TRAMONDO
INVESTMENT PARTNERS

QUARTERLY

Unser Blick auf die Finanzmärkte, die Geld- und Geopolitik sowie die Realwirtschaft. Und daraus resultierende Investitionsmöglichkeiten, die erfolgreiche Einzelpersonen, Familien und institutionelle Investoren in ihre Anlageentscheide einfliessen lassen sollten.



LEBEN MIT DER INFLATION



ZUSAMMENFASSUNG

- Wir sind der festen Überzeugung, dass sich die Finanzmärkte und die Realwirtschaft mit einer höheren Inflation arrangieren müssen – im Jahr 2022 und darüber hinaus. Kurzfristig könnte der Inflationsdruck allerdings nachlassen, wenn günstige Basiseffekte bei Investitionsgütern und Rohstoffen im 4. Quartal 2022 für etwas Entlastung sorgen.

- Im September hob die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins um 75 Basispunkte auf 0,5% an. Die Schweiz war das letzte europäische Land, das mit der Anhebung in den positiven Bereich eine lange Ära negativer Zinssätze beendete.

- Europa befindet sich inmitten einer massiven Energiekrise. Die Ungewissheit bei der Erdgasversorgung aufgrund des russischen Kriegs in der Ukraine führte in den letzten Monaten zu einem sprunghaften Anstieg der Energiepreise. Die europäischen Gaspreise stiegen zeitweise um 150%, was sowohl die Wirtschaft als auch die Konsumenten erheblich unter Druck setzte.

- Das wirtschaftliche Gesamtbild hat sich im 3. Quartal 2022 weiter eingetrübt. Von West nach Ost tendieren die meisten frühzyklischen Indikatoren weiter nach unten, sodass eine kurzfristige Trendwende in den kommenden Monaten eher unwahrscheinlich erscheint. In diesem Kontext gilt es aber festzuhalten, dass die derzeitigen Wirtschaftsprognosen einer grossen Unsicherheit unterworfen sind.

- Derzeit beobachten wir das Marktgeschehen sehr aufmerksam, um eindeutige Signale dafür zu erkennen, dass die Aktienmärkte endlich die Talsohle erreicht haben. Dieser Zeitpunkt dürfte nach unserer Einschätzung bald gekommen sein. Unser Aktienengagement steht daher bereits auf dem Prüfstand, sodass wir unser Aktienrisiko wieder erhöhen können, sobald die zugrundeliegende Marktdynamik eine risikofreudigere Haltung zulässt.

VORWORT

Wir sind der festen Überzeugung, dass sich die Finanzmärkte und die Realwirtschaft mit einer höheren Inflation arrangieren müssen – im Jahr 2022 und darüber hinaus. Kurzfristig könnte der Inflationsdruck allerdings nachlassen, wenn günstige Basiseffekte bei Investitionsgütern und Rohstoffen im 4. Quartal 2022 für etwas Entlastung sorgen. So ist zu erwarten, dass die Gesamtteuerung zumindest in den USA ihren Höhepunkt bereits im Sommer erreicht hat.

Gleichzeitig sind wir aber der Ansicht, dass es strukturell betrachtet wichtige Kräfte gibt, die die Inflation auf absehbare Zeit auf ihrem hohen Niveau halten könnten. So werden Demografie, Deglobalisierung und Dekarbonisierung den Preisdruck in den kommenden Jahren weiter kräftig unterstützen. Im Zusammenhang mit diesen langfristigen Inflationsfaktoren verwenden wir häufig auch die Bezeichnung 3D-Inflation. Daneben zeigt auch der Dienstleistungssektor, der wichtige Elemente unseres täglichen Lebens wie Gesundheit, Transport, Bildung und Freizeit umfasst, erste Anzeichen einer steigenden Inflation. Im Gegensatz zur verarbeitenden Industrie sind die Preissteigerungen im Dienstleistungsbereich tendenziell stabiler, da sie weniger von den volatilen Energie- und Rohstoffpreisen beeinflusst werden. Entsprechend betrachten die Zentralbanker den Dienstleistungssektor oft als zuverlässigeren Indikator für strukturelle Preistrends in einer Volkswirtschaft.

Wir gehen davon aus, dass die Inflation aufgrund dieser verschiedenen Faktoren noch eine ganze Weile erhöht bleiben wird. Zumindest in absehbarer Zeit ist es unwahrscheinlich, dass die Zentralbanken die Inflation auf ein Niveau senken können, das mit ihren geldpolitischen Plänen vereinbar ist. Damit könnten die Institute bald gezwungen sein, von ihren Inflationszielen abzurücken, wodurch die Entscheidungsträger faktisch anerkennen müssten, dass die Inflation höher ausfallen und länger andauern wird.

In einem solchen Inflationsumfeld verfolgen wir weiterhin einen sehr disziplinierten Selektionsansatz. Auch wenn die Finanzmärkte seit Anfang 2022 einer unerbittlichen Neubewertung unterworfen sind, sehen wir immer noch viele vermeintlich günstige Marktsegmente, die es derzeit aber noch zu meiden gilt. Im Hinblick auf die Aktienmärkte halten wir weiterhin defensive Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsum für attraktiv, während wir bei Energietiteln nach wie vor ein vielversprechendes Neubewertungspotenzial sehen. In einem Umfeld erhöhter Inflation dürften alle drei Sektoren gut abschneiden, da die zugrundeliegenden Unternehmen den Preisdruck an die Konsumenten weitergeben können. Auf der anderen Seite haben die weltweiten Zinsen ihren höchsten Stand seit über einem Jahrzehnt erreicht, und so ist 2022 eine lang gemiedene Anlageklasse wieder ins Rampenlicht gerückt: Anleihen. Entsprechend haben wir unser Engagement in Anleihen im Spätsommer auf neutral angehoben. In einem Umfeld mit rekordhoher Inflation mag dieser Schritt etwas unlogisch anmuten, doch die Renditeaussichten der Anlageklasse haben sich in der Zwischenzeit erheblich verbessert, vor allem auf relativer Ebene.

Wie dem auch sei, wir hoffen, dass Sie auf den folgenden Seiten einige Denkanstösse finden, um sich in diesem historischen und von Geldpolitik sowie Inflation dominierten Anlageumfeld erfolgreich zu positionieren. Abschliessend wünschen wir Ihnen und Ihrer Familie einen schönen und erholsamen Start in die Herbstsaison.



Raphael Müller, CEO



Andreas Schranz, CIO

THE BIG PICTURE

MARKTRÜCKBLICK

EIN SCHRITT VOR, ZWEI ZURÜCK

Im 3. Quartal 2022 unterlagen die Finanzmärkte erneut hoher Volatilität. Angesichts erster Anzeichen einer Konjunkturabschwächung kam es an den globalen Aktienmärkten zunächst zu einer Erholung, verbunden mit der Hoffnung, dass die Federal Reserve (Fed) bereits 2023 die Leitzinsen wieder senken könnte. In der Folge gingen die weltweiten Anleiherenditen deutlich zurück und liessen die zinssensiblen Sektoren auf breiter Front in die Höhe schnellen. So legte zum Beispiel der technologielastige Nasdaq Index zwischen Mitte Juni und Mitte August um 24,4% zu.

Diese Erholung erwies sich jedoch nur als kurzlebig, da die Anlegerstimmung Ende August bereits wieder einen herben Dämpfer verkraften musste. In einer mit Spannung erwarteten Rede auf der Jahrestagung in Jackson Hole – einer wichtigen Konferenz der weltweit einflussreichsten Zentralbanker – erklärte der Fed-Vorsitzende Powell, dass zur Eindämmung der Inflation weitere Zinsschritte erforderlich sein werden, selbst wenn dies zu Lasten der Binnenwirtschaft geht. Daraufhin gaben enttäuschte Anleger, die eine baldige Umkehr der Geldpolitik erwartet hatten, Anfang September ihre optimistische Positionierung auf. Ausserdem zeigten die Konsumentenpreise in den USA und Europa auch im vergangenen Monat keine Anzeichen einer Abkühlung, was risikoreiche Anlagenklassen abermals unter Druck setzte.

WERTENTWICKLUNG DER ANLAGEKLASSEN

Marktüberblick Index	Anlageklasse	03/10/2022 2022 YTD
MSCI World Index	*Aktien*	**-25.1%**
MSCI Emerging Markets Index	*Aktien*	**-27.0%**
S&P 500 Index	*Aktien*	**-23.9%**
Swiss Market Index	*Aktien*	**-18.0%**
Euro Stoxx 50 Price Index	*Aktien*	**-20.4%**
Barclays Glo.-Agg. Total Return Index	*Obligationen*	**-19.9%**
Swiss Bond Index (SBI) Domestic Index	*Obligationen*	**-12.1%**
Bloomberg Barclays Euro Agg. Index	*Obligationen*	**-16.2%**
Gold Spot Price ($/Oz)	*Altern. Anlagen*	**-9.2%**
HFRI Equity Index	*Altern. Anlagen*	**-10.0%**

WERTENTWICKLUNG DER ANLAGEKLASSEN PER 3. OKTOBER 2022; QUELLE: TRAMONDO INVESTMENT PARTNERS, BLOOMBERG

Insgesamt schloss der europäische Aktienindex EuroStoxx 50 das Quartal mit einem Minus von –4,0%. Der Swiss Market Index (SMI) beendete das Quartal mit einem Minus von –4,4%. In den USA brach der S&P 500 im Laufe des Quartals um –5,3% ein, während der Nasdaq nach der deutlichen Erholung in den Sommermonaten etwas besser abschnitt (-4,1%). Am chinesischen Aktienmarkt kam es hingegen zu heftigen Ausverkäufen, da die erneuten Lockdowns in den Grossstädten die verhaltende Anlegerstimmung weiter eintrübten. In der Folge verzeichnete der Aktienindex Hang Seng im 3. Quartal 2022 eine Rendite von –21,2%.

Was die Anleihenmärkte betrifft, so wurde das 3. Quartal 2022 erneut von den Zentralbanken, den Zinsen und der Inflationsdynamik bestimmt. Angesichts der restriktiven Rhetorik vonseiten der Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB) unterlagen die Anleiherenditen

weltweit einer aussergewöhnlichen Aufwärtsdynamik. In den USA stiegen die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries um 81 Basispunkte und beendeten das Quartal bei 3,8%, dem höchsten Wert seit über zehn Jahren. In Deutschland legten die Renditen der Bundesanleihen ebenfalls um 77 Basispunkte zu. Das Anlageumfeld für Anleihen war im 3. Quartal 2022, gelinde gesagt, herausfordernd, da eine Kombination von steigenden Zinsen und sich ausweitenden Kreditrisikoprämien zu schmerzhaften Verlusten führten. Der Bloomberg Global Aggregate Index, einer der weltweit am stärksten diversifizierten Anleihenindizes, schloss das Quartal entsprechend mit einem happigen Minus von -7,0%.

Abschliessend noch ein Wort zu Rohstoffen: Nachdem diese Anlageklasse seit Jahresbeginn einen veritablen Höhenflug erlebt hatte, musste sie im 3. Quartal 2022 einen Rückschlag hinnehmen. Am schlechtesten schnitten Energierohstoffe ab, wobei die stark zurückgegangenen Benzin- und Rohölpreise (–33,9% bzw. –21,5%) die Preissteigerungen bei Erdgas (+25,9%) ausglichen haben. Die jüngste Preisdynamik an den Energiemärkten lässt vermuten, dass die Investoren die Rezessionsängste offensichtlich höher gewichtet haben als die wachsenden Sorgen um russische Gaslieferungen. Bei den Edelmetallen ging der Goldpreis (–8,1%) sehr deutlich nach unten, wohingegen der Rückgang beim Silber (–6,2%) etwas bescheidener ausfiel.

GELDPOLITIK

SNB BEENDET ÄRA DER NEGATIVZINSEN

NACHDEM DIE SNB BEREITS IM JUNI EINE ÜBERRASCHEND STARKE ZINSERHÖHUNG VORGENOMMEN HATTE, VERSTÄRKTE DIE ZENTRALBANK NUN IHREN KAMPF GEGEN DEN WACHSENDEN INFLATIONSDRUCK.

Im September hob die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins um 75 Basispunkte auf 0,5% an. Die Schweiz war das letzte europäische Land, das mit der Anhebung in den positiven Bereich eine lange Ära negativer Zinssätze beendete. Damit bleibt nur Japan als weltweit einziges Land, das noch an einem Negativzins festhält. Nachdem die SNB bereits im Juni eine überraschend starke Zinserhöhung vorgenommen hatte, verstärkte die Zentralbank nun ihren Kampf gegen den wachsenden Inflationsdruck. Mit einer Teuerung von 3,5% sind die Konsumentenpreise im internationalen Vergleich zwar nur moderat gestiegen – Deutschland und die USA kämpfen mit Inflationsraten von 7,9 bzw. 8,3% –, aber die SNB will offensichtlich der Gefahr einer ausufernden Inflation zuvorkommen.

Mit ihrer Ankündigung, bei einer deutlichen Aufwertung des Schweizer Franken direkt an den Devisenmärkten zu intervenieren, haben die Zentralbanker darüber hinaus ein klares Bekenntnis zur Unterstützung der exportorientierten Industrie abgegeben. Als sicherer Hafen tendiert die Schweizer Währung in Zeiten schwächeren Wirtschaftswachstums zu einer Aufwertung, was die Wettbewerbsfähigkeit der multinationalen Unternehmen des Landes gefährdet.

Ausserhalb der Schweiz wurde die Geldpolitik im 3. Quartal 2022 erneut vom Inflationsgeschehen bestimmt. In den USA lassen die jüngsten Konsumentenpreise darauf schliessen, dass der zugrundeliegende Inflationsdruck hartnäckiger und umfassender ist, als viele Zentralbanker es sich gewünscht hätten. Im letzten Monat lag die Steigerung die Konsumentenpreise – ohne die volatilen Inflationskomponenten Energie und Lebensmittel – bei 6,3%. Damit hat dieser Wert gegenüber dem Vormonat um 0,6% zugelegt, was auf eine Ausweitung des Preisdrucks in der Realwirtschaft hindeutet. Darüber hinaus offenbart der Inflationsbericht des letzten Monats besorgniserregende Preistrends auf dem Wohnungsmarkt und im Dienstleistungssektor. Vor allem im Hinblick auf Letzteren könnten die jüngsten Daten für Kopfzerbrechen sorgen, da die Preistrends in dieser Branche in der Regel relativ beständig sind.

In Anbetracht dieser Inflationsdynamik blieb der EZB und der Fed nichts anderes übrig, als an ihrem Kurs zur Normalisierung der Geldpolitik festzuhalten. In Europa erhöhte die EZB die Zinssätze im 3. Quartal 2022 gleich fünfmal und hob ihren Leitzins damit auf 1,25% an, den höchsten Stand seit 2011. Die EZB-Vorsitzende Lagarde liess keinen Zweifel daran, dass die Bank ihren Weg der Zinsnormalisierung fortsetzen wird, um den Inflationsrisiken aktiv zu begegnen. Unterdessen gab der Fed-Vorsitzende Powell im September eine Erhöhung der sogenannten Federal Funds Rate auf 3,25% bekannt. Damit hat die Fed ihren Leitzins 2022 bereits zum zwölften Mal angehoben, was in der modernen Geldpolitik als historisch angesehen werden darf.

POLITIK

EUROPA STEHT VOR EINEM HARTEN WINTER

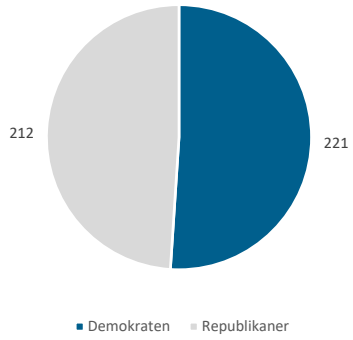
DIE EUROPÄISCHEN GASPREISE STIEGEN ZEITWEISE UM 150%, WAS SOWOHL DIE WIRTSCHAFT ALS AUCH DIE KONSUMENTEN ERHEBLICH UNTER DRUCK SETZTE.

Europa befindet sich inmitten einer massiven Energiekrise. Die Ungewissheit bei der Erdgasversorgung aufgrund des russischen Kriegs in der Ukraine führte in den letzten Monaten zu einem sprunghaften Anstieg der Energiepreise. Die europäischen Gaspreise stiegen zeitweise um 150%, was sowohl die Wirtschaft als auch die Konsumenten erheblich unter Druck setzte. Mittlerweile geben die deutschen Haushalte rund 13% ihres verfügbaren Einkommens für Strom und Gas aus, während dieser Anteil vor dem Ukrainekrieg noch bei 1,5% lag. Diese Preisexplosion dürfte die Unternehmensinvestitionen sowie die Konsumausgaben in den Wintermonaten erheblich dämpfen und die Europäische Union an den Rand einer Rezession drängen.

Daher haben führende europäische Politiker im letzten Quartal gezielte Massnahmen zur Stützung ihrer Wirtschaft in dieser schwierigen Zeit vorgeschlagen. Unter anderem hat die Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, einen Plan zur Umverteilung der Übergewinne von Energieunternehmen an Haushalte vorgestellt. Konkret sollen diese Unternehmen für Gewinne, die einen bestimm-

ten Schwellenwert überschreiten, eine zusätzliche Steuer entrichten müssen. Doch nicht überall in der Europäischen Union stösst dieses Vorhaben auf offene Ohren: Polen, Portugal und Spanien haben bereits grosse Vorbehalte gegenüber dem Vorschlag geäussert. Da die Europäische Kommission bei Änderungen der Steuergesetzgebung die einstimmige Zustimmung aller Mitgliedstaaten benötigt, könnte diese Energiesteuer die nächste politische Schlacht in der Region auslösen.

SITZERVERTEILUNG US REPRÄSENTANTENHAUS



QUELLE: WWW.HOUSE.GOV

In den USA nähern sich unterdessen die Zwischenwahlen: Am 8. November wird um alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus sowie um 35 der 100 Sitze im Senat gestritten. Damit sind die sogenannten Midterms ein guter Stimmungsindikator dafür, was uns bei den bevorstehenden Präsidentschaftswahlen Ende 2024 erwarten könnte. Zum Ende des 3. Quartals 2022 deuten Wahlumfragen darauf hin, dass die Republikaner wohl die Kontrolle über das Repräsentantenhaus erlangen werden, während die Demokraten ihre Mehrheit im Senat behalten könnten. In einem solchen politischen Szenario ist es unwahrscheinlich, dass Präsident Biden bis zum Ende seiner Amtszeit noch wichtige neue Gesetze auf den Weg bringen kann. Dieser politische Stillstand könnte die Wahlaussichten der Demokraten mit Blick auf 2024 weiter verschlechtern, und zwar unabhängig davon, ob Amtsinhaber Biden oder ein anderer Demokrat für das Amt des Präsidenten kandidieren wird.

WIR RECHNEN DAMIT, DASS XI JINPING ALS PARTEIVORSITZENDER BESTÄTIGT WIRD UND SO MINDESTENS FÜNF WEITERE JAHRE IM AMT BLEIBEN KANN.

In China findet Mitte Oktober der 20. Nationale Kongress der Kommunistischen Partei statt. Wir rechnen damit, dass Xi Jinping als Parteivorsitzender bestätigt wird und so mindestens fünf weitere Jahre im Amt bleiben kann. Damit wäre er der erste, der seit dem Tod von Mao Zedong im Jahr 1976 zum dritten Mal als Parteichef wiedergewählt wird. Neben der Wahl wird der Kongress auch die wichtigsten wirtschaftlichen Prioritäten für die kommenden Jahre festlegen. Wie in der Vergangenheit dürfte China seine Anstrengungen in ausgewählten Branchen wie der Halbleiterindustrie bekräftigen und gleichzeitig den Schwerpunkt auf einen gemeinsamen Wohlstand für die chinesische Bevölkerung legen.

WIRTSCHAFT

REZESSIONSGEFAHR STEIGT

Das wirtschaftliche Gesamtbild hat sich im 3. Quartal 2022 weiter eingetrübt. Von West nach Ost tendieren die meisten frühzyklischen Indikatoren weiter nach unten, sodass eine kurzfristige Trendwende in den kommenden Monaten eher unwahrscheinlich erscheint. In diesem Kontext gilt es aber festzuhalten, dass die derzeitigen Wirtschaftsprognosen einer grossen Unsicherheit unterworfen sind. Entsprechend sehen wir kurzfristig viel Potenzial für Überraschungen, was es ziemlich schwierig macht, einen klaren wirtschaftlichen Fahrplan zu skizzieren.

In Europa sind die wirtschaftlichen Herausforderungen enorm. Beim Skizzieren möglicher Katastrophenszenarien für die Region scheinen sich die Ökonomen derzeit gegenseitig zu überbieten. Bei Tramondo sind wir jedenfalls der Ansicht, dass es in Europa in den kommenden Quartalen zu einer Rezession kommen wird. Die einzige Frage, die sich

BEI TRAMONDO SIND WIR JEDENFALLS DER ANSICHT, DASS ES IN EUROPA IN DEN KOMMENDEN QUARTALEN ZU EINER REZESSION KOMMEN WIRD. DIE EINZIGE FRAGE, DIE SICH DABEI STELLT: WIE SCHWER WIRD DIE REZESSION UND WIE LANGE HÄLT SIE AN?

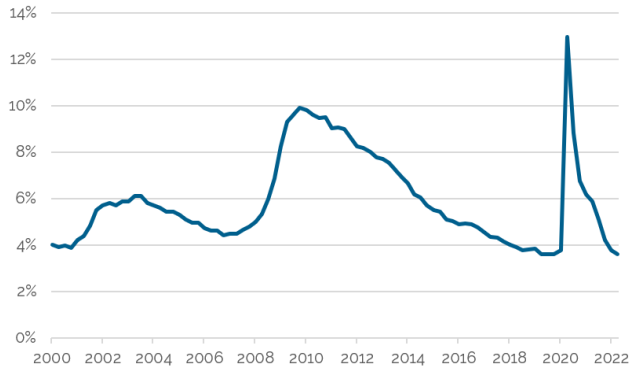
dabei stellt: Wie schwer wird die Rezession und wie lange hält sie an? Trotz der zweifellos grossen Herausforderungen gibt es doch einen Silberstreif am Horizont, der für eine relativ milde und kurze Rezession sprechen könnte.

Obwohl die Gasimporte aus Russland seit dem Ausbruch des Krieges deutlich zurückgegangen sind, konnten die europäischen Gasspeicher bis auf 84% ihrer Kapazitäten gefüllt werden, was in etwa dem Niveau der letzten Jahre entspricht. Ausserdem bauen viele Länder in Europa derzeit ihre Energiekapazitäten aus. So will zum Beispiel Frankreich die tägliche Leistung seiner Kernkraftwerke bis Dezember verdoppeln, nachdem diese in den Sommermonaten deutlich unter Maximalauslastung operiert hatten. Ähnlich halten es die Niederlande, deren Regierung angekündigt hat, die Produktion am riesigen Groningen-Gasfeld auszuweiten, falls sich die Energiekrise verschärfen sollte. Darüber hinaus erwägen die europäischen Regierungen verschiedene Schritte, um die Haushalte in der Energiekrise zu unterstützen, und haben bereits Massnahmen in Höhe von fast EUR 400 Milliarden angekündigt. Im Worst-Case-Szenario – einer umfassenden Energiekrise mit völligem Stillstand der Wirtschaftstätigkeit in der Region – wären diese politischen Massnahmen natürlich nur ein Tropfen auf den heissen Stein. Und doch unterstreichen sie definitiv den Willen der Politik, die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen abzumildern.

Fest steht in jedem Fall, dass die nächsten Monate den Entscheidungsträgern in Brüssel in puncto Krisenmanagement viel abverlangen werden, da wieder einmal das Schicksal der Europäischen Union auf dem Spiel steht.

In den USA sieht die wirtschaftliche Lage etwas besser aus, auch wenn sich die Wachstumsdynamik in den letzten Monaten erheblich verlangsamt hat. Im 2. Quartal 2022 schrumpfte die US-Wirtschaft bereits das zweite Quartal in Folge und erfüllte damit eines der üblichen Kriterien für eine technische Rezession. Die BIP-Zahlen für das 2. Quartal 2022 wurden jedoch durch einen massiven Rückgang der Lagerbestände bei den Unternehmen beeinträchtigt, der das BIP-Wachstum um fast 2% verringerte. Ohne diesen aussergewöhnlichen Effekt hätte die US-Wirtschaft eine robuste Wachstumsrate von 1,1% ausgewiesen. Wir glauben, dass der eben erwähnte Lagerabbau wohl einen gewissen Normalisierungseffekt reflektiert, der sich eingestellt hat, nachdem die US-Unternehmen in 2021 die abnehmenden Lieferengpässe zum Ausbau ihrer Lagerbestände genutzt hatten. Mit Blick auf den US-Arbeitsmarkt sehen wir weiterhin keine Anzeichen für eine drohende Rezession. Das Beschäftigungswachstum erscheint immer noch mehr als gesund, und auch die Arbeitslosenquote bleibt mit 3,7% historisch niedrig. Auch wenn die Gefahr in den letzten Monaten deutlich angestiegen ist, dürfte es der US-Wirtschaft aus unserer Sicht gelingen, eine Rezession in den nächsten 12 Monaten zu vermeiden.

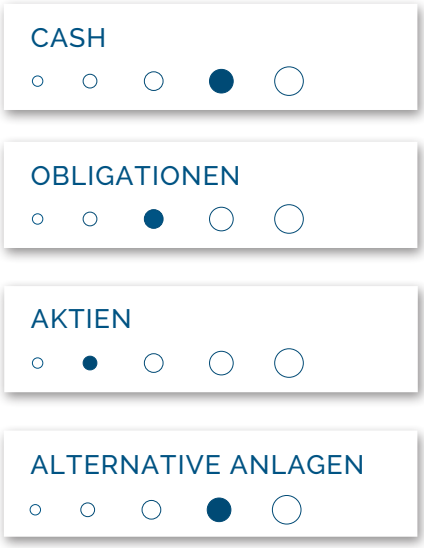
US-ARBEITSLOSENQUOTE



QUELLE: BLOOMBERG

LICHT UND SCHATTEN

POSITIONIERUNG



Bitte beachten Sie, dass es sich hierbei um eine Momentaufnahme der Vermögensallokation per 3. Oktober 2022 handelt. Unsere Portfolios werden aktiv verwaltet und die Allokationen werden täglich auf ihre Angemessenheit überprüft, um den Schutz vor Kursverlusten zu gewährleisten.

INVESTMENT-FAZIT

In den letzten Jahrzehnten gab es wohl kaum eine Zeitperiode, in der das Schicksal der globalen Finanzmärkte so sehr von einigen wenigen Daten abhängig war. Auch im 4. Quartal 2022 werden die Anleger alle Wirtschaftsdaten – insbesondere die Inflation- und Arbeitsmarktdaten – aufmerksam verfolgen, um mögliche Auswirkungen auf die Geldpolitik der Zentralbanken zu erkennen. Damit unterliegen die Märkte einem historisch hohen Mass an Unsicherheit. Im Jahr 2022 stellt die Prognose der kurzfristigen Marktdynamik eine sehr herausfordernde Aufgabe dar. Sie ähnelt einer mehrdimensionalen Wahrscheinlichkeitsrechnung, bei der die Faktoren der zugrundeliegenden Gleichung zu allem Überfluss in einer dynamischen Beziehung zueinander stehen. Tramondo begegnet dieser Komplexität mit einer objektiven und konsequenten Abwägung sowohl positiver als auch negativer Faktoren, die kurz- und mittelfristige Marktentwicklungen beeinflussen können.

Die guten Nachrichten vorweg: Aus unserer Sicht eskomptieren die aktuellen Preise an den Finanzmärkten bereits ein hohes Mass an Pessimismus, von Rezessionsrisiken über die restriktive Geldpolitik bis hin zu geopolitischen Problemen. Jüngsten Umfragen zur Anlegerstimmung zufolge sind die Marktteilnehmer so pessimistisch wie seit 2008 nicht mehr, als die globale Finanzkrise die Märkte erschütterte. So reflektiert die aktuelle Positionierung an den Aktien- und Optionsmärkten bereits jetzt eine schwere Rezession. Angesichts dieser überaus trüben Anlegerstimmung dürften die Abwärtsrisiken in den kommenden Monaten immerhin begrenzt sein.

Mit Blick auf die Fundamentaldaten sind wir der Meinung, dass die Haushalte und Unternehmen in den USA und in Europa finanziell relativ widerstandsfähig sind. Während der COVID-19-Pandemie konnten Privatpersonen und Unternehmer dank der grosszügigen Unterstützung der Regierungen viel Geld beiseitelegen und ihre Bilanzen stärken. Damit sollte die Weltwirtschaft in der Lage sein, auch längere Phasen schwachen Wachstums zu überstehen, was die Wahrscheinlichkeit einer schweren Rezession verringern dürfte.

Ausserdem gehen wir davon aus, dass die Gesamtteuerung zumindest in den USA ihren Höhepunkt im Sommer erreicht hat. Statistischen Analysen zufolge gehen Inflationsspitzen und Rallys an den Aktienmärkten oft Hand in Hand. So lag seit 1947 die Rendite des S&P 500 in den 12 Monaten nach einem Inflationshöhepunkt bei durchschnittlich 17,0%.

Dementsprechend sollte ein nachlassender Preisdruck in den kommenden Monaten den Aktienmärkten, aber auch risikoreichen Anlagen im Allgemeinen, eine Umkehr vom gegenwärtigen Abwärtstrend ermöglichen.

NACH EINEM SEHR SCHWIERIGEN SEPTEMBER – WAS FÜR ERFAHRENE STATISTIKER KEINE GROSSE ÜBERRASCHUNG DARSTELLEN SOLLTE – BESTEHT AUS UNSERER SICHT EINE GUTE CHANCE, DASS RISIKOREICHE ANLAGEN ZUM JAHRESENDE EINE RALLY ERFAHREN KÖNNTEN.

Im Hinblick auf die technischen Marktfaktoren glauben wir, dass die Saisonalität im 4. Quartal 2022 unterstützend auf die Aktienmärkte wirken könnte, insbesondere in den USA. Empirische Daten lassen darauf schliessen, dass sich die Wallstreet vor allem in Jahren mit Zwischenwahlen über ein starkes 4. Quartal freuen kann. Der S&P 500 erzielt in diesen Phasen im Durchschnitt eine Quartalsrendite von 5,9%. Je näher die Wahlen rücken, desto mehr scheint es, dass die Anleger eine potenzielle politische Risikoprämie auspreisen. Nach einem sehr schwierigen September – was für erfahrene Statistiker keine grosse Überraschung darstellen sollte – besteht aus unserer Sicht eine gute Chance, dass risikoreiche Anlagen zum Jahresende eine Rally erfahren könnten.

Die Liste der schlechten Nachrichten ist leider relativ lang: Erstens schwächt sich die globale Wachstumsdynamik weiter ab. Die meisten Konjunkturindikatoren tendieren weiter südwärts, was darauf hindeutet, dass auf absehbare Zeit nicht mit einer Trendwende zu rechnen ist. An der Wallstreet sorgten konjunktursensible Unternehmen wie FedEx, Dow Chemical und Ford zuletzt mit enttäuschenden Prognosen für die kommenden Quartale für negative Aufmerksamkeit. Da diese Unternehmen in der Regel als erste von einem Abschwung betroffen sind, könnten diese Nachrichten an der Wallstreet eine ganze Welle von Gewinnwarnungen einläuten. Aus früheren Zyklen lässt sich ableiten, dass die globalen Aktienmärkte erst dann zu einer nachhaltigen Erholung neigen, wenn die Wirtschaftsdynamik kurz vor der Talsohle steht, die Gewinnmargen deutlich geschrumpft sind und die Renditekurven an den Anleihenmärkten allmählich wieder steiler werden. Mit Blick auf das 4. Quartal 2022 lässt sich jedoch konstatieren, dass die Finanzmärkte diesen Punkt leider noch nicht ganz erreicht haben.

Zweitens halten wir die Gewinnprognosen der Analysten für das Jahr 2023 für etwas zu optimistisch, da sich diese gemäss unserer Einschätzung nicht mit den schlechten wirtschaftlichen Fundamentaldaten decken. Ende des 3. Quartals 2022 gingen die Aktienanalysten für 2023 noch immer von einem robusten Gewinnwachstum von rund 9% aus. Die Prognosen wurden zwar zuletzt etwas nach unten korrigiert, doch die zugrundeliegenden Schätzungen dürften sich noch weiter eintrüben. Folglich könnten die entsprechenden Aktienmärkte einer schmerzhaften Neubewertung ausgesetzt sein.

DAMIT WERDEN DIE NOTENBANKEN WOHL VORERST NICHT ZUR HILFE EILEN, WENN SICH DIE WELTWIRTSCHAFT WEITER ABKÜHLT.

Drittens glauben wir, dass die Zentralbanker ihren geldpolitischen Weg weiter unbeirrt fortsetzen dürften. Die Bekämpfung der Inflation scheint in den kommenden Quartalen die oberste (und vielleicht einzige) Priorität zu sein. Damit werden die Notenbanken wohl vorerst nicht zur Hilfe eilen, wenn sich die Weltwirtschaft weiter abkühlt. Entsprechend gross ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Zentralbanken dieses Mal den Bogen überspannen. Nach zwei Jahrzehnten, in denen geldpolitische Fehler ausschliesslich expansiver Natur waren (d.h. die Zentralbanken waren zu locker, wenn die Wirtschaft eine Abkühlung gebraucht hätte), dürften die grossen Notenbanken, allen voran

die Fed, dieses Mal zu straff vorgehen. Was die USA betrifft, so erinnert die jüngste Rhetorik des Fed-Vorsitzenden Powell stark an die Tage des legendären Paul Volcker, der in den 1980er-Jahren die Inflation mit brachialen geldpolitischen Instrumenten zu bändigen versuchte. Ähnlich wie sein berühmter Vorgänger wird Powell an seinem Plan festhalten, bis die Inflation unter Kontrolle gebracht ist. In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu verstehen, dass die Auswirkungen der Geldpolitik in der Regel erst mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa 24 Monaten eintreten. Entsprechend könnte es durchaus sein, dass die Fed ihr geldpolitisches Mandat überstrapaziert hat, wenn die Inflation schliesslich wieder auf ein akzeptables Niveau zurückfällt. Infolgedessen könnte die Realwirtschaft bereits in sehr schlechter Verfassung sein.

Insgesamt sind wir der Meinung, dass die Aktienmärkte unter Berücksichtigung der positiven und negativen Faktoren derzeit ein recht ausgewogenes Risiko-Ertrags-Verhältnis aufweisen. Aufgrund der begrenzten Visibilität halten wir allerdings vorerst an einer eher defensiven Aktienallokation fest. In diesem Kontext bekräftigen wir unsere Übergewichtung in den Bereichen Gesundheit, Basiskonsum und Energie, wobei letztgenannter Sektor durch seine überzeugenden Fundamentaldaten hervorzustechen vermag. Darüber hinaus dürften alle drei Sektoren in einem Umfeld erhöhter Inflation überdurchschnittlich gut abschneiden – ein wirtschaftliches Szenario, an das wir uns wahrscheinlich gewöhnen müssen.

Derzeit beobachten wir das Marktgeschehen sehr aufmerksam, um eindeutige Signale dafür zu erkennen, dass die Aktienmärkte endlich die Talsohle erreicht haben. Dieser Zeitpunkt dürfte nach unserer Einschätzung bald gekommen sein. Unser Aktienengagement steht daher bereits auf dem Prüfstand, sodass wir unser Aktienrisiko wieder erhöhen können, sobald die zugrundeliegende Marktdynamik eine risikofreudigere Haltung zulässt.

Bei den Nominalwerten haben sich die Aussichten im letzten Quartal deutlich aufgehellt. Aufgrund des starken Renditeanstiegs seit Anfang 2022 sind wir der Meinung, dass Anleihen nach fast einem Jahrzehnt erstmals wieder eine echte Alternative zu Aktien darstellen. Aus diesem Grund haben wir unser Engagement in dieser Anlageklasse im 3. Quartal 2022 auf neutral angehoben. Angesichts des aktuellen Konjunkturzyklus dürften vor allem Unternehmensanleihen mit hoher Qualität und kurzer Laufzeit interessante Opportunitäten bieten. Gleichzeitig empfehlen wir den Aufbau von Staatsanleihen, deren Renditen bereits eine sehr restriktive Geldpolitik reflektieren, um ungünstige Marktbewegungen im Falle einer schweren Rezession abzusichern. In der Vergangenheit haben sich insbesondere US-Treasuries mit langer Laufzeit als probates Absicherungsinstrument gegen eine Rezession empfohlen, da diese einen klassischen sicheren Hafen darstellen.

Abschliessend noch ein Wort zu alternativen Anlagen, bei denen wir an unserer optimistischen Prognose für Rohstoffe festhalten. Wir schätzen, dass die Nachfrage auch in einem schwächeren Konjunkturumfeld solide bleiben wird, während die Angebotsseite weiter durch Kapazitätsengpässe eingeschränkt sein dürfte. Aus taktischer Sicht raten wir unseren Kunden, potenzielle Schwächephasen zu nutzen, um ihre Positionen zu erhöhen.

PERFORMANCETABELLE UND KONSENSUSPROGNOSE

Asset Classes 10/3/2022	Price	2022 YTD	Last Quarter	6 Months	12 Months
GLOBAL EQUITY MARKETS					
Regions					
MSCI World	2,379	-25.12	-6.07	-21.16	-19.23
SMI	10,146	-17.98	-4.28	-14.32	-9.29
EuroStoxx 50	3,275	-20.40	-3.65	-12.67	-15.21
DAX	11,982	-23.74	-5.24	-15.96	-20.62
S&P500	3,586	-23.88	-4.89	-20.21	-15.50
Nasdaq	10,576	-31.99	-3.91	-25.31	-26.23
Nikkei	26,216	-8.19	-0.94	-5.91	-10.12
MSCI Emerging Markets	876	-26.99	-11.46	-21.53	-27.86
China CSI 300	3,805	-21.40	-14.29	-8.04	-20.13
Sectors					
S&P GL 1200 Energy Index	2,173	23.51	-1.35	-5.97	30.21
S&P GL 1200 CONS DISC IX	3,703	-30.99	-2.36	-22.76	-25.40
S&P GL 1200 CONS STAP IX	3,040	-15.38	-6.60	-12.37	-7.20
S&P GL 1200 Real Estate	1,923	-29.97	-11.81	-25.58	-21.26
S&P GL 1200 UTILITIES IX	1,652	-13.55	-8.42	-14.98	-3.48
S&P GL 1200 Comm SRVS	1,089	-36.14	-14.17	-29.16	-36.33
S&P GL 1200 HEALTH CARE	4,232	-15.49	-6.86	-12.97	-8.38
S&P GL 1200 INFO TECH	6,517	-33.86	-7.31	-26.59	-24.52
S&P GL 1200 MATERIAL INX	2,786	-22.58	-7.72	-25.55	-15.76
S&P GL 1200 INDUSTRL INX	2,715	-25.82	-5.98	-21.29	-21.54
S&P GL 1200 FINANCIAL	1,313	-21.08	-6.25	-20.97	-18.35
GLOBAL BOND MARKETS					
Sectors					
USD Investment Grade	2,864	-18.72	-5.06	-11.95	-18.53
EUR Investment Grade	225	-14.58	-3.06	-10.12	-15.14
CHF Investment Grade	123	-11.64	-1.61	-5.94	-11.77
USD High Yield	2,099	-14.74	-0.65	-10.41	-14.14
EUR High Yield	372	-15.11	-0.90	-11.46	-15.12
USD Emerging Markets Debt	1,007	-20.50	-4.06	-12.42	-20.92
USD Contingent Convertibles	260	-16.49	-5.17	-12.77	-16.63
USD Senior Loans	484	-3.31	1.19	-3.22	-2.62
GLOBAL FX MARKETS					
Currency pair					
EURUSD	0.98	-13.98	-6.08	-10.86	-15.84
USDCHF	0.99	7.73	3.11	6.38	6.50
EURCHF	0.97	-7.23	-3.14	-5.04	-11.05
GBPUSD	1.12	-17.28	-7.38	-14.65	-17.75
AUDUSD	0.64	-11.33	-5.47	-14.62	-11.55
USDJPY	145.10	20.69	7.35	15.38	23.55
USDCNH	7.15	11.09	6.19	10.85	9.78
MACRO DATA					
GDP Growth	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**
World	3.00	-3.75	5.80	2.90	2.50
United States	2.30	-3.50	5.70	1.60	0.80
Eurozone	1.20	-6.80	5.20	2.90	0.20
Germany	0.60	-5.30	2.80	1.50	-0.20
Switzerland	0.80	-3.25	3.60	2.30	1.00
Emerging Markets	4.32	-0.62	6.51	3.05	4.33
China	6.10	2.30	8.10	3.30	5.1
Inflation	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**
World	3.00	2.20	3.95	7.20	4.6
United States	1.80	1.30	4.70	8.00	3.8
Eurozone	1.20	0.30	2.60	8.20	5.1
Germany	1.40	0.40	3.20	8.15	5.45
Switzerland	0.40	-0.70	0.60	2.90	2
Emerging Markets	3.88	3.26	3.08	6.14	4.89
China	2.90	2.50	0.90	2.27	2.3
3M Rate Expectations	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**
United States	0.21	0.24	0.21	3.55	3.18
Eurozone	-0.42	-0.50	-0.54	1.92	1.97
Switzerland	-0.74	-0.74	-0.74	0.84	1
China	2.82	2.96	2.55	2.57	2.5

PERFORMANCETABELLE UND KONSENSUSPROGNOSE PER 3. OKTOBER 2022;
QUELLE: TRAMONDO INVESTMENT PARTNERS, BLOOMBERG

RECHTLICHE HINWEISE

Diese Publikation wurde von der Tramondo Investment Partners AG (die "Gesellschaft") unabhängig von spezifischen oder zukünftigen Anlagezielen, einer bestimmten Finanz-oder Steuersituation oder den individuellen Bedürfnissen eines bestimmten Empfängers erstellt und wird ausschließlich zum Zwecke der persönlichen Nutzung und Information zur Verfügung gestellt. Sie basiert auf spezifischen Fakten und Umständen und wird für einen bestimmten Zweck erstellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass sich eine andere Person auf diese verlässt und darf dies auch nicht tun.

Die Informationen in dieser Publikation stellen weder eine Aufforderung, ein Angebot noch eine Empfehlung an eine Person in der Schweiz oder einer anderen Jurisdiktion dar, Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu kaufen, zu zeichnen oder zu verkaufen, sie als ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung zu verwenden oder zu diesem Zweck Rechtsgeschäfte jeglicher Art zu tätigen. Darüber hinaus ist diese Präsentation nicht als Finanz-, Rechts-oder Steuerberatung zu verstehen.

Die in dieser Publikation geäusserten Informationen und Meinungen wurden von der Gesellschaft sorgfältig gesammelt, analysiert und zusammengestellt, basierend auf öffentlich zugänglichen Informationen aus vertrauenswürdigen Quellen zum Zeitpunkt der Erstellung der Publikation. Sie sind freibleibend. Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die hierin enthaltenen Informationen zu aktualisieren, und es ist zu beachten, dass seit dem Datum der Gründung wesentliche Ereignisse eingetreten sein können. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die das Unternehmen für zuverlässig hält, wird keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen übernommen. Jegliche Bezugnahme auf vergangene Performance-Daten ist nicht unbedingt ein Indikator für aktuelle und zukünftige Renditen.

Die berechneten Werte sind lediglich Richtwerte. Die effektive Allokation und die Ergebnisse hängen von der Investitionstätigkeitund der Entwicklung der Investitionen ab und können von den Modellergebnissen abweichen. Die Umsetzung eines Anlagevorschlags kann letztlich anders erfolgen und von der dargestellten Struktur oder den genannten Produkten abweichen.

Einzelne Produkte oder Komponenten dieser Publikation können eine gewisse Komplexität und ein hohes Risiko aufweisen (z.B. Derivate, alternative Anlagen, strukturierte Anlagen). Sie sind nur für Anleger bestimmt, die die damit verbundenen Risiken verstehen und übernehmen. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen Währungsschwankungen, Anlagen in Schwellenländern oder in Spezialprodukten sind besonderen Risiken ausgesetzt. Eine Investition in ein in dieser Präsentation beschriebenes Ziel sollte nur nach sorgfältiger Prüfung des neuesten Prospekts und einer umfassenden Due Diligence der anvisierten Vermögenswerte erfolgen. Die Gesellschaft empfiehlt Anlegern, vor einer endgültigen Anlageentscheidung oder der Umsetzung einer Strategie sorgfältig zu prüfen und gegebenenfallsprofessionelle Beratung in Bezug auf finanzielle, rechtliche, regulatorische, Kredit-, Steuer-und Rechnungslegungsfolgen einzuholen. Der Anleger übernimmt die Verantwortung für die ordnungsgemäße Deklaration aller Vermögenswerte und deren steuerliche Beurteilung.

Das Unternehmen behält sich das Recht vor, den Inhalt dieser Publikation jederzeit ganz oder teilweise, jederzeit und ohne vorherige Ankündigung zu ändern. Obwohl das Unternehmen mit der gebotenen Sorgfalt auf die Richtigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen achtet, kann es dies nicht garantieren. Das Unternehmen oder seine Mitarbeiter übernehmen keine Haftung für Schäden (weder materieller noch immaterieller Art), die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der hierin enthaltenen Informationen entstehen, insbesondere keine Verantwortung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Vergleichbarkeit der hierin enthaltenen Informationen über Dritte, die ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen beruhen. Tramondo Investment Partners AG hat ihren Sitz in der Schweiz und ist von der FINMA zugelassen und beaufsichtigt.

Kontaktinformationen:

Tramondo Investment Partners AG
Unter Altstadt 10
CH-6302 Zug

Tel: +41 41 710 76 76
info@tramondo.ch
www.tramondo.ch



TRAMONDO INVESTMENT PARTNERS AG

UNTER ALTSTADT 10
CH-6302 ZUG
T +41 41 710 76 76
F +41 41 710 76 78
INFO@TRAMONDO.CH
WWW.TRAMONDO.CH