

Markt- und Portfoliokommentar 4Q2023

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 20. Januar 2024

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Nachdem sich die Aktienmärkte über den Sommer in einer Korrekturphase befanden und bis Ende Oktober um über 10% korrigiert hatten, konnten die meisten Indices sich im November und Dezember wieder erholen und das Jahr zum Teil deutlich im Plus abschliessen. Unter den Industrieländern gehörte der Schweizer Aktienmarkt mit einer nur leicht positiven Performance zu den Schlusslichtern, bei den Schwellenländern enttäuschte China mit einem Jahresverlust von über 10%. Auch Anleihen erholten sich in der zweiten Jahreshälfte und konnten das Jahr flach oder wie beispielsweise in der Schweiz, mit einem ansehnlichen Gewinn abschliessen. Angesichts der guten Performance vieler Aktienmärkte würde man jedoch nicht erwarten, dass Rohstoffe kein gutes Jahr zu verzeichnen hatten. Für Schweizer Anleger waren hier die Verluste umso schmerzhafter, da der Franken gegenüber den meisten Fremdwährungen stark zulegte und somit auch die Gewinne bei ausländischen Aktien etwas relativiert werden.

Assetklasse	Beschreibung	4. Quartal	2023
S&P 500	Aktien USA (USD)	11.2%	24.2%
MSCI World	Aktien Welt (USD)	10.7%	21.8%
SPI	Aktien Schweiz (CHF)	1.4%	3.0%
MSCI Emerging Markets	Aktien Schwellenländer (USD)	6.0%	6.1%
US-Staatsanleihen	20+ Jahre Laufzeit (USD)	11.5%	-0.7%
CH-Staatsanleihen	7-15 Jahre Laufzeit (CHF)	4.1%	8.3%
Gold	CHF	2.7%	3.0%
Rohstoffe	Breit (USD)	-12.1%	-12.2%
Rohöl	WTI (USD)	-21.1%	-10.7%
USDCHF	Fremdwährungen	-8.0%	-9.0%
EURCHF	Fremdwährungen	-4.0%	-6.1%
Bitcoin	Kryptowährungen (USD)	57.2%	156.5%

Trotz der guten Performance des Aktienmarktes insgesamt hält sich die Euphorie zumindest bei uns in engen Grenzen. Dies deshalb, da im Grunde nur eine Handvoll Aktien für die gute Performance verantwortlich ist. Gemeint sind natürlich die US-Tech Giganten Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Tesla und Meta. Ohne diese so genannten Magnificent 7 hätten viele Indices deutlich schlechter abgeschnitten. Der S&P 493 hätte beispielsweise nur rund 12% zugelegt und damit währungsbereinigt etwa so viel wie die 3% von Schweizer Aktien. Wie die untenstehende Tabelle zeigt, ist die Performance eines Aktienindex umso höher, je höher der Anteil dieser 7 Unternehmen ist. Und da mittlerweile über 70% der Marktkapitalisierung des MSCI World Index auf die USA entfallen, besteht ein Fünftel des Weltindex aus den Magnificent 7. Das ist eine Konzentration, die wohl einmalig in der Finanzmarktgeschichte ist.

Aktienindex	Performance 2023	Anteil Magnificent 7
Nasdaq 100	53.7%	39%
S&P 500	24.2%	29%
MSCI World	21.8%	20%
S&P 500 Gleichgewichtet	11.8%	1.4%

Die Magnificent 7 legten in 2023 um satte \$5.4 Billionen zu und damit so viel, wie die gesamten Aktienmärkte der 4 grössten EU-Mitglieder, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien überhaupt wert sind. Mit einer Bewertung von fast \$12 Billionen sind sie damit ebenfalls grösser als die Aktienmärkte von Grossbritannien, Japan und Kanada zusammen.

Diese enormen Werte stehen dabei in einem starken Kontrast zu den übrigen Unternehmen. Von diesen schnitten beispielsweise im S&P 500 ganze 72% schlechter ab als der Index, was der schlechteste Wert seit über 40 Jahren ist. Nicht einmal zu Hochpunkt der Dotcom Blase lag dieser Wert über 70%. Die Konzentration ist enorm und somit bleibt die Marktbreite äusserst schwach.

Wie nachhaltig die momentane Rally ist, bleibt abzuwarten. Sie stützt sich hauptsächlich auf der Erwartung, dass es der Wirtschaft in USA gelingt, eine Rezession zu vermeiden (Soft Landing) und dass die Notenbanken in Bälde damit beginnen, die Zinse zu senken.

Der Markt hat dabei bereits sehr viel dieser Hoffnungen vorweggenommen und entsprechend eingepreist. Das Sentiment der Investoren ist sehr hoch und im Dezember waren Rekordzuflüsse in Aktien ETFs zu verzeichnen.

Das Enttäuschungspotenzial ist daher entsprechend gross. Denn wenn wir den Blick auf die makroökonomischen Daten richten, lassen sich die starken Zuwächse nicht zwingend begründen. Das Bild ist vielmehr sehr opak.

Während beispielsweise der US-Häusermarkt im November positive Signale verzeichnete – sowohl Neubauten als auch die Verkäufe bereits bestehender Einfamilienhäuser stiegen an – war die Kreditvergabe der Banken von Dezember bis in das neue Jahr hinein durchgehend rückläufig. Auch die Firmenbankrotte (Chapter 11) sind im vierten Quartal weiter stark angestiegen. Sie haben das

Corona-Hoch bereits überschritten und liegen heute auf dem höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise 2008/09.

In Europa ist die Kreditvergabe sowohl an Privathaushalte als auch an Unternehmen weiter rückläufig. Der Einbruch bei den Unternehmen ist besonders ausgeprägt und hat sowohl die Niveaus der Staatsschuldenkrise (2011) als auch der Finanzkrise (2008) unterschritten.

In einer auf Kredit basierenden Wirtschaftsordnung müsste sich der Rückgang bei der Kreditvergabe eigentlich früher oder später negativ auf die Konsumnachfrage auswirken. Jedoch zeigt sich insbesondere die USA bisher als ziemlich robust, da neue Varianten von Konsumkrediten, wie «Buy now, pay later», mit \$16.6 Milliarden neue Rekorde verzeichneten und damit für ein gutes Weihnachtsgeschäft sorgten.

Dem Konsumenten geht es also dank «innovativer» Kreditfinanzierungen noch relativ gut und dies wirkt sich auch vermeintlich positiv auf den Arbeitsmarkt aus. Die Daten sind aber auch hier sehr zweideutig. So gingen zwar die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in der zweiten Jahreshälfte deutlich zurück, die bestehenden Anträge nahmen jedoch bis Ende Jahr weiter zu und sind erst im Dezember wieder etwas zurückgegangen. Die Zahl der Langzeitarbeitslosen ist weiter am Steigen, was ausserhalb von Rezessionen nicht vorkommen sollte.

Auch die neu geschaffenen Stellen scheinen auf den ersten Blick sehr positiv entwickelt zu haben. Jedoch wurden nicht nur die Erstveröffentlichungen im Nachhinein für praktisch jeden Monat hinunterkorrigiert, auch wurden ausschliesslich Teilzeitstellen sowie Zweitjobs geschaffen, während die Vollzeitstellen markant zurückgingen. Allein im Dezember gingen 1.5 Millionen Vollzeitstellen verloren und damit deutlich mehr als während der Globalen Finanzkrise, als bis zu 1.3 Millionen Vollzeitstellen pro Monat gestrichen wurden. Zudem zeigt sich, dass der überwiegende Teil der Arbeitsstellen im Gesundheitssektor und beim Staat geschaffen wurden.

Und hier liegt unserer Meinung nach auch der entscheidende Grund, warum die USA im Gegensatz zu Europa oder China mit deutlich geringeren wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen hat. Denn die US-Regierung hat auch im vergangenen Jahr das Geld mit vollen Händen ausgegeben und fährt zurzeit ein Budgetdefizit von über 6% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Das sind Werte, die sich ein Staat normalerweise nur während grossen Kriegen oder starken Rezessionen erlaubt. In den USA scheinen sie mittlerweile zum Normalfall geworden zu sein und es sind bisher keinerlei Bestrebungen – sowohl von Demokraten als auch von Republikanern – zu erkennen, um dieser unverantwortlichen und nicht nachhaltigen Schuldenorgie ein Ende zu setzen.

Ausblick

Solange die Bundesregierung Defizite in diesen Grössenordnungen fährt, scheint eine Rezession in naher Zukunft wenig wahrscheinlich. Denn nicht nur fließen die zusätzlichen Schulden über direkte und indirekte Wege in die Wirtschaft, sondern auch die dafür fälligen Zinszahlungen. Diese haben sich in den vergangenen drei Jahren auf über \$1 Billion verdoppelt und wirken wie ein zusätzliches Konjunkturprogramm.

Es lässt sich also feststellen, dass die USA eine Rezession bisher nur durch ein hemmungsloses Schuldenmachen verhindern konnten. Die Situation wird dabei allmählich besorgniserregend, denn ein Ende ist nicht absehbar und der Regierung könnten irgendwann die willigen Käufer für die Anleihen abhandenkommen. Sollte dies geschehen, dann könnte sich ein ähnliches Szenario wie im Herbst 2022 in Grossbritannien abspielen: damals versuchte die Regierung Truss dem Konjunkturerinbruch mit grosszügigen Staatsausgaben und Steuersenkungen entgegenzuwirken. Der Anleihenmarkt rebellierte und die Zinsen stiegen sprunghaft an. Am Ende musste die Regierung die Budgetpläne zurücknehmen und die Premierministerin trat zurück.

Obwohl mit dem Privileg der Weltreservewährung ausgestattet, ist ein ähnliches Desaster auch für die USA nicht auszuschliessen. Einen ersten kleinen Vorgeschmack davon konnte man im Oktober bekommen, als die Wirtschaftsministerin und ehemalige Notenbankpräsidentin Janet Yellen die Finanzierungspläne für das 4. Quartal 2023 und das 1. Quartal 2024 präsentierte. Diese waren viel höher als vom Markt erwartet, woraufhin die Zinsen stark anzogen. Die Finanzierungspläne für das 2. Quartal 2024 werden Ende Januar kommuniziert. Kommt es dann oder bei einem der nächsten Termine zu weiteren negativen Reaktionen auf den Zinsmärkten, wird es allmählich gefährlich. Entweder wäre die Regierung endlich dazu gezwungen zu sparen oder die Notenbank müsste mit einem neuen Anleihenkaufprogramm (Quantitative Easing) in den Markt eingreifen. Obwohl wir stand heute zu Letzterem tendieren, lässt sich heute mit noch nicht hinreichender Zuverlässigkeit sagen, welches der beiden Szenarien eintreten wird. Auch der Zeitpunkt lässt sich heute nur schwer abschätzen. Sicher ist nur, dass die Auswirkungen auf die Finanzmärkte massiv ausfallen würden.

Bis es jedoch so weit kommt – wenn überhaupt – können sich die Aktienmärkte zumindest auf die kurze Frist weiter positiv entwickeln. In Europa wie auch in den USA wird für das laufende Jahr mit bis zu 5 Leitzinssenkung gerechnet. Gleichzeitig soll die Wirtschaft dabei nicht merklich einbrechen, oder wie im Falle Europas, nicht weiter einbrechen.

Der Markt hat jedoch diese beste aller Welten aus sinkenden Zinsen und mehr oder weniger stabilem Wachstum bereits zu einem Gutteil vorweggenommen. Das Potenzial für Enttäuschungen mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Aktienmärkte ist daher nicht zu unterschätzen. Die Marktkonzentration ist weiterhin extrem hoch und die Arbeitslosigkeit sehr gering. Das ist keine überzeugende Ausgangslage, die man sich zu Beginn eines nachhaltigen und längerfristigen Bullenmarktes wünschen würde.

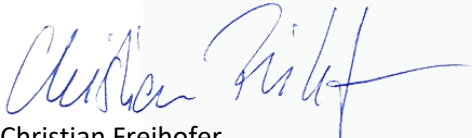
Wir sind heute eigentlich mit der genau gegenteiligen Situation wie vor einem Jahr konfrontiert: damals war die Stimmung schlecht, die Aktienkurse im Keller und eine grosse Mehrheit der Marktteilnehmer und Ökonomen (uns eingeschlossen) erwarteten für 2023 eine Rezession und weiter sinkende Kurse. Heute ist die Stimmung fast schon euphorisch, der S&P 500 hat zumindest nominal ein neues Allzeithoch erreicht und von den Marktteilnehmern wird mehrheitlich davon ausgegangen, dass das Soft Landing der Wirtschaft gelingt.

Die Gefahr einer Rezession in den USA ist dabei nach wie vor nicht vom Tisch. In der Vergangenheit haben Zinserhöhungszyklen in 9 von 13 Fällen nach mindestens 2 Jahren zu einer Rezession geführt. Wenn man bedenkt, dass das Geldmengenwachstum (M2) das erste Mal seit Beginn der Datenerhebung in den 1950er Jahren negativ, die Kreditvergabe der Banken weiterhin rückläufig und

die Sparquote der Konsumenten so tief wie zuletzt während der globalen Finanzkrise ist, dann ist heute das Risiko einer Rezession eher höher als in 2022 oder 2023.

Für unsere Assetallokation bedeutet dies, dass wir bei Aktien nach wie vor zurückhaltend sind. Korrekturen nutzen wir zwar zum Nachkaufen, nehmen dann aber Gewinne auch gerne mit. Bei Anleihen haben die Risiken aus den oben beschriebenen Gründen deutlich zugenommen. Gleichzeitig sind die Kurse aufgrund der aus unserer Sicht zu hohen Erwartungen an starke Zinssenkungen in relativ kurzer Zeit stark gestiegen. Dies haben wir dazu genutzt, um hier unser Exposure zumindest vorübergehend deutlich zu reduzieren. Weiterhin sehr positiv eingestellt sind wir für den Goldpreis. Dieser dürfte aufgrund verschiedener Faktoren, wie geopolitischer Risiken, Umbrüche im monetären System, drohender Verschuldungskrisen oder der Wiederkehr der Inflation nicht enttäuschen.

Mit herzlichen Grüßen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 4Q2023

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, January 20 2024

Review

Dear Prospera-Invest clients,

After the stock markets were in a correction phase over the summer and had corrected by over 10% by the end of October, most indices were able to recover again in November and December and many ended the year in significant positive territory. Among the industrialized countries, the Swiss stock market was one of the worst performers with only a slightly positive performance, while China was disappointing among the emerging markets with an annual loss of over 10%. Bonds also recovered in the second half of the year and ended the year flat or, as in Switzerland, with considerable gains. However, given the strong performance of many stock markets, one would not expect that commodities did not have a good year. For Swiss investors, the losses were all the more painful because the Swiss Franc rose sharply against most foreign currencies, putting the gains on foreign stocks also in a different light.

Asset Class	Description	4 rd Quarter	2023
S&P 500	Equities USA broad	11.2%	24.2%
MSCI World	Equities World	10.7%	21.8%
SPI	Equities Switzerland	1.4%	3.0%
MSCI Emerging Markets	Emerging Markets	6.0%	6.1%
US-Treasuries	20+ years maturity	11.5%	-0.7%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	4.1%	8.3%
Gold	in CHF	2.7%	3.0%
Commodities	broad	-12.1%	-12.2%
Oil	WTI	-21.1%	-10.7%
USDCHF	Foreign exchange	-8.0%	-9.0%
EURCHF	Foreign exchange	-4.0%	-6.1%
Bitcoin	Crypto	57.2%	156.5%

Despite the overall good performance of the stock market, the euphoria is, at least for us, limited. This is because basically only a handful of stocks are responsible for the good performance. Of course, this refers to the US tech giants Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Tesla and Meta. Without these so-called Magnificent 7, many indices would have performed significantly worse. The S&P 493, for example, would have only gained around 12% and, adjusted for currency effects, would have

been about as much as the 3% for Swiss stocks. As the table below shows, the higher the proportion of these 7 companies, the higher the performance of a stock index is. And since the US now accounts for over 70% of the market capitalization of the MSCI World Index, a fifth of the world index consists of the Magnificent 7. This is a concentration that is probably unique in financial market history.

Stock Index	Performance 2023	Share of Magnificent 7
Nasdaq 100	53.7%	39%
S&P 500	24.2%	29%
MSCI World	21.8%	20%
S&P 500 Equal Weighted	11.8%	1.4%

The Magnificent 7 gained a whopping \$5.4 trillion in 2023, as much as the entire stock markets of the four largest EU members, Germany, France, Italy and Spain, are worth. With a valuation of almost \$12 trillion, they are also larger than the stock markets of Great Britain, Japan and Canada combined.

These enormous values stand in stark contrast to the other companies. Of these, for example, a full 72% of the S&P 500 performed worse than the index, which is the worst number in over 40 years. Not even at the peak of the dot-com bubble was this value above 70%. The concentration is enormous and therefore the market breadth remains extremely weak.

How sustainable the current rally is remains to be seen. It is mainly based on the expectation that the US economy will manage to avoid a recession (soft landing) and that central banks will soon start cutting interest rates.

The market has already anticipated a lot of these hopes and priced them in accordingly. Investor sentiment is very high and December saw record inflows into equity ETFs.

The potential for disappointment is therefore correspondingly high. And if we look at the macroeconomic data, the strong increases in equity values cannot be fully justified. Rather, the picture is quite opaque.

For example, while the US housing market showed positive signals in November - both new construction and sales of existing single-family homes increased - bank lending declined consistently from December into the new year. Corporate bankruptcies (Chapter 11) also continued to rise sharply in the fourth quarter. They have already exceeded the Corona high and are now at their highest level since the global financial crisis of 2008/09.

In Europe, lending to both private households and companies continues to decline. The slump among companies is particularly pronounced and has fallen below the levels of both the EU debt crisis (2011) and the financial crisis (2008).

In a credit-based economic system, the decline in lending should sooner or later have a negative impact on consumer demand. However, the US in particular has proven to be quite robust so far, as

new variants of consumer loans, such as “Buy now, pay later”, set new records at \$16.6 billion, thereby ensuring a good Christmas business.

Thanks to “innovative” credit financing, consumers are still doing relatively well, and this also supposedly has a positive effect on the labour market. But again, the data here is also quite ambiguous. Although initial claims for unemployment assistance fell significantly in the second half of the year, existing claims continued to increase until the end of the year and only fell slightly again in December. The number of long-term unemployed continues to rise, which should not happen outside of recessions.

At first glance, non-farm payrolls also appear to have developed very positively. However, not only were the initial publications subsequently revised down for practically every month, but only part-time positions and second jobs were created, while full-time positions fell significantly. In December alone, 1.5 million full-time jobs were lost, significantly more than during the global financial crisis, when up to 1.3 million full-time jobs were lost per month. It also shows that the majority of jobs were created in the health sector and in government.

And here, in our opinion, lies the crucial reason why the US, in contrast to Europe or China, is struggling with significantly fewer economic problems. The US government also spent money very generously last year and is currently running a budget deficit of over 6%. These are levels that a state normally only allows itself during major wars or severe recessions. In the US they now seem to have become the norm and there are no signs of any effort - from both Democrats and Republicans - to put an end to this irresponsible and unsustainable debt orgy.

Outlook

As long as the federal government runs deficits of this magnitude, a recession seems unlikely in the near future. Not only do the additional debts flow into the economy via direct and indirect channels, but also the interest payments due on them. These have doubled to over \$1 trillion in the past three years and act like an additional economic stimulus program.

It can therefore be stated that the US has so far only been able to prevent a recession by ramping up debt. The situation is gradually becoming worrying because there is no end in sight and the government could at some point lose willing buyers for the bonds. If this happens, a scenario similar to that of Great Britain in the fall of 2022 could play out: at the time, the Truss government tried to counteract the economic downturn with generous government spending and tax cuts. The bond market rebelled, and interest rates skyrocketed. In the end, the government had to withdraw the budget plans and the Prime Minister resigned.

Although it has the privilege of being the world's reserve currency, a similar disaster cannot be ruled out for the US. You could get a first small foretaste of this in October, when Treasury Secretary and former Federal Reserve Chairman Janet Yellen presented the quarterly treasury refunding plans for the fourth quarter of 2023 and the first quarter of 2024. These were much higher than the market expected, causing interest rates to rise sharply. The financing plans for the second quarter of 2024

will be communicated at the end of January. If there are further negative reactions of the rates markets at this or at one of the next dates, things will gradually become dangerous. Either the government would finally be forced to stop spending like a drunken sailor, or the central bank would have to intervene in the market with a new bond purchase program (Quantitative Easing). Although we are currently leaning towards the latter, it is not yet possible to say with sufficient certainty which of the two scenarios will occur. The timing is also difficult to estimate today. The only thing that is certain is that the impact on the financial markets would be massive.

However, until that happens - if at all - the stock markets can continue to develop positively, at least in the short term. In Europe as well as in the US, up to 5 interest rate cuts are expected for the current year. At the same time, the economy should not collapse noticeably, or, as in the case of Europe, not collapse further.

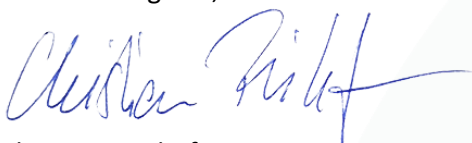
However, the market has already largely anticipated this best of all worlds of falling interest rates and more or less stable growth. The potential for disappointments with corresponding negative effects on the stock markets should therefore not be underestimated. Market concentration remains extremely high, and unemployment is very low. This is not a convincing starting point that one would want at the beginning of a sustainable and long-lasting bull market.

Today we are actually confronted with the exact opposite situation as a year ago: back then sentiment was bad, stock prices were in the basement and a large majority of market participants and economists (including us) expected a recession and further declining prices in 2023. Today the mood is almost euphoric, the S&P 500 has reached a new all-time high, at least in nominal terms, and the majority of market participants is assuming that the economy will achieve a soft landing.

The risk of a recession in the US is still not off the table. In the past, interest rate hike cycles have led to a recession after at least 2 years in 9 out of 13 cases. When one considers that money supply growth (M2) is negative for the first time since data collection began in the 1950s, bank lending continues to decline and consumer savings rates are at their lowest level since the global financial crisis, the risk of a Recession today is rather higher than in 2022 or 2023.

Regarding our asset allocation, this means that we remain cautious when it comes to equities. Although we use corrections to buy, we also like to take profits. For bonds, the risks have increased significantly for the reasons described above. At the same time, prices have risen sharply in a relatively short period of time due to what we believe are overexaggerated expectations of significant interest rate cuts. We used this to significantly reduce our exposure here, at least temporarily. We remain very positive about the price of gold. This is unlikely to disappoint due to various factors such as geopolitical risks, changes in the monetary system, looming debt crises or the return of inflation.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer