

Markt- und Portfoliokommentar 1Q 2023

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 17. April 2023

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Das erste Quartal des neuen Börsenjahres ist bereits wieder Vergangenheit. Vor allem im Vergleich zum Vorjahr war es auf breiter Front durchaus positiv. Sowohl die grossen Aktienindices als auch die Obligationenmärkte schlossen deutlich positiv. Auch Gold legte zu, wenn auch Rohstoffe insgesamt verloren hatten. Der Franken war zwar eher volatil, konnte aber das Quartal im Vergleich zum Euro und US-Dollar ohne grosse Veränderungen beenden.

Assetklasse	Beschreibung	1. Quartal	2023
S&P 500	Aktien USA breit	7.0%	7.0%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	20.5%	20.5%
MSCI World	Aktien Welt	7.9%	7.9%
SPI	Aktien Schweiz	4.6%	4.6%
US-Staatsobligationen	+20 Jahre Laufzeit	6.8%	6.8%
CH-Staatsobligationen	7-15 Jahre Laufzeit	3.3%	3.3%
Gold	in CHF	6.9%	6.9%
Rohstoffe	Breit	-5.9%	-5.9%
Rohöl	WTI	-5.7%	-5.7%
USDCHF	Fremdwährungen	-1.0%	-1.0%
EURCHF	Fremdwährungen	0.3%	0.3%
Bitcoin	Kryptowährungen	72.3%	72.3%

Trotz der positiven Entwicklung der vergangenen Monate stehen wir der momentanen Erholung an den Aktienmärkten sowohl aus technischen als auch fundamentalen Überlegungen mit einer gehörigen Portion Skepsis gegenüber.

Aus technischer Sicht lässt sich grundsätzlich beobachten, dass in einem übergeordneten Bärenmarkt eine Erholung von 20-30% bei den Aktienpreisen keine Seltenheit, sondern eher die Regel sind. So hat die momentane Erholung, die nunmehr bereits seit fast 6 Monaten anhält, im S&P 500 oder im Schweizer SPI zu einem Anstieg von rund 20% bzw. 14% geführt.

Interessant ist, dass der Anstieg im amerikanischen Aktienmarkt dabei auf nur wenige grosse Technologietitel zurückzuführen ist. Allein die zwei grössten Titel, Apple und Microsoft, sind für 40% der Gesamtperformance von 7% des S&P 500 verantwortlich. Ohne die grössten 8 Titel wäre der Index im ersten Quartal sogar unverändert geblieben.

Die so genannte Marktbreite ist also äusserst gering und v.a. dadurch zu erklären, dass nach der Bankenkrise in den USA die Anleger vermehrt Gelder von Bankaktien in die grossen und sehr liquiden Technologietitel umgeschichtet haben. Die breiten Aktienmärkte stehen heute etwa dort, wo sie sich bereits vor einem Jahr befunden haben. Was wir zurzeit sehen, ist also weniger ein neuer Bullenmarkt als vielmehr eine volatile Seitwärtsbewegung ins Nirgendwo.

Die Frage, ob sich diese Seitwärtsbewegung nach oben oder unten auflösen wird, hängt dabei von fundamentalen Faktoren ab. Und diese haben sich seit unserem letzten Quartalsbericht weiter eingetrübt.

Die Bankenkrise in den USA und deren Übertragung auf Europa (Credit Suisse) ist nur eines von vielen Symptomen der gestiegenen Zinsen. Unternehmen bekunden immer mehr Mühe, auslaufende Kredite zu erneuern und von Januar bis Februar sind die Firmenbankrotte in den USA auf ein 12-jahres Hoch gestiegen. Auch Betreiber von Gewerbeimmobilien haben aufgrund sinkender Immobilienpreisen, hoher Leerstandsquoten und gestiegenen Refinanzierungskosten enorme Schwierigkeiten und die Ausfälle häufen sich.

In Europa stehen die Unternehmen vor ähnlichen Schwierigkeiten. Die Kreditvergabe ist im ersten Quartal negativ geworden, was in der Vergangenheit nur während grossen Krisen wie der Globalen Finanzkrise 2008/09, der EU-Staatsschuldenkrise oder der Covid Pandemie zu beobachten war. Der Rückgang der Kreditvergabe ist umso schwerwiegender, da sich im Unterschied zu den USA die Unternehmen in viel geringerem Masse direkt über den Kapitalmarkt, sondern zu rund 85% über Bankkredite finanzieren.

Neben einer Verschlechterung der Auftragseingänge bei der Industrie (ISM) sind weitere negative Entwicklungen auch im Einzelhandel zu sehen. Die Umsätze in Europa sind mit -3% im März bereits den fünften Monat in Folge im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen. Und auch in den USA haben die Einzelhandelsumsätze im März nach unten enttäuscht. Wohlgermerkt handelt es sich hier um nominale Zahlen, die, wenn man sie um die immer noch sehr hohen Inflationsraten bereinigen würde, nochmals deutlich gravierender ausfallen würden.

Nimmt man all diese negativen Daten zur Kenntnis, dann erstaunt es wenig, dass im Unterschied zum Vorjahr, nun endlich auch die übrigen Assetklassen begonnen haben, sich entsprechend eines rezessiven Umfeldes zu verhalten: Die klassischen «Rezessionsanlagen» Staatsanleihen und Gold haben im ersten Quartal positiv performt während Rohstoffe verloren haben. Dies ist ein sehr klares Zeichen für die von uns lange erwartete wirtschaftliche Abschwächung.

Ausblick

Für uns steht daher die aktuelle Aktienrally aus den oben genannten Gründen auf tönernen Füßen. Die Bankenkrise wird dazu führen, dass die Kreditvergabestandards weiter verschärft werden und es für Unternehmen als auch Privatpersonen zunehmend schwierig wird, an neue Kredite zu kommen, bzw. auslaufende Kredite zu refinanzieren. Dies wird die bereits angezählte Wirtschaft zusätzlich schwächen.

Auch ist die Inflation weiterhin viel zu hoch und daher wird auch die Notenbankpolitik in den USA und Europa weiter restriktiv bleiben. Da Zinserhöhungen mit einer Verzögerung von 12-18 Monaten wirken und wir uns erst seit rund einem Jahr in einem steigenden Zinsumfeld befinden, ist das Risiko, dass wir in den kommenden Monaten und Quartalen weitere negative Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten sehen werden, so gross wie lange nicht mehr.

Der letzte Dominostein wird wohl der Arbeitsmarkt sein. Wenn Unternehmen weniger leicht an Kredite kommen, wird sich dies negativ auf die Geschäftstätigkeit auswirken. Die anstehende Berichtssaison dürfte hier weitere interessante Informationen liefern. In der Vergangenheit konnte man beobachten, dass eine restriktiver werdende Kreditvergabepaxis mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit einhergeht. Diese ist zwar weiterhin sehr tief, jedoch sind bereits Rückgänge bei den Arbeitsstunden, den Temporär- und den ausgeschriebenen Stellen zu verzeichnen. Auch scheint das Tief bei den Anträgen auf Arbeitslosenhilfe hinter uns zu liegen. Sollten auch diese in den kommenden Wochen und Monaten anfangen zu steigen, wäre dies das Game Over für die Wirtschaft und das entscheidende Zeichen, dass die Rezession da ist.

Wie tief diese ausfallen wird, bleibt abzuwarten. Sogar das Fed projiziert in seinem letzten Bericht von Anfang April nun eine «leichte» Rezession (immerhin). Das von den Prognosen der Notenbanken jedoch nicht viel zu halten ist, hat nicht nur die jüngste Vergangenheit (transitory, Soft Landing, etc.) mehrfach gezeigt. Wir haben bereits vor über einem Jahr geschrieben, dass wir davon ausgehen, dass die Notenbanken in einen wirtschaftlichen Abschwung hinein blind die Zinsen erhöhen und damit eine Rezession und im schlimmsten Fall eine Finanzkrise auslösen werden. Diesem Punkt sind wir in den vergangenen Monaten immer näher gekommen und wir glauben ebenfalls, dass die Notenbanken auch dieses Mal viel zu spät darauf reagieren werden.

Die Risiken für die globale Wirtschaft erachten wir als deutlich erhöht. Als einer der wenigen Lichtblicke sehen wir die Entwicklungsländer des Eurasischen Kontinents. Zwar entwickelt sich Indien positiv, die Erholung in China ist jedoch aufgrund der ebenfalls hohen Schuldenlast und der Überkapazitäten im Immobiliensektor weit weniger dynamisch als in der Vergangenheit. Schenkt man den Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) Glauben, dann wird die Weltwirtschaft dieses Jahr so wenig wachsen wie seit 1990 nicht mehr.

Die Aktienmärkte scheinen sich trotz allem aber immer noch in einer «Mach dir keine Sorgen» Welt zu befinden. Die Bullen ignorieren hartnäckig, dass die Bewertungen historisch immer noch hoch (in den USA deutlich zu hoch) sind und dass normalerweise deutlich tiefere Bewertungsniveaus für einen nachhaltigen Bullenmarkt vorausgesetzt werden.

Wir schätzen daher das Potenzial für Risikoanlagen, wie Aktien, als äusserst unattraktiv ein. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass während 8 der letzten 10 Rezessionen in den USA der Aktienmarkt (S&P 500) um mehr als 20% fiel. Der geringste Rückgang betrug 14%, der höchste 57%. Auch hat sich gezeigt, dass der Aktienmarkt sein Tief meistens erst dann erreicht hat, wenn die Arbeitslosigkeit bereits stark gestiegen und nahe am Hoch war. Davon sind wir immer noch weit entfernt. Aktienmärkte performen während Rezessionen daher oft in den ersten 6 Monaten am schlechtesten, nämlich dann, wenn die Arbeitslosigkeit begonnen hat zu steigen. In den 6 Monaten zuvor sind sie mehr oder weniger unverändert. Genau wie heute auch.

Auf der positiven Seite ist anzumerken, dass wir das Hoch bei den langfristigen Zinsen (>10 Jahre) mit aller Wahrscheinlichkeit erreicht haben sollten. Staatsanleihen befinden sich ähnlich wie Aktien bereits in einer mehrmonatigen Seitwärtsbewegung und wir werden Preise am oberen Ende der Seitwärtsbewegung dazu nutzen, uns hier einzudecken. Daneben dürfte auch Gold als klassisches Krisenasset von der kommenden Rezession und den sinken Zinsen profitieren. Hier konnten wir die Korrektur Ende Februar bereits für einen erneuten Einstieg nutzen.

Mit herzlichen Grüssen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 1Q 2023

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, April 17 2023

Review

Dear Prospera-Invest clients,

The first quarter of the new market year is already over. Especially compared to the previous year, it was positive across the board. Both the major stock indices and the bond markets closed clearly positive. Gold was also up, although commodities were down overall. Although the franc was rather volatile, it ended the quarter without major changes compared to the euro and the US dollar.

Asset Class	Description	1 st Quarter	2023
S&P 500	Equities USA broad	7.0%	7.0%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	20.5%	20.5%
MSCI World	Equities World	7.9%	7.9%
SPI	Equities Switzerland	4.6%	4.6%
US-Treasuries	+20 years maturity	6.8%	6.8%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	3.3%	3.3%
Gold	in CHF	6.9%	6.9%
Commodities	broad	-5.9%	-5.9%
Oil	WTI	-5.7%	-5.7%
USDCHF	Foreign exchange	-1.0%	-1.0%
EURCHF	Foreign exchange	0.3%	0.3%
Bitcoin	Crypto	72.3%	72.3%

Despite the positive development of the past few months, we view the current recovery on the stock markets with a good deal of skepticism, both for technical and fundamental reasons.

From a technical point of view, it can generally be observed that in an overall bear market, a 20-30% rebound in stock prices is not uncommon, but rather the rule. The current recovery, which has now lasted for almost 6 months, has led to an increase of around 20% and 14% in the S&P 500 and the Swiss SPI, respectively.

It is interesting that the rise in the American stock market can be attributed to just a few large technology stocks. The two largest stocks alone, Apple and Microsoft, are responsible for 40% of the

overall performance of 7% of the S&P 500. Without the 8 largest stocks, the index would even have remained unchanged in the first quarter.

The so-called market breadth is therefore extremely narrow and can be explained above all by the fact that after the banking crisis in the USA, investors increasingly shifted money from bank stocks to large and very liquid technology stocks. The broad stock markets are now roughly where they were a year ago. So what we are seeing right now is less a new bull market and more a volatile sideways movement to nowhere.

The question of whether this sideways movement will resolve to the upside or down depends on fundamental factors. And these have clouded over further since our last quarterly report.

The US banking crisis and its spread to Europe (Credit Suisse) is just one of many symptoms of the rise in interest rates. Businesses are increasingly struggling to renew maturing loans and from January to February US corporate bankruptcies rose to a 12-year high. Commercial real estate operators are also having enormous difficulties due to falling real estate prices, high vacancy rates and increased refinancing costs, and defaults are piling up.

In Europe, companies face similar difficulties. Lending turned negative in the first quarter, which was only seen in the past during major crises such as the 2008/09 global financial crisis, the EU sovereign debt crisis or the Covid pandemic. The decline in lending is all the more serious because, unlike in the US, companies finance themselves to a much lesser extent directly via the capital market, but to around 85% via bank loans.

In addition to a deterioration in incoming orders (ISM), further negative developments can also be seen in retail. Sales in Europe fell by -3% in March for the fifth month in a row compared to the previous year. And in the US, too, retail sales disappointed on the downside in March. It should be noted that these are nominal figures which, if adjusted for the still very high inflation rates, would turn out to be significantly more serious.

If one takes note of all this negative data, then it is hardly surprising that, in contrast to the previous year, other asset classes have finally started to behave in accordance with a recessionary environment: the classic "recession assets" government bonds and gold were positive in the first quarter while commodities lost ground. This is a very clear sign of the long-awaited economic slowdown.

Outlook

For us, the current rally in equities stands on feet of clay for the reasons mentioned above. The banking crisis will mean that lending standards will be further tightened and it will become increasingly difficult for companies and private individuals to obtain new loans or to refinance expiring loans. This will further weaken the already counted economy.

Inflation is also still far too high and central bank policy in the US and Europe will therefore remain restrictive. Since interest rate hikes take effect with a time lag of 12-18 months and we have only been in a rising interest rate environment for around a year, the risk that we will see further negative turmoil on the global financial markets in the coming months and quarters is as great as not for a long time.

The last domino to fall will probably be the labor market. If companies have less access to credit, this will have a negative impact on business operations. The forthcoming reporting season should provide further interesting information here. In the past one could observe that a more restrictive lending practice goes hand in hand with an increase in unemployment. Although this is still very low, there are already declines in working hours, temporary and open positions. The low in jobless claims also seems to be behind us. Should these also start to rise in the coming weeks and months, it would be game over for the economy and the decisive sign that the recession is here.

It remains to be seen how deep this will be. Even the Fed is now projecting a "mild" recession (at least) in its last report from early April. However, the recent past (transitory, soft landing, etc.) has repeatedly shown that there is not much to believe in the forecasts of the central banks. We wrote more than a year ago that we assume that the central banks will blindly raise interest rates in an economic downturn and thus trigger a recession and, in the worst case, a financial crisis. We have come ever closer to this point in recent months and we also believe that the central banks will react much too late this time as well.

We consider the risks for the global economy to be significantly higher. We see the developing countries of the Eurasian continent as one of the few bright spots. Although India is developing positively, the recovery in China is far less dynamic than in the past due to the high debt burden and overcapacity in the real estate sector. If the forecasts of the International Monetary Fund (IMF) are to be believed, the global economy will grow at its slowest rate this year since 1990.

Despite everything, the stock markets still seem to be in a "don't worry" world. The bulls adamantly ignore that valuations are still historically high (far too high in the US) and that significantly lower valuation levels are usually required for a sustained bull market.

We therefore consider the potential for risk assets, such as equities, to be extremely unattractive. History has shown that during 8 of the last 10 US recessions, the stock market (S&P 500) fell more than 20%. The smallest decrease was 14%, the highest 57%. It has also been shown that the stock market has mostly only reached its low when unemployment has already risen sharply and is close to the high. We are still a long way from that. Stock markets therefore often perform worst during recessions in the first 6 months, namely when unemployment has started to rise. In the previous 6 months they are more or less unchanged. Just like today.

On the positive side, we should most likely have reached the high in long-term interest rates (>10 years). Similar to equities, government bonds have been in a sideways movement for several months and we will use prices at the upper end of the sideways movement to stock up here. In addition, gold, as a classic crisis asset, should also benefit from the coming recession and falling interest rates. Here we were able to use the correction at the end of February to re-enter.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer