rating des renommierten Wirtschaftsmagazins zählt zu den meistbeachteten Qualitätstests in der Schweizer Bankenlandschaft. Die unabhängige, neunköpfige Fachjury der «Bilanz» unter der Leitung des Finanzprofes-

sors Thorsten Hens anerkennt mit der zweifachen Auszeichnung, dass sich die St.Galler Kantonalbank mit ihrer massgeschneiderten Vermögensverwaltung seit Jahren von den Mitbewerberinnen und Mitbewerbern differenziert.



## Expertise aus einer Hand

Die St.Galler Kantonalbank hat die Jury mit einer Lösung überzeugt, die auf die persönlichen Bedürfnisse der Kundin zugeschnitten wurde. Entwickelt wurden die Projektfinanzierung und der Anlagevorschlag nach den von der Kundin vorgegebenen, strengen Nachhaltigkeitskriterien von einem interdisziplinären Team aus Fachleuten der St.Galler Kantonalbank.

Mehr zum Fall und zu unseren Spitzenleistungen:  
[sgkb.ch/spitzenleistung](https://sgkb.ch/spitzenleistung)

«Wir haben uns zum Ziel gesetzt, für unsere Kundinnen und Kunden Spitzenleistungen zu bieten. Dass wir zur langjährigen Qualitätsleaderin und zum wiederholten Mal zu den besten Schweizer Banken zählen, bestätigt unseren hohen Qualitätsanspruch.»

Dr. Hanspeter Wohlwend  
Leiter Private Banking und  
Mitglied der Geschäftsleitung

# Wie weiter mit der Rekordverschuldung?

Seit der Finanzkrise sind in vielen Ländern die Schuldenberge weiter angewachsen. Welche Risiken birgt die gestiegene Schuldenlast für die Zukunft und wie sollen Anlegerinnen und Anleger damit umgehen?

Autoren **Caroline Hilb, Céline Koster, Thomas Stucki**

**Beim** Thema Staatsschulden gibt es ein «Davor» und ein «Danach». Vor der Finanzkrise waren die Staatsschulden weitestgehend stabil. Seither sind die Schulden der Staaten stetig angestiegen, sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Dieses Verhältnis heisst Schuldenquote und ist für die Beurteilung der Verschuldung besonders relevant, weil es im weitesten Sinne die Tragbarkeit misst und die Wirtschaftskraft ins Verhältnis zur Schuldenbelastung stellt. Dabei gilt: je tiefer, desto besser. In den USA betrug die Schuldenquote 2008 rund 80 % des BIP, im Jahr 2022 lag sie bei etwa 120 %. Ein ähnliches Bild zeigt sich in vielen anderen Ländern. Anders sieht es in Deutschland aus, wo die Schuldenquote sank. Die Schweiz sticht auch hervor, weil ihre Schuldenquote seit der Finanzkrise praktisch unverändert blieb.

## Tiefere Kosten trotz höherer Schulden

Im Normalfall bedeuten höhere Schulden auch höhere Kosten. Nicht so seit der Finanzkrise. Viele Staaten haben in den letzten Jahren trotz zunehmender Verschuldung immer weniger für den Schuldendienst bezahlen müssen. Der rückläufige Trend zeigt sich deutlich für die USA und auffallend auch für Italien. Der Hauptgrund dafür liegt auf der Hand: Wegen der tiefen Zinsen im Nachgang der Finanzkrise sind die Zinsbelastungen der Länder gesunken. Damit gehören die Staaten zu den Gewinnern der Tiefzinspolitik. In Italien kommt hinzu, dass die Kreditwürdigkeit des Landes mit dem Wechsel von der Lira zum Euro gestiegen ist. Das hat die Finanzierungskosten zusätzlich reduziert.

## Trotz höherer Schulden hat die Zinsbelastung abgenommen

Zinsaufwand in % der Staatsausgaben



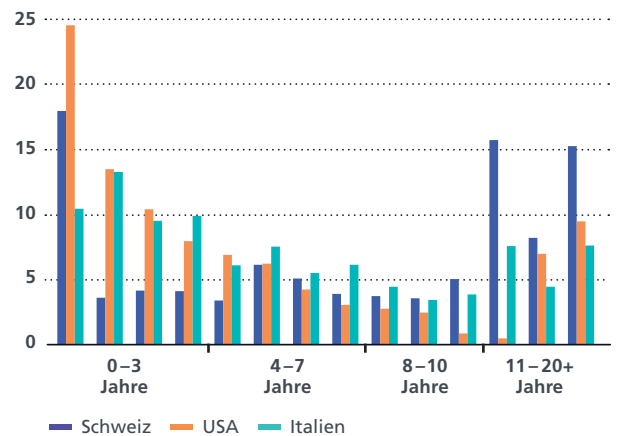


## Für welche Staaten wird der Schuldendienst teurer?

Nun sind die Zinsen höher, und die Kreditkosten werden ansteigen. Nicht alle Länder sind von den höheren Zinsen aber gleich stark betroffen. Wie schnell die Kosten für ein Land steigen, hängt mit der Verfallsstruktur der Staatsanleihen zusammen. Hier hat die Schweiz ihre Arbeit gut gemacht. Rund 40 % ihrer Kredite stecken in langfristigen Laufzeiten zwischen zehn und zwanzig Jahren. Ebenfalls rund 40 % sind auf Laufzeiten zwischen einem und zehn Jahren aufgeteilt. Das macht Sinn, weil so nicht alle Schulden zur gleichen Zeit neu finanziert werden müssen. Die Finanzierung in Tranchen erhöht die Kreditqualität der Schweiz schon allein von der Planbarkeit her. Knapp 20 % der Schweizer Staatsanleihen sind Schulden mit einer sehr

## Schweiz hat tiefe Zinsen fixiert

Anteil in % der verfallenden Staatsschulden nach Restlaufzeit



Quelle: Bloomberg, Stand: Juni 2023

kurzen Restlaufzeit. Die Fälligkeitsstruktur der Schweizer Eidgenossen ist beinahe ein Beispiel aus dem Lehrbuch mit einer sehr guten Verteilung über alle Laufzeiten. Die Staatsschulden Italiens sind ebenfalls eher langfristig refinanziert. Aktuell hat Italien darum keinen Druck und muss sich an den Märkten auch nur wenig Geld besorgen. Ganz anders sieht die Verfallsstruktur für die USA aus. Hier ist der grösste Teil sehr kurzfristig refinanziert. Das heisst, der Schuldendienst für die USA hat sich bereits verteuert, und die Zinspolitik der US-Notenbank schlägt unmittelbar durch. Aber ähnlich wie die Schweiz haben die USA ebenfalls alle Laufzeiten abgedeckt, und der zweite grosse Anteil steckt in sehr langfristigen Verpflichtungen.

## Gläubiger: Notenbanken – ausser in der Schweiz

Entscheidend ist zudem, wer die Staatspapiere hält. Die Gläubigerstruktur ist für die Stabilität sehr wichtig. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone halten die Zentralbanken mehr Staatsanleihen als vor der Finanzkrise, was Ausdruck ihrer ausserordentlichen Geldpolitik der letzten Jahre ist. Spannend ist, dass in den USA ausländische Investoren trotz den deutlich höheren Schulden noch immer den gleichen absoluten Betrag halten wie vor dem Schuldenanstieg. Das lässt sich so interpretieren, dass die Abhängigkeit der USA von China und anderen Ländern als Gläubiger abgenommen hat. Auf der anderen Seite hat die Abhängigkeit von der US-Notenbank und auch von inländischen Investoren zugenommen. Ist das gut oder schlecht für die USA? Sowohl als auch. Es ist gut, weil die USA eigen-



Quelle: Weltbank, Stand: 2021

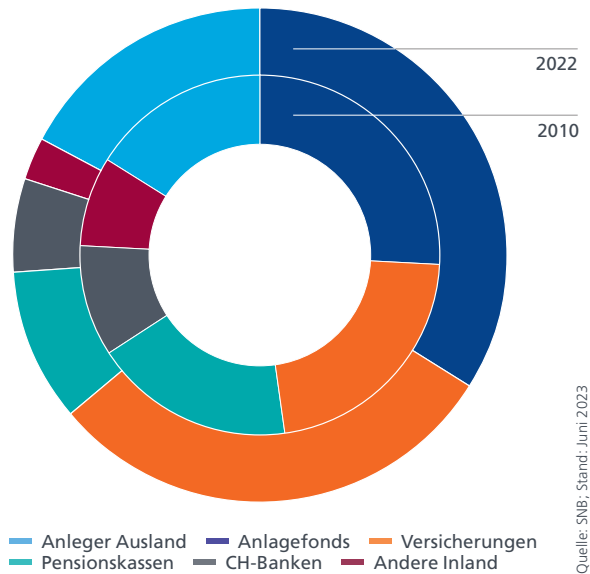
ständig ihre Schulden bewirtschaften können. Aber es ist auch schlecht, weil die Fed für die Staatsfinanzierung wichtiger geworden ist. Das ist vor allem langfristig kritisch, falls die Fed ihr Engagement über die Zeit nicht wieder reduziert. Auf der anderen Seite hat es die Finanzierungsstruktur stabiler gemacht, was für die Finanzmärkte positiv war. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch in der Eurozone. In der Schweiz ist es anders. Die SNB hält praktisch keine Staatspapiere, und trotzdem sind Schweizer Eidgenossen-Anleihen vor allem in inländischen Händen. Ausländische Anleger machten 2022 knapp 20 % der Investoren aus. Die Schweiz kann auf eine solide Gläubigerbasis zählen.

### Wege aus der Schuldenfalle

Es gibt geglückte Beispiele für Umschuldungen in der Wirtschaftsgeschichte. Ein prominentes ist Mexiko im Jahr 1989. Mexikos Umschuldung gelang dank einer Kombination verschiedener Massnahmen: Bestehende Obligationen wurden in langfristige Papiere mit einem tieferen Coupon umgewandelt. Das senkte die Zinsbelastung Mexikos und verschaffte dem Land mehr Zeit. Gleichzeitig gab es für diese Bonds eine Garantie des US-Treasury. Damit wurde den Investoren die Zusage für die Umwandlung ihrer mexikanischen Obligationen und die damit verbundenen Verluste versüsst. Zusätzlich gab es strenge Vorschriften des Internationalen Währungsfonds für Reformen, was Mexikos Wirtschaft in eine Rezession trieb, aber den Willen zur Sanierung nicht trübte. Neben der Umschuldung wird oft auch die Inflationierung genannt. Tatsächlich funktioniert es mathematisch gut: Ab einer Inflationsrate von über 10 % reduziert sich die reale Schuldenlast stark, selbst wenn die nominelle steigt. Wir halten dieses Instrument aber für keine gute Wahl. Eine so hohe Inflation führt in der Wirtschaft zu nicht kalkulierbaren Kollateralschäden, ohne dass das

### Solide Gläubigerbasis der Eidgenossenschaft

Halter der Eidgenossen-Anleihen in %



Grundproblem gelöst worden wäre. Es gibt kein Patentrezept dafür, wie sich Länder aus einer hohen Staatsverschuldung befreien können. Am besten ist es, wenn das nominelle BIP-Wachstum unter Berücksichtigung der Inflation höher ist als das Budgetdefizit. So war es in den USA während der Präsidentschaft Bill Clintons. Dann sinkt die Verschuldungsquote. Ebenso wichtig ist es, ein flexibles Staatsbudget zu haben. Dann sind auch Sparmassnahmen möglich. Die politische Stabilität, das Vertrauen in die Notenbank und die Rechtssicherheit sind ebenfalls von Bedeutung. Eine Kombination dieser Faktoren senkt zwar nicht die Schulden, aber sie schafft Vertrauen und ebnet so den Weg an die Kapitalmärkte.

### Guidelines für Anlegerinnen und Anleger

<b>Investments in politisch instabilen Ländern</b>	Aktieninvestments in politisch instabilen Ländern mit einer hohen Staatsverschuldung sollten – wenn überhaupt – nur sehr selektiv und als Ergänzung im Portfolio gehalten werden. Für langfristig orientierte Investoren empfehlen wir solche Engagements nicht mit Einzeltiteln, sondern über eine Abdeckung mit Kollektivanlagen abzubilden.
<b>Investments in politisch stabilen Ländern</b>	Aktieninvestments in politisch stabilen Ländern mit einer hohen Staatsverschuldung können durchaus getätigt werden. Immerhin gehören Investments in den USA oder der Eurozone inzwischen auch zu dieser Gruppe. Für Unternehmensanleihen aus diesen Ländern gilt das Gleiche.
<b>Staatsanleihen</b>	Beim Kauf von Staatsanleihen sollten sich Anlegerinnen und Anleger nicht von hohen Coupons locken lassen. Ein Blick auf die Gläubigerstruktur eines Landes ist wichtig für den Anlageentscheid.
<b>Staatsschulden</b>	In der Regel haben hohe Staatsschulden keinen direkten oder nachhaltigen Einfluss auf die Entwicklung an den Aktienmärkten. Deshalb empfiehlt es sich, seine Anlagestrategie nicht auf das Extremrisiko eines Zahlungsausfalls auszurichten.



# Aktien sind die attraktivste Anlageklasse

Wir hatten mit einem guten Aktienjahr 2023 gerechnet. Das erste Halbjahr hat mehr gehalten, als wir uns versprochen hatten. Geht es in der zweiten Jahreshälfte so weiter?

/ Autoren **Thomas Stucki, Caroline Hilb Paraskevopoulos**

**Die** Aktienmärkte sind mit deutlichen Kursgewinnen in das zweite Quartal 2023 gestartet. Besonders gefragt waren einzelne Technologietitel, die ein wahres Kursfeuerwerk hinlegten. Die Probleme verschiedener Regionalbanken in den USA und das Ende der Credit Suisse haben sich nicht wie teilweise befürchtet zu einem Flächenbrand ausgeweitet. Tiefere Inflationsraten und ein nahendes Ende der Leitzinserhöhungen durch die Zentralbanken haben die Stimmung zusätzlich verbessert. Hoffnungen auf rasche Zinssenkungen machten die Runde. Diese haben sich mittlerweile in Luft aufgelöst und als Wunschdenken entpuppt. Der Schwung an den Börsen wurde Anfang Mai dann auch abgebremst. Das Theater um die Anhebung der Schuldengrenze in den USA und durchgezogene Konjunkturdaten liessen die Investoren vorsichtiger werden. Die Bremswirkung der höheren Zinsen auf die Wirtschaft machte sich zunehmend bemerkbar, insbesondere in der Industrie. Die Aktienmärkte zeigten sich gegenüber den schlechteren Meldungen jedoch resistent. Kursrückgänge lockten auch immer wieder neue Käufer an.

## Positiver Ausblick ist intakt

Unsere zu Jahresbeginn formulierten Argumente für ein erfreuliches Aktienjahr 2023 sind nach wie vor intakt. Der Inflationsdruck in der Wirtschaft ist noch erhöht, und Preiserhöhungen sind verbreitet. Darüber können die tieferen Inflationsraten, die vor allem durch den Rückgang der Energiepreise getrieben werden, nicht hinwegtäuschen. Der Trend zeigt aber, wenn auch nur langsam, nach unten. Das gibt den Zentralbanken Spielraum, den Reigen an Zinserhö-

hungen bald zu beenden. Die mit der restriktiveren Geldpolitik beabsichtigte konjunkturelle Abschwächung ist im Gange und wird die nächsten Monate prägen. Anzeichen für einen markanten wirtschaftlichen Einbruch und den Fall in eine schmerzhaft Rezession gibt es jedoch nicht. In diesem Umfeld schauen die Aktienmärkte bereits auf die erwartete Konjunkturerholung und nehmen sinkende Zinsen vorweg. Wie im ersten Halbjahr wird die Börsenentwicklung aber

Unsere zu Jahresbeginn formulierten Argumente für ein erfreuliches Aktienjahr 2023 sind nach wie vor intakt.

auch im zweiten Halbjahr keine Einbahnstrasse sein. Dafür gibt es zu viele Risikoherde, sowohl wirtschaftlich als auch politisch. Es lohnt sich jedoch, sein Portfolio auf das mittelfristige Potenzial auszurichten. Ein breit diversifiziertes Aktienportfolio hat gute Aussichten auf eine positive Performance. Dieses muss im Kern Titel von Firmen enthalten, die über ein stabiles und auch in schwächeren Zeiten gewinnbringendes Geschäftsmodell verfügen.

# Ausblick 2023: Wie steht es um unseren Jahresausblick?

Auf welche Chancen und Risiken richten wir in der zweiten Jahreshälfte unser Augenmerk besonders? Wir werfen einen Blick auf unsere Chancen und Risiken vom Januar 2023 und ziehen eine erste Zwischenbilanz.

Vorübergehender

## Chance 1

### Inflation hat Höhepunkt überschritten

Die Inflation ist dank tieferer Rohwarenpreise und einer schwächeren Handelstätigkeit weltweit gesunken. Viele Industrieunternehmen, auch in der Ostschweiz, erwarten weiterhin eine schwächere Nachfrage. So wie die Inflation in die Wirtschaft kam, nämlich über steigende Rohwarenpreise zu steigenden Preisen bei den Produzenten, zu den Dienstleistungsfirmen und dann zu den Löhnen, zieht sie sich nun langsam wieder aus der Wirtschaft zurück. Am Arbeitsmarkt allerdings zeigt sich diese Abschwächung nur vereinzelt, zum Beispiel in der Industrie zeigt sich die Beschäftigung schwächer. Im Service- und Dienstleistungsbereich sinken die Preise noch nicht, aber sie haben sich stabilisiert. Allerdings wird die Inflation hartnäckiger im System bleiben und auch dann noch etwas erhöht sein, wenn sich die Wirtschaft bereits wieder abschwächt.

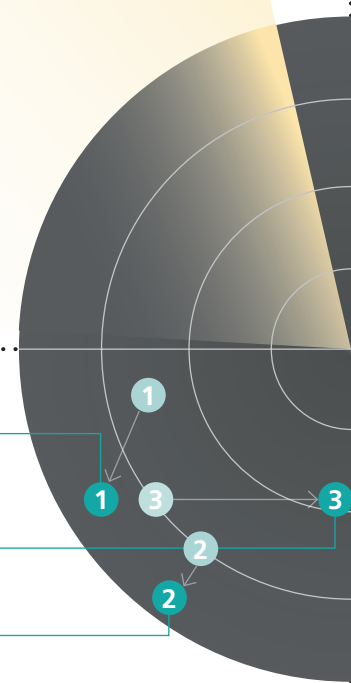
## Chance 2

### Notenbanken beenden den Reigen an Zinserhöhungen

Nach einem strammen Zinserhöhungszyklus im letzten Jahr erreichen die Notenbanken langsam, aber sicher die Zielgerade. Die US-Notenbank Fed hat im Juni eine Zinspause eingelegt. Sie schliesst in diesem Jahr aufgrund der erhöhten Inflation weitere Zinsschritte nicht aus. Die deutliche Drosselung ihres Tempos zeigt, dass sie sich langsam von einer restriktiveren Geldpolitik verabschieden wird. Das Gleiche gilt auch für die SNB und die EZB. Eine weniger restriktive Geldpolitik ist ein Lichtblick für die Aktienmärkte.

## Positive Auswirkung

- Inflation: Höhepunkt überschritten (Verbesserung)
- Konjunkturerholung (Verschlechterung)
- Ende der Zinserhöhung (Verbesserung)



Andauernder

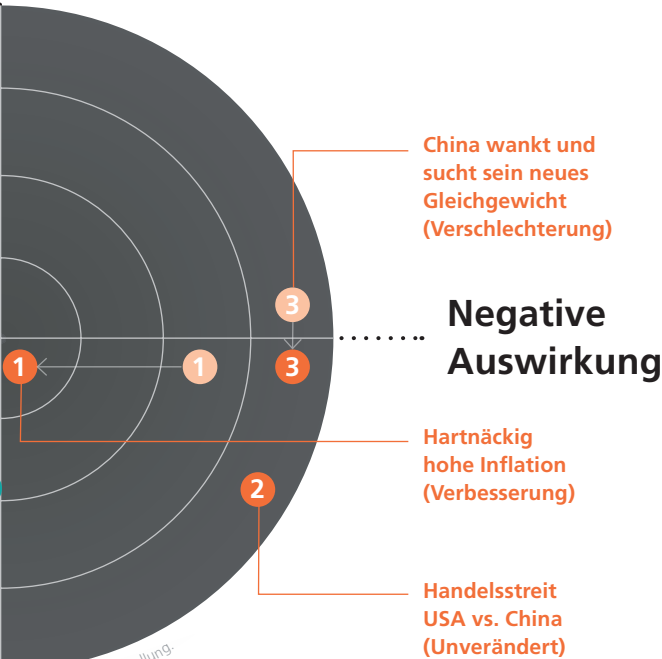
## Chance 3

### Konjunkturaussichten gemischt, Soft-Landing ist möglich

Im ersten Halbjahr hat sich die Wirtschaft abgekühlt, aber weit weniger stark als erwartet. Die wirtschaftliche Abkühlung zeigte sich vor allem im Industriesektor und in der exportorientierten Wirtschaft. Die Binnenwirtschaft auf der anderen Seite, repräsentiert durch den Konsum und den Arbeitsmarkt, blieb weiterhin solide. Wir erwarten nach wie vor eine kurze und zyklische Abschwächung. Das wird an den Aktienmärkten nicht zu einer Einbahnstrasse nach oben führen. Aber die Basis für positive Aktienmärkte ist aufgrund dieser Erwartung gegeben.



**Einfluss**



Quelle: Eigene Darstellung.

**Einfluss**

**Risiko 1**

**Revival der Inflation**

Dieses Risiko hat im Vergleich zum Jahresanfang deutlich an Kraft eingebüsst, aber ganz vom Tisch ist es nicht. Was könnte zu einer erhöhten Inflation führen? Beispielsweise wenn der Konjunkturmotor, vor allem in China, überraschend schnell anspringt. Das würde die Nachfrage nach oben drücken. Auch die Rohwarenpreise würden dann wieder anziehen, und höhere Preise könnten relativ einfach weitergegeben werden. Auch eine Verschärfung des Ukraine-Krieges könnte einen Angebotsengpass auslösen. Wichtig ist, dass vom monetären Umfeld kein Inflationsdruck mehr droht. Die Notenbanken haben ihre expansiven Massnahmen rigoros reduziert. Dass die Notenbanken anders als erwartet die Zinsen weiter stark anheben würden, wäre im Zuge einer wieder steigenden Inflation ein grosses Risiko für positive Aktienmärkte.

**Risiko 2**

**(Handels)streit USA vs. China verschärft sich**

Wer das Geschehen rund um Taiwan eng beobachtet, weiss, dass der Streit zwischen den USA und China nicht beigelegt ist. Auch Chinas Rolle im Ukraine-Krieg und die Nähe zu Russland zeigen, dass China zu den USA einen Gegenpol bilden möchte. Was sich im Vergleich zum letzten Jahr verändert hat, ist die Gestalt des Konflikts. Er ist von einem wirtschaftlichen Machtkampf mit geopolitischen Aspekten zu einem geopolitischen Machtkampf mit wirtschaftlichen Aspekten geworden. Die wandelnde Gestalt wird dieser Konflikt behalten. Die taktische Allokation auf dieses Risiko auszurichten, lohnt sich aber nicht, aber das Thema werden wir weiterhin eng beobachten.

**Risiko 3**

**China sucht ein neues Gleichgewicht**

Im Januar hatte China seine Zero-Covid-Strategie überraschend und praktisch über Nacht beendet. Darum kam es im ersten Quartal zu einer Wiederbelebung und einem Nachholeffekt in China. Dieser war aber deutlich kürzer und schwächer als erwartet. China hat bereits zu Stimulusmassnahmen gegriffen. Chinas Regierung hat beispielsweise dem Finanz- und Immobiliensektor unter die Arme gegriffen. Aber die weltweite Abkühlung im globalen Handel spürt Chinas Wirtschaft. Das grosse Land sucht nach einem neuen ökonomischen Gleichgewicht. Die Suche kostet Wachstumspunkte und wird insbesondere die Aktienmärkte der Schwellenländer belasten.

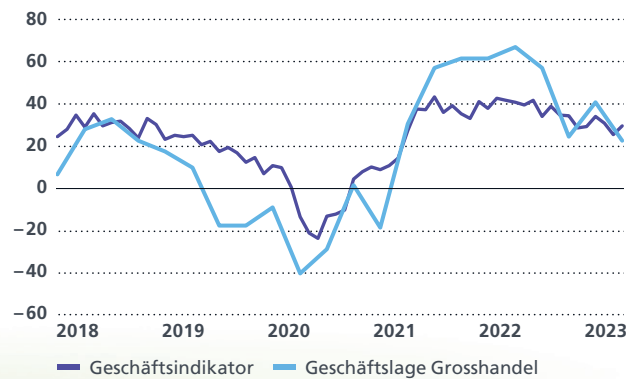
# Grosshandel als Vorlaufindikator

Der Ostschweizer Grosshandel sieht die Preise bereits sinken, obwohl die Inflation in der Schweiz weiter präsent ist. Als Zulieferer anderer Branchen spürt der Grosshandel eine Veränderung der Nachfrage schnell und kann entsprechend als Vorlaufindikator für die wirtschaftliche Entwicklung verwendet werden. Daher lohnt sich ein genauere Blick auf den Grosshandel.

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

Zuletzt zeigte sich eine gewisse wirtschaftliche Abkühlung in der Ostschweizer Wirtschaft. Allerdings sind die Unternehmen immer noch mehrheitlich zufrieden mit ihrer Geschäftslage. Die Binnenwirtschaft hat sich in den letzten Monaten weitgehend stabil entwickelt. Aufgrund der guten Situation auf dem Arbeitsmarkt dürfte die Inlandsnachfrage auch in kommenden Monaten stützend wirken. Dahingegen hat sich die wirtschaftliche Abkühlung im Ausland in den exportorientierten Branchen wie der Industrie und im Grosshandel bemerkbar gemacht. Für die wirtschaftliche Entwicklung in diesen Sektoren dürfte ausschlaggebend sein, wie sich die Wirtschaft in den USA und der EU in den kommenden Monaten entwickeln wird. Die Unternehmen aller Sektoren zeigen sich allerdings optimistisch und erwarten eine Verbesserung oder Stabilisierung der Geschäftslage.

Geschäftslageindikator Ostschweiz



Quelle: Konjunkturboard Ostschweiz, KOF, ETH Zürich, Stand: April 2023

Lesehilfe: Differenz zwischen dem Anteil Unternehmen, der die Geschäftslage als gut bezeichnet, und jenem, der sie als schlecht einschätzt. Je höher der Wert, desto besser schätzen die Unternehmen die Geschäftslage ein. Die Aggregation der branchenspezifischen Beurteilung der Geschäftslage ergibt den Geschäftslageindikator.

## Wichtige Grosshandelsunternehmen in der Ostschweiz



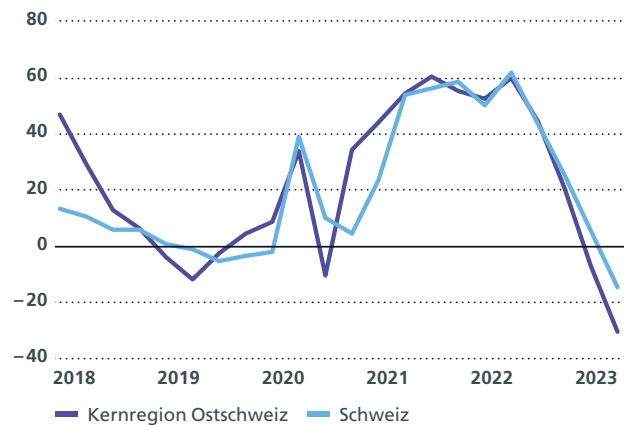
Illustration: Patrick Oberholzer  
Quelle: IHK, Juni 2023

## Lieferketten entspannen sich

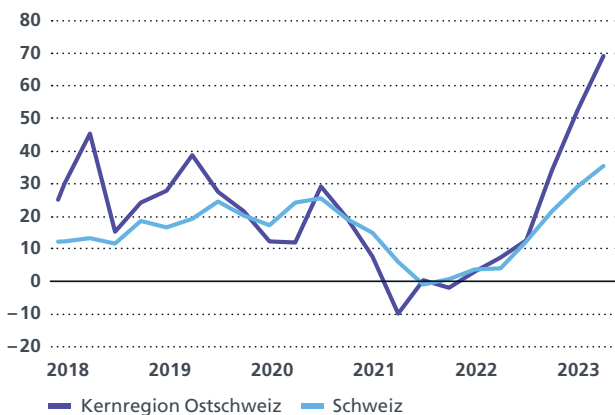
Die Pandemie hat bei diversen Gütern zu erheblichen Lieferschwierigkeiten geführt. Eingeschränkte Produktions- und Transportkapazitäten sowie ein starker Nachholeffekt haben die Lieferfristen stark ansteigen lassen. Unternehmen haben darauf mit einer Reorganisation der Lieferketten reagiert. Mittlerweile haben sich die Logistikprozesse wieder eingependelt. Auch die Nachholeffekte haben deutlich nachgelassen. Entsprechend rechnen die Grosshandelsunternehmen nun wieder mit sinkenden Lieferfristen. Die Entspannung der Lieferketten macht sich auch in anderen Branchen bereits bemerkbar, so leiden etwa im Baugewerbe weniger Unternehmen unter einem Mangel an Vorprodukten.

Lesehilfe: Differenz zwischen dem Anteil Unternehmen, der einen Anstieg der Lieferfristen erwartet, und jenem, der einen Rückgang erwartet. Je höher der Wert, desto mehr Unternehmen erwarten einen Anstieg der Lieferfristen.

Grosshandel: erwartete Veränderung der Lieferfristen in den nächsten 3 Monaten



## Grosshandel: Urteil Lagerbestand



Lesehilfe: Differenz zwischen dem Anteil Unternehmen, der den Lagerbestand als zu hoch bezeichnet, und jenem, der ihn als zu tief einschätzt. Je höher der Wert, desto mehr Unternehmen schätzen den Lagerbestand als zu hoch ein.

## Lager sind stark angewachsen

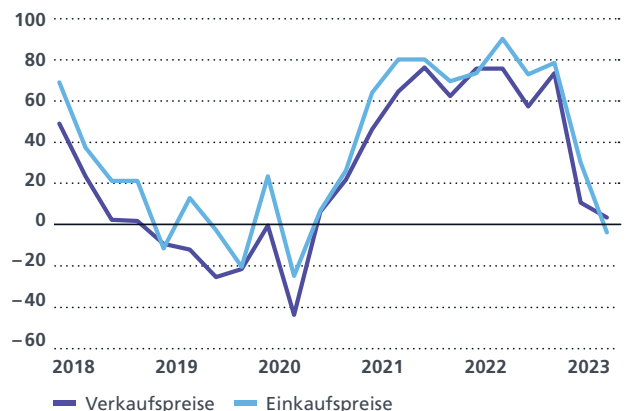
Die Grosshandelsunternehmen haben auf die Lieferschwierigkeiten mit verstärkter Lagerhaltung reagiert, so dass sie trotz langer Lieferfristen lieferfähig waren. Weil sich nun die Lieferkettenproblematik weitgehend gelöst hat und gleichzeitig die Nachfrage zurückgegangen ist, sind die Lager deutlich angestiegen. In der Ostschweiz ist insbesondere der Handel mit Maschinen, Metall- und Kunststoffwaren sowie Baustoffen stark vertreten. Damit ist der hiesige Grosshandel sowohl zyklisch als auch exportorientiert und dürfte damit ein guter Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung sein. Die rückläufige Nachfrage im Grosshandel deutet darauf hin, dass sich in den kommenden Monaten die Lage auch in anderen Branchen eintrüben könnte.

## Inflationsdruck lässt deutlich nach

Die hohen Lagerbestände und die nachlassende Nachfrage führen dazu, dass die Grosshandelsunternehmen vermehrt auf Preiserhöhungen verzichten. In den kommenden Monaten erwarten die Grosshandelsunternehmen in der Ostschweiz eine Stabilisierung der Preise. Da Grosshandelsunternehmen diverse andere Branchen beliefern, dürfte der Preisdruck in den kommenden Monaten auch in anderen Branchen nachlassen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, wo Material- und Vorprodukte einen erheblichen Teil der Kosten verursachen. Im Dienstleistungssektor hingegen hat die Lohnentwicklung einen grösseren Einfluss auf die Preisentwicklung. Bis die Preisdynamik auch im Dienstleistungssektor nachlässt, dürfte es noch länger dauern.

Lesehilfe: Differenz zwischen dem Anteil Unternehmen, der einen Anstieg der Preise erwartet, und jenem, der einen Rückgang erwartet. Je höher der Wert, desto mehr Unternehmen erwarten Preiserhöhungen.

Ostschweizer Grosshandel: erwartete Preisänderungen in den nächsten 3 Monaten







# Die Notenbanken treten auf die Bremse

Nach insgesamt vier Zinsschritten um jeweils 50 oder gar 75 Basispunkte hat die Schweizerische Nationalbank im Juni entschieden, ihr Zinserhöhungstempo zu verlangsamen und den Leitzins nur noch um 0.25 % zu erhöhen.

**Die** Federal Reserve Bank, die ihren Zinserhöhungszyklus bereits im März 2022 und damit gut drei Monate vor der SNB startete, reduzierte ihr Tempo schon zu Jahresbeginn auf 0.25 %-Schritte. Obwohl sich die US-Wirtschaft und der Arbeitsmarkt gemäss Fed-Präsident Jerome Powell weiterhin erfreulich robust zeigen, legte die US-Notenbank im Juni sogar eine Pause ein. Nach dem starken Leitzinsanstieg von insgesamt 5 % möchte man sich etwas mehr Zeit lassen, um die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Konjunktur genauer zu beobachten. Zumindest ein weiterer Zinsschritt an der nächsten Fed-Sitzung im Juli ist jedoch sehr wahrscheinlich.

## Der Inflationsdruck ist noch immer zu hoch

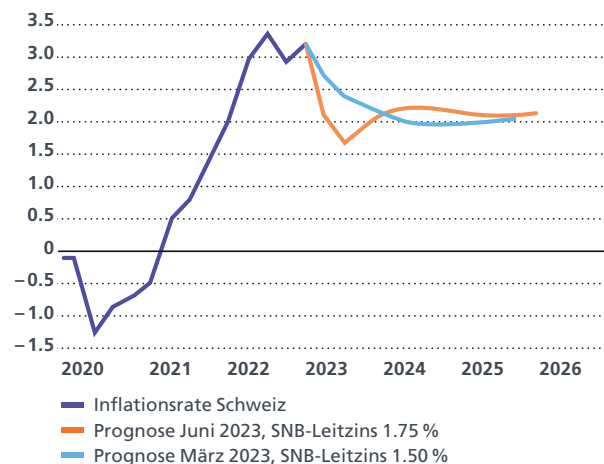
Die Europäische Zentralbank wird ihre Leitzinsen im Juli auf jeden Fall ein weiteres Mal anheben. Nachdem die EZB ihre Geschwindigkeit Anfang Mai etwas drosselte, legte sie im Juni mit einem weiteren Zinsschritt um 0.25 % nach. Gleichzeitig stellte sie weitere Zinserhöhungen in Aussicht, denn der Inflationsdruck in der Eurozone ist nach wie vor viel zu hoch. So erwarten die Experten der Europäischen Zentralbank für 2023 im Durchschnitt eine Inflationsrate von 5.4 %. Auch 2024 werde die Inflationsrate im Schnitt noch deutlich über dem EZB-Ziel von 2 % liegen.

## SNB: weiterer Zinsschritt im September

Nun hat also auch die Schweizerische Nationalbank ihr Bremspedal zumindest angetippt. Dies, obwohl gemäss SNB-Präsident Thomas Jordan der mittelfristige Inflationsdruck abermals gestiegen ist. Die neue bedingte Inflationsprognose der SNB fällt entsprechend – trotz Leitzinserhöhung – erneut höher aus als noch im März. Zu diesem Anstieg führten gemäss Thomas Jordan anhaltende Zweit-rundeneffekte, höhere Strompreise und Mieten sowie der persistente Inflationsdruck aus dem Ausland. Aufgrund der

### SNB: weiter gestiegener Inflationsdruck

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Stand: 22.06.2023

Aussagen von SNB-Präsident Jordan sowie der noch einmal nach oben angepassten Inflationsprognose rechnen wir mit einer weiteren Leitzinserhöhung von 25 Basispunkten an der nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung im September. Damit wäre mittelfristig auch der Realzins wieder positiv. Danach erwarten wir, dass der Zinserhöhungszyklus der SNB zu einem Ende kommt, und rechnen für eine geraume Zeit mit einem stabilen SNB-Leitzins. Dennoch dürfte der Referenzzinssatz des Bundesamts für Wohnungswesen (BWO), der für die Bestimmung der Mieten entscheidend ist, bis Ende Jahr noch einmal um 0.25 % ansteigen.



Autor

**Patrick Häfeli**  
Senior Strategeanalyst

# Aktien ja, aber defensiver

Die meisten Aktienmärkte konnten im Juni leicht an Wert zulegen. Regional gab es jedoch Unterschiede. Während vor allem die US-Indizes avancierten, verharrte der defensive Schweizer Aktienmarkt nahezu auf der Stelle. An unserer Sektorallokation nehmen wir zwei Anpassungen vor.

**Im** Juni konnten die Aktienmärkte weltweit meist zulegen. Im Fokus standen die Notenbankentscheide von SNB, EZB und Fed. Die Aktienmärkte reagierten darauf aber kaum. Die Inflationsraten liegen zwar weiterhin über den angestrebten Bereichen, sind im Trend aber rückläufig.

## Technologieaktien weiter im Aufwind

Auf Sektorebene hielt der Aufwind bei den Technologietiteln weiter an. Die grosskapitalisierten Technologiewerte sorgten für Schub bei den US-Aktienindizes, wobei insbesondere der Nasdaq weiter deutlich zulegen konnte. Von der positiven Gewinnwarnung des US-Chipherstellers Nvidia im Mai und dem dadurch weiter entfachten Hype um das Thema künstliche Intelligenz erhielten innerhalb des Technologiesektors vor allem Aktien der Halbleiterproduzenten deutlich Auftrieb. Der defensive Schweizer Aktienmarkt konnte in diesem Umfeld nicht mithalten und schloss nahezu unverändert.

## Defensivere Ausrichtung

Wir nehmen zwei Umstufungen an unserer Sektorallokation vor und positionieren uns damit defensiver. Einerseits stufen wir den Sektor Technologie von Neutral auf Untergewichten zurück. Mit den starken Kursanstiegen bei den grosskapitalisierten Werten innerhalb des Sektors, die erheblich vom Aufwind im Bereich der künstlichen Intelligenz profitierten, sind wir der Ansicht, dass die Marktteilnehmer bereits sehr viel Wachstum vorwegnehmen. Wir erachten die Bewertungen auf dem aktuellen Niveau als zu hoch. Andererseits stufen wir den Sektor Gesundheit von Neutral auf Übergewichten hoch. Die moderaten Bewertungen und die attraktiven Wachstumsaussichten, auch in Zeiten einer wirtschaftlichen Abkühlung, sprechen für ein Übergewicht in diesem Sektor. Das Übergewicht im Sektor

Nichtzyklischer Konsum bleibt auch weiterhin bestehen, da der Sektor viele Unternehmen mit widerstandsfähigen Geschäftsmodellen und einer hohen Preissetzungsmacht enthält. Zudem behalten wir auch das Untergewicht im wirtschaftssensitiven Industriesektor bei. Mit der wirtschaftlichen Abkühlung dürften sich die Auftragseingänge weiter abschwächen.

## Sektorallokation

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

■ Übergewichten ■ Neutral ■ Untergewichten

Quelle: Eigene Darstellung



Autorin

**Angela Truniger**  
Finanzanalystin

# Schweizer Haushalte: Spitzenreiter bei Verschuldung

In der Schweiz entspricht die Verschuldung privater Haushalte 227 % des verfügbaren Einkommens – ein Spitzenwert im internationalen Vergleich. In den USA liegt die Verschuldung beispielsweise bei 102 %. Wieso sind Schweizer Haushalte derart hoch verschuldet und was bedeutet dies?

**Die** Schweiz verfügt aufgrund ihrer regulatorischen Rahmenbedingungen und des gut ausgebauten Hypothekarmarkts traditionell über eine hohe Privatverschuldung. In den letzten Jahren hat die Verschuldung in der Schweiz aufgrund der tiefen Zinsen weiter zugenommen, während die Privatverschuldung seit der Finanzkrise in anderen Ländern konstant blieb oder sogar sank.

## Schulden sind nicht gleich Schulden

95 % der Schulden von Schweizer Haushalten bestehen aus Hypotheken. Entsprechend konzentrieren sich die Schulden auf jenen Teil der Bevölkerung, der Wohneigentum besitzt. Andere Kreditarten wie Konsumkredite oder Ausbildungskredite spielen in der Schweiz nur eine untergeordnete Rolle. Anders sieht es in Ländern wie den USA aus. Dort bestehen die privaten Schulden «nur» zu 71 % aus Hypotheken. Andere – oftmals ungesicherte – Kreditarten haben in den USA eine weitaus grössere Bedeutung. Die

Kreditqualität ist folglich in der Schweiz besser als in anderen Ländern: Hypotheken sind langfristige Schulden, die mit Sicherheiten hinterlegt sind. Dies ist einer der Hauptgründe, wieso sich die Schweiz höhere Schulden leisten kann als andere Länder.

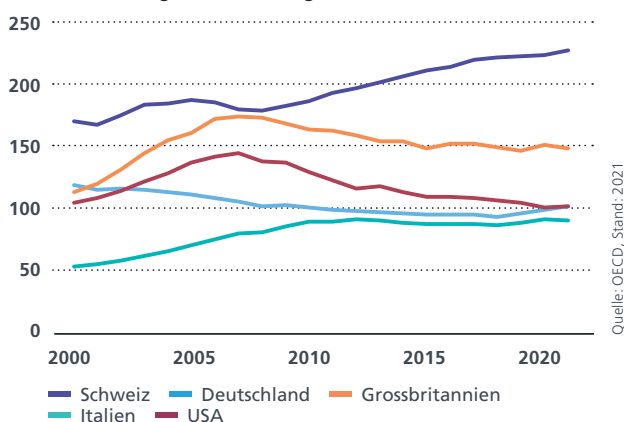
## Schulden als Brandbeschleuniger

Schulden sind an sich nichts Negatives: Sie ermöglichen Investitionen und stimulieren die Wirtschaft. Allerdings können sie Wirtschaftszyklen aber auch verstärken. In wirtschaftlich guten Zeiten werden mehr Kredite vergeben, was die Wirtschaft zusätzlich ankurbelt. In einer Krise gerät das Wachstum von Krediten ins Stocken, was die Wirtschaft zusätzlich belastet. Ein regelmässiges und stabiles Einkommen gewinnt bei einer hohen Schuldenlast entsprechend an Bedeutung.

## Was bedeutet die Verschuldung für den Immobilienmarkt

Bei stabilen oder steigenden Immobilienpreisen sind hohe Schulden nicht per se ein Problem für den Immobilienmarkt. Insbesondere dann, wenn eine ausgewogene Tragbarkeit sichergestellt ist. Gefährlich wird es bei stark sinkenden Immobilienpreisen. Dann kann es zu Zwangsverkäufen kommen, was die Preise zusätzlich drückt. Der Schweizer Hypothekarmarkt orientiert sich jedoch an nachhaltigen, finanziellen Kriterien, um damit kleinere bis mittlere Korrekturen am Immobilienmarkt auffangen zu können.

**Private Verschuldung im internationalen Vergleich**  
Verschuldung in % des verfügbaren Einkommens



Autorin

**Céline Koster**  
Strategeanalystin





# Rezession – ja oder nein?

Ein Kursfeuerwerk haben die Aktienmärkte in den letzten Wochen nicht gezeigt. Mit Blick auf die Konjunkturentwicklung ist dies wenig verwunderlich, immerhin sind die Daten gemischt.

**Die** Konjunkturdaten zeigen ein gemischtes Bild. Negativ fällt auf, dass die globale Wirtschaft ins Stocken geraten ist. Dies zeigt ein Blick auf die Stimmungsindikatoren der Industrieunternehmen. Diese sind häufig exportorientiert, weshalb sie eine Abkühlung der globalen Wirtschaft und damit der Handlungsaktivitäten zuerst spüren. Dieser getrübe Ausblick zeigt sich in den USA, in der Eurozone, aber auch in China und der Schweiz. Die Ostschweizer Unternehmen spüren diese Entwicklung ebenfalls. Sie haben noch gut gefüllte Auftragsbücher, aber neue Aufträge kommen deutlich spärlicher rein. Auf der anderen Seite ist die Binnenwirtschaft nach wie vor in einer sehr guten Verfassung. Dies zeigt sich an den Stimmungsindikatoren für den Service-Sektor, die in den genannten Ländern eine weiterhin gute Stimmung zeigen.

## Soft-Landing oder tiefe Rezession?

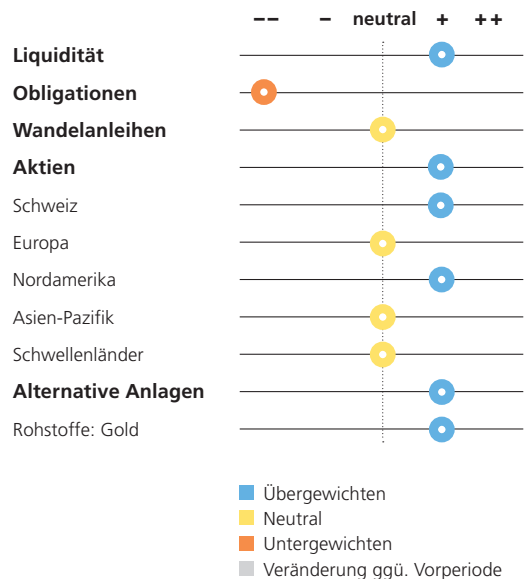
Die alles entscheidende Frage lautet also: Stabilisiert sich die Weltwirtschaft und erlebt der Industriesektor eine Wiederbelebung, bevor auch der Service-Sektor schwächelt? Oder schwächelt der Service-Sektor, bevor die Industriefirmen eine Erholung erleben? Wir denken, dass Letzteres der Fall sein wird, und erwarten, dass sich die Wirtschaft noch weiter abkühlen wird. Wir schliessen auch zwei Quartale mit negativem realem BIP-Wachstum nicht aus, aber wir erwarten danach eine schnelle Wiederbelebung.

## Nicht zu unterschätzen: die Rolle der Geldpolitik

Rückenwind für die Aktienmärkte erwarten wir von den Notenbanken. Die Inflationsentwicklung spielt ihnen aktuell in die Hände. Zwar ist die Inflation noch nicht in das Zielband der Notenbanken von rund 2 % gesunken, aber der Trend geht nach unten, was bei der Inflation positiv ist.

Wir erwarten darum, dass sich der Zinserhöhungszyklus langsam, aber sicher seinem Ende nähert. Sobald dies der Fall ist, wird die Spekulation um Zinssenkungen losgehen, und das ist für die Aktienmärkte positiv. Wir halten darum an unserem Übergewicht bei den Aktien fest und nehmen keine Anpassung vor.

## Unsere Positionierung



Autorin

**Caroline Hilb Paraskevopoulos**  
Leiterin Anlagestrategie und Analyse

# / Zwischen Idee und Umsetzung



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: **Christian Gwerder**, Leiter Salesmanagement Anlegen.

## Wie sieht dein Arbeitsalltag als Leiter Salesmanagement Anlegen aus?

Als Teamleiter von verschiedenen Spezialistenfunktionen umfasst mein Arbeitsalltag eine breite Palette von Aufgaben und Verantwortlichkeiten. Gerade diese Vielfalt an Themenbereichen und die tägliche Zusammenarbeit mit unterschiedlichen Personen bereiten mir grosse Freude.

## Du bist selbst Anleger: Was war dein Top- und welches dein Flop-Investment?

Als Flop kann ich sicher den Kauf der Swissair-Aktie ein Jahr vor dem Grounding bezeichnen. Praktisch gleichzeitig habe ich mein Top-Investment getätigt – mit der deutschen Stahlaktie Salzgitter. Dies zeigt, wie nahe Top und Flop beieinanderliegen können.

## Welche Börsenregel sollten Anlegerinnen und Anleger deiner Meinung nach unbedingt beachten?

Es gibt mehrere Börsenregeln, die eine gute Grundlage für erfolgreiche Investitionen bilden. Zwei besonders wichtige Prinzipien sind, dass man konsequent an seiner festgelegten Strategie festhalten und sein Kapital diversifiziert anlegen sollte.

## Das erste Halbjahr 2023 ist vorüber. Welche Entwicklung an den Aktienmärkten hat dich am meisten überrascht?

Ich bin wirklich beeindruckt von der Entwicklung des US-amerikanischen Nasdaq-Index, der in diesem Jahr um mehr als 30 % gestiegen ist. Eine nähere Analyse zeigt, dass vor allem die sieben grössten Positionen im Index für diesen Anstieg verantwortlich sind.

## Du verbringst deine Ferien gerne in den USA. Worin liegt der besondere Reiz?

Für mich ist es vor allem die vielfältige Landschaft, die mich beeindruckt. Die Abwechslung von pulsierenden Metropolen, schönen Küsten und den einzigartigen US-Nationalparks fasziniert mich am meisten, und das alles lässt sich problemlos in einem Ferientrip kombinieren.

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 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, übernimmt die St.Galler Kantonalbank AG keine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit, auch wenn sie nur solche Quellen verwenden, die sie für zuverlässig erachten.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der St.Galler Kantonalbank 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: 26. Juni 2023





