

Markt- und Portfoliokommentar 2Q 2022

Prospera-Invest Vermögensverwaltung

Zürich, den 7. Juli 2022

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Gehörte bereits das erste Quartal aus börsentechnischer Sicht zu den eher anspruchsvollen, so setzte sich dieser Trend im zweiten Quartal weiter und in verstärkter Form fort. Dabei wurden reihenweise historische Negativrekorde gebrochen.

Nicht nur verzeichneten Aktien (gemessen am Weltleitindex S&P 500) mit -20.6% ihr schwächstes erstes Halbjahr seit 1950 (das viertschlechteste überhaupt). Rechnet man die Inflation dazu, war es sogar die schlechteste Performance seit über 150 Jahren. Auch bei Obligationen sah es nicht viel besser aus. Sie rentierten so schlecht wie seit über 200 Jahren nicht mehr.

Diese Negativrenditen wären für sich genommen bereits bemerkenswert. Dass jedoch beide Assetklassen zur gleichen Zeit so schlecht abschneiden, ist historisch einmalig. Wenn man nun bedenkt, dass Aktien und Obligationen rund 90-95% der allermeisten Investmentportfolios ausmachen, dann bekommt man eine Ahnung davon, wie es dem durchschnittlichen Anleger in diesem Jahr ergangen ist.

Die unten stehende Tabelle gibt einen Überblick der Performance der wichtigsten Assetklassen. Es gibt im Grunde nur 3 Assets, mit denen man auf der Longseite dieses Jahr kein Geld verloren hat: US-Dollar, Gold und Energierohstoffe.

Asset	Beschreibung	2. Quartal	Seit Anfang Jahr
S&P 500	Aktien USA breit	-16.4%	-20.6%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	-23.7%	-29.5%
MSCI World	Aktien Welt	-16.6%	-21.0%
SPI	Aktien Schweiz	-12.3%	-18.0%
US-Staatsobligationen	+20 Jahre Laufzeit	-13.0%	-22.5%
CH-Staatsobligationen	7-15 Jahre Laufzeit	-3.3%	-10.8%
Gold	in CHF	-3.5%	3.5%
Rohstoffe	breit	-2.1%	26.6%
Rohöl	WTI	5.5%	40.6%
USDCHF	Fremdwährungen	3.4%	4.7%
Bitcoin	Kryptowährungen	-56.1%	-56.8%

Wie lassen sich diese Renditen aus einer makroökonomischen Perspektive einordnen? Wie von uns richtigerweise erwartet, hat sich das Wirtschaftsumfeld (nicht auch zuletzt durch die hohe Inflation) auch im zweiten Quartal weiter eingetrübt. Die Inflation hatte sich bereits in den Unternehmensergebnissen zum ersten Quartal in Form von sinkenden Margen und negativer Aussichten auf die kommenden Quartale niedergeschlagen. In den vergangenen Wochen hat nun auch die Arbeitslosigkeit in den USA langsam begonnen zu steigen. Das Stichwort *Rezession* ist nicht zuletzt auch in Europa allgegenwärtig.

Der Ukraine Krieg und die auch damit verbundene Inflationsangst treten zunehmend in den Hintergrund. Der Rückgang der Wirtschaftsaktivität hat endlich dazu geführt, dass die langfristigen Zinsen ihren Anstieg scheinbar hinter sich haben und sich nun weiter nach unten bewegen dürften.

Für unsere Portfolien hat es sich daher ausgezahlt, dass wir auf Aktienkäufe weiterhin verzichtet haben und stattdessen auf der Shortseite von sinkenden Kursen profitieren konnten. Auch hat sich die Übergewichtung in US-Dollar bewährt und wir haben rechtzeitig unsere Goldpositionen mit Gewinn verkauft. Die bis Mitte Juni sehr stark steigenden Zinsen haben hier zunehmend auf die Performance gedrückt. Die steigenden Zinsen belasteten jedoch insbesondere unsere Obligationenpositionen und wir wurden hier zu einem denkbar unglücklichen Zeitpunkt ausgestoppt. Zwar konnten auch wir uns den negativen Renditen im zweiten Quartal nicht entziehen, schnitten dabei jedoch deutlich weniger schlecht ab als der breite Markt. Von herkömmlichen Bankenportfolien ganz zu schweigen.

Ausblick

Nicht nur deutet der makroökonomische Ausblick auf eine weitere Verschlechterung in der zweiten Jahreshälfte (Rezession in Europa und USA) hin. Der Inflationsdruck dürfte sich zunehmend negativ auf Margen und damit die Gewinne der Unternehmen auswirken. Ein Hinweis hierfür ist die hohe Differenz zwischen den Erzeugerpreisen für Unternehmen (PPI) und den Konsumentenpreisen (CPI). Sind erstere deutlich höher, ist dies ein Indiz dafür, dass die Unternehmen die gestiegenen Kosten nicht 1:1 an die Verbraucher weitergeben können. Gleichzeitig haben die Unternehmen hohe Lagerbestände aufgebaut, die sie jetzt abbauen müssen. Und das funktioniert am besten über Preissenkungen.

Alle diese Entwicklungen drücken sowohl auf die Wachstums- als auch auf die Inflationsraten. Wenn die Unternehmen in den nächsten Wochen ihre Zahlen für das zweite Quartal offenlegen, dürfte es zu einigen bösen «Überraschungen» kommen. Denn die Gewinnschätzungen der Analysten haben hierauf bisher kaum reagiert. Wenn die Prognosen nun stark herunterkorrigiert werden sollten, dann dürften auch die Aktienkurse weiter korrigieren.

Zudem haben die Notenbanken erst damit angefangen, dem Markt die Liquidität zu entziehen. Und der Umstand, dass Retailanleger noch im April so viele Aktien gekauft haben wie nie, ist ein Hinweis darauf, dass der Markt noch einen weiten Weg nach unten haben könnte. Die Kurse sind zwar bereits ein gutes Stück gefallen, bis anhin haben wir jedoch keinen wirklichen Crash gesehen, sondern vielmehr einen geordneten Abverkauf. Der Boden dürfte aber erst dann erreicht sein, wenn auch die Retailanleger kapituliert und auf die Verkäuferseite gewechselt haben.

Wieviel von all dieser Negativität bereits in den Märkten eingepreist ist und wie weit es wohlmöglich noch hinuntergeht, vermag natürlich niemand genau zu wissen. Auch hängt die Antwort auf diese Frage selbstverständlich zu einem hohen Masse von zukünftigen und daher nicht bekannten Ereignissen ab. Von einem Maximalverlust bei Aktien im Bereich von 30% bis zu einem langjährigen Bärenmarkt (und den dazugehörigen Erholungen), an dessen Ende Aktien 60% oder noch mehr verloren haben, ist alles möglich.

Das positive und für uns beruhigende ist, dass wir all dies heute auch überhaupt nicht zu wissen brauchen. Mit unserem Investmentansatz können wir stets flexibel auf die sich ändernden Begebenheiten reagieren und uns entsprechend positionieren.

Long-Only Anleger können sich zwar mit der Hoffnung trösten, dass das zweite Halbjahr wahrscheinlich nicht gleich schwach sein wird, wie das erste. Hoffnung ist jedoch weder eine Anlagestrategie noch ein Risikomanagement Prozess. Wir setzen stattdessen weiterhin konsequent unseren quantitativen Makroansatz und unser regelbasiertes Risikomanagement um und fokussieren uns auf unsere zwei Anlageziele:

1. Vermögensschutz und geringe Drawdowns
2. Positive reale Renditen über den gesamten Wirtschaftszyklus

Mit herzlichen Grüßen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 2Q 2022

Prospera-Invest Asset Management

Zurich, July 7 2022

Review

Dear Prospera-Invest clients,

While the first quarter was already one of the more challenging from a financial market perspective, this trend continued and intensified in the second quarter. Historical negative records were broken in rows.

Stocks (measured against the world leading index S&P 500) not only recorded their weakest first half of the year since 1950 at -20.6% (the fourth worst ever). If you add inflation, it was the worst performance in over 150 years. Things didn't look much better for bonds either. They were making the worst profits they had been in over 200 years.

These negative returns would be remarkable in and of themselves. However, the fact that both asset classes performed so poorly at the same time is historically unique. If you now consider that stocks and bonds make up around 90-95% of the vast majority of investment portfolios, then you get an idea of how the average investor has fared this year.

The table below gives an overview of the performance of the most important asset classes. There are basically only 3 assets that haven't lost money on the long side this year: US dollars, gold and energy.

Asset	Description	2 nd Quarter	Year to Date
S&P 500	Equities USA broad	-16.4%	-20.6%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	-23.7%	-29.5%
MSCI World	Aktien Welt	-16.6%	-21.0%
SPI	Aktien Schweiz	-12.3%	-18.0%
US-Treasuries	+20 years maturity	-13.0%	-22.5%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	-3.3%	-10.8%
Gold	in CHF	-3.5%	3.5%
Commodities	Broad	-2.1%	26.6%
Oil	WTI	5.5%	40.6%
USDCHF	Foreign exchange	3.4%	4.7%
Bitcoin	Crypto	-56.1%	-56.8%

How do these returns relate to a macroeconomic perspective? As we rightly expected, the economic environment continued to deteriorate in the second quarter (not least due to high inflation). Inflation was already reflected in company results for the first quarter in the form of declining margins and a negative outlook for the coming quarters. In the past few weeks, unemployment in the USA has also slowly started to rise. The keyword recession is omnipresent, not least in Europe.

The war in Ukraine and the associated fear of inflation are increasingly receding into the background. The slowdown in economic activity has finally meant that long-term interest rates appear to be past their rise and are now likely to move further lower.

It therefore paid off for our portfolios that we continued to refrain from buying equities and instead were able to benefit from their falling prices on the short side. The overweight in US dollars also proved its worth and we sold our gold positions at a profit in good time. The sharp rise in interest rates up to mid-June increasingly weighed on performance here. Also, the rising interest rates weighed on our bond positions in particular and we were stopped out here at the worst possible time. Although we were also unable to escape the negative returns in the second quarter, we did far less poorly than the broader market. Not to mention conventional bank portfolios.

Outlook

Not only does the macroeconomic outlook point to a further deterioration in the second half of the year (recession in Europe and the US). Inflationary pressure is likely to have an increasingly negative impact on margins and thus on corporate profits. An indication of this is the large difference between producer prices for companies (PPI) and consumer prices (CPI). If the former are significantly higher, this is an indication that companies cannot pass on the increased costs 1:1 to consumers. At the same time, companies have built up high inventories, which they now have to reduce. And that works best through price reductions.

All of these developments are depressing both growth and inflation rates. When companies release their figures for the second quarter in the next few weeks, there should be some nasty "surprises". Because the earnings estimates of the analysts have hardly reacted to this so far. If the forecasts are now revised down sharply, stock prices are likely to continue to correct.

The central banks have only just begun to withdraw liquidity from the market. And the fact that retail investors bought equities in record size in April suggests the market may still have a long way to go to the downside. The equity markets have already fallen a good bit, but so far we have not seen any real crash, but rather an orderly sell-off. However, the bottom is only likely to be reached when retail investors have also capitulated and switched to the seller side.

Of course, how much of all this negativity is already priced into the markets and how far down it may go is anyone's guess. And the answer to this question also depends to a large extent on future and therefore unknown events. Anything from a maximum stock drop in the 30% range to a long-running bear market (and accompanying rallies) at the end of which stocks have lost 60% or more is in the cards.

The positive and reassuring thing for us, however, is that we don't need to know any of this today. With our investment approach, we can always react flexibly to changing circumstances and position ourselves accordingly.

Long-only investors can console themselves with the hope that the second half of the year will probably not be as nasty as the first. However, hope is neither an investment strategy nor a risk management process. Instead, we continue to consistently implement our quantitative macro approach and our rule-based risk management process and focus on our two investment objectives:

1. Wealth protection and low drawdowns
2. Positive real returns over the economic cycle

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer