

Markt- und Portfoliokommentar 3Q2023

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 14. Oktober 2023

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Der vermeintliche neue Bullenmarkt, der im Oktober des letzten Jahres begonnen hatte und den meisten Aktienindices zweistellige Zuwächse beschert hat, scheint Ende Juli sein zumindest vorläufiges Ende gefunden zu haben. Der Weltaktienindex (MSCI World) hat seither rund 9% eingebüsst und steht heute wieder auf dem gleichen Niveau wie Mitte April.

Assetklasse	Beschreibung	3. Quartal	2023
S&P 500	Aktien USA breit	-3.7%	11.7%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	-3.1%	34.5%
MSCI World	Aktien Welt	-3.5%	10.0%
SPI	Aktien Schweiz	-3.4%	1.5%
US-Staatsanleihen	20+ Jahre Laufzeit	-13.8%	-10.9%
CH-Staatsanleihen	7-15 Jahre Laufzeit	-2.0%	4.0%
Gold	in CHF	-1.6%	0.3%
Rohstoffe	Breit	-0.1%	12.8%
Rohöl	WTI	28.5%	13.1%
USDCHF	Fremdwährungen	2.2%	-1.0%
EURCHF	Fremdwährungen	-0.9%	-2.2%
Bitcoin	Kryptowährungen	-11.5%	62.3%

Dass es sich bei der für das gesamte Jahr immer noch positiven Performance der grossen Indices tatsächlich um einen nachhaltigen Bullenmarkt handelt, verneinen wir nach wie vor. Der Aktienmarkt ist weiterhin von nur wenigen Aktien getrieben. Die grossen Techfirmen, die so genannten Magnificent 7, sind für praktisch die gesamte Jahresperformance des S&P 500 verantwortlich, während der gleichgewichtete S&P 500 oder auch gering kapitalisierte Aktien des Russel 2000 (Small Caps) für das laufende Jahr mittlerweile im Minus stehen. Auch die europäischen Aktienmärkte sowie die Schwellenländer zeigen sich ähnlich schwach oder wie z.B. der chinesische Aktienmarkt noch deutlich schwächer.

Würden wir uns tatsächlich in einem neuen Bullenmarkt befinden, dann müssten gerade Schwellenländeraktien und Small Caps die Markführerschaft übernehmen. Auch Industriemetalle wie beispielsweise Kupfer müssten deutlich avancieren. Dass dies nicht geschieht, ist nur einer von vielen Indikatoren, die uns zeigen, dass wir uns noch immer in dem seit Januar 2022 bestehenden übergeordneten Bärenmarkt befinden.

Neben dem Aktienmarkt stellt vor allem der Zinsmarkt die Anleger weiterhin vor grosse Herausforderungen. Die Zinsen sind im dritten Quartal vor allem am langen Ende noch einmal deutlich gestiegen und nachdem Anleihen bereits in 2022 ihr schlechtestes je zu verzeichnendes Jahr hatten, sieht es ganz so aus, dass auch das laufende Jahr mit negativen Renditen abgeschlossen werden dürfte. Für amerikanische Staatsanleihen wäre es das dritte Negativjahr in Folge und damit der längste und tiefste Bärenmarkt in der Geschichte. Einer Zeitreihe von immerhin 230 Jahren.

Angesichts der stark gestiegenen (Real)Zinsen ist es beachtenswert, dass sich Gold relativ gesehen sehr gut gehalten hat. Bereits vor einem Jahr sind die US-Realzinsen kräftig auf bis 1.7% angestiegen. Gold lag damals bei USD 1'630. Seither sind die Realzinsen auf fast 2.5% hochgeschneit – immerhin der höchste Wert seit 15 Jahren. Der Goldpreis ist darauf hin nicht wie man es erwarten würde stark eingebrochen, sondern lag zur gleichen Zeit deutlich höher bei rund USD 1'830.

Weltweit haben sich auch im dritten Quartal die rezessiven Tendenzen klar verstärkt. Mitunter am deutlichsten ablesen lässt sich diese Schwäche bei der Performance von Industriemetallen, wie beispielsweise dem Kupferpreis. Dieser hatte sich bereits das ganze Jahr seitwärts bewegt und ist nun nach unten weggebrochen. Seit dem Zwischenhoch Ende Januar hat der Kupferpreis – ähnlich wie chinesische Aktien – rund 18% eingebüsst.

China steht weiterhin vor grossen wirtschaftlichen Herausforderungen. Die Regierung versucht mit punktuellen Massnahmen die Luft aus der implodierenden Immobilienblase herauszulassen, ohne dabei die gesamte Wirtschaft an die Wand zu fahren. Die Verschuldung der Lokalregierungen ist untragbar hoch, während die Einnahmen, die in der Vergangenheit hauptsächlich aus dem Verkauf von Landrechten stammten, versiegen. Die sehr schlechte Demographie, Handelsstreitigkeiten und politische Risiken rund um Taiwan sind weitere Faktoren, die auf die Investorenstimmung drücken. Entsprechend negativ haben sich auch die Aktienmärkte entwickelt: Chinas Aktienmärkte liegen im laufenden Jahr deutlich im Minus und der Leitindex in Hong Kong hat seit dem Zwischenhoch Ende Januar bereits über 20% verloren, die Festlandwerte im CSI 300 haben sich mit -14% nur unbedeutend besser gehalten.

In Europa ist die Rezession bereits angekommen. Die Industrieproduktion sinkt in praktisch allen Ländern. Deutschland, das wirtschaftlich grösste und daher bedeutendste Land, sticht mit einer besonders desolaten Situation hervor. Neben der Industrieproduktion belastet auch hier das Platzen der Immobilienblase die Wirtschaft besonders stark. Nach einem über 10 Jahre andauernden Anstieg fielen die Häuserpreise im August bereits das dritte Mal in Folge, während die Bautätigkeit im September weiter stark zurückging. Auch in Grossbritannien ist die Bautätigkeit im September stark zurückgegangen.

Von China und Europa sind in naher Zukunft keine positiven Impulse für die Weltwirtschaft zu erwarten. Eine der wenigen Lichtblicke sind Japan und Indien. Deren Wirtschaftskraft wird es jedoch

kaum vermögen, die Weltwirtschaft auf einen Wachstumskurs zu bringen. Als letzte Hoffnung verbleibt also nur die USA als immer noch deutlich grösste Wirtschaftsmacht der Welt. Ein besonderes Augenmerk wollen wir hier auf den Arbeitsmarkt legen. Denn dieser hält sich bis jetzt vermeintlich immer noch relativ gut, gehört aber auch zu den am stärksten nachlaufenden Indikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung. Und da die amerikanischen Konsumenten für rund 70% der Wirtschaftsleistung stehen, ist der Arbeitsmarkt sozusagen der letzte Dominostein, der zu fallen hätte, damit auch die USA endgültig in eine Rezession versinkt.

Nachdem der Arbeitsmarkt in den USA bereits über das gesamte Jahr mehr und mehr Risse zu verzeichnen hatte, fielen die neu geschaffenen Stellen (NFP) mit 336'000 im September überraschend stark aus. Bei näherer Betrachtung sieht man jedoch, dass nicht nur ein Grossteil der geschaffenen Stellen auf den Staat und auf Teilzeitstellen zurückzuführen sind, sondern dass gleichzeitig ebenfalls 22'000 Vollzeitstellen verloren gingen (der dritte Rückgang in Folge). Ebenfalls wurden rekordhohe 151'000 Zweitstellen geschaffen, was ein Hinweis darauf ist, dass immer mehr Menschen ihren Lebensunterhalt mit nur einer Stelle nicht mehr bestreiten können. Das Bild verdüstert sich noch einmal stark, wenn man nur die Rohdaten betrachtet: Allein im September wurden 984'000 staatliche Stellen geschaffen, während 399'000 Stellen im Privatsektor abgebaut wurden. Ebenfalls äusserst bemerkenswert ist, dass seit Juni zwar 1.2 Millionen Teilzeitstellen geschaffen wurden, in der gleichen Zeit jedoch fast 700'000 Vollzeitstellen abgebaut wurden. Einen ähnlichen Rückgang bei den Vollzeitstellen war in der Vergangenheit jeweils nur während Rezessionen zu verzeichnen (2001, 2008 und 2020).

Dass es für die US-Konsumenten immer enger wird zeigt sich auch daran, dass die Überschussersparnisse aus der Corona Zeit praktisch aufgebraucht sind und das verfügbare Einkommen im August erneut und das dritte Mal in Folge zurückgegangen ist. Damit einher geht automatisch eine rückläufige Sparquote. Bis anhin hatten die Konsumenten den Rückgang der Ersparnisse mit immer höheren Kreditkartenschulden versucht zu kompensieren. Mittlerweile müssen jedoch hierfür Zinsen von deutlich über 20% bezahlt werden, was im September dazu geführt hat, dass die Kreditkartenschulden das erste Mal angefangen haben zu sinken.

Auch die Kreditvergabe bei den Banken ist mittlerweile rückläufig, nachdem die Finanzinstitute im Nachgang der Bankenkrise im Frühling ihre Kreditvergabestandards erhöht haben. Bemerkenswert ist, dass ein solcher Rückgang in den letzten 50 Jahren erst einmal während der globalen Finanzkrise 2008/09 zu beobachten war.

Mit dem Rückgang der Kreditvergabe steigt auch die Anzahl der Firmenbankrotte. In den USA sind sie insgesamt bereits so hoch wie zuletzt während der globalen Finanzkrise 2008/09 und während der Corona-Lockdowns in 2020. Und dies wohlgemerkt mit dem Unterschied, dass sich die Wirtschaft sehr wahrscheinlich noch gar nicht in einer Rezession befindet. Auch die KMU-Bankrotte liegen bereits jetzt schon 40% über dem Vorjahr, 35% über 2021 und ganze 60% über dem Wert von 2020. Und das Jahr ist noch nicht einmal vorüber.

Ausblick

Die beschriebene Ausgangslage ist nicht wirklich ermunternd und das Gros der von uns beobachteten Daten und Makro-Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die (Welt)Wirtschaft auch in den kommenden Quartalen weiter abkühlen wird. Die US-Konsumenten scheinen immer mehr an ihre Grenzen zu stossen. Die Ersparnisse sind aufgebraucht, die Zinsen für weitere Kredite prohibitiv hoch und neben den immer noch steigenden Lebenshaltungskosten warten ab Oktober für über 40 Millionen Amerikaner zusätzliche Ausgaben für die Begleichung ihrer Studiendarlehen.

Der zunehmende Wirtschaftsabschwung wird sich früher oder später auch auf die Gewinne der Unternehmen und damit deren Aktienkurse auswirken. Wie eingangs erwähnt, gehen wir nicht davon aus, dass wir uns in einem neuen «Bullenmarkt» befinden und es ist durchaus möglich, dass das Hoch der Bärenmarktrally bereits Ende Juli ihr Ende gefunden hat. Abschliessend beurteilen kann man dies bekanntlich jedoch erst im Nachhinein.

Neben dem Arbeitsmarkt ist für die weitere Entwicklung der verschiedenen Assetklassen von grösster Bedeutung, wie es mit den Zinsen weitergeht. Zwar zeigt sich die Inflation nach wie vor hartnäckig und ist in den vergangenen Monaten vor allem aufgrund des gestiegenen Erdölpreises zumindest in den USA sogar erneut leicht gestiegen. Die Leitzinsen befinden sich in den USA heute jedoch mit 5.25-5.5% deutlich über der Inflationsrate von 3.7%. Die positiven Realzinsen sind eindeutig restriktiv und dürften sich weiterhin negativ auf die Wirtschaftsaktivität auswirken.

Wir gehen deshalb davon aus, dass der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken an sein Ende gekommen ist und wir sehr wahrscheinlich keine weiteren Zinsschritte mehr sehen werden. In den vergangenen 12 Zinserhöhungszyklen seit 1957 in den USA sind nach dem Ende der letzten Leitzinserhöhung die langfristigen Zinsen in 9 Fällen nicht weiter gestiegen. In den drei anderen Fällen, die alle während der grossen Inflation der 1970er und 1980er Jahre stattfanden, stiegen die langfristigen Zinsen zwar noch etwas weiter, sie lagen dabei jedoch immer deutlich unter dem Leitzins der Notenbank. Damit dürfte einem weiteren grösseren Anstieg der langfristigen Zinsen enge Grenzen gesetzt sein.

Bei dieser Annahme nicht ganz von der Hand zu weisen ist die desolote fiskalische Lage der USA. Die auch ohne Rezession rekordhohen Defizite müssen finanziert werden. Und da die Notenbank seit längerem schon von der Käufer- auf die Verkäuferseite gewechselt hat, ist es durchaus möglich, dass es für die Regierung zunehmend schwieriger wird, die Papiere zu den zurzeit bestehenden Zinsen platzieren zu können. Wir werden die weitere Entwicklung hier besonders genau beobachten. Sollten die Zinsen v.a. am langen Ende weiter steigen, während sich Gold gut hält oder sogar ebenfalls steigt, wäre dies ein sehr schlechtes Zeichen hinsichtlich der Tragfähigkeit der rapide zunehmenden Staatsverschuldung in den USA.

Wie wollen wir uns also für den beschriebenen Ausblick positionieren?

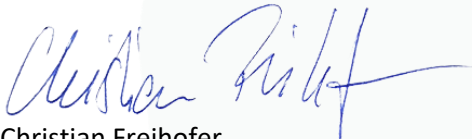
Die Antwort auf diese Frage hängt sowohl vom beschriebenen Szenario ab als auch davon, wie die Marktteilnehmer insgesamt positioniert sind. Vor einem Jahr teilten wir ebenfalls die Marktmeinung, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht. Während wir diese Meinung nach wie vor vertreten, hat sich diejenige des Marktes deutlich verschoben. Dieser preist heute eine Inflation von rund 2% über

die nächsten Jahre und ein Gewinnwachstum der Unternehmen von 12% über die nächsten 2 Jahre ein. Treffen diese Annahmen ein, dann wäre dies wohl die Mutter aller Soft Landings. Nichts ist unmöglich, dennoch erachten wir dieses Szenario als deutlich zu optimistisch.

Wir glauben, dass der Markt ähnlich wie letztes Jahr die Situation schlicht falsch einschätzt, was eine gegenteilige Positionierung umso attraktiver macht. Obwohl wir die letzte Korrektur dazu genutzt haben, um in den aktiven Mandaten einige Aktien zu kaufen, bleiben wir weiterhin defensiv positioniert und halten uns mit übermässigen Engagements in Risikoassets zurück. Des Weiteren sind wir stark in Gold sowie in Staatsanleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten investiert.

Wir glauben, dass wir mit diesem Assetmix deutlich robuster für die kommenden Monate und Quartale aufgestellt sind, als dies mit herkömmlichen 60/40 Aktien/Anleihen-Portfolien der Fall ist.

Mit herzlichen Grüssen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 3Q2023

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, October 14 2023

Review

Dear Prospera-Invest clients,

The supposed new bull market, which began in October of last year and brought double-digit gains to most stock indices, appears to have come to an end, at least temporarily, at the end of July. The world stock index (MSCI World) has since lost around 9% and is now back at the same level as mid-April.

Asset Class	Description	3 rd Quarter	2023
S&P 500	Equities USA broad	-3.7%	11.7%
Nasdaq 100	US-Technology Stocks	-3.1%	34.5%
MSCI World	Equities World	-3.5%	10.0%
SPI	Equities Switzerland	-3.4%	1.5%
US-Treasuries	20+ years maturity	-13.8%	-10.9%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	-2.0%	4.0%
Gold	in CHF	-1.6%	0.3%
Commodities	broad	-0.1%	12.8%
Oil	WTI	28.5%	13.1%
USDCHF	Foreign exchange	2.2%	-1.0%
EURCHF	Foreign exchange	-0.9%	-2.2%
Bitcoin	Crypto	-11.5%	62.3%

We still deny that the positive performance of the major stock indices this year is actually a sustainable bull market. The stock market is still driven by just a few stocks. The big tech companies, the so-called Magnificent 7, are responsible for practically the entire annual performance of the S&P 500, while the equally weighted S&P 500 or small capitalized stocks in the Russell 2000 are now in the red for the current year. The European stock markets and emerging markets are also similarly weak or, like the Chinese stock market, significantly weaker.

