TRAMONDO
INVESTMENT PARTNERS

NAVIGATOR 2023

EINE JAHRESEND-SONDERAUSGABE DES TRAMONDO 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.



EIN NEUES GLEICHGEWICHT FINDEN

VORWORT

Das Jahr 2022 als schwieriges Umfeld für die Marktteilnehmer zu bezeichnen, wäre eine ziemliche Untertreibung. Bereits zum Jahresbeginn gab der anhaltende Preisdruck Anlass zur Sorge, der im Februar ausbrechende Ukrainekrieg entfachte dann jedoch ein veritables Inflationsinferno, das Unternehmen und Konsumenten gleichermassen auf eine harte Probe stellte. Als Reaktion darauf initiierten die Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank, eine beispiellose Zinserhöhungskampagne und stellten damit ihre Entschlossenheit zur Eindämmung der Inflation unter Beweis. Erschwerend kam hinzu, dass sich das Wirtschaftswachstum im Laufe des Jahres verlangsamt hat und sich die Eurozone mittlerweile wohl bereits am Rande einer Rezession befindet. Angesichts der steigenden Anleiherenditen kam es an den Aktien- und Anleihemärkten zu einer schmerzhaften Rekalibrierung mit der Folge, dass gemischte Anlageportfolios ihren stärksten Rückgang seit mehr als 80 Jahren verzeichneten.

Nach der Achterbahnfahrt an den Finanzmärkten in diesem Jahr sehen sich die Anleger mit Blick auf 2023 mit zahlreichen Herausforderungen konfrontiert. Die finanziellen Rahmenbedingungen dürften auf absehbare Zeit angespannt bleiben, während sich die Wirtschaftsdynamik wohl weiter abschwächt. Damit werden sich die Unternehmen im kommenden Jahr einem kritischen Realitätscheck unterwerfen müssen. Obwohl das Gewinnwachstum in diesem Jahr überraschend stabil blieb, könnten die nachlassende Konsumentennachfrage und der anhaltende Druck auf die Inputkosten die Gewinnmargen gefährden. Auf dieser Basis dürfte der Neubewertungszyklus an den Aktienmärkten, der bereits 2022 zu schweren Verlusten geführt hat, auch im Jahr 2023 seine Spuren hinterlassen. Demgegenüber deuten die Anlegerpositionierung und die Bewertungen bereits auf einen gewissen Pessimismus hin, was das weitere Abwärtspotenzial der Aktienmärkte in den kommenden Quartalen reduzieren dürfte. Was die Anleihenmärkte betrifft, so sind die Aussichten etwas eindeutiger. Der bedingungslose Kampf der Zentralbanken gegen die Inflation scheint Früchte zu tragen, da es erste verlässliche Anzeichen für eine Abflachung der Preisdynamik gibt. Die Renditen von Staatsanleihen könnten also bereits ihren Höhepunkt erreicht haben, was den Nominalwerten mit Blick auf das neue Jahr Rückenwind verschaffen sollte.

Wenn uns das Jahr 2022 eine wichtige Lektion erteilt hat, dann die, dass Vermögenserhalt ein schwieriges Unterfangen ist. Auch 2023 werden wir uns voll darauf konzentrieren, die Kaufkraft Ihres Kapitals zu erhalten, auch wenn sich der Wandel an den globalen Finanzmärkten weiter fortsetzt. In den kommenden Quartalen dürften Aktien und Anleihen erhöhter Volatilität ausgesetzt sein, da der Weg zu einem neuen Gleichgewicht – nach der aktuell stattfindenden Marktrekalibrierung – weiter holprig bleiben wird. Angesichts dieser Entwicklungen empfehlen wir den Anlegern einen disziplinierten Anlageprozess, eine breite Diversifizierung und einen aktiven Verwaltungsansatz.

In dieser Sonderausgabe zum Jahresende möchten wir Antworten auf einige wichtige Fragen geben, die uns Anleger und Kunden in letzter Zeit häufig gestellt haben. Wie immer geben wir mit unserer Einschätzung keine Prognosen ab und plädieren ausdrücklich für eine adaptive Vermögensallokation. Dennoch möchten wir mit dieser Ausgabe einige Denkanstösse zu Themen geben, die unserer Meinung nach die Richtung der Märkte im kommenden Jahr mitbestimmen werden. Wir hoffen, die folgenden Seiten können Ihnen einen guten Kompass zur Navigation durch die verschiedenen Herausforderungen der Märkte im Jahr 2023 bieten.

Ausserdem wünschen wir Ihnen eine schöne Weihnachtszeit im Kreise Ihrer Familie. Mögen Sie etwas Zeit finden, um neue Energie für das Jahr 2023 zu schöpfen, das definitiv wieder einige Überraschungen bereithalten wird.

.



Raphael Müller, CEO



Andreas Schranz, CIO

MARKTKOMPASS FÜR 2023

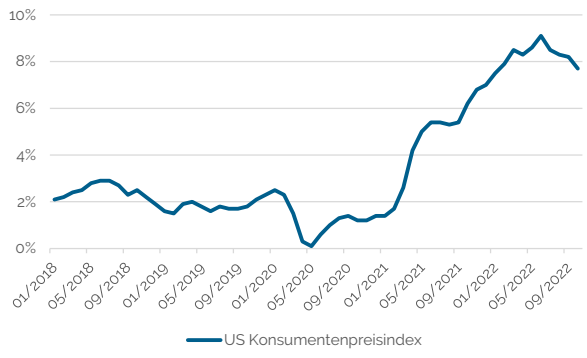
SCHLÜSSELFRAGE NR. 1

WIE WIRD SICH DIE INFLATION AUS SICHT VON TRAMONDO IM JAHR 2023 ENTWICKELN?

Die Inflationsdynamik – und die entsprechende Reaktion der Zentralbanken – werden für die Entwicklung der Finanzmärkte im Jahr 2023 entscheidend sein. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, insbesondere am Beispiel der Hochinflationsphase in den 1970er- und 1980er-Jahren, dass die Inflation in der Regel in Wellen verläuft. Nachdem im Jahr 2022 die erste grosse Welle die Weltwirtschaft getroffen hat, wird sich der aktuelle Preisdruck (im November lag die Konsumentenpreisinflation in den USA bei 7,1%) nach unserer Einschätzung im Laufe des Jahres 2023 spürbar abschwächen. In diesem Zusammenhang werden sich die verzögerten Auswirkungen der strafferen Geldpolitik, die Normalisierung der Wertschöpfungsketten sowie unterstützende Basiseffekte als treibende Faktoren hinter einer Abschwächung der Inflation erweisen.

Darüber hinaus zeigt die Inflation bei den Wohnkosten endlich erste Anzeichen einer Verlangsamung, nachdem sie die Konsumentenpreise noch im Spätsommer in die Höhe getrieben hatte. Während die Hypothekenzinsen im 4. Quartal 2022 auf den höchsten Wert seit mehr als 20 Jahren gestiegen waren, begannen die Immobilienpreise zuletzt wieder zu sinken. Im Juni noch erreichten die durchschnittlichen Hauspreise ein Rekordhoch von USD 392'000, dann jedoch fielen die Preise im Oktober auf USD 359'000 und gaben damit innerhalb weniger Monate um mehr als 8% nach. Wir gehen davon aus, dass die Mietpreise eine ähnliche Trendwende erleben dürften. Mit einer dominanten Gewichtung von fast 35% im US-Konsumentenpreisindex würde eine nachhaltige Veränderung der Wohnkosteninflation die kurzfristige Teuerungsdynamik definitiv positiv beeinflussen.

US KONSUMENTENPREISINDEX



CPI YOY INDEX; QUELLE: BLOOMBERG

Insgesamt erwarten wir, dass sich die US-Konsumentenpreise bis Ende Sommer 2023 auf einem Niveau von 3,0 bis 5,0% einpendeln werden. Angesichts eines abschwächenden Preisdrucks dürfte die Fed dann endlich in der Lage sein, die aktuelle Straffungskampagne zu unterbrechen. Wir gehen

davon aus, dass die Fed den Leitzins weiter anheben wird, bis dieser im Frühjahr 2023 einen Endstand von rund 5,0% erreicht und eine Phase des Abwartens beginnt. In dieser Phase werden die Zentralbanker die verzögerten Auswirkungen ihrer Politik auf Wachstum und Inflation genau beobachten und ihren geldpolitischen Fahrplan bei Bedarf neu ausrichten.

WIE IN DER VERGANGENHEIT BESTEHT DAS RISIKO FÜR EINE RÜCKKEHR DER INFLATION, MÖGLICHERWEISE BEREITS GEGEN ENDE 2023.

Wer jedoch vorschnell den Sieg über die Inflation ausruft, könnte eine böse Überraschung erleben. Wie in der Vergangenheit besteht das Risiko für eine Rückkehr der Inflation, möglicherweise bereits gegen Ende 2023. Wenn die Inflation in den kommenden Quartalen zurückgeht, werden die Realeinkommen steigen. Darüber hinaus sitzen die US-Konsumenten immer noch auf Ersparnissen in Rekordhöhe: Während der COVID-19-Krise haben die Privathaushalte einen Liquiditätsüberschuss von mehr als 10% des jährlichen Konsums angehäuft. Dementsprechend könnten höhere (reale) Einkommen und die überdurchschnittliche Finanzkraft der Konsumenten eine Rückkehr der angeschlagenen Konsumentenstimmung begünstigen. Entgegen der landläufigen Meinung der meisten Ökonomen an der Wall Street können wir daher nicht ausschliessen, dass ein konsumgetriebener Aufschwung in der grössten Volkswirtschaft der Welt Ende 2023 eine zweite Inflationswelle auslöst.

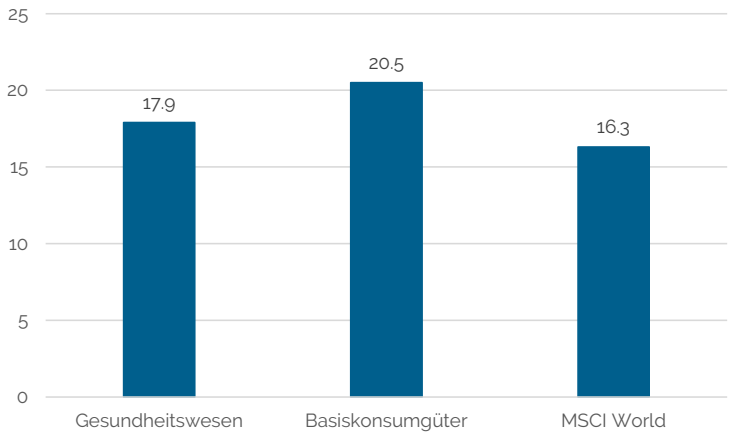
Investment-Fazit: Wir erwarten, dass der Inflationsdruck im Jahr 2023 nachlassen und bis Ende des 3. Quartals 2023 einen Wert von 3,0 bis 5,0% erreichen wird. Damit könnten die Renditen von Staatsanleihen 2022 bereits ihren zyklischen Höchststand erreicht haben. Es würde uns folglich nicht überraschen, wenn die Zinssätze in den kommenden Monaten ihre Neubewertung fortsetzen würden. Da wir jedoch eine Rückkehr der Inflation Ende des Jahres 2023 nicht gänzlich ausschliessen können, bevorzugen wir weiterhin das kurze Ende der Zinskurve.

SCHLÜSSELFRAGE NR. 2

WELCHE AKTIENSEKTOREN BEVORZUGT TRAMONDO?

Was die Rekalibrierung der globalen Aktienmärkte betrifft, so glauben wir, dass wir bereits das Gröbste hinter uns haben. Wir sind aber der Überzeugung, dass die zugrundeliegende Anlagelandschaft steinig bleiben wird, bis sich ein neues Gleichgewicht einstellt. Entsprechend halten wir an einer Barbell-Strategie für Aktien fest, mit der wir für die erhöhte Marktvolatilität gewappnet sind, die uns in der letzten Phase des gegenwärtigen Rekalibrierungsprozesses bevorstehen könnte. In diesem Zusammenhang halten wir eine Kombination aus defensiven (Gesundheitswesen, Basiskonsumgüter), wertorientierten (Energie) und wachstumsorientierten (IT) Sektoren für eine gute

AKTIENMARKTBEWERTUNG



AKTIEN KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSE;
QUELLE: BLOOMBERG

WIR HALTEN AN UNSERER ÜBERGEWICHTUNG DER SEKTOREN GESUNDHEITSWESEN UND BASISKONSUMGÜTER FEST UND WÜRDEN TAKTISCHE SCHWÄCHEPHASEN NUTZEN, UM DAS ENGAGEMENT IN ENTSPRECHENDEN MARKTFÜHRERN ZU ERHÖHEN.

Kombination, um der wachsenden Unsicherheit im kommenden Jahr zu begegnen.

In Bezug auf die Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter, die wir im defensiven Lager bevorzugen, haben sich die Anleger bereits optimistisch positioniert. Wir glauben jedoch, dass diese beiden Sektoren dank ihrer starken Preissetzungsmacht, ihrer defensiven Natur und ihrer hohen Ertragsstabilität erneut den breiteren Aktienmarkt übertreffen können. Darüber hinaus schneiden beide Sektoren in einem stagflationären Umfeld, das sich durch eine erhöhte Inflation und ein schleppendes Wirtschaftswachstum auszeichnet, überdurchschnittlich gut ab. Das makroökonomische Umfeld für 2023 sollte im Hinblick auf diese defensiven Titel daher günstig sein. Beide Sektoren werden derzeit mit einem Aufschlag gegenüber den globalen Aktienmärkten (Gesundheitswesen 17,9x, Basiskonsumgüter 20,5x, MSCI World 16,3x) gehandelt. Angesichts der Reife des aktuellen Konjunkturzyklus erscheinen die zugrundeliegenden Bewertungen jedoch fair (Basiskonsumgüter) oder sogar attraktiv (Gesundheitswesen). Insgesamt halten wir an unserer Übergewichtung der Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter fest und würden taktische Schwächephasen nutzen, um das Engagement in entsprechenden Marktführern zu erhöhen.

Nach einer hervorragenden Entwicklung im Jahr 2022 ist der Energiesektor aktuell etwas anfällig für eine taktische Konsolidierung. Wir sind jedoch der Ansicht, dass Energietitel auch 2023 auf der Einkaufsliste der Anleger stehen sollten, da der Sektor gesunde Fundamentaldaten sowie eine unterstützende Angebots- und Nachfragedynamik aufweist. Nach einem Rekordjahr dürfte die Wachstumskurve des Energiesektors zwar durch eine hohe Vergleichsbasis auf die Probe gestellt werden. Doch selbst wenn die zugrundeliegenden Titel im Jahr 2023 kein Wachstum verzeichnen, wird das absolute Umsatz- und Ertragsniveau dem Sektor ein weiteres herausragendes Jahr bescheren. Damit erscheint die Free-Cashflow-Rendite des Sektors von 12,4% aussergewöhnlich günstig, zumal der Sektor in den letzten drei Jahrzehnten meist mit einer Rendite zwischen 3,5 und 5,5% gehandelt wurde. Erfahrene Anleger könnten argumentieren, dass die aktuellen Bewertungen aufgrund von Nachhaltigkeitsaspekten verzerrt sind. Wir können dieses Argument zwar voll und ganz nachvollziehen und unterstützen es auch, möchten aber betonen, dass der Abschlag für den Sektor übermässig hoch erscheint.

Aus Top-Down-Perspektive wird der Energiesektor auch durch die Nachfrage- und Angebotsdynamik unterstützt, wobei vor allem letztere im Jahr 2023 für zusätzlichen Rückenwind sor-

gen dürfte. Seit 2014 haben die Energieunternehmen ihre Explorationsbudgets um rund 60% gekürzt, da das Management dieser Firmen offenbar zunehmend die wirtschaftlichen Aussichten traditioneller fossiler Brennstoffe in Frage stellte. Auch die explodierenden Ölpreise im Jahr 2022 konnten diesen Trend nicht umkehren. Darüber hinaus bekräftigte die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) zuletzt ihr Vorhaben, die Fördermengen niedrig zu halten, da die mächtige Organisation für 2023 immer noch einen überversorgten Markt erwartet. Damit sollte das Angebot in den kommenden Quartalen relativ begrenzt sein, was gute Aussichten sowohl für die Ölpreise als auch für die jeweiligen Energietitel verspricht.

WIR RATEN DEN MARKTTEILNEHMERN IHREN BLICK 2023 WIEDER VERSTÄRKT AUF DIE FUNDAMENTALDATEN ZU RICHTEN,.

Abschliessend noch ein Wort zum IT-Sektor, dem Sorgenkind des Jahres 2022. Wie bereits erwähnt, brauchen die Aktienmärkte nach unserer Einschätzung noch etwas Zeit, um zu einem neuen Gleichgewicht zu finden. Daher könnten IT-Titel auch 2023 weiter unter Verkaufsdruck stehen. Im 3. Quartal 2022 haben wir unser Engagement im Sektor jedoch auf neutral angehoben, da die Bewertungen gewisser Marktführer überaus attraktive Niveaus angenommen haben, insbesondere für Anleger mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont. Wir raten den Marktteilnehmern ihren Blick 2023 wieder verstärkt auf die Fundamentaldaten zu richten, was es den IT-Aktien erlauben sollte, wieder zu glänzen. Viele der marktführenden Unternehmen im Sektor verfügen nämlich weiterhin über gesunde Cashflows, hervorragende Bilanzen und attraktives säkulares Wachstum. Wir vertreten daher die Meinung, dass IT-Titel im Jahr 2023 wieder mehr Beachtung erhalten sollten, wobei wir den Marktteilnehmern einen disziplinierten Auswahlprozess nahelegen.

Investment-Fazit: Wir empfehlen Anlegern eine Barbell-Strategie für Aktien, die marktführende Titel aus den Sektoren Gesundheitswesen, Basiskonsumgüter, Energie und IT umfasst. Während Titel aus dem Gesundheits- und Basiskonsumsektor in einem stagflationären Umfeld gut abschneiden dürften, ist die Bewertung von Energietiteln einfach zu attraktiv, um sie zu ignorieren. Ausserdem werden IT-Aktien in 2023 wahrscheinlich ein Comeback erleben, wenn bei den Anlegern die zugrundeliegenden Fundamentaldaten wieder in den Mittelpunkt rücken.

SCHLÜSSELFRAGE NR. 3

WELCHE ANLAGETHEMEN SIND IM KOMMENDEN JAHR IHRE FAVORITEN?

Wir glauben, dass die anhaltende Rekalibrierung der globalen Aktienmärkte letztlich einen Wandel in der Marktführerschaft auslösen dürfte. In der jüngeren Wirtschaftsgeschichte hat es regelmässig solche Veränderungen gegeben, in aller Regel ausgelöst durch sich verändernde wirtschaftliche und politische

Rahmenbedingungen. Wir sind daher der Auffassung, dass die Anleger bereits jetzt beginnen sollten, künftige Marktführer zu identifizieren, die aus der derzeitigen Rekalibrierungsphase hervorgehen könnten. In dieser Publikation möchten wir auf zwei vielversprechende Anlagethemen (das erste unterteilt in zwei Unterthemen) hinweisen, die das Potenzial haben, im kommenden Jahrzehnt eine marktführende Rolle zu übernehmen.

WIR HALTEN DIE LAUFENDE ENERGIEWENDE FÜR EINES DER ÜBERZEUGENDSTEN ANLAGE-THEMEN, DAS AUCH 2023 SEINE SPUREN HINTERLASSEN DÜRFTE.

So halten wir die laufende Energiewende für eines der überzeugendsten Anlagethemen, das auch 2023 seine Spuren hinterlassen dürfte. Nach den geopolitischen Ereignissen in Osteuropa dürften die kommenden Quartale weiterhin günstige Einstiegszeitpunkte für die Anleger bieten, um diesen strukturellen Trend aufzugreifen. Da das zugrundeliegende Anlageuniversum recht breit gefasst und heterogen ist, möchten wir auf zwei Unterthemen eingehen, die mit Blick auf 2023 interessant sein könnten.

Solarenergie ist das erste Unterthema, das unserer Meinung nach ein enormes Potenzial hat, den Weg in Richtung einer neuen Energieordnung zu ebnen. Wenn es nach dem von den Vereinten Nationen skizzierten Rahmen für Netto-Null-Emissionen geht, der bis 2050 eine drastische Reduzierung der Treibhausgasemissionen vorsieht, wird Solar der am schnellsten wachsende Sektor innerhalb der erneuerbaren Energien sein. Wir erwarten, dass er in den kommenden zehn Jahren jährliche Wachstumsraten von über 25% aufweisen wird, wodurch der Anteil der Solarenergie an der weltweiten Stromversorgung bis 2030 auf 19% steigen dürfte (im Jahr 2020 waren es noch 3%). Darüber hinaus sind die Produktionskosten für Solarenergie im letzten Jahrzehnt deutlich gesunken, wodurch Solarenergie heute die günstigste Stromquelle ist. Die Kosten für photovoltaisch erzeugten Strom sind zwei- bis dreimal günstiger als der aus Gas oder Kohle. Mit Blick auf die Aktienmärkte glauben wir, dass die Bewertungen der Solartitel diese unterstützenden Fundamentaldaten allmählich berücksichtigen. Angesichts seines herausragenden Wachstumsprofils bietet der Sektor aber nach wie vor reichlich Renditepotenzial. Dennoch empfehlen wir unseren Kunden für dieses vielversprechende Unterthema eine gezielte Fonds- oder ETF-Strategie zu berücksichtigen, da die unternehmensspezifischen Risiken im Solarsektor überdurchschnittlich hoch sind.

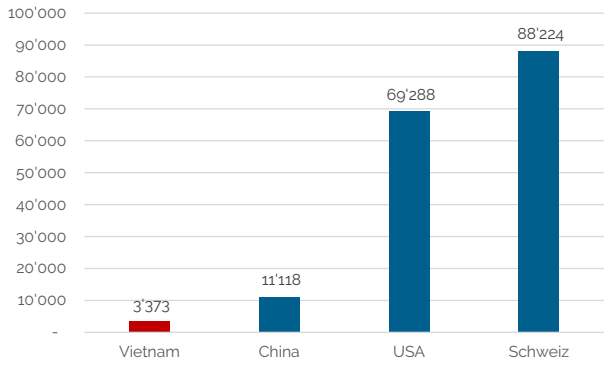
Als zweites interessantes Unterthema betrachten wir Basismetalle, die für die Energiewende unverzichtbar sind und ein attraktives säkulares Wachstum aufweisen. Die Nachfrage nach bestimmten Basismetallen wird in den nächsten Jahrzehnten explodieren. Führende Branchenexperten sagen voraus, dass bis 2035 rund USD 1'700 Milliarden investiert werden, um die wachsende Nachfrage nach Aluminium, Nickel, Kupfer, Kobalt und Lithium zu decken. Dieser Betrag entspricht dem Dreifachen des Kapitalbudgets, das in den letzten 15 Jahren für diese Basismetalle ausgegeben wurde. Demzufolge werden spezialisierte Bergbauunternehmen, die diese Metalle explorieren und fördern, zu den grössten Gewinnern zählen. Aufgrund der massiven Unterinvestition in diesem Sektor über die letzten

zehn Jahre wird die Angebotsseite aus unserer Sicht nicht in der Lage sein, mit der starken Nachfrage der Industrie Schritt zu halten. In der Folge werden sich die Bergbauunternehmen dank der überhöhten Preise für Basismetalle über Rekordmargen und gesunde freie Cashflows freuen. Zu Beginn des Jahres 2023 sind diese positiven Branchenaussichten noch nicht in den zugrundeliegenden Bewertungen berücksichtigt. Bergbauunternehmen werden nach wie vor mit einem erheblichen Abschlag gegenüber dem breiten Aktienmarkt gehandelt. Wie im Falle des Solarsektors empfehlen wir den Anlegern, auf aktive Fonds oder ETFs zu setzen, um sich diesem Anlagethema zu nähern.

WIR BETRACHTEN VIETNAM ALS EIN LANGE ÜBERSEHENES LAND IN SÜDOSTASIEN, DAS EIN ATTRAKTIVES LANGFRISTIGES POTENZIAL BIETEN DÜRFTE.

Als zweites Anlagethema betrachten wir ein lange übersehenes Land in Südostasien, das ein attraktives langfristiges Potenzial bieten dürfte: Vietnam. Der Staat könnte als einer der grossen Gewinner aus der zunehmenden Polarisierung zwischen den USA und China hervorgehen. Seit 2018, als der Handelskrieg zwischen den beiden Wirtschaftsmächten eskalierte, suchen amerikanische und europäische Unternehmen fieberhaft nach Produktionsstandorten ausserhalb Chinas. So lässt Apple bereits einen erheblichen Teil seiner beliebten AirPod-Kopfhörer in Vietnam herstellen und testet dort mittlerweile auch die Produktion von Smartwatches und Notebooks. Damit könnte Vietnam bald zu einem der wichtigsten Fertigungspartner für die westliche Welt werden. Was die makroökonomischen Fundamentaldaten betrifft, so wächst die vietnamesische Bevölkerung stark und ist noch sehr jung: Mehr als 70% der Menschen sind unter 65 Jahre alt. Das Pro-Kopf-BIP liegt bei nur USD 3'373 und damit bei einem Drittel des chinesischen Werts. Aufgrund dieser Fundamentaldaten rechnen wir damit, dass Vietnams Wirtschaft in absehbarer Zukunft stärker wachsen wird als die seiner asiatischen Nachbarn.

BIP PRO KOPF (IN USD)



BIP/KOPF (IN USD); QUELLE: BLOOMBERG

Ein weiterer positiver Faktor für Vietnam könnte die Heraufstufung vom Grenzmarkt („Frontier Market") zum Schwellenland („Emerging Market") sein. Angesichts des raschen Reformtempos könnte dieser Schritt nach unserer Einschätzung bereits 2025 erfolgen. Es gibt Hinweise darauf, dass eine Indexaufwertung zu einem Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten von 15 bis 20% führen könnte. Darüber hinaus würde der Status als Schwellenland die Marktliquidität verbessern und wahrscheinlich auch die Basis der institutionellen Anleger erweitern.

Der vietnamesische Aktienmarkt blickt auf ein schwieriges Jahr zurück, in dem die regionale Benchmark ab Anfang 2022 um 30% eingebrochen ist. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von etwas unter 15 wird der Aktienmarkt derzeit auf dem niedrigsten Stand seit 2012 gehandelt. Vor dem Hintergrund der günstigen Fundamentaldaten sind wir der Meinung, dass die Bewertungen die langfristigen Wachstumsaussichten Vietnams noch nicht angemessen berücksichtigen. Vietnam bietet somit eine attraktive

Gelegenheit für langfristig orientierte Anleger, die eine höhere Volatilität in Kauf nehmen können. Wir empfehlen jedoch aktive Fonds, um dieses Anlagethema aufzugreifen.

Investment-Fazit: Die Rekalibrierung der Finanzmärkten wird Marktteilnehmern, die sogenannte «Hidden Stars» frühzeitig erkennen können, attraktive Anlagemöglichkeiten eröffnen. Aus unserer Sicht haben die Anlagethemen Energiewende (Solarenergie und Basismetalle) und Vietnam das Potenzial, das derzeitige Machtgefüge an den Aktienmärkten ins Wanken zu bringen.

SCHLÜSSELFRAGE NR. 4

WIE SIEHT DER AUSBLICK FÜR ROHSTOFFE AUS, INSBESONDERE GOLD?

Die Rohstoffmärkte haben 2022 eine veritable Achterbahnfahrt erlebt. Die physischen Rohstoffmärkte starteten bereits mit einem sehr knappen Angebot ins neue Jahr. Der Krieg in Osteuropa und seine Auswirkungen auf die globalen Lieferketten verstärkten diesen Druck und liessen die Preise in die Höhe schnellen. In der Zwischenzeit hat sich die Lage wieder entspannt, da die Zentralbanken die Geldpolitik konsequent strafften und die überhöhten Rohstoffpreise ab Frühsommer die Nachfrage dämpften.

Was die Aussichten für das nächste Jahr betrifft, so ist es wichtig zu verstehen, dass Rohstoffe nicht alle im selben Masse zyklisch sind: So reagieren etwa Industriemetalle und Energie am empfindlichsten auf den globalen Konjunkturzyklus, während Edelmetalle als defensiver gelten.

INSGESAMT WIRD DIE PREISDYNAMIK BEI INDUSTRIEMETALLEN WEITERHIN STARK VON DEN WACHSTUMSAUSSICHTEN IN CHINA GEPRÄGT.

Zu Beginn des Jahres 2023 könnte das makroökonomische Umfeld für einige zyklische Industriemetalle ungünstig sein. Gleichzeitig sehen wir die Preise in den kommenden Quartalen aber durch die Dynamik von Angebot und Nachfrage gestützt (weitere Einzelheiten dazu in der Antwort auf Schlüsselfrage Nr. 3). Insgesamt wird die Preisdynamik bei Industriemetallen weiterhin stark von den Wachstumsaussichten in China geprägt. Nachdem die chinesischen Behörden kürzlich Konjunkturprogramme aufgelegt und ihre strenge COVID-19-Politik gelockert haben, halten wir das Abwärtspotenzial für Industriemetalle für relativ begrenzt. Die Aussichten für Industriemetalle erachten wir als neutral, wobei wir eine klare Präferenz für Metalle haben, die für die bereits erwähnte Energiewende benötigt werden (z. B. Kupfer oder Lithium).

In puncto Öl sehen wir beim derzeitigen Preisniveau die untere Grenze der Handelsspanne für das nächste Jahr erreicht. Auch wenn die Nachfrage 2023 entsprechend der wirtschaftlichen Dynamik etwas nachlassen könnte, wird das verknappte Angebot die kurz- und mittelfristige Preisentwicklung unterstützen. Wir er-

warten daher, dass sich der Ölpreis im Jahr 2023 zwischen USD 75 und USD 100 bewegen wird, wobei die Untergrenze im Falle einer weltweiten Rezession womöglich bei USD 60 liegen wird.

Abschliessend noch ein Wort zum Gold. Der Goldpreis wird hauptsächlich von den Realzinsen, der physischen Nachfrage sowie geopolitischen Risiken bestimmt. Seit dem 3. Quartal 2021 sind die Realzinsen in die Höhe geschossen und haben das Edelmetall einem starken Verkaufsdruck ausgesetzt. Es mehren sich jedoch die Anzeichen, dass die Realzinsen ihren Aufwärtstrend umkehren könnten, da ein Nachlassen der Inflation zu einem Rückgang der Nominalzinsen führen dürfte.

GOLDPREIS (IN USD)



GOLDPREIS (IN USD); QUELLE: BLOOMBERG

Was die physische Goldnachfrage begrifft, so haben die Zentralbanken überall auf der Welt ihre Reserven zuletzt aufgestockt. Die jüngsten Daten zeigen, dass die Institute im letzten Quartal 399 Tonnen Gold gekauft haben, was einen neuen Quartalsrekord darstellt. In Zeiten zunehmender wirtschaftlicher und geopolitischer Unsicherheit scheinen die Banken Gold als Mittel zum Werterhalt zu nutzen. Darüber hinaus berichten Branchenexperten von einer steigenden Nachfrage aus China und Indien, den beiden grössten Märkten für physisches Gold. Im Oktober wurden die lokalen Goldpreise mit einem deutlichen Aufschlag auf die internationalen Kurse gehandelt, was darauf hindeutet, dass die Binnennachfrage das zugrundeliegende Angebot übersteigt. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die physische Nachfrage nach Gold 2023 stabil bleiben wird. Insbesondere in China könnte eine Lockerung der COVID-19-Massnahmen die Nachfrage im kommenden Jahr weiter ankurbeln.

Natürlich lässt sich der letzte Faktor, die geopolitischen Risiken, kaum vorhersagen. Wir sind allerdings der Meinung, dass die politische Konstellation in den USA und China sowie die wachsende Polarisierung in der Weltpolitik diese Risiken im Jahr 2023 eher noch verstärken könnten.

Insgesamt glauben wir, dass der aktuelle Gegenwind für Gold bald nachlassen könnte, und bleiben daher bei unserer überwiegend konstruktiven Haltung gegenüber Gold.

Investment-Fazit: Insgesamt sehen wir bei Rohstoffen noch Spielraum. Während wir unsere neutrale Position gegenüber Industriemetallen und Gold beibehalten, erachten wir die Ölpreise auf dem derzeitigen Niveau als attraktiv. Aufgrund der erhöhten Volatilität von Rohstoffanlagen würden wir jedoch gezielt Schwächephasen nutzen, um ein Engagement zu erhöhen.

SCHLÜSSELFRAGE NR. 5

DIESES JAHR HAT GEZEIGT, DASS DAS TRADITIONELLE 60/40-PORTFOLIO DRINGEND ÜBERARBEITET WERDEN MUSS. WELCHE LEHREN ZIEHT TRAMONDO DARAUS IN BEZUG AUF DIE PORTFOLIOKONSTRUKTION?

Das Jahr 2022 war für traditionelle Anlageportfolios gelinge gesagt eine Herausforderung. Das sogenannte 60/40-Portfolio, das einem ausgewogenen Ansatz mit strategischer Gewichtung von 60% Aktien und 40% Anleihen entspricht, verzeichnete im Jahresverlauf einen maximalen Verlust von mehr als 20%. Im Vergleich zur Vergangenheit ist aber nicht nur der Ausverkauf an den Aktienmärkten für diese schlechte Entwicklung verantwortlich. Vielmehr wurden in diesem Jahr sowohl Aktien als auch Anleihen gleichzeitig abverkauft. Diese (positive) Korrelation tritt erfahrungsgemäss immer dann auf, wenn die Inflation über das Zielband der Zentralbanken hinausschiesst. Die politischen Entscheidungsträger sind dann zu einer aggressiven Straffung der Geldpolitik gezwungen, was zu einer Ausweitung der Risikoaufschläge für Aktien und Anleihen führt.

IN DEN LETZTEN ACHT FÄLLEN, IN DENEN DER S&P 500 IN EINEM KALENDERJAHR RÜCKLÄUFIG WAR, SCHLOSSEN DIE ANLEIHEN DAS JAHR MIT EINEM PLUS AB

Jahr	US Aktienmarkt-rendite	US Anleihen-rendite
1977	-7.2%	3.0%
1981	-4.9%	6.2%
1990	-3.2%	9.0%
2000	-9.1%	11.6%
2001	-11.9%	8.4%
2002	-22.1%	10.3%
2008	-37.0%	5.2%
2018	-4.4%	0.0%
2022 YTD	**-17.7%**	**-15.7%**

RENDITEN VON US-AKTIEN IM VERGLEICH ZU US-ANLEIHEN WÄHREND NEGATIVER S&P 500-KALENDERJAHRE; QUELLE: BLOOMBERG

Tramondo hält das traditionelle 60/40-Portfolio schon lange für überarbeitungsreif. Den historischen Ausverkauf im Jahr 2022 sehen wir lediglich als letzten Beweis für unsere These. Um für den nächsten Sturm an den globalen Finanzmärkten, der uns vielleicht schon 2023 bevorsteht, gerüstet zu sein, sollten Anleger die folgenden Grundsätze für die Portfoliokonstruktion beachten.

Der erste Grundsatz umfasst ein aktives Risikomanagement, das den Anlegern hilft, in angespannten Marktphasen wie im Jahr 2022 grössere Portfolioverluste zu vermeiden. Anleger, die an einer langfristigen strategischen Vermögensallokation ohne taktische Absicherung festhalten, könnten schon bald mit dem Rücken zur Wand stehen. In Zeiten erhöhter Unsicherheit kann eine flexible Vermögensallokation in Kombination mit asymmetrischen Optionsstrategien die Marktrisiken reduzieren und gleichzeitig das Aufwärtspotenzial eines ausgewogenen Portfolios sichern. Wir empfehlen den Anlegern daher dringend einen aktiven und flexiblen Risikomanagementansatz.

WIR HALTEN ES GANZ NACH STARINVESTOR WARREN BUFFETT, DER EINMAL SAGTE: „ERST WENN DIE EBBE KOMMT, SIEHT MAN, WER NACKT SCHWIMMT“.

Darüber hinaus legen wir den Anlegern nahe, bei der Qualität keine Kompromisse einzugehen – weder im Jahr 2023 noch in der absehbaren Zukunft. Hier halten wir es ganz nach Starinvestor Warren Buffett, der einmal sagte: „Erst wenn die Ebbe kommt, sieht man, wer nackt schwimmt.“ In den letzten zehn Jahren sind

viele Titel geringer Qualität auf der Welle des billigen Zentralbankgeldes geritten. Im Jahr 2022, als die Zentralbanken durch die Rekordinflation zu einer Kurskorrektur gezwungen waren, ist diese grosse Welle schliesslich gebrochen und abgeebbt. Damit standen Unternehmen mit zweifelhafter Erfolgsbilanz, geringer Rentabilität und hohen Bewertungen auf der Verkaufsliste der Wall Street. Wir glauben, dass die massive Rekalibrierung an den Finanzmärkten noch nicht abgeschlossen ist und die Anleger daher unbedingt ihren Qualitätsfokus beibehalten sollten.

Schliesslich sind wir der Meinung, dass alternative Anlagen bei der Portfoliokonstruktion mehr Beachtung finden sollten. In Zeiten einer positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen sollten Anlagen, mit denen sich ein gemischtes Anlageportfolio diversifizieren lässt, eine höhere Gewichtung erhalten. Tramondo konzentriert sich hierbei auf liquide alternative Anlagen im Bereich der Rohstoffe und Hedgefonds. Während wir unseren Rohstoffausblick bereits in der Antwort auf Schlüsselfrage Nr. 4 dargelegt haben, dürften Hedgefonds in einem Umfeld erhöhter Volatilität weiterhin glänzen.

Investment-Fazit: Traditionelle Ansätze zur Portfoliokonstruktion, wie das bekannte 60/40-Portfolio, halten wir für überholt. Tramondo verwaltet Multi-Asset-Portfolios unter Berücksichtigung der folgenden drei Grundsätze: aktives Risikomanagement, Qualität und Nutzung alternativer Anlagen. Dadurch sind wir in der Lage, das Risiko-Ertrags-Verhältnis unserer Anlagelösungen zu optimieren.

EIN NEUES GLEICHGEWICHT FINDEN

INVESTMENT-FAZIT

Mit Blick auf das Jahr 2023 haben die Finanzmärkte mit reichlich Gegenwind zu kämpfen: Die Zentralbanken sind weiter bemüht, die Inflation in den Griff zu bekommen, das Wirtschaftswachstum droht sich abzuschwächen und Europa befindet sich mitten in einer Energiekrise. Ausserdem steckt Chinas Wirtschaft, ein zuverlässiger Wachstumstreiber in vergangenen Krisen, im ersten Gang fest. Angesichts dieser Herausforderungen erwarten wir, dass die Finanzmärkte weiter in einem Umfeld erhöhter Volatilität ausharren müssen. Derzeit empfehlen wir den Anlegern eine defensive Grundhaltung. Die Marktteilnehmer sollten bei der Titelauswahl einen qualitätsorientierten Ansatz verfolgen, bis die Finanzmärkte ihren Rekalibrierungsprozess abgeschlossen haben und sich ein neues Gleichgewicht einstellt.

DERZEIT DÜRFTEN DIE AKTIENMÄRKTE DAS OBERE ENDE IHRER KURZFRISTIGEN HANDELSSPANNE ERREICHT HABEN, WESHALB WIR AKTIEN AUF DEN AKTUELLEN NIVEAUS NICHT MEHR HINTERHERJAGEN WÜRDEN.

Fast das gesamte Jahr 2022 über hielten wir an unserer Untergewichtung von Aktien fest, bis wir die Anlageklasse Mitte Oktober auf neutral hochstuften. Damals veranlassten uns eine unterstützende Saisonalität und eine übermässig pessimistische Anlegerstimmung dazu, die Chance zu ergreifen und wieder mehr Risiken einzugehen. Derzeit dürften die Aktienmärkte das obere Ende ihrer kurzfristigen Handelsspanne erreicht haben, weshalb wir Aktien auf den aktuellen Niveaus nicht mehr hinterherjagen würden. Aus regionaler Sicht halten wir an unserer übergewichteten Position in Schweizer Aktien fest, da uns die Sektorenaufteilung im vorherrschenden makroökonomischen Umfeld günstig erscheint. Darüber hinaus bleiben wir gegenüber US-Aktien neutral eingestellt, bis wir klare Anzeichen dafür sehen, dass der entsprechende Bodenbildungsprozess abgeschlossen ist. In diesem Zusammenhang sind wir der Ansicht, dass IT-Titel 2023 einen erneuten Blick wert sein könnten, da ein schwächeres Wachstum und eine nachlassende Inflation dem Sektor zugutekommen dürften.

WIR BLEIBEN BEI EINER NEUTRALEN HALTUNG GEGENÜBER NOMINALWERTEN, DA DER FORTGESCHRITTENE KONJUNKTURZYKLUS FÜR UNVORSICHTIGE ANLEGER WOHL EINIGE FALLSTRICKE BEREITHÄLT.

Bei den Nominalwerten haben sich die Aussichten im Jahr 2022 definitiv aufgehellt. Aufgrund der historischen Neubewertung in diesem Jahr stellen Anleihen zum ersten Mal seit fast einem Jahrzehnt wieder eine echte Alternative zu Aktien dar. Wir bleiben daher bei einer neutralen Haltung gegenüber Nominalwerten. Wie bei den Aktienmärkten raten wir unseren Kunden jedoch dringend, keine Kompromisse bei der Qualität einzugehen, da der fortgeschrittene Konjunkturzyklus für unvorsichtige Anleger wohl einige Fallstricke bereithält. Entsprechend sind wir nach wie vor der Meinung, dass Unternehmensanleihen hoher Qualität die attraktivsten Anlagemöglichkeiten bieten.

Andererseits können konservative Anleger auf Staatsanleihen als Absicherungsinstrument zurückgreifen, falls es der Weltwirtschaft nicht gelingt, eine schwere Rezession abzuwenden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich der im 1. Quartal 2022 lancierte Rekalibrierungsprozess auch auf das Jahr 2023 auswirken wird. Damit bieten die Finanzmärkte im nächsten Jahr ein günstiges Umfeld für Investoren, die in der Lage sind, von der erhöhten Volatilität zu profitieren. Darüber hinaus glauben wir, dass sich neue Marktführer herauskristallisieren werden, sobald sich ein neues Gleichgewicht eingestellt hat. Wie bereits diskutiert, bieten thematische Anlagen ein attraktives Exposure gegenüber säkularen Wachstumsquellen, was langfristig die Bewertungen dieser Investitionen anheben dürfte. Entsprechend glauben wir, dass die Finanzmärkte attraktive Opportunitäten bereithalten, die es so seit geraumer Zeit nicht mehr gegeben hat, auch wenn derzeit dunkle Wolken die wirtschaftlichen Perspektiven etwas eintrüben.

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
INFO@TRAMONDO.CH
WWW.TRAMONDO.CH