

# Investment Outlook 2023

## Market Insights | 12. Januar 2023

Investment Strategy & Economic Research, Zürcher Kantonalbank

- Wachstumsverlangsamung und höhere Kapitalkosten setzen Unternehmensgewinne unter Druck
- Obligationen: Staatsanleihen zu Jahresbeginn attraktiv – im weiteren Verlauf sind Unternehmensanleihen gefragt
- Die regionalen Aktienmarktfavoriten liegen ausserhalb den USA
- Auf den Devisen- und Rohstoffmärkten gibt die Konjunktorentwicklung den Takt vor – der Franken bleibt stark

### Neue Niveaus; neue Ausgangslage

*Manuel Ferreira, Chefstrategie*

Eine Wachstumsverlangsamung, höhere Inflation und Renditen sowie eine restriktivere Geld- und Fiskalpolitik bildeten die Grundlage für unser Basisszenario vor einem Jahr. In der Richtung lagen wir richtig. Die Höhe der Inflation und die in der Folge viel restriktivere Geldpolitik haben uns aber überrascht. Mit dem unerwarteten Ausbruch des Ukraine-Krieges waren unsere Prognosen mit einem graduellen Normalisierungspfad rasch überholt. Das Wachstum blieb zwar zunächst bemerkenswert robust. Aber die höheren Inflationsraten zwangen die Notenbanken zu deutlichen Zinserhöhungen. Die US-Notenbank erhöhte im letzten Jahr den Leitzins innerhalb von neun Monaten um 4.25%. Dass die Schweizerische Notenbank die Zinsen noch vor der Europäischen Zentralbank anhub, war bezeichnend für die Entschlossenheit der Notenbanken bei der Inflationsbekämpfung. Der schnelle und starke Zinsanstieg inmitten viel geopolitischer und konjunktureller Unsicherheit verstärkte die Bewertungskorrektur bei Aktien, Obligationen und Immobilien. Auch Gold musste vor dem starken US-Dollar und den steigenden Zinsen kapitulieren. Einzig die Rohstoffe profitierten von einer «Inflations- und Kriegsprämie».

### Finanzmärkte: Hürdenlauf zum Jahresauftakt

Der Höhepunkt der Inflation ist nun überschritten. Die wirtschaftliche Abkühlung, die deutlich restriktivere Geldpolitik, die abnehmenden globalen Lieferengpässe und die Stabilisierung im Energiebereich werden die Inflation zähmen. Es braucht allerdings mehr als ein Jahr bis die

Inflation wieder auf den Zielwert der Notenbanken von 2% sinkt. Deshalb rechnen wir erst im Jahr 2024 mit bedeutenden Leitzinssenkungen. Die Auswirkungen einer restriktiveren Geldpolitik auf die Realwirtschaft werden anders als an den Finanzmärkten erst mit einer Verzögerung von einigen Monaten sichtbar sein. Die Rezessionsrisiken sind in den meisten Industrie- und Schwellenländern deshalb stark erhöht und das globale Wirtschaftswachstum dürfte 2023 mit rund 1.6% ausgesprochen schwach ausfallen. Der Anpassungsprozess an den Finanzmärkten ist zwar weit fortgeschritten, aber die realwirtschaftliche Anpassung ist noch nicht vollzogen und wird sicher für die eine oder andere Korrektur an den Märkten sorgen. Der Jahresauftakt wird unter heutigen Vorgaben holprig und das Risiko einer Gewinnrezession zu Jahresbeginn ist hoch.

### Von defensiv zu zyklisch im Jahresverlauf

Der Konjunktur- und Zinszyklus sprechen noch für einen taktischen Aufbau von Obligationen mit einem reifen Zinszyklus und Währungen von sicheren Häfen. Das Aktienportfolio ist vorerst defensiv auszurichten – allerdings wegen der hohen Inflation nicht ausschliesslich. Es wird ein Geduldsspiel, aber sobald die Anleger den konjunkturellen Tiefpunkt wittern und die Realrenditen (US-TIPS) ihren Höhepunkt erreicht haben, empfiehlt sich eine zyklischere Ausrichtung (*Grafik 1*). Schweizer Aktien müssen dann als Region nicht mehr unbedingt im Übergewicht sein. Innerhalb der Schweizer Aktienallokation ist es dann umso wichtiger, die Rotation in den zyklischeren Sektoren früh zu vollziehen – bevor der Konjunkturaufschwung bestätigt wurde.

## Höhere Ertragschancen in der längeren Frist

Langfristig hat sich die Lage für Anleger verbessert. Nach einer starken Anpassungsphase wie im letzten Jahr müssen Anleger stärker zwischen Veränderungsraten und Niveaus unterscheiden sowie die veränderten relativen Attraktivitäten berücksichtigen. Die Veränderungsraten der Zinsen in der letztjährigen Anpassungsphase waren enorm und werden sich nicht mehr in diesem Ausmass wiederholen. Sobald sich die neuen Zinsniveaus etablieren, entsteht für alle Anlageklassen eine neue Ausgangslage. Unternehmen müssen sich aufgrund der höheren Kapitalkosten zwar mehr anstrengen. Das schliesst aber eine positive Entwicklung der Aktienkurse per se nicht aus. Der Renditeanstieg bei den Obligationen im Jahr 2022 war schmerzhaft. Aber dank der neuen, höheren Renditeniveaus sind Obligationen wieder eine valable Alternative zu Aktien (Grafik 2). Das ist für das klassische, gemischte Portfolio eine echte Chance. Dem diversifizierenden Effekt der Obligationen steht nun nicht mehr ein Ertrag von Null gegenüber. Die Vermögenspreise werden in Zukunft wohl weniger stark, aber dafür auch weniger einseitig ansteigen. Somit rückt die Ertragsseite der Anlagen stärker in den Vordergrund. Das sind keine so schlechten Aussichten. Die langfristigen Ertragsersparungen eines gemischten Portfolios haben sich gar deutlich verbessert.

## Ein gutes Umfeld für Obligationen

Simon Lustenberger, Leiter Anlagestrategie, Fixed Income

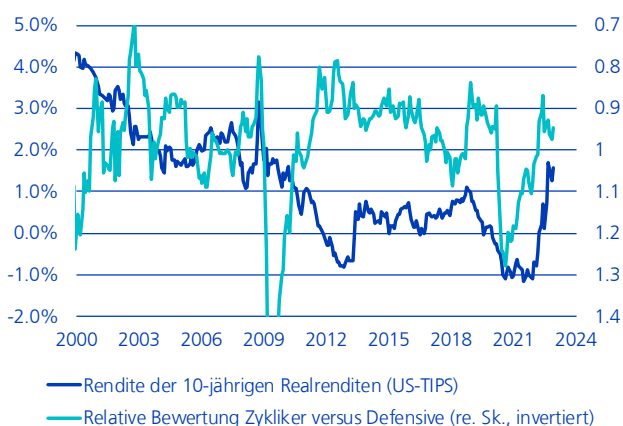
Die geldpolitische Entwicklung stand im vergangenen Jahr im Fokus der Obligationenmärkte. Die Notenbanken haben die Leitzinsen stark angehoben und ihre Wertpapierbestände reduziert. Das hat sich auch erheblich auf Obligationen mit längeren Laufzeiten ausgewirkt. Die Verfallsrenditen notieren nun im Vorjahresvergleich auf deutlich

höheren Niveaus. Finanzmarktinvestoren profitieren von einem höheren Renditeniveau und die Chance auf weitere Kursgewinne bei sinkender Inflation ist intakt. Der Anstieg der Konsumentenpreise liegt in den meisten Regionen noch deutlich über dem Notenbankziel. Gemäss jüngsten Indikationen ist die Inflation jedoch rückläufig. Das bedeutet, dass auch der Gegenwind der Geldpolitik abnehmen wird. In diesem Jahr dürften die Konjunkturerwartungen wieder einen grösseren Einfluss auf die Obligationenpreise ausüben. Zumindest im ersten Quartal werden die konjunkturellen Vorlaufindikatoren in vielen Regionen noch abwärtsgerichtet sein. Das spricht für eine stabile Nachfrage nach Obligationen, vorerst im höheren Bonitätssegment. Fällt der Vorlaufindikator der US-Industrie (ISM), so sind in der Vergangenheit auch die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen gefallen (Grafik 3). Gleiches gilt auch für den Schweizer Obligationenmarkt: Die Erwartungsbildung zu einer strafferen SNB-Geldpolitik hat im Dezember nochmals zu einem Anstieg des Renditeniveaus geführt. Mit einer abnehmenden Konjunkturdynamik sehen wir nun weniger Potenzial für einen weiterführenden Renditeanstieg und rechnen mit einem stabilen Renditeniveau. CHF-Anleihen dürften aus diesem Grund gefragt bleiben.

## Auf steilere Zinskurven in Nordamerika setzen

Der nachlassende Gegenwind der Notenbanken drückt sich darin aus, dass der Leitzinshöhepunkt in vielen Regionen bald erreicht ist. Im Jahr 2023 rechnen wir nicht mit breit angelegten Leitzinssenkungen. Die Erwartungen darüber hinweg dürften sich allerdings im Einklang mit fallenden Inflationszahlen zurückbilden. In den USA liegen die Leitzinserwartungen auf Jahressicht bei 4.7% (Grafik 4). Mit einer rückläufigen Inflation und einem eingetübten Konjunkturausblick wird der Terminmarkt die Erwartungen nach unten schrauben. Die kurzfristigen

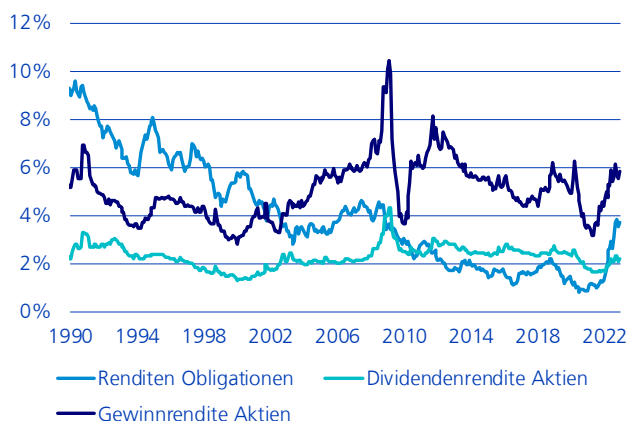
Grafik 1: Realrenditen nähern sich dem Höhepunkt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 2: Ertragschancen bei Obligationen sind gestiegen

Globale Renditen von Aktien und Obligationen im Vergleich



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Renditen (z.B. die 2-jährigen Renditen) werden dementsprechend fallen. Die US-Zinskurve, ausgedrückt als Differenz zwischen 10- und 2-jährigen Renditen, wird dann wieder steiler werden (Grafik 4). Die Inversion der Zinskurve ist aktuell so negativ wie zuletzt in den 1980er-Jahren, was keine nachhaltige Situation darstellt. Mit einem sogenannten Zinskurven- "Steepener" kann auf eine Trendumkehr gesetzt werden.

### Unternehmensanleihen im Jahresverlauf attraktiver

Die Inflation repräsentiert das grösste Risiko und die grösste Chance im Jahr 2023. Ein schnellerer Rückgang würde ein Soft Landing (weiche Landung) der Wirtschaft unterstützen, was in einer zügigen Einengung der Spreads von Unternehmensanleihen resultiert. Eine persistente Inflation erhöht andererseits das Risiko einer zu starken Straffung der Geldpolitik und einer Rezession mit negativen Kursreaktionen bei Anleihen mit tieferen Bonitäten. In unserem Szenario liegt die Wahrheit irgendwo dazwischen. Die rückläufigen konjunkturellen Vorlaufindikatoren stellen im ersten Quartal noch eine Belastung für Unternehmensanleihen dar. Die Risikoprämien im Vergleich zu sicheren Staatsanleihen sind in solchen Perioden jeweils angestiegen. Die Chancen für Investment Grade und High Yield-Anleihen aus dem Corporate Segment erhöhen sich, sobald der Vorlaufindikator für die US-Industrie (ISM) den Tiefpunkt durchschritten hat. Wir sehen im Sommerhalbjahr rosigere Perspektiven für Unternehmensanleihen auf globaler Ebene. Das gilt auch für Schwellenländeranleihen, die mit einer schwindenden US-Dollar-Stärke und einer abwartenden Haltung der US-Notenbank (Fed) mehr Kapitalzufluss erfahren dürften.

### Verhalten zuversichtlich für Aktien in 2023

Jörn Spillmann, Anlagestrategie Aktien

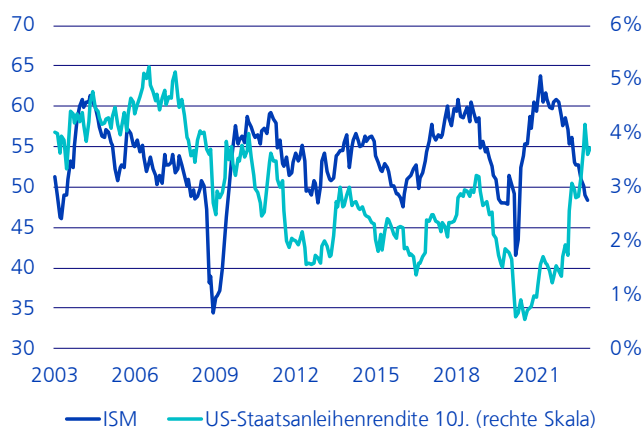
Historisch betrachtet ist die Wahrscheinlichkeit von zwei aufeinanderfolgenden negativen Aktienjahren gering, aber nicht null. Nach dem Platzen der Internetblase zu Beginn des Jahrtausends sank der MSCI Welt sogar drei Jahre in Folge. Für 2023 sind wir allerdings insgesamt verhalten optimistisch. Die kommenden Wochen dürften zwar noch von Unsicherheit geprägt bleiben: Solange die grossen Zentralbanken keine Entwarnung bei der Inflationsbekämpfung geben und die konjunkturellen Frühindikatoren nach unten weisen, bleibt das Aufwärtspotenzial für die Aktienmärkte begrenzt. Denn eine derartige Entwicklung lässt die Gewinnprognosen für die Unternehmen weiter fallen und bietet auch keine Grundlage für mehr Risikofreude der Anleger, die sich in steigenden Bewertungen der Märkte widerspiegeln würde. Sobald jedoch die Frühindikatoren nach oben drehen, positionieren sich Investoren auch bei Aktien wieder für den nächsten Aufschwung. Unseren Wirtschaftsprognosen zufolge wäre im Laufe des 2. Quartals damit zu rechnen.

### Attraktivität europäischer Aktien steigt

Auf Basis unserer Konjunkturerwartungen ist ein Gewinnrückgang auf globaler Ebene im Jahresvergleich nicht unwahrscheinlich. Deshalb dürfte die Attraktivität der einzelnen Märkte innerhalb des Aktienuniversums von ihren Gewinnaussichten relativ zu den anderen Regionen sowie ihren aktuellen Bewertungen bestimmt werden. Im vergangenen Jahr bestätigte sich unser Ausblick, dass die Gewinnmargen der Unternehmen stabil bleiben, beziehungsweise nochmals leicht steigen. Das aktuell erreichte hohe Niveau wird sich in diesem Jahr jedoch nicht aufrechterhalten lassen. Denn auf der einen Seite erwarten wir eine Fortsetzung des erhöhten Lohndrucks, der die

**Grafik 3: Fallende Renditen bei Konjunkturabkühlung**

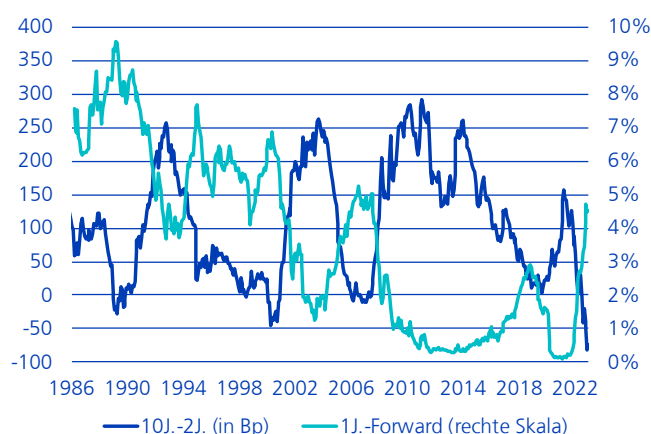
ISM Manufacturing Index als konjunktureller Vorlaufindikator



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik 4: US-Zinskurve dürfte bald steiler werden**

Steilheit Zinskurve und Leitzinserwartungen in einem Jahr (Forward)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Produktionskosten weiter steigen lässt. Auf der anderen Seite wird es den Unternehmen aber nicht mehr wie im Vorjahr gelingen, diese Kostensteigerungen über eine mindestens ebenso hohe Anpassung der Produktpreise an die Kunden weiterzureichen. Die diesbezüglich grössten Herausforderungen sehen wir für US-Unternehmen. Unter anderem deshalb gehen wir davon aus, dass das Gewinnwachstum bei US-Unternehmen geringer ausfallen wird als in den meisten anderen Märkten. Es lässt sich bereits seit Längerem eine Verschlechterung ihrer relativen Eigenkapitalrentabilität feststellen. *Grafik 5* zeigt diesen Sachverhalt beispielhaft im Vergleich zur Eurozone. Zwar ist die Rentabilität der US-Unternehmen deutlich höher (der Quotient ist grösser eins), aber 2020 hat eine Trendwende stattgefunden. *Grafik 5* zeigt zudem eine hohe Korrelation zwischen Rentabilität und Aktienmarktentwicklung. Aktuell scheint der Zusammenhang weniger eng zu sein. Dies liegt unter anderem daran, dass die im Rahmen der Schuldenkrise zutage getretenen strukturellen Herausforderungen der Währungsgemeinschaft weiterhin bestehen und die Skepsis der Investoren nach wie vor hoch ist. Für einen zusätzlichen Dämpfer sorgte der Ukraine-Krieg. Sollten US-Unternehmen, wie von uns erwartet, ihren Gewinnvorsprung jedoch weiter einbüßen und diejenigen der Eurozone ihre Robustheit trotz der politischen Schwierigkeiten bewahren, besteht mehr Aktienmarktpotenzial in Europa als in den USA.

### Mehr Potenzial ausserhalb der USA

Neben einer überdurchschnittlichen Gewinnentwicklung bietet auch die Bewertung Rückenwind für europäische Aktien. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis bewegt sie sich im Vergleich zu den USA nach wie vor auf historisch niedrigen Niveaus, was die angesprochene Skepsis der Investoren widerspiegelt. Daraus ergibt sich zwar kein Auslöser für eine überdurchschnittliche

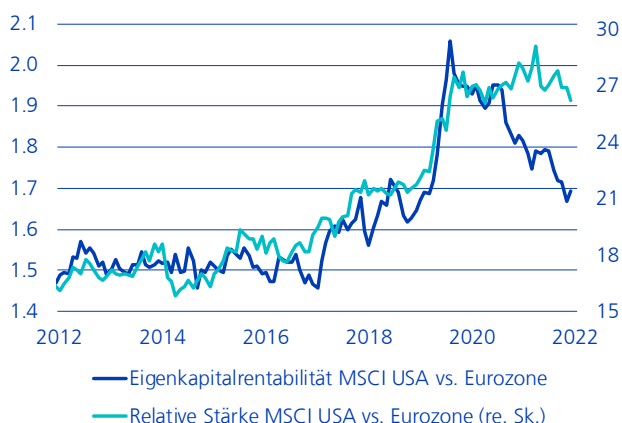
Aktienmarktentwicklung in diesem Jahr. Aber wenn sich das globale Aktienmarktumfeld wieder aufhellt, sich die Risiken also zurückbilden, besteht hier grösseres Erholungspotenzial. Denn die erste Phase eines Aufwärtstrends am Aktienmarkt wird nicht durch die tatsächliche Gewinnentwicklung der Unternehmen bestimmt, sondern durch die Hoffnung auf höhere Erträge in der Zukunft, die sich zunächst in steigenden Bewertungen niederschlägt. Das Potenzial dafür ist dort am grössten, wo zuvor die meisten Risiken eingepreist wurden. Demzufolge könnten auch die Schwellenländeraktien nach langer Durststrecke wieder mehr Potenzial haben. Aufgrund seines hohen Gewichts im Schwellenländerindex kommt dabei der Entwicklung in China eine wichtige Rolle zu. Die dortige Regierung hat im Dezember weitere Öffnungsmassnahmen beschlossen und die Abkehr von der Zero-Covid-Strategie beschleunigt. Dadurch wird das Reich der Mitte aktuell von einer heftigen Coronawelle heimgesucht, sodass wir den Optimismus der Anleger in den vergangenen Wochen für verfrüht erachten. Das mittelfristige konjunkturelle Bild hat sich dennoch aufgehellt. Davon sollten dann auch Unternehmen des pazifischen Raums überdurchschnittlich profitieren. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass wir insgesamt mehr Potenzial an den Aktienmärkten ausserhalb der USA erwarten.

### Sektorrotation im Sommerhalbjahr

In Bezug auf Sektoren ist auf Basis unseres Szenarios mit einer Sektorrotation im Laufe des Sommerhalbjahres zu rechnen. Das rückläufige Wirtschaftswachstum spricht zunächst noch für Branchen mit defensiven Qualitäten wie Gesundheit, nichtzyklischer Konsum oder die Versorger. Von der zwar sinkenden, aber noch immer erhöhten Inflation profitieren nach wie vor die rohstoffnahen und von der restriktiven Geldpolitik die niedrig bewerteten Sektoren. Beides trifft auf die Grundstoffe zu. Sobald das

**Grafik 5: US-Unternehmen verlieren an Glanz**

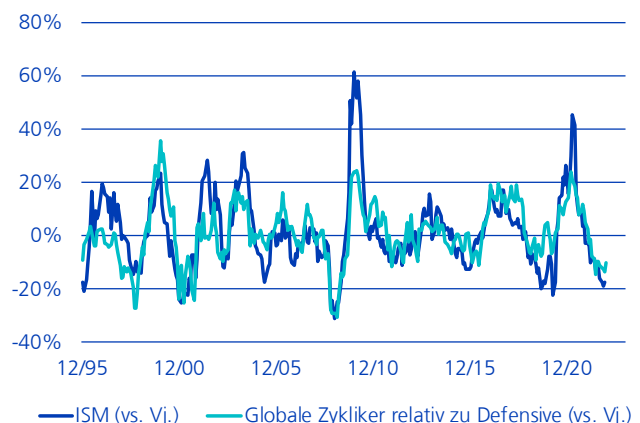
Eigenkapitalrentabilität und Aktienmarkt im Vergleich



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik 6: Zyklischer bald wieder mit mehr Potenzial**

Konjunktur (ISM) und zyklische vs. defensive Sektoren



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

globale Wirtschaftswachstum wieder zunimmt, sich die Inflationsraten den Zielen der Zentralbanken weiter nähern und die Geldpolitik ihren maximalen Restriktionsgrad überschritten hat, dürften die konjunktursensitiven Sektoren gegenüber den Defensiven besser abschneiden (*Grafik 6*). Vor allem die konsumnahen Zykliker profitieren dann von der Stimmungsaufhellung bei den Verbrauchern. Die Normalisierung bei der Teuerung lässt die eher rohstoffnahen Sektoren etwas an Glanz verlieren. Interessant könnte die Entwicklung bei Technologie und Kommunikation werden. Eigentlich beflügelt ein zunehmendes Wirtschaftswachstum beide Sektoren. Allerdings ist Ersterer nach wie vor relativ hoch bewertet und bei Zweiterem die langfristige Wachstumsfantasie etwas gewichen.

### Devisenmärkte 2023 im Takt der Konjunktur

*Elias Hafner, Anlagestrategie Devisen & Alternative Anlagen*

Nachdem die Entwicklung am Devisenmarkt 2022 stark durch die Geldpolitik bestimmt war, dürfte 2023 die konjunkturelle Entwicklung eine stärkere Rolle übernehmen. Aufgrund der anhaltenden Wachstumsabschwächung sollten Anfang Jahr sichere Häfen gesucht sein. Davon wird zunächst der US-Dollar profitieren können und einen Teil der in den vergangenen Monaten erlittenen Verluste wettmachen. Dennoch dürfte die US-Währung unter den Höchstständen vom Herbst 2022 bleiben.

### Ungleiche Erholung der zyklischen Währungen

Die wirtschaftliche Erholung, die global sowie in vielen Volkswirtschaften gegen Mitte Jahr einsetzen wird, bietet dann wieder mehr Chancen für zyklische Währungen. Dazu zählen wir auch den Euro. Dieser dürfte sich mit dem nun attraktiveren Renditeniveau, etwas tieferen

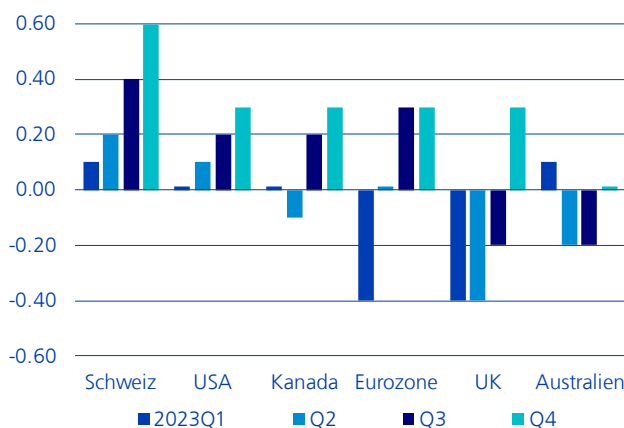
Energiepreisen und der konjunkturellen Wende im Jahresverlauf überdurchschnittlich entwickeln. Insbesondere könnte die Eurozone als Exporteurin von Investitionsgütern nach China überproportional von der dortigen Öffnung profitieren. Mit dem anhaltenden Krieg in der Ukraine sowie den Auswirkungen einer strafferen EZB-Geldpolitik auf die Wirtschaft und auf die Finanzierungssituation der Peripheriestaaten bestehen aber auch Unwägbarkeiten. Die Erholung bei den prozyklischen angelsächsischen Währungen wird hingegen durch die Abschwächung am lokalen Immobilienmarkt unterdurchschnittlich ausfallen. Insbesondere gehen wir davon aus, dass die australische Notenbank (RBA) aufgrund der Konjunktur und der Situation auf dem dortigen Häusermarkt bereits in der zweiten Jahreshälfte den Leitzins wieder senken wird, was auf der Währung lastet. Neben steigenden Risiken am Häusermarkt sehen wir in Grossbritannien vor allem die wirtschaftliche Situation – konjunkturell, aber auch strukturell – als Belastungsfaktor für das Pfund an (*Grafik 7*).

### Der Franken bleibt stark

Der US-Dollar dürfte auf Jahressicht insgesamt weiter an Stärke verlieren, bleibt aber überbewertet (*Grafik 8*). Die Suche nach Alternativen zum US-Dollar als Leitwährung hat mit den geopolitischen Ereignissen im letzten Jahr zusätzlichen Nährboden gefunden. Wir sind aber nach wie vor der Meinung, dass eine mögliche «Entdollarisierung» ein langwieriger Prozess bleibt. Trotz der Aufwertung im letzten Jahr ist der Schweizer Franken nicht hoch bewertet. Im Umfeld einer globalen Wachstumsabschwächung wird auch die Nachfrage nach dem Franken zunächst hoch bleiben. Und die globale Konjunkturerholung dürfte danach zu schwach ausfallen, um dies klar ins Gegenteil zu drehen. Die anhaltend höhere Inflation im Ausland wird den fairen Wert des Franken weiter steigen lassen.

**Grafik 7: Schwacher Konjunkturausblick in UK und Australien**

Wirtschaftswachstum (QoQ) nach Währungsregion, in %



Quellen: Zürcher Kantonalbank

**Grafik 8: USD hoch bewertet, aber Höhepunkt überschritten**

Bewertung gemäss Gewichtung des US-Dollarindex



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## Abwarten bei Schwellenländerwährungen

Die Schwellländer blicken auf ein herausforderndes 2022 zurück, welches von der Stärke des Dollars geprägt war. Aufgrund der konjunkturellen Dynamik, global und in den Schwellenländern, rechnen wir zum Jahresstart mit einer Abschwächung der Schwellenländerwährungen. Danach dürften sich die Perspektiven mit der wirtschaftlichen Erholung auch hier aufhellen, insbesondere für Währungen von Ländern, die stark von der Öffnung in China profitieren können. Dazu gehören die asiatischen Währungen, welche 2022 zu den Verlierern zählten. Aber auch bei anderen Schwellenländerwährungen könnten sich im Jahresverlauf Chancen ergeben. Die schwächere Nachfrage und günstige Basiseffekte dürften für einen breit abgestützten Teuerungsrückgang sorgen. Höhere Realzinsen dürften in der Folge die Attraktivität von Engagements in Schwellenländerwährungen wieder erhöhen.

## Wirtschaft bleibt abhängig von Rohstoffen

Neben dem menschlichen Leid hat uns der Ukraine-Krieg deutlich vor Augen geführt, wie stark die globale Wirtschaft von Rohstoffen abhängig ist. Auch mit der Energiewende wird sich daran so schnell nichts ändern. So steigert die grüne Transformation die Nachfrage nach Industriemetallen deutlich. Aber auch bei fossilen Energieträgern wird die Angebots-Nachfrage-Situation über die nächsten Jahre angespannt bleiben. Denn aufgrund der längerfristigen Perspektive fehlt der Anreiz, Förderkapazitäten auszubauen. Rohstoffe dürften 2023 wohl nicht im gleichen Ausmass im Rampenlicht stehen wie im vergangenen Jahr, dennoch ist auf Jahressicht im Durchschnitt mit Preisen über dem aktuellen Niveau zu rechnen.

## Schwache Rohstoffnachfrage zum Jahresstart

Zunächst sehen wir aber konjunkturell noch die schwierigste Phase vor uns liegen, denn insgesamt haben sich

die globalen Rezessionsrisiken nochmals erhöht. Die Abkehr Chinas von der Zero-Covid-Politik bringt zwar mittelfristig eine Aufhellung, unmittelbar dürfte sie die Rohstoffnachfrage aber belasten. Rohstoffe erzielten in der Vergangenheit in der schwächsten Konjunkturphase «Rezession» nur in einem Drittel der Monate eine positive Gesamttrendite (Grafik 9). Zudem entwickelten sich die Rohstoffpreise auch in der «Erholung» unterdurchschnittlich. Wir erwarten daher, dass Rohstoffe schwach ins neue Jahr starten werden.

## Gold kann bei schwacher Konjunktur glänzen

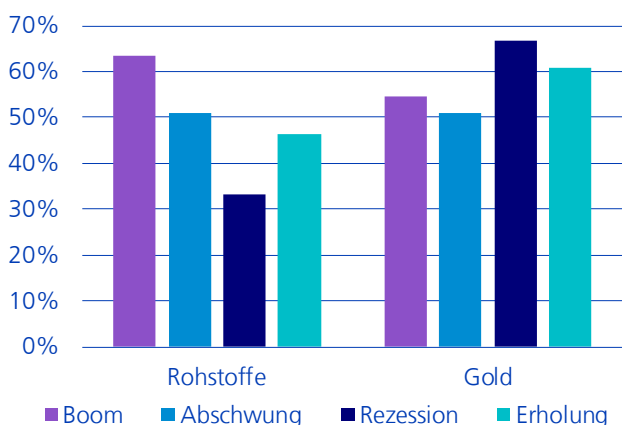
Gold hat sich historisch über die Konjunkturphasen gerade gegenläufig zum gesamten Rohstoffkomplex entwickelt und wies insbesondere in den wirtschaftlichen Schwächephasen die beste Performance auf. Das Edelmetall wurde 2022 durch einen starken US-Dollar und deutlich steigende Realrenditen belastet. Der Dollar dürfte vorerst zwar nochmals zulegen, wir glauben aber, dass sowohl bei der US-Währung wie auch bei den Realrenditen der Höhepunkt bereits hinter uns liegt. Gleichzeitig zeichnet sich ein Ende der Abflüsse aus den Gold-ETF ab. Zudem dürften auch 2023 insbesondere Zentralbanken in Schwellenländern ihre Reserven weiter diversifizieren und damit die Goldnachfrage stützen. Allerdings dürften sich die Realzinsen nach dem starken Anstieg im Vorjahr nicht so schnell normalisieren, was es für Gold erschwert, die historischen Höchststände zu übertreffen. Langfristig bietet Gold insbesondere einen Inflationsausgleich.

## Immobilienfonds haben Korrektur bereits hinter sich

Höhere Zinsen stellen Gegenwind für Immobilienwerte dar. Während die höheren Zinsen auf dem Eigenheim- und direkten Renditeimmobilienmarkt allerdings erst angekommen, hat die Bewertungskorrektur bei den liquiden, börsennotierten Immobilienfonds bereits stattgefunden.

**Grafik 9: Rezessionsrisiken sprechen vorerst für Gold**

Anteil positiver Monate nach Konjunkturphasen\* und Anlageklassen

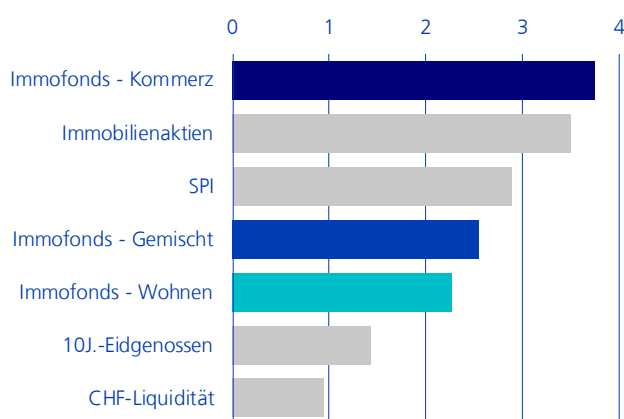


Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

\*Boom = globaler Einkaufsmanagerindex (PMI) über 50 und steigend; Abschwung = PMI über 50 und sinkend; Rezession = PMI unter 50 und sinkend; Erholung = PMI unter 50 und steigend

**Grafik 10: Attraktive Ausschüttungsrenditen bei Immobilienfonds**

Dividenden- und Ausschüttungsrenditen nach Anlageklasse



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Bloomberg, Refinitiv

So haben die Börsenkurse der Immobilienfonds 2022 um mehr als 15% nachgegeben. Nach der deutlichen Bewertungskorrektur sind die gesicherten Ausschüttungen der Immobilienfonds nun aber wieder attraktiv (*Grafik 10*). Denn Immobilien bieten einerseits Inflationsschutz. Und andererseits besteht mit der höheren Inflation, dem steigenden Referenzzinssatz und einer knappen Angebots-Nachfrage-Situation wieder Potenzial auf Mietpreissteigerung.

#### Grafik 11: Szenario 2023

Attraktivität einzelner Anlageklassen im Zeitablauf

	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
Konjunkturelle Vorlaufindikatoren	Tiefpunkt erreicht	Vom Tiefpunkt ansteigend	Aufwärtstrend stärker	Aufwärtstrend stärker
Obligationen	Staatsanleihen/ höhere Bonitäten	Unternehmensanleihen (Investment Grade / High Yield) Schwellenländeranleihen		
	«Steepening» der US-Zinskurve			
Aktien	Industrieregionen ex USA		Schwellenländer	
	Defensive und niedrig bewertete Sektoren		Konsumnahe Zykliker, Industriewerte	
Währungen	USD	EUR	Schwellenländerwährungen	
	CHF			
Alternative	Gold		Rohstoffe	
	Immobilien			

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## Kontakt



Manuel Ferreira, Head Investment Strategy & Economic Research  
Chefstrategie

Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 48 03



Simon Lustenberger, Head Investment Strategy  
Anlagestrategie Fixed Income

Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon +41 44 292 39 87



Dr. Jörn Spillmann  
Anlagestrategie Aktien

Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 18



Elias Hafner  
Anlagestrategie Devisen & Alternative Anlagen

Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 51

## Rechtliche Hinweise

**Marketinginformation – Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken.** Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen.

Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsbühlicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen ©2023 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter [zkb.ch/handel](http://zkb.ch/handel).

© 2023 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.