



Hartes Brot

Anlagebericht – 30. September 2022

Hartes Brot

Aktien, Obligationen, Edel- und Industriemetalle: Sie alle kannten im dritten Quartal in seltener Einstimmigkeit nur eine Richtung – nach unten. Die Ursachen dafür waren die Inflation, die späten Reaktionen der Notenbanken, die daraus zu befürchtende Konjunkturabschwächung oder Rezession und last but not least der Krieg in der Ukraine.

Leitzinserhöhungen durch die Zentralbanken waren im dritten Quartal das Gebot der Stunde. Im September haben die US-Notenbank (Fed), die Schweizer Nationalbank (SNB) wie auch die britische Zentralbank an der Zinsschraube gedreht. Beim Fed ist es die dritte Straffung um 0,75 Prozentpunkte, womit sich der Leitzins jetzt im Bereich von 3 bis 3,25% bewegt. Analysten gehen davon aus, dass das Fed die Fed-Fund-Rate weiter erhöhen wird, sodass sie bis Ende Jahr auf 4% oder höher steigen wird.

Allerdings gibt es auch Stimmen, welche das Tempo der Zinserhöhungen hinterfragen. So schrieb etwa Wirtschaftsnobelpreisträger Joseph E. Stiglitz im Online-Nachrichtendienst «The Pioneer» noch vor der letzten Erhöhung, das Fed täte gut daran, im Moment mit weiteren Zinsschritten zu warten, bis klarer ist, wie sich Konjunktur und Inflation entwickeln.

Auch die Strategen der Bank of America (BoA) meinen, das Fed müsse das Tempo der Zinserhöhungen verlangsamen, um eine Dysfunktion des Kreditmarktes zu verhindern. Wichtige Risiko-Parameter hätten zuletzt über den Höchstständen vom Juni und damit in kritischen Bereichen gelegen, schrieben die BoA-Strategen unlängst.

In der Schweiz hat die SNB den Leitzins um 0,75 Prozentpunkte auf 0,5% erhöht und lässt durchblicken, dass bei Bedarf weitere Schritte folgen könnten. In Grossbritannien beträgt der Referenzsatz jetzt 2,25%. In der Euro-Zone wird angesichts der hartnäckig hohen Inflation im Laufe des Oktobers ebenfalls mit einer weiteren Erhöhung gerechnet. Diese könnte den Hauptrefinanzierungssatz von 1,25 % auf 1,75% oder 2% treiben.

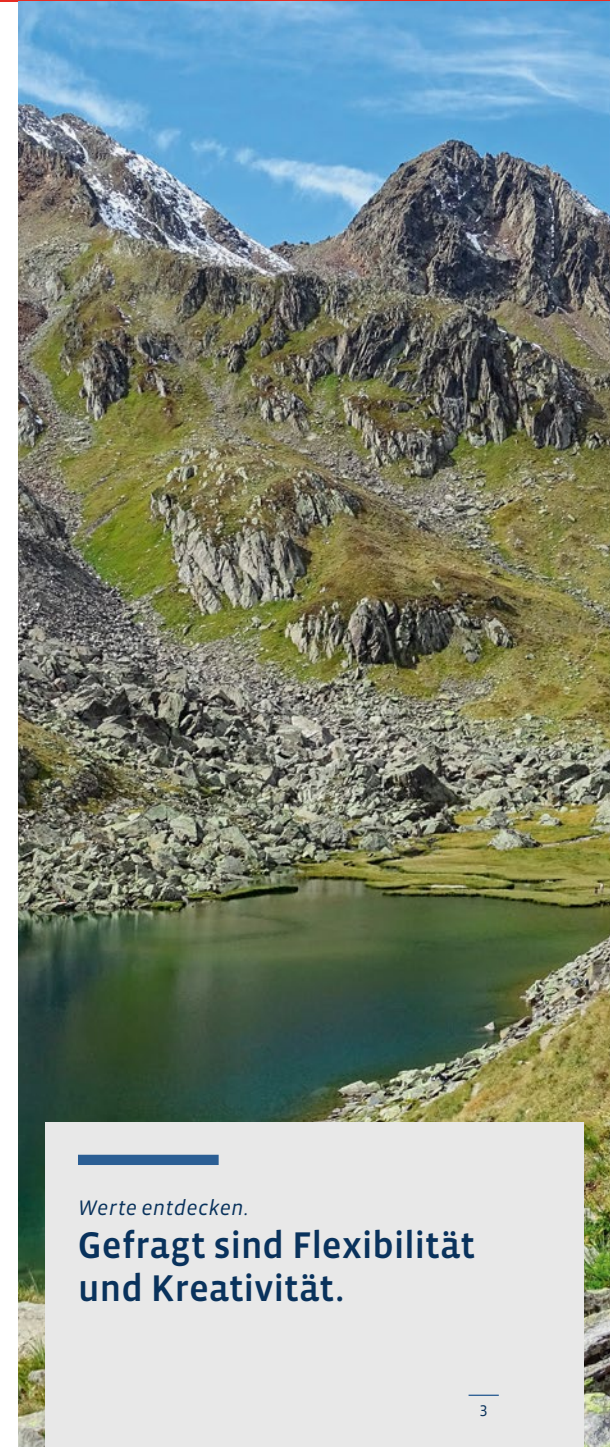
Obligationenrenditen stark erhöht

Vor der Kulisse der Geldentwertung von über 8% in den USA und 10% in der Eurozone sowie der dadurch erzwungenen Straffung der Zügel sind die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen im Berichtszeitraum nach oben gesprungen. Am stärksten ist der Anstieg in Grossbritannien ausgefallen, wo sich die Rendite zehnjähriger Gilts in drei Monaten beinahe verdoppelt hat. Im Vereinigten Königreich sah sich die Bank of England nach der Ankündigung eines aggressiven Staatsbudgets gar genötigt, am Markt zu intervenieren, um den Sturz des Pfundes und der Obligationenkurse zu dämpfen.

In der Schweiz und v.a. in Japan haben sich die Bond-Renditen dagegen nur geringfügig erhöht. Überall aber gilt: Die Zinsanstiege haben die Kurse bereits bestehender Papiere stark gedrückt. Die Performance der Obligationen, vor allem der länger laufenden, ist in diesem Jahr daher ähnlich schlecht, wie die der Aktien, was eine höchst aussergewöhnliche Situation darstellt.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** überall erhöht:

	Dez. 2021	Sept. 2022	Veränderung
Europa	-0.18 %	2.11 %	1272 %
Grossbritannien	0.97 %	4.09 %	322 %
Japan	0.07 %	0.24 %	243 %
Schweiz	-0.14 %	1.23 %	979 %
USA	1.51 %	3.83 %	154 %



Werte entdecken.

Gefragt sind Flexibilität und Kreativität.

Aktien im Rückwärtsgang

An den Aktienmärkten dominierte die Farbe Rot. Dabei ist der Swiss Performance Index (SPI) mit -19,9% im bisherigen Jahresverlauf noch nicht einmal am schlimmsten dran. Verschiedene Börsen warten mit Verlusten von 30 und mehr Prozent auf, so etwa die US-Technologiebörse Nasdaq, Stockholm und Wien. Der MSCI-Weltaktienindex steht mit rund 25% im Minus.

Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang Jahr:

		Dez. 2021	Sept. 2022	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	606.8	437.8	-27.9%
Europa	DJ STOXX 600	1'098.7	893.8	-18.6%
Japan	MSCI Japan	2'538.1	2'348.5	-7.5%
Schweiz	SPI	16'444.5	13'166.4	-19.9%
USA	MSCI USA	13'304.0	9'968.1	-25.1%
Welt	MSCI AC Welt Index	9'755.7	7'275.4	-25.4%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'430.9	1'365.6	-4.6%

Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Tatsächlich gibt es aber auch wenige, eher exotische Märkte, welche im Plus notieren, und das sogar in Franken gerechnet. Dazu zählen etwa Buenos Aires und Istanbul, wo die ersten neun Monate des Jahres Kursfortschritte um einen Viertel und mehr gebracht haben. Das sind allerdings Börsen, die nicht zu unserem Anlageuniversum zählen.

Eine Achterbahnfahrt haben die Rohstoffnotierungen erlebt. Seit ihrem Höhepunkt früher im Jahr sind sie zum Teil markant nach unten gesaut. Das gilt sogar für die Energiepreise. Seit Jahresbeginn verbleiben im Energiebereich und bei den landwirtschaftlichen Gütern indes noch immer deutliche Teuerungsschübe.

Die Konjunktur verlangsamt sich überall. In den USA machen die gute finanzielle Verfassung des Privatsektors und ein robuster Finanzsektor eine Rezession in naher Zukunft wenig wahrscheinlich. Laut Einschätzung der CS wird sich das US-Wachstum aber gefährlich nahe an die Marke von null verlangsamen, was es anfälliger macht für fiskal- und geldpolitische Fehlritte und externe Schocks.

Europa hat noch mehr Probleme. Hier hat es die Notenbank verpasst, die Geldpolitik rechtzeitig zu straffen. Haushalte und Unternehmen ächzen unter den gestiegenen Energiepreisen, was politischen Aktivismus begünstigt.

Durchschnittliche Wachstums- und Inflationsprognosen der von «Bloomberg Composite Contributor Forecast» befragten Ökonomen:

	Reales BIP Wachstum		Kern-Teuerung	
	2022	2023	2022	2023
China	3.4%	5.1%	2.3%	2.3%
Deutschland	1.5%	-0.2%	8.1%	5.4%
EU	3.1%	0.6%	8.5%	5.2%
Grossbritannien	3.5%	-0.1%	9.1%	6.7%
Japan	1.6%	1.5%	2.1%	1.3%
Schweiz	2.3%	1.0%	2.9%	2.0%
USA	1.6%	0.9%	8.0%	3.8%

Überhaupt ist die politische Gemengelage explosiv. Die militärischen Fortschritte der Ukraine machen die Lage in diesem Krieg noch gefährlicher, da sich Putin durch die Rückeroberungen in die Enge getrieben fühlen könnte. Entsprechende Äusserungen und Aktionen seitens des Kremls sind bereits erfolgt. Weitere politische Unruheherde wie China, Iran, Italien und bald wohl auch wieder die USA halten die Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer pausenlos auf den Zehen sitzen.

Jedenfalls erstaunt es nicht, dass sich der Ausblick für die wirtschaftlichen Leistungen der Volkswirtschaften weiter verdunkelt hat. Für das Jahr 2023 sind die vom Datenanbieter Bloomberg zusammengetragenen Prognosen für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) seit Anfang Juli in 24 von 26 Ländern

Die von uns eingesetzten Aktienfonds haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-27.8%
Barings ASEAN Frontiers Equities (USD)	-21.3%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	-10.7%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	-10.7%
Strategy Certificate SIM-Swiss Stock Portfolio Basket	-24.6%
iShares Core SPI ETF (CHF)	-21.5%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	-20.3%
Performa European Equities (€)	-11.6%
Performa US Equities (USD)	-35.0%
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	-20.1%
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	-14.2%
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	-26.1%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

heruntergestuft worden. Die EU und die USA sollen demnach noch mickrige 0,6 bis 0,9% wachsen. Im Juli lag die Prognose noch ca. einen Prozentpunkt höher. Mit Ausnahme von Russland erwarten die Auguren im Moment indes weder für das laufende noch das folgende Jahr irgendwo einen nennenswerten Rückgang des BIPs auf Jahresbasis. Das fällt angesichts der eintreffenden Einzelindikatoren indes zunehmend schwerer zu glauben.

So ist etwa das Konsumentenvertrauen in der Euro-Zone und in Grossbritannien jüngst auf Rekordtiefstwerte getaumelt. Selbst weniger tiefe Werte hatten in der Vergangenheit stets zu einer wirtschaftlichen Kontraktion geführt. Auch auf der Landkarte der Einkaufsmanager-Indizes (PMI) sind mehr Orange- und Rottöne zu sehen. In etwa der Hälfte der beobachteten Länder wird nun eine Kontraktion angezeigt.

Darunter befinden sich die Eurozone, Deutschland, Italien, Spanien sowie Grossbritannien. Auch in China, Südkorea und Taiwan stehen die Ampeln auf orange. Dagegen liegen die Werte in der Schweiz, in den USA, in Australien, Japan und Indien nach wie vor im Wachstumsbereich.

Sorgen bereitet fast überall die Teuerung. Die Schätzungen der Inflationswerte für 2022 und 2023 sind seit Juli fast ausnahmslos gestiegen,

sie liegen aber unter den momentan gemessenen Werten. So wird für 2023 für die USA noch mit einer Inflation von 3,8% (aktuell 8%) und für die Europäische Union mit einer von 5,2% (aktuell 10%) gerechnet.

Fazit: Hoffnungsschimmer am Horizont

Noch dominieren die Durchhalteparolen der Notenbanken, welche den Anschein aufrechterhalten wollen, dass sie die Geldentwertung konsequent bekämpfen. So gesehen dürfte der Trend der kurzfristigen Sätze weiterhin nach oben gehen. Verschiedene Input-Faktoren in die Inflation sind aber bereits rückläufig. Der Inflationsgipfel dürfte nahe oder sogar überschritten sein.

Zudem bleibt offen, wie weit die Notenbanken an ihrem Kurs festhalten, sollte sich die Wirtschaft weiter deutlich abkühlen und in eine Rezession mit wieder steigenden Arbeitslosenzahlen, Firmenkonkursen und anderen unschönen Begleiterscheinungen abgleiten.

Die Unternehmen sehen sich mit vielen negativen Faktoren konfrontiert. Höhere Lohn-, Material- und Finanzierungskosten stehen einem nachlassenden Umsatzwachstum gegenüber. Daher dürften Gewinne und Margen ihren Zenit über-

Anderer von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	-14,8 %
Acatis IfK Value Renten Fond (€)	-14,7 %
BCV Liquid Alternative Beta Fund (CHF hedged)	-9,1 %
BCV Liquid Alternative Beta Fund (Euro hedged)	-9,1 %
BCV Liquid Alternative Beta Fund (USD)	-7,7 %
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-14,7 %
Pictet CH-CHF Bond Fund	-11,9 %
Plenum European Insurance Bond Fund (CHF hedged)	-20,4 %
Plenum European Insurance Bond Fund (€)	-20,5 %
ZKB ETF Gold (USD)	-7,8 %

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

schritten haben. Das wird vielleicht vom Markt noch nicht voll eingepreist, denn die Prognosen zeigen weiter nach oben. So werden beispielsweise in den USA die Gewinne pro Aktie der Unternehmen im MSCI-Index in zwölf Monaten um 11% höher als aktuell veranschlagt.

Werte pflegen.

Transparente und bankenunabhängige Vermögensverwaltung.

Im Argen liegt dafür die Marktpsychologie. Noch selten zeigten sich Anlegerinnen und Anleger in so schlechter Stimmung, wie die Umfragen des Datenproviders Sentix Ende September illustriert haben. Aus dem Blickwinkel eines solchen Contrarian-Signals ergibt sich indes, dass der Verkaufsdruck abnehmen sollte und es zu einer Gegenbewegung kommen könnte.

Stand heute sind wir der Meinung, dass es für Aktienverkäufe zu spät ist. Das Tiefst wurde vielleicht noch nicht überall gesehen, aber die Erfahrung lehrt, dass es unmöglich ist, den Markt zu timen. Wer auf der Gegenseite die (wenigen) besten Börsentage verpasst, vergeblich das langfristig hohe Renditepotenzial der Aktien (siehe auch Anlagebericht vom 30.Juni 2022).

Asset Allokation

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgende Asset Allokation eines ausgewogenen Schweizer-Franken-Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen. Mandate in anderen Referenzwährungen weisen teilweise abweichende Veränderungen und Gewichtungen auf.

Geldmarkt

Durch den Verkauf der restlichen Goldposition im Juli ist die Geldmarktquote im dritten Quartal nochmals gestiegen. Insgesamt sind wir in liquiden Mitteln jetzt Übergewichtet.

Obligationen

Endlich lassen sich wieder Obligationen finden, welche eine erwähnenswerte positive Verzinsung bieten. Das ist die gute Nachricht für Anlegerinnen und Anleger, welche neu investieren wollen oder die für fällige Titel nach Ersatzinvestitionen Ausschau halten. In US-Dollar könnten sich bald schon attraktive Kaufgelegenheiten auch für etwas länger laufende Papiere ergeben, wogegen in Franken und Euro das Augenmerk nach wie vor auf kurze Durationen und damit Laufzeiten von nicht mehr als fünf Jahren gerichtet werden sollte. Wir haben im Berichtszeitraum keine aktive Veränderung der Positionen vorgenommen und sind in Obligationen weiterhin untergewichtet.

Aktien Schweiz

Unsere Value-Aktien-Auswahl «Swiss Stock Portfolio» musste gegenüber der Benchmark SPI etwas Terrain preisgeben. Das hat auch damit zu tun, dass der Index von der relativ soliden Entwicklung der ihn dominierenden Schwergewichte

Nestlé, Novartis, Roche und Zurich Insurance profitiert hat.

Das SSP, wo auch zahlreiche mittelgrosse und kleinere Unternehmen (mid- und small-caps) mit gleicher Gewichtung wie die genannten Blue Chips vorhanden sind, wurde von den grösseren Kursrückgängen im mid- und small-cap-Bereich stärker in Mitleidenschaft gezogen. Lediglich Holcim,

Siegfried und Tecan konnten das Quartal mit Kursfortschritten beenden. Die roten Laternen gingen an Also, Sonova und Vetropack, wo die Zwischenergebnisse unter den Erwartungen der Analysten ausfielen bzw. im Falle Vetropack die Zerstörung eines Werks in der Ukraine einen direkten Einfluss auf das Unternehmen hat.

Im bisherigen Jahresverlauf beträgt die Performance des SSPs -23,5%. Langfristig präsentiert sich die Entwicklung vorteilhafter. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance auf 10,9%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 8,75% deutlich übertraffen wurde. Seit 2012 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtperformance von rund 204% erreicht, der Index eine von 146%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen, wogegen der Vergleichsindex kostenfrei ist.

Die **Kurs/Gewinn-Verhältnissen** aufgrund der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich überall verbilligt:

	Dez. 2021	Sept. 2022	Veränderung
SPI Index	16.4	15.6	-4.9%
DJ STOXX 600 Index	20.8	13.5	-35.1%
MSCI AC Asia ex Japan	16.2	10.8	-33.3%
MSCI Japan	15.1	14.2	-6.0%
MSCI USA	27.1	18	-33.6%
MSCI AC Welt Index	23.2	15.4	-33.6%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Aktien Europa

Auch die europäische Aktienausswahl, das «European Stock Portfolio» (ESP), konnte sich der schlechten Börsensituation nicht entziehen. Es büsste im Quartal 4,7% ein, seit Anfang Jahr sind es damit 23%. Der DJ Stoxx 600 Index steht für die ersten neun Monate mit 18,6% im Minus. Hannover Rück, SSAB und IG Group zählten im letzten Quartal zu den besten Performern, die britischen Immobilienaktien Persimmon und Barratt Developments (Zinsanstieg, Rezessionsangst) zu den schlechtesten. In den Zahlen für das ESP sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird.

Die langfristige Performance des ESP seit 1992 spricht unverändert für den in dieser Auswahl angewandten Value-Stil. So hat das ESP in dieser Zeitspanne eine mittlere jährliche Performance von 7,2% erreicht, verglichen mit 5,9% der Benchmark. Kumuliert sind so im Portfolio 837% zusammengekommen, wogegen die kumulierte Index-Performance auf 585% zu stehen kommt.

Aktien USA

Die Positionen haben keine Veränderungen erfahren. Wegen der hohen Gewichtung von Wach-

Kurs/Buchwert und Dividendenrendite wichtiger Aktienmärkte:

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	2.3	3.1%
DJ STOXX 600 Index	1.6	3.7%
MSCI AC Asia ex Japan	1.2	3.0%
MSCI Japan	1.2	2.6%
MSCI USA	3.7	1.8%
MSCI AC Welt Index	2.5	2.4%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

tumsaktien, welche auf Zinserhöhungen jeweils besonders empfindlich reagieren, ist in den USA vor allem der Nasdaq-Index unter die Räder gekommen. Aber auch der breitere Gesamtmarkt konnte sich dem Abwärtssog nicht entziehen.

Aktien Asien (ohne Japan)

An den Positionen und damit auch an der leichten Übergewichtung asiatischer Aktien hat sich nichts verändert.

Aktien Japan

Japan scheint weiter weg denn je zu liegen. Zwar gaben die Kurse ebenfalls nach, jedoch bei weitem nicht so stark wie an anderen Börsen. Im dritten Quartal tendierten die wichtigsten Aktienindizes sogar mehr oder weniger seitwärts. Auch punkto Inflation und Zinserhöhungen – beides im Land der aufgehenden Sonne kaum ein Thema – zeigt sich das Inselreich wie von einem anderen Stern. Keine Freude bereitet allerdings der schwache Yen, welcher dank den Währungsabsicherungen indes nicht auf unsere (unveränderten) Positionen durchschlug.

Seit Anfang Jahr haben sich ausgewählte Devisen-Kurse wie folgt entwickelt:

	Dez. 2021	Sept. 2022	Veränderung
CHF / Euro	1.0375	0.9674	-6.8%
CHF / USD	0.9129	0.987	8.1%
Euro / USD	0.8793	1.0202	16.0%
Yen / USD	115.0800	144.74	25.8%

Quelle: Bloomberg.



Werte spüren.

Jeder Kunde ist Chefsache.

Alternative Anlagen

Hedge Funds bieten antizyklische (relative) Absicherungen gegenüber dem Aktienmarktrisiko ganz generell wie auch gegenüber besonderen Risiken aus beispielsweise politischen Krisen. Auch in diesem Jahr haben sie im Vergleich zu den globalen Aktien- und Anleihenmärkten eine relative Out-Performance erzielt. Die Anlageklasse hat im dritten Quartal keine Änderung erfahren.

Edelmetalle

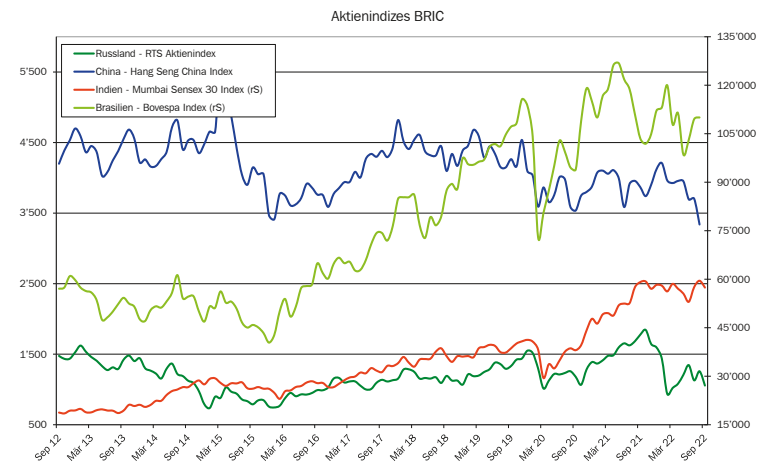
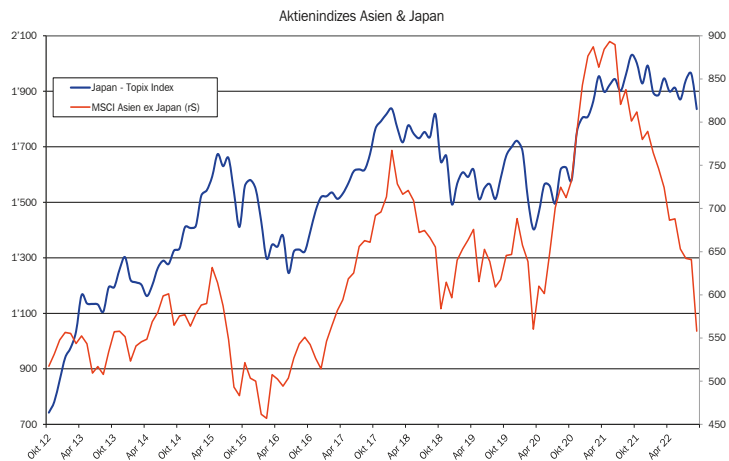
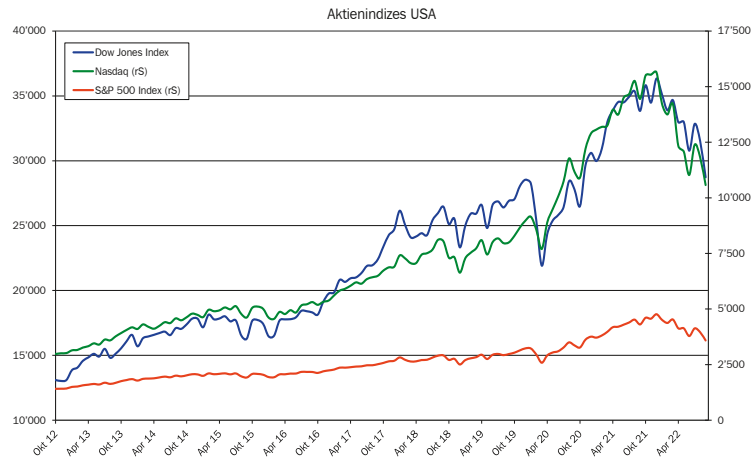
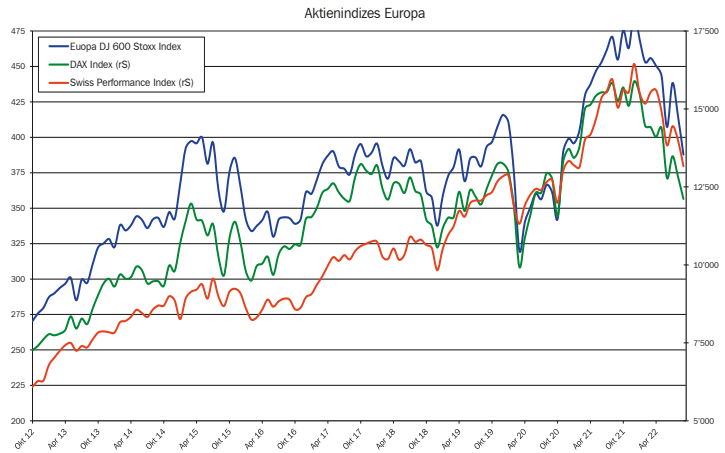
Gold (sowie Silber) scheint seine Funktion als Inflationsschutz temporär einzubüssen. Das hat mit den anziehenden Zinsen und den damit für die Edelmetalle steigende Opportunitätskosten zu tun. Nachdem wir die Gold-Positionen bereits im zweiten Quartal halbiert hatten, haben wir den Rest Anfang Juli ebenfalls veräussert.

Unsere Asset Allokation zusammengefasst:

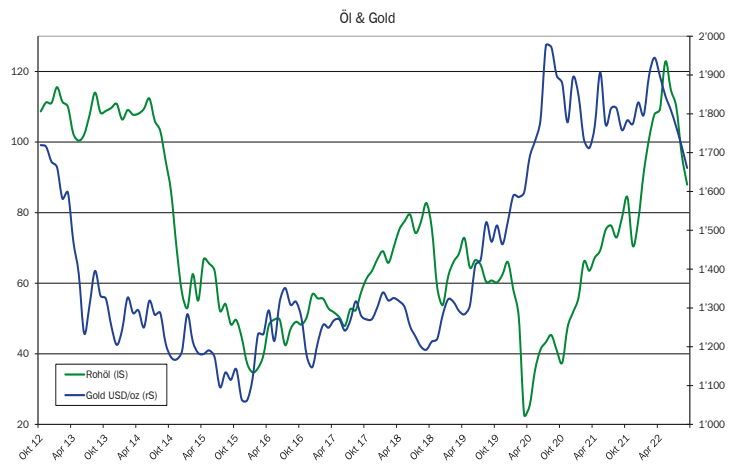
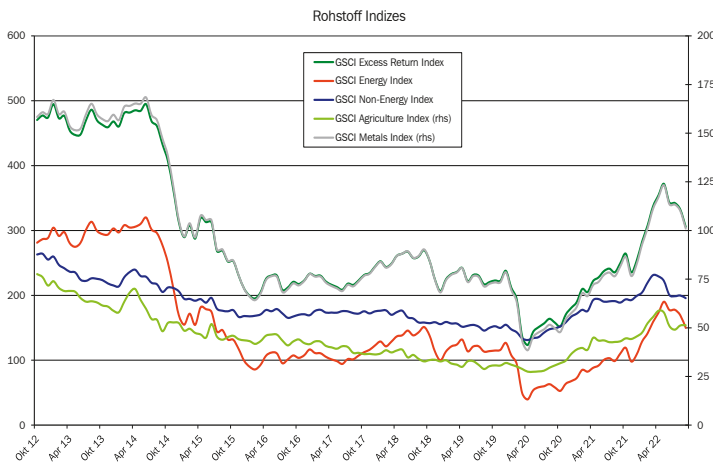
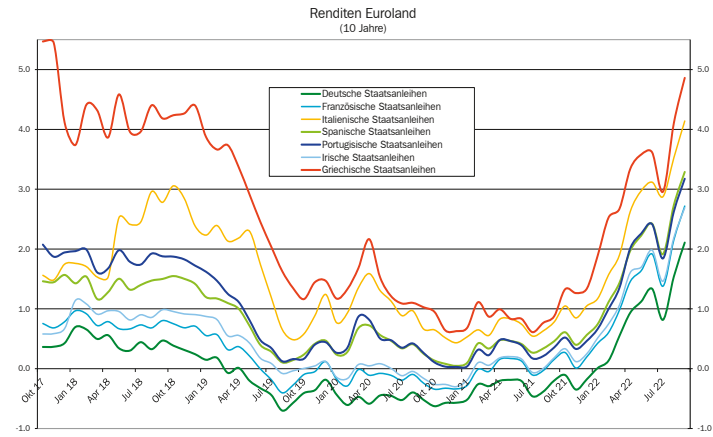
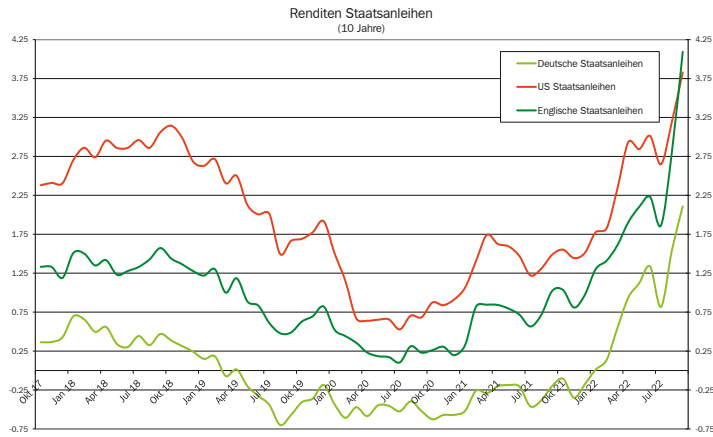
Anlagekategorie	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet/ kurze Duration
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	leicht untergewichtet
Aktien USA	leicht übergewichtet
Aktien Asien	leicht übergewichtet
Aktien Japan	leicht übergewichtet
Edelmetalle	keine Position
Alternative Anlagen	untergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Aktienmärkte auf einen Blick



Obligationenrenditen und andere Kennziffern



Rechtliche Hinweise

Angebotsbeschränkung: Die im Anlagebericht der Salmann Investment Management AG (nachstehend SIM) publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Der Inhalt ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Publikation bzw. den Zugang zu Informationen verbietet (aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Die vorliegenden Informationen werden von SIM unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. SIM übernimmt jedoch keine Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen. Die Informationen stellen keine Entscheidungshilfen dar. Bei Anlageentscheiden lassen Sie sich bitte von qualifizierten Personen beraten. Risiko/Warnung: Der Wert von Investitionen kann steigen oder fallen. Die künftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Haftungsausschluss: SIM haftet in keinem Fall (Fahrlässigkeit eingeschlossen) für Verluste oder Schäden (speziell direkte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die aus oder im Zusammenhang mit einem Zugriff auf diesen Bericht oder darin enthaltener Verknüpfungen entstehen könnten. Quelle der Grafiken: Bloomberg.

Schlusswort

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen viele goldene Herbsttage.

Alfred Ernst
Direktor, Kundenbetreuer

Kontaktieren Sie uns

Salmann
Investment Management AG

Beckagässli 8
FL-9490 Vaduz

T +423 239 90 00
F +423 239 90 01

www.salmann.com