If we were actually in a new bull market, then emerging market stocks and small caps would have to take over market leadership. Industrial metals such as copper should also advance significantly. The failure to do so is just one of many market-based indicators showing us that we are still in the overarching bear market that has existed since January 2022.

In addition to the stock market, the interest rate market in particular continues to pose major challenges for investors. Interest rates rose significantly again in the third quarter, especially at the long end, and after bonds already had their worst year ever in 2022, it looks like the current year will also end with negative returns. It would be the third negative year in a row for US government bonds and therefore the longest and deepest bear market in history. And history is a long time.

Given the sharp rise in (real) interest rates, it is noteworthy that gold has held up very well. A year ago, US real interest rates rose sharply to 1.7%. Gold at the time was at USD 1,630. Since then, real interest rates have skyrocketed to almost 2.5% - the highest level in 15 years. The price of gold did not collapse sharply as one would expect but was significantly higher at around USD 1,830 at the same time.

Globally, recessionary tendencies clearly increased in the third quarter. This weakness can sometimes be seen most clearly in the performance of industrial metals, such as the price of copper. This had been moving sideways all year and has now broken to the downside. Since the interim high at the end of January, copper – similar to Chinese stocks – has lost around 18%.

China continues to face major economic challenges. The government is trying to take selective measures to let the air out of the imploding real estate bubble without driving the entire economy to the wall. Local government debt is unsustainably high, while revenues, which in the past came mainly from the sale of land rights, are drying up. The very poor demographics, trade disputes and political risks surrounding Taiwan are other factors weighing on investor sentiment. The stock markets have also developed correspondingly weak: China's stock markets are clearly in the red this year and the leading index in Hong Kong has already lost over 20% since the interim high at the end of January, while the mainland values in the CSI 300 have only fared insignificantly better at -14%.

In Europe, the recession has already arrived. Industrial production is falling in practically all countries. Germany, the economically largest and therefore most important country, stands out with a particularly desolate situation. In addition to weak industrial production, the bursting of the real estate bubble is also putting a particularly strong strain on the economy. After rising for over 10 years, house prices fell in August for the third time in a row, while construction activity continued to fall sharply in September. In Great Britain, too, construction activity fell sharply in September.

No positive impulses for the global economy can be expected from China and Europe in the near future. One of the few bright spots are Japan and India. However, their economic power will hardly be able to put the global economy back on a growth path. The only remaining hope is the US, which is still by far the largest economic power in the world. We want to pay particular attention to the labor market. This is supposedly still holding up relatively well so far, but it is also one of the most lagging economic indicators. And since the American consumer accounts for around 70% of economic output, the labor market is, so to speak, the last domino that would have to fall before the US finally sinks into a recession.

After the labor market in the US had already shown more and more cracks throughout the year, nonfarm payrolls were surprisingly strong at 336,000 in September. However, upon closer inspection, one can see that not only are the majority of the jobs created attributable to the government and part-time jobs, but at the same time 22,000 full-time jobs were also lost (the third decline in a row).

A record of 151,000 secondary jobs were also created, which is an indication that more and more people can no longer make a living with just one job. The picture becomes even darker when you only look at the raw data: in September alone, 984,000 government jobs were created, while 399,000 jobs were cut in the private sector. What is also extremely notable is that although 1.2 million part-time jobs have been created since June, almost 700,000 full-time jobs have been cut in the same period. In the past, a similar decline in full-time positions has only occurred during recessions (2001, 2008 and 2020).

The fact that things are becoming increasingly tight for US consumers is also reflected in the fact that excess savings from the Corona period have practically been used up and disposable income fell again in August for the third time in a row. This is automatically accompanied by a declining savings rate. Until now, consumers had tried to compensate for the decline in savings with ever-increasing credit card debt. However, interest rates of well over 20% now have to be paid, which led to credit card debts beginning to fall for the first time in September.

Bank lending is also now declining after financial institutions tightened their lending standards in the wake of the banking crisis in the spring. It is noteworthy that such a decline was only observed once in the last 50 years during the global financial crisis of 2008/09.

As lending declines, the number of corporate bankruptcies also increases. In the US they are already as high as they were last during the global financial crisis in 2008/09 and during the Corona lockdowns in 2020. And this is with the difference that the economy is most likely not yet in a recession. SME bankruptcies are already 40% above last year, 35% above 2021 and a full 60% above 2020 levels. And the year isn't even over yet.

Outlook

The starting situation described is not really encouraging and the majority of the data and macro indicators we observe suggest that the (global) economy will continue to cool down in the coming quarters. US consumers seem to be increasingly reaching their limits. Savings have been used up, interest rates on additional loans are prohibitively high and, in addition to the still rising cost of living, more than 40 million Americans will have additional expenses when they have to pay off their student loans from October onwards.

The accelerating economic downturn will sooner or later affect companies' profits and thus stock prices. As mentioned at the beginning, we do not assume that we are in a new "bull market" and it is quite possible that the high of the bear market rally has already come to an end at the end of July. However, as is well known, this can only be assessed in retrospect.

In addition to the labor market, what is of utmost importance for the further development of various asset classes is what happens with interest rates. Inflation remains stubborn and has even risen slightly again in recent months, at least in the US, primarily due to the rise in oil prices. However, the Fed Funds rates in the US today are 5.25-5.5%, well above the inflation rate of 3.7%. Positive real interest rates are clearly restrictive and are likely to continue to have a negative impact on economic activity.

We therefore assume that the central banks' hiking cycle of interest rates has come to an end and that we will most likely not see any further increases. In the last 12 hiking cycles since 1957 in the US, long-term interest rates did not rise further in 9 cases after the end of the last interest rate hike. In the three other cases, which all took place during the great inflation of the 1970s and 1980s, long-term interest rates rose somewhat further, but they were always well below the central bank's Fed Funds rate. This means that there are likely also limits to any further major increases in long-term interest rates.

With this assumption, the deteriorating fiscal situation in the US cannot be completely dismissed. The record deficits, even without a recession, must be financed somehow. And since the central bank has long since switched from the buyer to the seller side, it is quite possible that it will become increasingly difficult for the government to be able to sell its securities to the private market at the current interest rates. We will monitor further developments here particularly closely. If interest rates continue to rise, especially at the long end, while gold holds up well or even rises as well, this would be a very bad sign regarding the sustainability of the rapidly increasing national debt in the US.

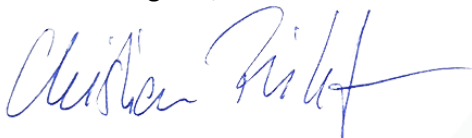
So how do we want to position ourselves for the outlook described?

The answer to this question depends on both the scenario described and how market participants are positioned overall. A year ago, we also shared the market view that a recession was imminent. While we continue to hold this opinion, the market's view has shifted significantly. Today, inflation is estimated at around 2% over the next few years and corporate profit growth of 12% over the next two years. If these assumptions are true, then this would probably be the mother of all soft landings. Nothing is impossible, but we still consider this scenario to be far too optimistic.

We believe that, similar to last year, the market is simply misjudging the situation, which makes the opposite positioning all the more attractive. Although we took advantage of the last correction to buy some stocks in the active mandates, we remain defensively positioned and refrain from excessive exposure to risky assets. We are also quite heavily invested in gold and government bonds with different maturities.

We believe that with this asset mix we are in a much more robust position for the coming months and quarters than is the case with traditional 60/40 stock/bond portfolios.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer