88. Finanzreport 2023

Swiss Asset Management AG

PT Asset Management

Erwartung einer breiten Markterholung im Jahr 2023

Das vergangene Jahr war geprägt von zutiefst beunruhigenden Auswirkungen und vom stärksten Inflationsanstieg seit vier Jahrzehnten. Zudem kam die Rückkehr militärischer Aggressionen in Europa in einem Ausmaß zurück, welches zuletzt im zweiten Weltkrieg zu beobachten war. Verschärfte geopolitische Spannungen waren ebenfalls präsent, vergleichbar wie vor 60 Jahren. Zudem kam es zu einem Rekordanstieg der Lebensmittel- und Energiepreise, der durch einen beispiellosen Anstieg der Gaspreise auf ein katastrophales Niveau verschärft wurde und die europäischen Volkswirtschaften zu ersticken drohte.

Im Januar und Februar 2022 kam der anfängliche Inflationsanstieg nicht überraschend und führte vorhersehbar zu einem Anstieg des Preisdrucks, der auf die umfangreichen wirtschaftlichen und steuerlichen Anreize zurückzuführen war, die zuvor eingeführt worden waren, um die negativen Auswirkungen der Pandemie auszugleichen.

Das exponentielle Wachstum der Geldmenge (M2) ging mit einer einschneidenden Konjunkturbelebung einher, die zu einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und zu Engpässen in den Lieferketten von Gütern, vor allem bei Halbleitern, führte.

Dieser Anstieg der Inflationsindizes wurde zunächst als ein lediglich vorübergehendes Phänomen angesehen. Die ersten Anzeichen einer erheblichen Preisbeschleunigung ließen die amerikanische Zentralbank zunächst völlig unbeeindruckt. In den Kommentaren nach der FOMC-Sitzung vom Dezember 2021 bekräftigte die Fed ihren Standpunkt, dass die Leitzinsen 2022 und größtenteils 2023 bei null bleiben könnten, und verwies auf das erwartete Nachlassen des Preisauftriebs und die Normalisierung der Lieferketten.

Nach der militärischen Invasion vom 24. Februar änderte sich die Inflationsperspektive dramatisch zugunsten eines Szenarios, das von einer langwierigen Phase inflationärer Störungen ausging. Dieses Szenario war mit dem damaligen expansiven Niveau der Leitzinsen nicht vereinbar. Die Probleme in der Versorgungskette verschärften sich, anstatt wie ursprünglich erwartet abzuflauen, während die Rohstoff-, Energie- und Lebensmittelpreise in alarmierendem Tempo anstiegen.

Nach einem ersten zögerlichen Schritt im März 2022 reagierten die Zentralbanken, indem sie ihre Leitzinsen in aufeinanderfolgenden massiven Schritten anhoben, wie es sie seit den frühen achtziger Jahren nicht mehr gegeben hatte. Damals drückte ein starker Anstieg des Zinsniveaus auf die Wirtschaft, die bereits durch hohe Energiepreise und ein demografisch bedingtes Überangebot an Arbeitskräften belastet war. Die sinkenden Ölpreise beruhigten schließlich die Inflation in den dunklen Jahren ,81 und ,82, aber die unnötig hohen Zinssätze haben die Wirtschaft traumatisiert.

In der gegenwärtigen Periode war die Angst der Marktteilnehmer in geringerem Maße mit den Inflationserwartungen verbunden, drückte aber größtenteils ihr Unbehagen über die Entschlossenheit der Fed zur Inflationsbekämpfung aus.

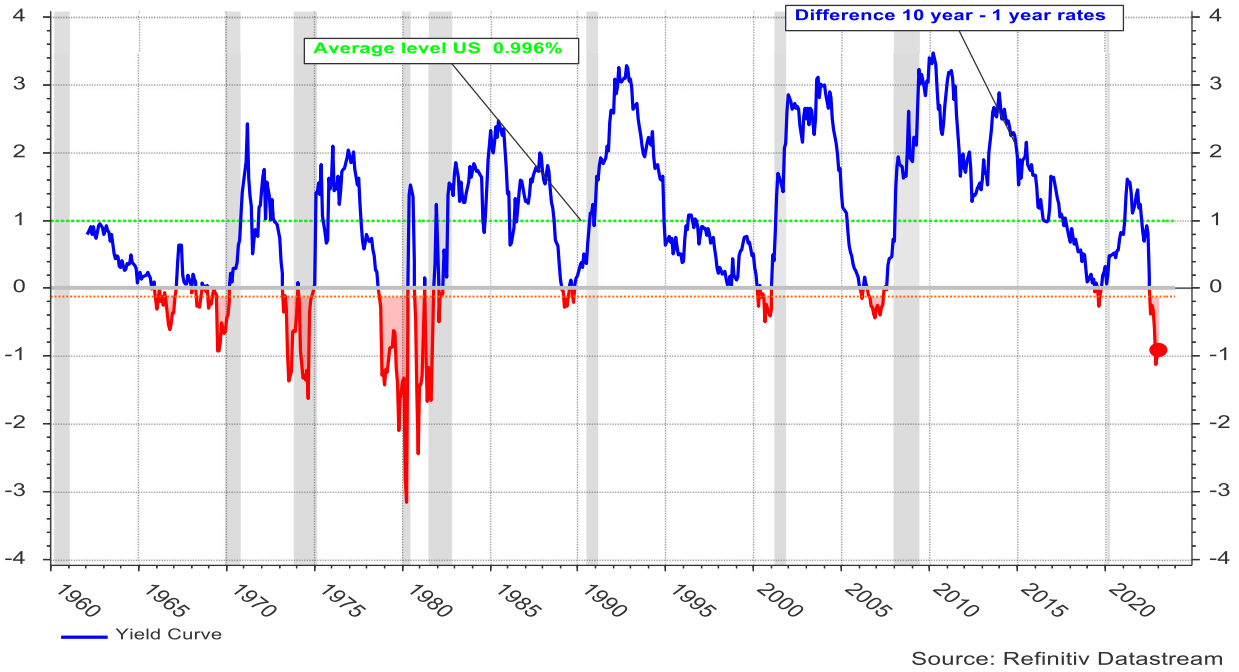


Abbildung 1: Renditekurve US (Differenz zwischen den Zinssätzen für 10-jährige und 1-jährige Staatsanleihen)

Der jüngste Preisdruck wurde durch ein akutes Energieproblem und Unterbrechungen der Versorgungskette verursacht. Unter diesen Umständen bieten Zinserhöhungen, die auf eine Verlangsamung der Wirtschaft abzielen, nur wenig Abhilfe und bergen das Risiko, die Wirtschaft in eine schwere Rezession zu führen. Eine umgekehrte Renditekurve ist ein typischer Vorläufer einer erheblichen Rezession und erreicht derzeit ein beunruhigendes Ausmaß. Nur 1965 konnte sich die Wirtschaft trotz einer inversen Renditekurve im positiven Bereich bewegen.

War die von der Zentralbank auferlegte Lösung schädlicher als das Problem? War die Fed bereit Volckers Politik verheerender Zinssprünge zu kopieren und die Zinssätze wie 4 Jahrzehnte zuvor zu erhöhen, um die Wirtschaft unnötig an den Rand einer schweren Rezession zu bringen?

Eine Flut von Kommentaren des Fed-Vorsitzenden und seiner Direktoren heizte die Finanzmärkte an und schürte die Angst vor einem Ausufern, was zu einem übermäßig hohen Zinsniveau führen würde, welches das künftige Wirtschaftswachstum lähmen würde.

Um den Euro-Dollar-Kurs unter Kontrolle zu halten, hatte die europäische Zentralbank keine andere Wahl, als der rasanten Beschleunigung der Zinssätze durch die Fed zu folgen und damit eine Implosion der Wirtschaftstätigkeit in der Eurozone zu riskieren.

Die negativen Auswirkungen von Zinserhöhungen, die sich aus der Perspektive einer anhaltenden Inflationsperiode und der Angst vor einer geopolitischen Eskalation nach der militärischen Invasion ergaben, führten zu einer etwas überraschenden Konsequenz auf den Anleihemärkten. In einem ähnlichen Kontext könnte man wohl ein Szenario vorhersehen, das Anleiheinvestitionen begünstigt, was auf eine Flucht-zu-Qualität-Reaktion der Anleger zurückzuführen ist.

Doch das Gegenteil war der Fall, sogar im Extremfall. Die Äußerungen der Fed verunsicherten wiederholt die Anleihemärkte und schürten die Angst vor einer außer Kontrolle geratenen Inflationsspirale. Diese Aussicht führte zu einem rasanten Anstieg der Anleiherenditen und zu enormen Verlusten bei Anleihepositionen, wie sie in der jüngeren Geschichte der Finanzmärkte seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr zu verzeichnen waren.

	24/01/2023	%	Δ since 01/01/2022	01/01/2020	23/02/2022
NAME					
ITALY BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	4,03		2,89	2,71	2,18
AUSTRIA BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,77		2,88	2,75	2,38
BELGIUM BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,75		2,64	2,65	2,15
NETHERLAND BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,45		2,63	2,50	2,19
SPAIN BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	3,17		2,58	2,70	1,98
EURO ORIG MKTS 10Y BMK (SYNTHETIC)	2,82		2,57	2,55	2,07
PORTUGAL BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	3,01		2,52	2,56	1,85
FRANCE BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,63		2,51	2,55	2,03
RF UK GVT BMK BID YLD 10Y	3,36		2,39	2,54	1,89
RF DENMARK GVT BMK BID YLD 10Y	2,43		2,37	2,57	1,92
RF POLAND GVT BMK BID YLD 10Y	6,05		2,35	3,99	2,08
GERMANY BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,16		2,34	2,35	1,97
US TREAS.BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	3,52		2,03	1,61	1,54
SWEDEN BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,04		1,80	1,89	1,34
CZECH BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	4,41		1,39	2,80	1,40
SWITZERLAND BNCHMRK. BOND 10 YR (DS)	1,23		1,37	1,74	0,98
NORWAY BENCHMARK BOND 10 YR (DS)	2,91		1,19	1,33	0,77
RF CHINA GVT BMK BID YLD 10Y	2,99		0,20	-0,19	0,17
JAPAN BENCHMARK BOND -RYLD.10 YR (DS)	0,16		0,09	0,17	-0,04

Tabelle 1: Zinsniveau (10-jährige Staatsanleihen) und Veränderung seit dem 01.01.2022

Dieser Flächenbrand griff auf die Aktienmärkte über und konfrontierte die Anleger mit ihrem schlimmsten Albtraum: Stark steigende Anleiherenditen in Verbindung mit einer erheblichen negativen Korrektur der Wachstumsrate der Weltwirtschaft, erodierende Gewinnspannen und geringere Absatzmengen. An den meisten Aktienmärkten kam es zu erheblichen Kursverlusten, die insbesondere wachstumsorientierte Unternehmen betrafen.

Es trägt die Merkmale eines perfekten Sturms. Es signalisiert einen wirtschaftlichen Abschwung mit langanhaltenden Folgen...

Oder doch nicht? Wir sind mit dieser pessimistischen Sichtweise nicht einverstanden.

Die jüngsten Statistiken über die Inflation in den USA folgen tendenziell dem von uns prognostizierten Abwärtspfad, der durch die Aussicht auf stabilisierte Rohstoff- und Lebensmittelpreise (die derzeit alle unter dem Niveau vor der Invasion liegen), deutlich niedrigere Gaspreise und nachlassende Inflationsraten bei Waren gekennzeichnet ist. Die erwarteten Inflationsraten für die nächsten 5 Jahre, die aus den Marktpreisen inflationsgebundener Anleihen abgeleitet werden, deuten auf eine deutliche Abschwächung hin. Damit liegen die Schätzungen für die künftige Inflation in den USA und in der Eurozone nahe genug an der Zielmarke der Zentralbanken, um den Märkten eine Erholung zu verschaffen. Obwohl die Notenbanken weiterhin die Notwendigkeit weiterer Leitzinserhöhungen betonen, wird ihr Ton angesichts des jüngsten Rückgangs der VPI- und PPI-Indizes immer weniger aggressiv. Das Wachstum der Löhne und Gehälter muss seine Abschwächung bestätigen, damit die aggressivste Straffung seit den frühen achtziger Jahren endlich ein Ende findet.

Eine bemerkenswerte Beobachtung: Sollte die Fed ihren Aufwärtskurs stoppen, vermutlich nach der FOMC-Sitzung im März 2023, wäre es das erste Mal seit über einem halben Jahrhundert, dass die Fed auf die Pause-Taste drückt, nachdem die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat (im zweiten Quartal 2022). Selbst in den achtziger Jahren begann Volcker, den Leitzins zu senken, bevor die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hatte. Der atypische Umgang mit der aktuellen Inflation zeigt, dass die Fed zu spät im Zyklus reagiert und ihre geldpolitische Straffung über einen längeren Zeitraum ausdehnen muss.

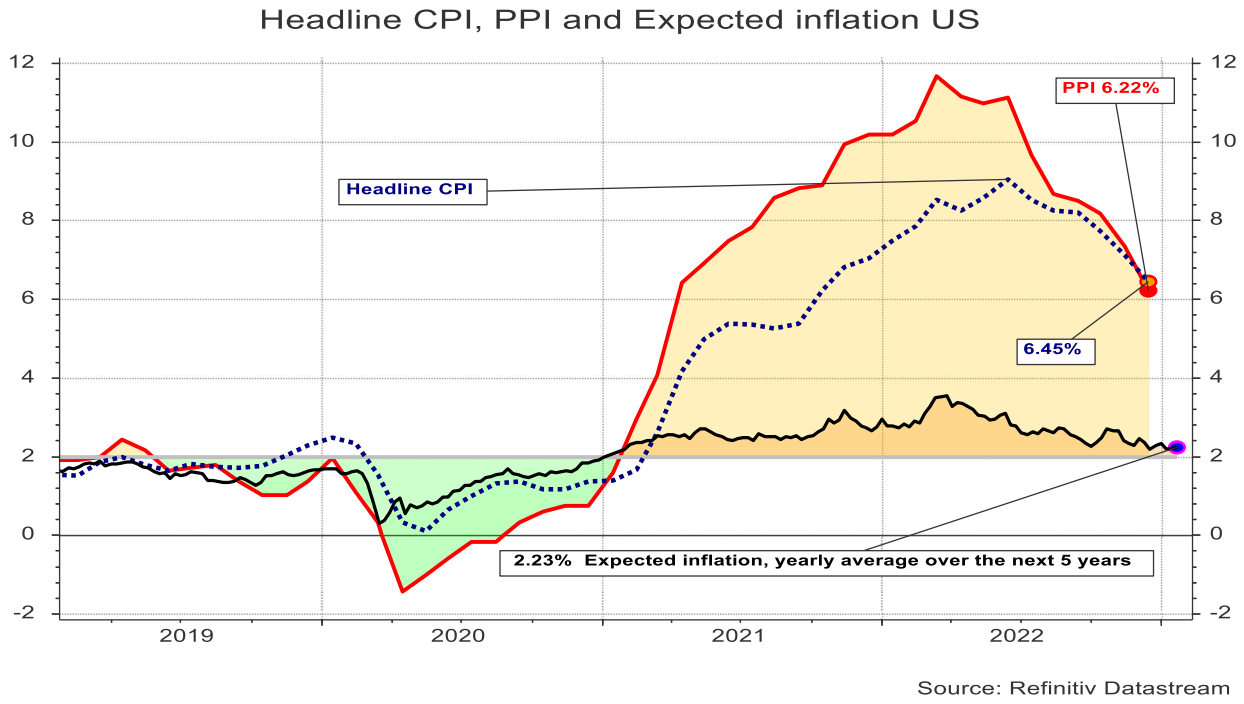


Abbildung 2: Inflationsindizes in den USA (VPI, PPI und erwartete Inflation)

Fast im Widerspruch zu den düsteren Prognosen für das künftige Wirtschaftswachstum blieb der Arbeitsmarkt in Europa und den USA weiterhin stark und machte die Wirtschaft erstaunlich resistent gegenüber den Zinserhöhungen der Zentralbanken.

Im nächsten Quartal wird die Last der hohen Zinsen und des abschreckenden geopolitischen Umfelds natürlich ihren Tribut von den Volkswirtschaften der USA und Europas fordern, aber nicht in dem Maße, wie ursprünglich befürchtet. Bei einer Stabilisierung der militärischen Bedingungen könnte sich die befürchtete heftige Rezession, mit der ursprünglich gerechnet wurde, in ein Szenario mit kurzzeitig unterbrochenem Wachstum verwandeln.

In Anbetracht dieser Aussicht haben die meisten Aktienmärkte in den letzten Wochen bereits mit einer Aufwärtskorrektur reagiert, insbesondere in Europa.

Obwohl der außergewöhnliche Anstieg der Gaspreise ursprünglich die bedenkliche strukturelle Schwäche der europäischen Industrie offenbart hatte, ermöglichten nachsichtige und einschneidende logistische Interventionen in den letzten Monaten einen raschen Wechsel der Lieferanten, die zu einem starken Rückgang der Gaspreise führten. Ein Umfeld, das dem europäischen Aktienmarkt eine einzigartige Gelegenheit bot, sich von seinem zuvor angeschlagenen Preisniveau zu erholen. Dies führte in jüngster Zeit zu einer beeindruckenden Outperformance gegenüber den Aktienmärkten in Übersee.

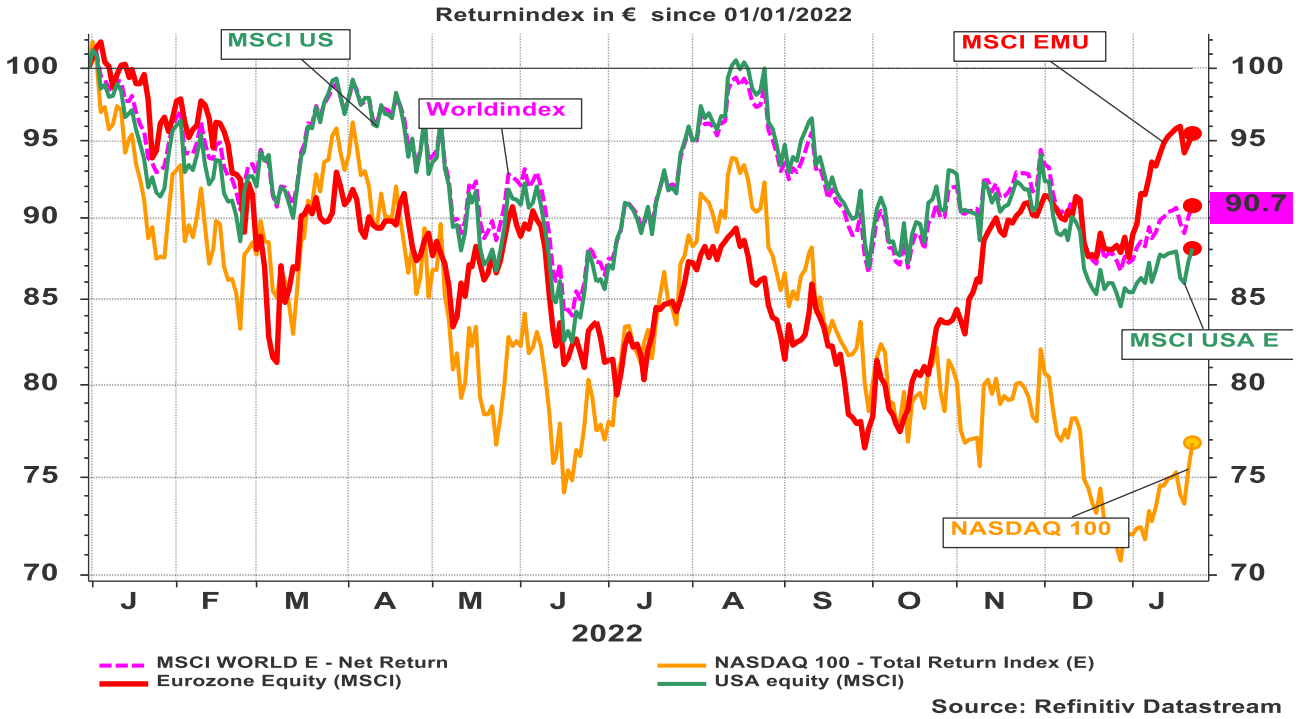


Abbildung 3: Entwicklung von NASDAQ, MSCI USA, World und Eurozone (Rendite in Euro) zwischen 01/01/2022 und 23/01/2023)

Die amerikanischen Aktienmärkte wurden in der Vergangenheit weniger durch den Anstieg der Energiepreise, sondern vielmehr durch das schwache Wirtschaftswachstum beeinträchtigt, was sich asymmetrisch auf die wachstumsorientierten Aktien auswirkte.

Ungeachtet der Tatsache, dass viele Anleger noch immer unter den unangenehmen Schocks leiden, die sie bei der Verwirklichung eines echten annus horribilis im Jahr 2022 erlitten haben, sind wir nach wie vor von dem unbeeinträchtigten langfristigen Potenzial der Aktienmärkte und den besonderen Chancen überzeugt, die die Rentenmärkte derzeit bieten.

Letzteres könnte in der ersten Hälfte des Jahres 2023 eintreten, wenn die Überzeugung wächst, dass die Verbraucherpreisindizes nachhaltig steigen werden, so dass die Notenbank ihre Zinserhöhungspolitik einstellen kann. Die Anleiherenditen können sich entsprechend anpassen, sowohl an die niedrigeren Inflationserwartungen als auch an das gedämpfte Wirtschaftswachstum.

Die Aussicht, eine scharfe Rezession zu vermeiden, die relative Stärke der Verbrauchermärkte, verbesserte Gewinnmargen nach einschneidenden Kostensenkungen und fortgesetzte Staatsausgaben werden den Rahmen für die Erholung der amerikanischen und europäischen Aktienmärkte bilden, die sich voraussichtlich in der zweiten Hälfte des Jahres 2023 einstellen wird. Die derzeitige restriktive Haltung der EZB-Vorsitzenden wirft ihre Schatten auf die europäischen Aktienmärkte, wird aber bis zum Ende des ersten Quartals zusammen mit der sinkenden Inflationsrate abklingen.

Der asiatische Aktienmarkt kann durch ein Erwachen der chinesischen Wirtschaft beflügelt werden. Obwohl die Wirtschaft dieses Giganten angesichts der strukturellen Finanzschwäche seines Immobilienmarktes und der drohenden Welle von COVID-Fällen, besteht eine Gefährdung durch ein gestörtes Verhältnis zu den USA und eine Behinderung von unumkehrbaren, negativen demografischen Entwicklungen.

In unmittelbarer Zukunft werden die Aktienmärkte weiterhin durch die schlechten aktuellen Unternehmensergebnisse belastet, die die schlechten wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen widerspiegeln, die im letzten Quartal 2022 herrschten und im ersten Quartal 2023 anhalten werden.

Die Zentralbanken werden sich erst dann zu einer Pause bei ihrem derzeitigen Ansatz der drastischen Zinsstraffung entschließen, wenn sich die Inflation eindeutig verlangsamt und der Arbeitsmarkt keine neuen Risiken für eine beschleunigte Lohnentwicklung birgt. Da die Inflationsindikatoren ihren Umkehrpunkt überschritten zu haben scheinen, wird zunächst das Tempo der Zinserhöhungen verringert werden, gefolgt von einer Phase stabiler Leitzinsen, die wahrscheinlich bis Anfang 2024 andauern wird.

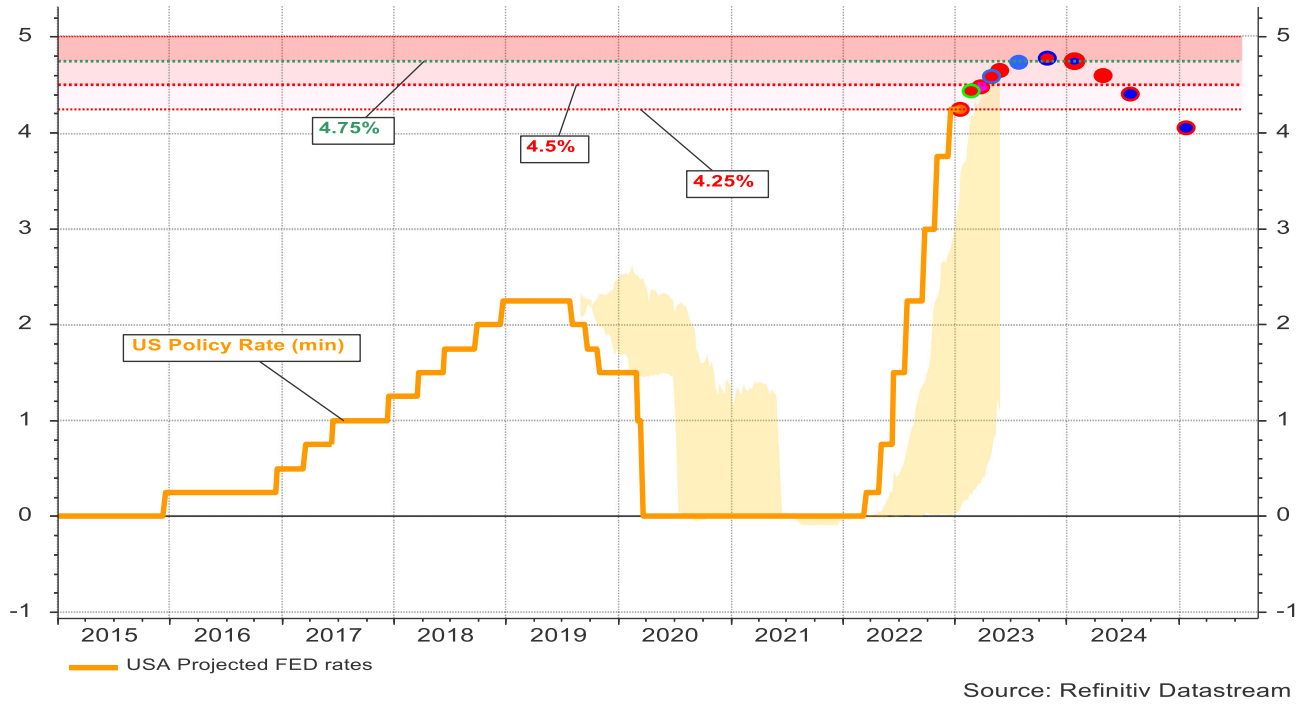


Abbildung 4: Voraussichtliche Entwicklung des Leitzinses (Mindestniveau) in den USA

Die Hauptrisiken, die diese Perspektive verändern können, sind eine ungünstige geopolitische Entwicklung, ein stärker als erwarteter Rückgang der weltweiten Wirtschaftstätigkeit, politische Immobilität in den USA und eine Verschlechterung der weltweiten Gesundheitsbedingungen, die an das Schreckgespenst der Pandemie erinnert.

Die geopolitische Lage steht 2023 an einem Scheideweg. Ein Zermürbungskrieg begünstigt die Russische Föderation und könnte die NATO-Bündnispartner dazu veranlassen, ihre militärische Hilfe aufzustocken, um ein entscheidendes Ende des Konflikts zu beschleunigen, wodurch sich das Risiko einer Eskalation ungewollt erhöht. Eine angemessene militärische Gegenoffensive der Ukraine könnte zu einem Versuch der Rückeroberung der Krim führen, was schwere Vergeltungsmaßnahmen Russlands provozieren würde, die über konventionelle Waffen hinausgehen.

Die Anleger sind derzeit auf eine leichte Rezession in den USA und Europa eingestellt, die sich über einen kurzen Zeitraum ausdehnt. Diese Aussicht erlaubt es ihnen, über die schwachen Zahlen hinauszublicken, die die meisten Unternehmen im letzten und im laufenden Quartal vorlegen werden. Sollte sich der wirtschaftliche Abschwung als stärker oder länger als angenommen erweisen, müssen die aktuellen Kurs-Gewinn-Multiplikatoren nach unten korrigiert werden, wodurch sich die aktuellen Kursniveaus als äußerst anfällig erweisen.

Der derzeitige Showdown zwischen Republikanern und Demokraten oder rivalisierenden Fraktionen innerhalb der GOP könnte zu einem politischen Stillstand in den USA führen, der sich über einen längeren Zeitraum hinzieht. Die daraus resultierende Pattsituation könnte die Kriegsanstrengungen gefährden und die Verteidigung der NATO schwächen.

Das Szenario einer Sperre der Staatsausgaben stellt wohl die größte Bedrohung dar und bietet die Bühne für ein politisches Drama. Der US-Finanzminister hat angedeutet, dass die US-Schuldenobergrenze in der letzten Januarwoche erreicht wird, was die staatlichen Ausgaben für die Infrastruktur behindern könnte.

Die plötzliche Umkehrung der chinesischen Gesundheitsstrategie war angesichts der extremen Kosten, die den chinesischen Bürgern auferlegt wurden, wahrscheinlich überfällig, aber die Kehrseite dieser dramatischen Wende in der Gesundheitspolitik ist das erneute Risiko eines Tsunamis von Ansteckungen weltweit oder die Mutation dieses heimtückischen Virus zu einer noch gefährlicheren Variante.

Bei einem kontrollierten Risikoszenario sehen wir ein günstiges Umfeld für ausgewogene Fonds, das auf einem Rückgang der Inflation, einer Mäßigung der langfristigen Zinssätze, einem milden Konjunkturabschwung, geschwächten, aber widerstandsfähigen Arbeitsmärkten und Verbraucherausgaben, einer Lockerung der geldpolitischen Bedingungen und besseren Wirtschaftsaussichten in der zweiten Jahreshälfte beruht. Dies würde sowohl den Anleihemärkten in der ersten Jahreshälfte als auch den Aktienmärkten bei Fälligkeit 2023 zugutekommen.

Dieses Szenario ermöglicht eine allmähliche Erhöhung des Gewichts von Staatsanleihen und ihrer Laufzeit. Sowohl das Gewicht als auch die Laufzeit von Anleihen wurden in den vergangenen entscheidenden Monaten erheblich gesenkt. Obwohl der Anleihemarkt durch geopolitische Ereignisse und finanzielles Unglück stark belastet wurde, waren die unvergleichlichen Kursverluste das Ergebnis einer Panikmache, die einen starken Ausverkauf von Anleihen in einem ungerechtfertigten Tempo auslöste.

Wir haben sowohl die Gefahr des Inflationsschubs als auch die übertriebene Reaktion auf diese Entwicklung erkannt. Dies führte zu einer Verringerung der Anleihepositionen und der Duration, aber wir sind weiterhin für eine kräftige Erholung der Staatsanleihen positioniert.

Die Aktienpositionen wurden neu positioniert und nicht willkürlich abgebaut. Das Portfolio wurde auf Unternehmen mit einem starken Qualitätsprofil in Kombination mit moderaten Kursmultiplikatoren ausgerichtet.

Obwohl wir durch die jüngsten Ereignisse herausgefordert sind, bleiben wir davon überzeugt, dass wachstumsorientierte Aktien die beste Antwort auf die Risiken der heutigen Zeit sind und die bessere Positionierung für zukünftige Chancen an den Aktienmärkten bieten.

26. Januar 2023

Prof. Dr. Stefan Duchateau

Prof. Dr. Stefan Duchateau
blickt auf bereits über 25 Jahre Erfahrung im Portfolio-Management zurück. Neben seinen Professuren an der KU Leuven, HU Brussel und Uni Hasselt in den Bereichen Risiko-Management, Financial Engineering und Portfolio Management, entwickelte und konzipierte er den Kapitalsicherungsfonds (capital protected funds). Prof. Dr. Duchateau ist Anlageberater des Global Allocation UI und erstellt eigene makroökonomische Analysen, Asset Allocation Modelle, Risikomanagement-Tools und spezielle Auswahlverfahren für geeignete Anlageklassen.

» Für den chancenorientierten Anleger

PTAM Global Allocation

WKN: A1JCWX

Fondsberater: PT Asset Management GmbH – Prof. Stefan Duchateau

Morningstar Rating 5 Year ★★★★★

Morningstar Rating Overall ★★★★★

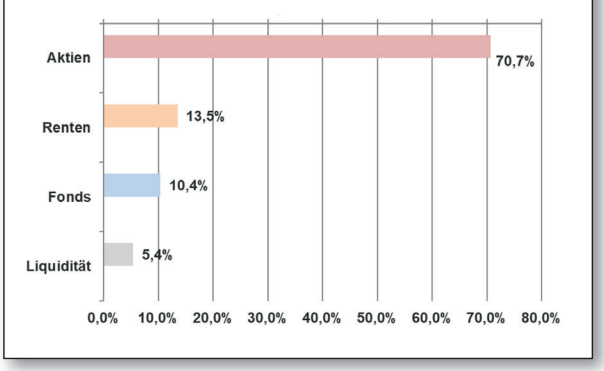
MSCI ESG RATINGS AA

CCC | B | BB | BBB | A | AA | AAA

- » Vermögensverwaltender Mischfonds mit breiter Diversifikation (aktiv verwaltet)
- » Investition in internationale Aktien und Anleihen
- » Systematischer Investmentprozess mit Kapitalsicherungsmechanismus

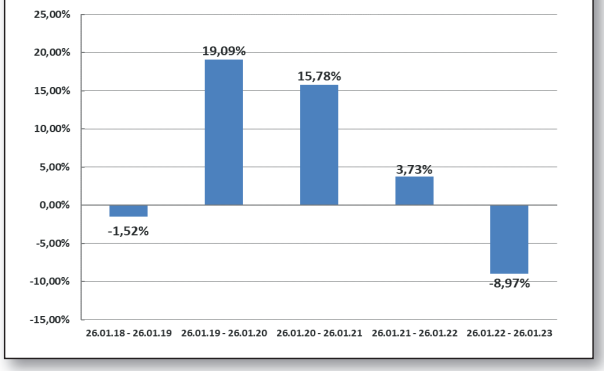
Die 5-Jahres Performance beträgt +28,22%, bei einer Volatilität von 12,94%.

Allokation per 26.01.2023



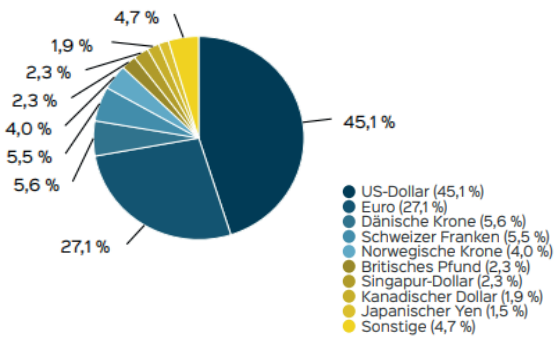
Quelle: Hansa Invest

Performanceübersicht PTAM Global Allocation

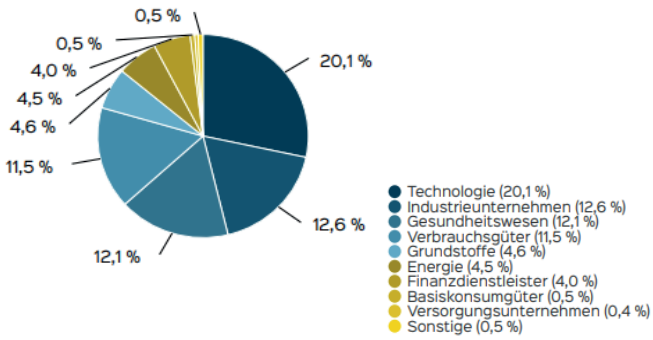


Quelle: Infront Portfolio Manager

ANLAGENSTRUKTUR NACH WÄHRUNGEN



ANLAGENSTRUKTUR NACH BRANCHEN



Quelle: Hansa Invest

PORTRAIT FONDSMANAGER

Seit dem Jahre 1998 zählt die **PT Asset Management GmbH** zu den ersten Adressen der unabhängigen Vermögensverwalter in Deutschland.

- Wir verfügen über langjährige Erfahrung und Kompetenz im Bereich Portfoliomanagement und Vermögensstrukturierung.
- Diese Expertise bündeln wir in unseren sechs eigenen Investmentfonds mit unterschiedlichen Chanen-/Risikoprofilen sowie systematisch ausgereiften Anlagestrategien.
- Berater für den PTAM Global Allocation ist **Prof. Dr. Stefan Duchateau**. Er blickt auf über 30 Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement zurück. Neben seinen Professuren an der KU Leuven, HU Brussel und Uni Hasselt in den Bereichen Risiko-Management, Financial Engineering und Portfolio Management, entwickelte und konzipierte er Kapitalsicherungsfonds (capital protected funds). Er erstellt makroökonomische Analysen, Asset Allocation Modelle, Risikomanagement-Tools und spezielle Auswahlverfahren für geeignete Anlageklassen.

Stand: 26.01.2023

Haftungsausschluss: Diese Druckschrift enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Etwaige Unrichtig- oder Unvollständigkeiten dieser Information begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden. Insbesondere haftet nicht die PT Asset Management GmbH oder die SwAM Swiss Asset Management AG für die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen. Diese Broschüre darf nicht als Aufforderung zum Kauf eines Fondsanteils verstanden werden. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei der Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kursverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen.

PT Asset Management GmbH | Innere Heerstraße 4 | D-72555 Metzingen
Phone +49.7123.2040-3 | Fax +49.7123.2040-45 | E-Mail am@ptam.de | Internet www.ptam.de

SwAM Swiss Asset Management AG | Schwertstraße 4 | PO. Box 247 | CH-8200 Schaffhausen
Phone +41-41-612 28 28 | Fax +41-41-612 28 29 | E-Mail info@swam-ag.ch | Internet www.swam-ag.ch