



BELVÉDÈRE
Asset Management

Dezember 2022

EMOTIONAL UND EFFIZIENT

MARKT- PERSPEKTIVEN

EMOTIONAL UND EFFIZIENT

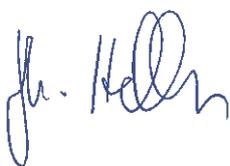
2022 hat sich der US-Aktienmarkt (gemessen am S&P 500) im Durchschnitt bislang etwa ein Mal pro Woche um mehr als +/- 2% verändert. Das ist etwas häufiger als im Corona-Jahr 2020 und deutlich häufiger als in anderen Jahren. 2019 und 2021 geschah dies lediglich an jeweils sieben Tagen, 2017 an keinem einzigen. Natürlich gibt es Gründe für die vermehrten Ausschläge: Ukrainekrieg, Inflation, Zinsanstieg, um nur einige zu nennen. Dennoch scheint es an den Märkten nicht immer nur rational zu- und herzugehen. Auch Emotionen spielen bei den Handlungen der Anleger eine Rolle. Für diese (offensichtliche?) Erkenntnis wurde schon mehrfach ein Wirtschafts-Nobelpreis verliehen. Zuletzt 2017 an den Amerikaner Richard Thaler für seine Forschung im Bereich der Verhaltensökonomie.



Emotionen sind in der Theorie effizienter Märkte aber nicht vorgesehen. Die Markteffizienz-Hypothese (MEH) postuliert, dass der Preis eines Wertpapiers sämtliche Informationen widerspiegelt, die am Markt verfügbar sind. Dazu gehört auch die Annahme, dass die Marktteilnehmer rational handeln, Informationen für alle frei verfügbar sind und diese sofort und korrekt in den Preisen verarbeitet werden. Das Ergebnis ist der stets rational handelnde Homo oeconomicus. Auch dafür gab es schon einen Nobelpreis. Sind die Märkte nun rational und effizient oder irrational und ineffizient? Dass 2013 mit Eugene Fama, einem Verfechter rationaler Märkte, und seinem ideologischen Widersacher Robert Shiller zwei Wirtschaftswissenschaftler mit konträren Positionen im selben Jahr den Nobelpreis erhielten, zeigt, dass die Wahrheit wohl dazwischen liegt.

«Tee oder Kaffee?» «Tee, bitte.» «Wir haben auch Punsch.» «Dann hätte ich gerne einen Kaffee.» Ein solches Verhalten ist irrational. Es ergibt keinen Sinn, die Präferenzreihenfolge zwischen Tee und Kaffee zu ändern, nur weil die Option Punsch hinzukommt. Oder verhalten sich die Finanzmärkte etwa tatsächlich so? Das würde bedeuten, dass Anleger wider besseren Wissens handeln. Und das ist bestimmt nicht die Regel, sondern die Ausnahme. Anleger agieren im Normalfall durchaus – zumindest teilweise – rational. Dabei handeln sie ökonomisch und stecken nur so viele Ressourcen in ihre Anlageentscheidungen, wie ihnen aus Kosten-Nutzen-Sicht sinnvoll erscheint. Das kann zu Fehlinterpretationen und (rückblickend) zu offensichtlichen Übertreibungen führen. Aber es ist nicht irrational. In der strengen Auslegung der MEH ist es jedoch ineffizient.

Zu unterstellen, dass die Märkte ineffizient sind, nur, weil nicht alle Akteure alle Informationen frei verfügbar haben und sie sofort und richtig verarbeiten, geht hingegen zu weit. Anleger machen jedoch Fehler bei der Beurteilung und der Umsetzung. Die Verhaltensökonomie unterstellt deshalb wohl zu Recht, dass die Voraussetzungen der MEH nicht (immer) gegeben sind und Emotionen unser Verhalten massgeblich beeinflussen. Das macht die Märkte jedoch noch lange nicht zur Spielwiese eines Haufens irrationaler Marktteilnehmer und einem Platz weit verbreiteter Ineffizienz.



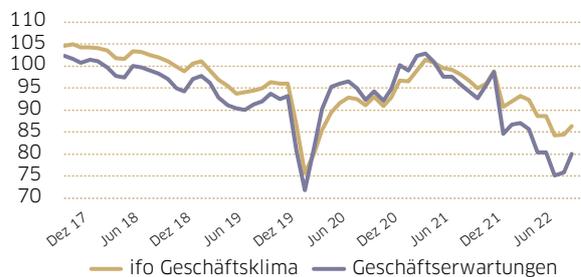
Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

KONJUNKTUR

Die US-Wirtschaft entwickelt sich robuster als gedacht. Zwar leidet der Immobilienmarkt deutlich unter den höheren Zinsen, aber die Einzelhandelsumsätze und die Unternehmensinvestitionen sind im Oktober besser als erwartet ausgefallen. Dazu zeichnet sich eine Entspannung bei der Teuerung ab. So ermässigte sich der Anstieg bei den Konsumentenpreisen überraschend stark von 8.2% im September auf 7.7% im Oktober. Die Daten zeigten, dass viele Produkte ihren Teuerungshöhepunkt überschritten haben. In der Eurozone sank der Ausstoss der Industrie gemäss der Umfrage unter den Einkaufsmanagern im November weiter. Viele Firmen leiden unter den hohen Preisen für Energie und Material. Positiv ist, dass die Gasspeicher in sämtlichen Ländern der EU gut gefüllt sind, womit man unter normalen Temperaturen ohne Rationierungen durch den Winter kommen dürfte. Damit präsentiert sich die Lage weniger schlimm als noch vor einigen Monaten befürchtet und für den Frühling gibt es sogar einen Lichtblick: Der neueste ifo Geschäftsklimaindex zeigt, dass deutsche Unternehmen erstmals seit langem wieder positiver in die Zukunft blicken.

Werfen wir einen Blick nach China. 2022 war bislang geprägt von einer restriktiven Corona-Politik, die zu einer Stagnation beim Privatkonsum führte und die Lieferketten störte. Ausländische Unternehmen überdenken deswegen ihre Investitionspläne im Reich der Mitte. Die Regierung steht vor der grossen Herausforderung, so zu lockern, dass die Todeszahlen nicht in die Höhe schnellen. Schlüssel dazu ist unter anderem eine höhere Impfquote unter der älteren Bevölkerung. Wir gehen davon aus, dass die Null-Covid-Strategie im März beendet wird und sich die Wirtschaft in der Folge erholt.

Tiefpunkt beim Pessimismus durchschritten Indexwerte, 2015 = 100



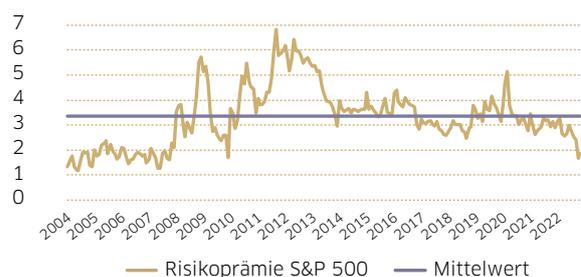
Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

Die Aktienmärkte erholten sich im November weiter. Treiber waren hauptsächlich die nachlassende Inflation und die damit verbundene Hoffnung auf ein baldiges Ende der Zinserhöhungen durch die Notenbanken. In Europa kamen überraschend gute Drittquartalsergebnisse der Unternehmen hinzu. Die Gewinnsteigerung beläuft sich bis jetzt auf über 33% gegenüber dem Vorjahr und 13.5% ohne den Energiesektor. Damit entwickelte sich der Euro Stoxx mit einem Plus von 8.1% merklich besser als der S&P 500 (+5.6%). Wie präsentieren sich aber die Gewinnaussichten für die nächsten Quartale? Mit der flauen Konjunktur oder gar leichten Rezession in Europa haben die Unternehmen kaum Rückenwind von der Nachfrageseite für weitere Umsatz- und Gewinnsteigerungen. Potential für bessere Gewinne haben höchstens jene Firmen, denen rasche Kostensenkungen gelingen. Insgesamt liegt die Konsenserwartung für das Gewinnwachstum im Jahr 2023 für die USA und Europa im niedrigen einstelligen Bereich. Gleichzeitig sind die

Bewertungen nicht sonderlich attraktiv und die Risikoprämie im Vergleich zu Staatsanleihen ist – allen voran in den USA – sehr tief. Heisst: Investoren haben mit Obligationen eine echte Alternative zu Aktien. Zusammengefasst schränkt das beschriebene Umfeld das Potential für weitere Kursgewinne ein und selbst ein Rücksetzer kann nach der guten Entwicklung in den beiden letzten Monaten nicht ausgeschlossen werden.

S&P 500 mit tiefer Risikoprämie Risikoprämie (%) = Gewinnrendite – Zins 10J



Quelle: Bloomberg, BAM

ZINSEN

Bei den Zinsen setzte sich der leichte Abwärtstrend am langen Ende im November fort. Dazu beigetragen hat sicherlich die beschriebene Entspannung bei der Inflation in den USA. Weiter dürfte der Rückgang des Ölpreises von etwa 10% im November auf USD 85 pro Fass eine Rolle gespielt haben. Wir gehen davon aus, dass die Teuerung in den nächsten Monaten tendenziell weiter zurückgehen wird, was den Aufwärtsdruck bei den langen Zinsen beschränkt. Ein sehr schneller Inflationsrückgang, beispielsweise auf 2.5% oder gar 2.0% in den USA, ist allerdings wenig wahrscheinlich. Die US-Notenbank hat die jüngste Entspannung bei der

Inflation registriert und gemäss dem letzten Sitzungsprotokoll setzt sich die Erkenntnis im Komitee durch, dass die Zinsen bald das Zielniveau erreicht haben. Wir rechnen deshalb mit einer Anhebung von nur noch 50 Basispunkten im Dezember und allenfalls ein bis zwei kleineren Schritten um 25 Basispunkte zu Beginn des nächsten Jahres. Im Falle der EZB und der SNB erwarten wir ebenfalls eine Zinserhöhung um jeweils 50 Basispunkte im Dezember. Danach nimmt der Druck für weitere Zinserhöhungen durch die SNB ab, weil die Inflation in der Schweiz in gemässigten Bahnen verläuft als in der Eurozone.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Die Entspannung bei der Inflation erlaubt es den Notenbanken, den Zinserhöhungszyklus bald zu beenden. Am langen Ende ist das Potential für höhere Zinsen beschränkt.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		Die Börsen setzten ihren Aufwärtstrend fort. Überraschend stark entwickelten sich die Europäischen Märkte. Die Luft nach oben wird nun dünner.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
Immobilien		
Schweiz		Immobilienanlagen haben ihre Gewinne konsolidiert und bleiben vergleichsweise günstig bewertet.
Rohstoffe		
Öl		Gold profitierte von der Entspannung bei den Zinsen. Der Ölpreis bewegt sich im Spannungsfeld von Konjunktürrängsten, der OPEC-Politik und dem Embargo für russisches Öl der EU.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

©BAM 2022. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Redaktionsschluss: 30.11.2022

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Ansichten dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung seitens der Belvédère Asset Management noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Die darin enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Kundenbetreuer zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit individuelle Umstände, Bedürfnisse und Anlageziele im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.