

Markt- und Portfoliokommentar 2Q 2023

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 17. Juli 2023

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Das zweite Quartal und somit die Hälfte des Börsenjahres 2023 liegt hinter uns. In vielerlei Hinsicht war es mehr oder weniger eine Fortsetzung des Vorquartals. Die Aktienmärkte konnten weiter zulegen, während sich die Rohstoffpreise erneut schwach zeigten. Der grösste Unterschied zum Vorquartal und zugleich die wichtigste Entwicklung vollzog sich jedoch auf dem Anleihenmarkt. Hier stiegen insbesondere die kurzlaufenden Zinsen stark an, nachdem sie Ende März im Zuge der Bankenkrise ihr bisheriges Jahrestief erreichten. Bei den langlaufenden Staatsanleihen wirkte sich der Zinsanstieg weniger stark und gemischt aus. Gold tendierte aufgrund der gestiegenen Zinsen als auch aufgrund des starken Frankens schwächer.

Assetklasse	Beschreibung	2. Quartal	2023
S&P 500	Aktien USA breit	8.3%	15.9%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	15.2%	38.8%
MSCI World	Aktien Welt	5.8%	13.9%
SPI	Aktien Schweiz	0.5%	5.1%
US-Staatsanleihen	20+ Jahre Laufzeit	-3.1%	3.4%
CH-Staatsanleihen	7-15 Jahre Laufzeit	2.8%	6.1%
Gold	in CHF	-4.6%	1.9%
Rohstoffe	Breit	-5.9%	-11.4%
Rohöl	WTI	-6.7%	-12.0%
USDCHF	Fremdwährungen	-2.2%	-3.2%
EURCHF	Fremdwährungen	-1.6%	-1.3%
Bitcoin	Kryptowährungen	7.0%	84.2%

Obwohl die Aktienmärkte auch im zweiten Quartal gut abgeschnitten haben und es zunehmend schmerzt, hier nicht dabei zu sein, lassen die Entwicklungen sowohl aus markttechnischer und noch mehr aus fundamentaler Sicht hier schlicht keine grösseren Engagements für uns zu.

Wie bereits im letzten Quartalsbericht beschrieben, ist die Performance des Aktienmarktes zu einem Grossteil auf weniger als 10 Unternehmen zurückzuführen. Die schwache Marktbreite hat sich im zweiten Quartal weiter verschärft: allein im Mai wurde die schlechteste je gemessene Marktbreite verzeichnet, als über 100% der Gesamrendite des S&P 500 auf nur 7 Aktien zurückzuführen war. Folglich wiesen die restlichen 493 Aktien eine negative Performance auf. Somit erstaunt es wenig, dass für das Gesamtquartal nur gerade 23% der Unternehmen im S&P 500 besser abschnitten als der Index. Das ist ebenfalls der tiefste Wert seit Erhebung der Daten im Jahr 1986.

Wie schwach der vermeintliche Bullenmarkt ist, zeigt sich ebenfalls, wenn man die 10 grössten Aktien des S&P 500 hinsichtlich ihres Anteils an der Gesamtmarktkapitalisierung und am Gesamtgewinn vergleicht: beim Allzeithoch Anfang 2022 erreichten die 10 grössten Titel mit 32% zwar eine rekordhohe Gesamtkapitalisierung, erwirtschafteten aber immerhin auch 33% des Gesamtgewinns. Heute erreichen die 10 grössten Titel sogar 32.7% der Marktkapitalisierung, erzielen aber nur noch 22% des Gesamtgewinns.

Zusammenfassend lässt sich für den Aktienmarkt feststellen, dass die Rally im Verlauf des Jahres nicht nur immer konzentrierter geworden ist, sondern ebenfalls nicht durch entsprechendes Gewinnwachstum der Unternehmen gedeckt ist. Ganz im Gegenteil sind die Gewinnerwartungen seither stetig zurückgelaufen.

Dass man sich von der oberflächlich guten Performance bei Aktien nicht blenden lassen sollte, zeigt sich ebenfalls, wenn wir den Blick auf weitere Assetklassen richten. Allen voran die auch im zweiten Quartal schlechte Performance von Rostoffen (insbesondere Kupfer und Öl) lässt an einer fundamental getragenen Erholung zweifeln. Wäre die Aktienrally durch eine positive Wirtschaftsentwicklung getragen, dann müssten Kupfer und Öl deutlich höher notieren.

So war von einer Aufhellung der wirtschaftlichen Lage auch im zweiten Quartal nichts zu sehen. Unsere vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren zeigen weiterhin eine deutliche Verschlechterung auf globaler Ebene (mit nur wenigen Ausnahmen). Deutschland hat bereits zwei Quartale mit negativem Wirtschaftswachstum zu verzeichnen und befindet sich damit in einer technischen Rezession. Der Rest des Kontinents dürfte bald folgen. Auch die Euphorie des Re-Opening in China ist längst verpufft und die chinesischen Aktienmärkte haben sich entsprechend schwach entwickelt.

In den USA sind die Unternehmensbankrotte weiter angestiegen und erreichten im ersten Halbjahr den höchsten Wert seit dem Jahr 2010. Gleichzeitig ist das Wachstum der Konsumkredite stark zurückgegangen. Auto- und Studentenkredite waren im Mai sogar rückläufig und auf Kreditkartenschulden müssen mittlerweile Rekordhohe 22% Zinsen bezahlt werden (höchster Wert seit Beginn der Datenaufzeichnung Anfang der 1970er Jahre). Auch läuft das Moratorium für die Rückzahlung der Studiendarlehen im September aus, was für über 40 Millionen Amerikaner neben den hohen Zinsen zusätzlich weniger Geld für den Konsum übriglässt. Vor diesem Hintergrund ist es nur wenig überraschend, dass die Einzelhandelsumsätze in der ersten Juli Woche das erste Mal seit den Corona-Lockdowns in den negativen Bereich gerutscht sind. Das sind wahrlich keine guten Aussichten für eine Wirtschaft, die zu 70% vom Konsum getrieben wird.

Ausblick

Obwohl die Rezession sich länger Zeit lässt, als wir dies noch vor wenigen Monaten erwartet hätten und wir auch von der doch starken Aktienrally etwas überrascht sind, ist der Ausblick für die Weltwirtschaft aus einer fundamentalen Makroperspektive weiterhin alles andere als ermutigend.

Die überwiegende Mehrheit der für uns wichtigen Kennzahlen und Indikatoren lassen Stand heute keine positive Entwicklung bis mindestens zum ersten Quartal 2024 erwarten. Unser Hauptszenario ist deshalb weiterhin, dass die Korrektur im letzten Jahr lediglich die erste Phase des Bärenmarktes war, in der ein höheres Zinsumfeld zu einer Neubepreisung von Risikoanlagen geführt hat. In der zweiten Phase, in der wir uns heute befinden, erwarten wir, dass die Rezession mit allen ihren möglichen Nebenerscheinungen entsprechend in die Aktienkurse eingepreist wird.


Wann genau dies geschehen wird, lässt sich natürlich nur sehr schwer vorhersagen und dies genau zu timen ist nicht unser Anspruch. Die einzelnen Wirtschaftsdaten laufen zwar in die von uns schon lange erwartete Richtung, nur tun sie dies langsamer, als wir dies erwartet hätten. Der momentane Zyklus vollzieht sich historisch gesehen eher langsam und erfordert entsprechend Geduld.

Hinzu kommt, dass die Inflation immer noch relativ hoch ist. Für die Notenbanken ist es einfacher, die Inflation von z.B. 9% auf 5% zu senken, als von 5% auf das Ziel von 2%. Diese Erkenntnis hat dazu geführt, dass der Zinsmarkt im zweiten Quartal damit begonnen hat, dies einzupreisen, indem vor allem die kurzlaufenden und von der Notenbankpolitik abhängigen Zinsen stark angestiegen sind. Dass die Notenbankpolitik länger und noch restriktiver sein muss, ist dabei umso negativer für die weitere Entwicklung der Wirtschaft.

Folglich bleiben wir auch für die absehbare Zeit defensiv aufgestellt. Risikoanlagen wie Aktien sind aufgrund der starken Performance und mit Hinblick auf die fundamentale Situation aus unserer Sicht äusserst riskant und unattraktiv. Aus der Vergangenheit lässt sich ableiten, dass sich dies erst dann ändert, wenn die Arbeitslosigkeit bereits merklich gestiegen und die Unternehmensgewinne eingebrochen sind. Als Folge dessen werden dann auch die Zinsen deutlich sinken müssen, was wiederum positiv für Anleihen und Gold wäre.

Da dieses Szenario aufgrund der Datenlage für uns ziemlich klar ist und daher mit einer relativ hohen Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann, lassen wir uns von der momentanen Aktienrally nicht aus der Ruhe bringen und folgen stattdessen weiter geduldig und diszipliniert unserem über bereits zahlreiche Marktzyklen bewährten Anlageansatz.

Mit herzlichen Grüßen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 2Q 2023

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, July 17 2023

Review

Dear Prospera-Invest clients,

The second quarter and thus half of the market year 2023 is behind us. In many ways it was more or less a continuation of the previous quarter. The equity markets continued to rise, while commodity prices were again weak. However, the biggest difference to the previous quarter and at the same time the most important development took place in the bond markets. Short-term interest rates in particular rose sharply here after hitting their year-to-date low as a result of the banking crisis at the end of March. The rise in interest rates had a less pronounced and mixed effect on long-dated government bonds. Gold trended weaker due to higher interest rates and the strong Swiss franc.

Asset Class	Description	2 nd Quarter	2023
S&P 500	Equities USA broad	8.3%	15.9%
Nasdaq 100	US-Technology Stocks	15.2%	38.8%
MSCI World	Equities World	5.8%	13.9%
SPI	Equities Switzerland	0.5%	5.1%
US-Treasuries	20+ years maturity	-3.1%	3.4%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	2.8%	6.1%
Gold	in CHF	-4.6%	1.9%
Commodities	broad	-5.9%	-11.4%
Oil	WTI	-6.7%	-12.0%
USDCHF	Foreign exchange	-2.2%	-3.2%
EURCHF	Foreign exchange	-1.6%	-1.3%
Bitcoin	Crypto	7.0%	84.2%

Although the stock markets also performed well in the second quarter and it is increasingly painful not to be there, the developments, both from a technical and even more from a fundamental point of view, simply do not allow us to make any major investments in equities.

As already described in the last quarterly report, the performance of the stock market can largely be traced back to fewer than 10 companies. Weak market breadth was exacerbated in the second quarter, with May alone recording its worst-ever market breadth, when just 7 stocks accounted for over 100% of the S&P 500's total return. As a result, the remaining 493 stocks showed negative

performance. It is therefore not surprising that only 23% of the companies in the S&P 500 outperformed the index for the quarter as a whole. This is also the lowest value since the data was collected in 1986.

Just how weak the perceived bull market is can also be seen by comparing the 10 largest stocks in the S&P 500 in terms of their share of total market cap and total earnings: at the all-time high in early 2022, the 10 largest stocks reached record high capitalization of 32%, but still generated 33% of total profits. Today, the 10 largest stocks even reach 32.7% of the total market cap, but only achieve 22% of total profits.

In summary, it can be said for the stock market that the rally has not only become increasingly concentrated over the course of the year but has also not been covered by the corresponding growth in corporate earnings. On the contrary, profit expectations have steadily declined since then.

When we look at other asset classes, it is also evident that one should not be blinded by the superficially good performance of equity indices. Above all, the poor performance of commodities (especially copper and oil) in the second quarter gives rise to doubts about a fundamentally supported recovery. If the stock rally were supported by a positive economic development, then copper and oil would have to be listed significantly higher.

There was simply no sign of an improvement in the economic situation in the second quarter. Our leading economic indicators continue to show significant deterioration on a global scale (with only a few exceptions). Germany has already had two quarters of negative economic growth and is therefore in a technical recession. The rest of the continent should soon follow. The euphoria of the re-opening in China has long since evaporated and it's the stock market has developed correspondingly weakly.

In the US, corporate bankruptcies continued to rise, reaching their highest level in the first half of the year since 2010. At the same time, consumer credit growth has slowed sharply. Auto and student loans actually declined in May, and credit card debt is now requiring a record 22% interest rate (highest since records began in the early 1970s). The moratorium on student loan repayments also expires in September, which, in addition to high interest rates, leaves more than 40 million Americans with even less money for consumption. Against this backdrop, it comes as little surprise that retail sales slipped into negative territory in the first week of July for the first time since the corona lockdowns. This is really not a good prospect for an economy that is 70% consumer driven.

Outlook

Although the recession is dragging on longer than we would have expected just a few months ago and we are also somewhat surprised by the albeit strong stock rally, the outlook for the global economy remains far from encouraging from a fundamental macro perspective.

As of today, the vast majority of our key metrics and indicators do not indicate any positive development until at least the first quarter of 2024. Our main scenario thus remains that last year's correction was just the first phase of the bear market, where a higher interest rate environment has

led to a re-pricing of risky assets. In the second phase, which we are in today, we expect the recession and all its possible side effects to be priced into stock prices accordingly.

When exactly this will happen is of course very difficult to predict and it is not our aim to time this exactly. While individual economic data is moving in the direction we have long anticipated, it does so at a slower pace than we expected. From a historical perspective, the current cycle is progressing rather slowly and accordingly requires patience.

In addition, inflation is still relatively high. It is easier for central banks to lower inflation from e.g. 9% to 5% than from 5% to the target of 2%. This realization led to the interest rate market beginning to price this in in the second quarter, with short-term interest rates, which are dependent on central bank policy, rising sharply in particular. The fact that central bank policy has to be more restrictive for longer is all the more negative for further economic development.

As a result, we will remain defensively positioned for the foreseeable future. In our view, risk assets such as equities are extremely risky and unattractive due to their strong performance and in view of the fundamental situation. From the past it can be deduced that this will only change when unemployment has already risen noticeably, and corporate profits have collapsed. As a result, interest rates will also have to fall significantly, which in turn would be positive for bonds and gold.

Since this scenario is quite clear to us based on the data and can therefore be expected with a relatively high degree of probability, we are not letting the current stock rally unsettle us and instead continue to patiently and disciplinedly follow our investment approach, which has already proven itself over numerous market cycles in the past.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer