

Markt- und Portfoliokommentar 4Q 2022

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 15. Januar 2023

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Das vierte Quartal ist zu Ende und damit auch das Börsenjahr 2022. Es dürfte wohl gleich aus mehreren Gründen als eines der schwierigeren in die Finanz-Geschichtsbücher eingehen. Krieg in Europa, die Rückkehr der lange für tot geglaubten Inflation, Rezessionsängste und stark steigende Zinsen. Dies war der Giftcocktail, der das bereits schon wieder der Vergangenheit angehörende Jahr 2022 zu einem äusserst anspruchsvollen und nervenaufreibenden Jahr für Anlegerinnen und Anleger machte.

Zwar konnten sich die Aktienmärkte im vierten Quartal nach drei Verlustquartalen in Folge etwas fangen, dies hat sich jedoch wiederum negativ auf defensive Assetklassen wie insbesondere den US-Dollar aber auch Staatsobligationen ausgewirkt.

Assetklasse	Beschreibung	4. Quartal	2022
S&P 500	Aktien USA breit	7.1%	-19.4%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	-0.3%	-33.0%
MSCI World	Aktien Welt	9.4%	-19.2%
SPI	Aktien Schweiz	4.3%	-18.7%
US-Staatsobligationen	+20 Jahre Laufzeit	-2.8%	-32.8%
CH-Staatsobligationen	7-15 Jahre Laufzeit	-3.1%	-15.0%
Gold	in CHF	2.8%	1.1%
Rohstoffe	Breit	0.4%	8.7%
Rohöl	WTI	1.0%	6.7%
USDCHF	Fremdwährungen	-6.4%	1.4%
EURCHF	Fremdwährungen	2.3%	-4.7%
Bitcoin	Kryptowährungen	-14.9%	-64.2%

Für das Gesamtjahr muss die Gesamtpformance der verschiedenen Assetklassen insgesamt als sehr schwach bezeichnet werden. Dies jedoch nicht unbedingt aufgrund der jeweiligen negativen Renditen der einzelnen Assetklassen, sondern vielmehr aufgrund des Zusammenspiels von risikoreichen Assetklassen (z.B. Aktien) und risikoarmen Assetklassen (z.B. Staatsobligationen).

Dass Aktien auch einmal ein schlechtes Jahr haben können (oder auch zwei oder drei), sind sich Anleger nach 13 Jahren Bullenmarkt zwar nicht mehr unbedingt gewohnt, ist aber etwas völlig Normales. Nichts steigt für immer in einer geraden Linie und nichts fällt für immer in einer geraden Linie. Und wenn die eine Assetklasse gerade einen schwierigen Stand hat, dann gibt es normalerweise immer auch Assetklassen, die diese Schwäche kompensieren können (Stichwort *Diversifikation*).

Total nominal return in US stocks & bonds, for each year 1871 to 2022 (%)

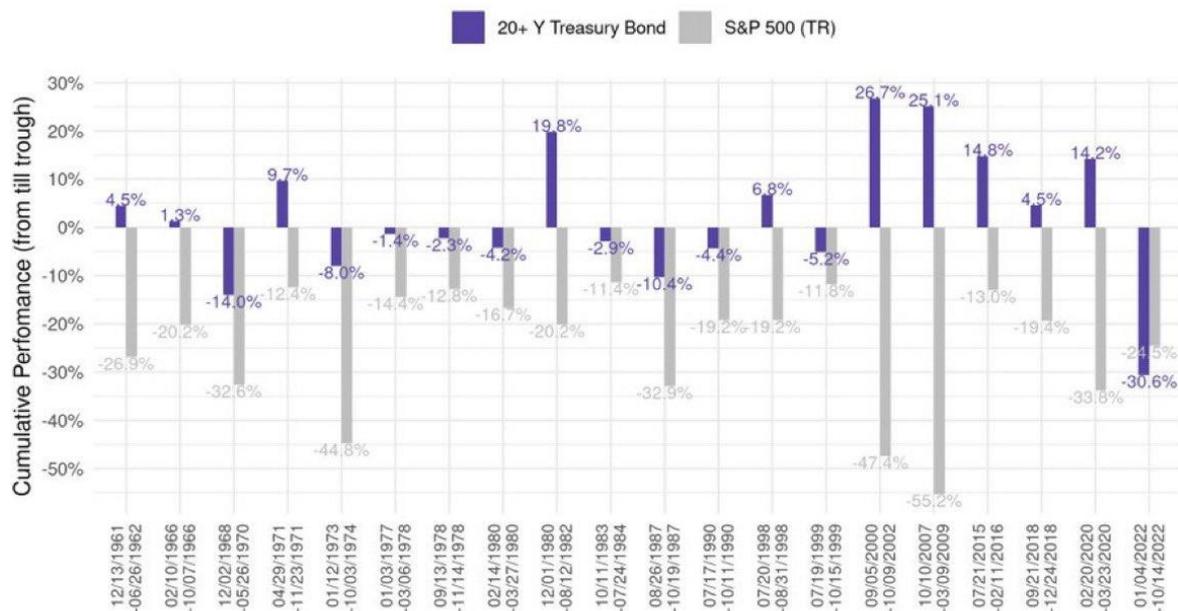


Quelle: Financial Times

Was das vergangene Börsenjahr zugleich so aussergewöhnlich und anspruchsvoll gemacht hat, war die Tatsache, dass die wichtigste Assetklasse, in die ein Anleger für eine angemessene Diversifikation und damit Risikoreduktion des Gesamtportfolios investieren kann, schlicht versagt hat. Gemeint sind Staatsobligationen.

Wie ausgeprägt dieses Versagen im vergangenen Jahr war, zeigt sich eindrücklich an der Grafik auf der linken Seite. Zwar ist es in den letzten 150 Jahren auch schon passiert, dass Staatsobligationen in einem Jahr negativ rentierten, obschon Aktien ebenfalls negativ abschnitten (1941 und 1969). Die Verluste waren jedoch maximal nur rund halb so hoch als bei Aktien. Aus Anlegersicht waren wir also nicht nur mit einer Situation konfrontiert, die äusserst selten (2% der Fälle) auftritt, sondern die es in dieser Ausprägung so überhaupt noch nie gegeben hat: vermeintlich sichere Staatsobligationen rentierten noch schlechter als Aktien. (Die gleiche Konstellation bestand im Übrigen auch für europäische Märkte.)

Die nachfolgende Grafik verdeutlicht diesen Umstand nochmals, indem nicht die Jahresrenditen, sondern die 20 letzten Korrekturen und Bärenmärkte der vergangenen 60 Jahre in amerikanischen Aktien (grau) in Gänze vom Hoch zum Tief mit der Performance der Staatsobligationen (violett) verglichen wird. Heraussticht, dass auch in den inflationären Bärenmärkten der 1970er Jahre Staatsobligationen zumindest relativ deutlich besser abschnitten, als Aktien und dass vor allem während den fünf Bärenmärkten seit der Jahrtausendwende Staatsobligationen stark positiv rentierten, während Aktien deutliche Verluste hinnehmen mussten.



Quelle: Michael A. Gayed, CFA

Wie bereits im September 2018 als auch im Januar 2020 hatten wir den Zeitpunkt für den Wechsel von risikoreichen zu risikoarmen Anlagen (Risk-On / Risk-Off) im Januar des vergangenen Jahres sehr gut gewählt. Anders jedoch als im kleinen Bärenmarkt vom Herbst 2018 und dann im Coronacrash von 2020, konnten wir von diesem Wechsel aufgrund des oben beschriebenen Zusammenhangs nicht profitieren.

Da sich aus einer auch noch so guten Statistik aus der Vergangenheit keine Garantie für die Zukunft ableiten lässt, war es für uns umso wichtiger, dass wir die Gesamtverluste dank unseres regelbasierten Risikomanagement-Prozesses vergleichsweise gut begrenzen konnten und gleichzeitig mit anderen Assetklassen wie Gold, US-Dollar sowie Shortpositionen bei Aktien Geld verdienen konnten. Auch wenn wir den nicht zum Makroportfolio gehörenden Verlust der US-Cannabis Position von ca. -3% bis -4% (je nach Mandat) mitberücksichtigen, dann war die Performance unserer Mandate über das Gesamtjahr deutlich weniger schlecht als die passive Marktrendite oder herkömmliche Bankenmandate. Auch waren die Volatilität und der Maximalverlust deutlich tiefer. Zudem war die Korrelation zum Gesamtmarkt mit nur rund 0.3 erneut deutlich geringer als diejenige der Bankenmandate (0.95), was wiederum den hohen Diversifikationseffekt unseres Anlageansatzes unterstreicht.

Ausblick

Stand das abgelaufene Börsenjahr 2022 ganz im Zeichen der Inflation, dürfe sich der Fokus im neuen Jahr weiter auf das Thema Rezession verschieben. Eine Rezession in Europa und den USA für 2023 scheint nun Konsens zu sein. Die für uns entscheidende Frage ist, wie stark diese ausfallen und welche Auswirkungen dies auf die Aktien- und Zinsmärkte haben wird.

Antworten auf diese Fragen werden uns vor allem die Ergebnisse der Unternehmen zum vierten Quartal und zum Gesamtjahr 2022 sowie die Aussichten der Unternehmensleitungen geben.

Das Hoch bei den Unternehmensgewinnen in den USA hatten wir bereits im zweiten Quartal 2021 gesehen, als diese pandemiebedingt um ganze 87% im Vergleich zum Vorjahresquartal zulegten. Seither ist das Gewinnwachstum sukzessive hinuntergekommen auf nur noch 3.8% im dritten Quartal 2022. Konsens der Analysten ist, dass das Gewinnwachstum für das vierte Quartal 2022 weiter auf 0.3% fällt und im zweiten Quartal das Tief bei -0.2% erreichen wird. Das reale Gewinnwachstum ist übrigens bereits seit 20 Monaten und damit so lange wie noch nie zuvor negativ. Für das Gesamtjahr 2023 gehen die Analysten für die grössten 500 US-Unternehmen des S&P 500 von einem Gewinnwachstum vom 4% aus. Es gehört dabei zum Normalfall, dass die Analystenschätzungen vor einer Rezession deutlich zu hoch sind und ihr Tief erst dann erreichen, wenn auch der Aktienmarkt seine Tiefs gefunden hat. Unsere Modelle zeigen ebenfalls, dass diese Gewinnerwartungen der Wall Street deutlich zu optimistisch und langfristig nicht nachhaltig sind.

Ein Grund hierfür sind die immer noch sehr hohen Gewinnmargen. Zwar sind diese seit ihrem Pandemie-Hoch von 13.1% bereits auf 11.6% im dritten Quartal 2022 gefallen. Die Margen sind jedoch immer noch deutlich über dem Vor-Corona Hoch von 10.2% und dem langfristigen 10-jahres Durchschnitt von 9.4%. Solch hohe Margen sind auch ohne Rezession nicht nachhaltig und eine weitere Korrektur birgt ein erhebliches Risiko für die immer noch hohen Aktienbewertungen.

Hinzu kommt, dass auch wenn wir nur eine milde Wirtschaftsabschwächung (Stichwort *Soft Landing*) erleben werden, die Vergangenheit zeigt, dass wir mit Gewinnrückgängen von -10% bis -15% rechnen müssen. In unserem Basisszenario einer normalen Rezession halten wir einen weit höheren Rückgang im Bereich von -20% bis -30% für deutlich wahrscheinlicher. Zum Vergleich sei hier erwähnt, dass die Unternehmensgewinne während der ebenfalls eher milden Rezession des Jahres 2001 um fast 50% eingebrochen sind und der damals rund 2.5 Jahre dauernde Bärenmarkt die Aktiennotierungen im gleichen Masse dezimiert hatte. Wie stark der Rückgang bei den Unternehmensgewinnen am Ende auch sein mag, so scheint dieser bisher nicht in den Aktienkursen eingepreist zu sein.

Ganz im Gegenteil erleben wir nun seit bereits rund drei Monaten eine erneute Erholung an den globalen Aktienmärkten. In Europa hat das sehr warme Wetter dazu beigetragen, dass sich die Energiekrise zumindest vorläufig deutlich entschärft hat. Die Beendigung der Zero-Covid Politik in China hat weiter zur Aufhellung der Stimmung beigetragen und in den USA hat sich der Arbeitsmarkt bisher gut geschlagen, was zusammen mit den rekordhohen Kreditkartenschulden den Konsum bislang einigermassen stabil gehalten hat. Und zu guter Letzt facht der Rückgang der Inflation die Hoffnung auf eine baldige Zinssenkung der US-Notenbank die Stimmung der Anlegergemeinde weiter an.

Nichtsdestotrotz bleiben wir vorsichtig bei einer allzu optimistischen Interpretation dieser Entwicklungen. Die Energiekrise in Europa wurde bisher überwiegend über die Nachfrageseite in Form von hohen Subventionen bekämpft. Das Problem liegt längerfristig aber vor allem auf Angebotsseite. Hier muss Europa auch über den Winter 2022/23 eine zuverlässige und günstige Energieversorgung sicherstellen, will der Kontinent eine Deindustrialisierung aufgrund nicht wettbewerbsfähiger Energiepreise verhindern. Weiter gilt nicht nur für die USA, dass der Arbeitsmarkt als stark nachlaufender Indikator gilt. D.h. er reagiert erst sehr spät auf einen

wirtschaftlichen Abschwung. In der Vergangenheit wurden oft immer noch neue Stellen geschaffen, als sich die Wirtschaft bereits in einer Rezession befand. Speziell kommt im gegenwärtigen Zyklus hinzu, dass die Unternehmen grosse Schwierigkeiten hatten und immer noch haben, freie Stellen zu besetzen (Stichwort *Fachkräftemangel*). Sie dürften daher erst dann im grossen Stil zu Stellenstreichungen übergehen, wenn die Rezession unübersehbar und Kostensenkungen unvermeidbar geworden sind. Bei China sind wir, was die weitere Entwicklung betrifft, zwar grundsätzlich optimistischer, die Überkapazitäten im Immobiliensektor und die hohen Verschuldungsraten sind jedoch bei weitem nicht gelöst. Zudem hat China neu ebenfalls mit einer schrumpfenden Bevölkerung zu kämpfen. Die Corona-Opfer aufgrund der Öffnung sind hier noch gar nicht berücksichtigt. Wir gehen deshalb davon aus, dass anders als noch nach der Globalen Finanzkrise 2008/09 oder dem Wirtschaftsabschwung in 2015, China dieses Mal alleine nicht die gesamte Weltwirtschaft mit scheinbar grenzenlosen Stimuluspaketen retten wird können.

Der für uns aber entscheidende Faktor ist, dass sich die neben China zwei wichtigsten Wirtschaftsböcke, USA und Europa, weiterhin in einer Phase einer äusserst restriktiven Geldpolitik befinden. Obwohl die US-Notenbank Fed bereits kurz vor dem Ende der Zinserhöhungen stehen dürfte, werden die Zinsen wohl auf absehbare Zeit auf einem sehr hohen Niveau von rund 4.5% bis 5% verharren. Die Europäische Zentralbank (EZB) liegt in ihrem Zinserhöhungszyklus etwa ein halbes Jahr hinter dem Fed und wird die Zinsen voraussichtlich über die nächsten Monate und Quartale weiter erhöhen. Gleichzeitig werden beide Zentralbanken ihre Bilanzen weiter reduzieren und damit dem Markt Liquidität entziehen.

Wenn wir uns nun vor Augen führen, dass die Geldpolitik ungefähr 6-18 Monate benötigt um in der Wirtschaft wirksam zu werden und das Fed die Zinsen erstmals im März 2022 erhöht hat und die EZB sogar erst im Juli 2022, dann dürfte erste ein geringer Teil der negativen Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik in der Realwirtschaft angekommen sein.

Die momentane Erholung an den Aktienmärkten ist neben dem warmen Wetter in Europa, der Öffnung in China und dem stabilen Arbeitsmarkt in den USA vor allem auf der Hoffnung gebaut, dass die amerikanische Notenbank schon sehr bald eine Umkehr ihrer restriktiven Geldpolitik (Stichwort *Pivot*) vollzieht. Diese Pivot-Hoffnung hat bereits das gesamte Börsenjahr 2022 dominiert und viele Anleger bisher bitter enttäuscht. Denn ein richtiger Pivot ist weder eine Verlangsamung der Zinsschritte noch eine Beendigung der Zinserhöhungen, sondern eine Zinssenkung. Warum aber sollte das Fed die Zinsen senken, wenn die Wirtschaft sich, wie es die Gewinnerwartungen suggerieren, nur schwach abkühlen sollte, die Inflation aber gleichzeitig weiterhin deutlich über dem Zielwert von 2% liegt? Wäre eine Zinssenkung überhaupt eine gute Nachricht? In der Vergangenheit hat das Fed einen Pivot meist immer erst dann gemacht, als ein starker Wirtschaftsabschwung bereits unübersehbar war und/oder sich eine Liquiditätskrise an den Finanzmärkten abzeichnete. Beide Fälle bedingen jedoch, dass die Aktienkurse stark an Wert verlieren. Da dies heute (noch) nicht der Fall ist und gleichzeitig die Inflation weiter auf hohem Niveau verharrt, glauben wir, dass der Markt – wie schon das gesamte vergangene Jahr – viel zu optimistisch ist, was baldige Zinssenkungen betrifft. Wir können an dieser Stelle wiederholt feststellen, dass Hoffnung keine gute Anlagestrategie ist und der Markt hier einmal mehr falsch liegt.

Aus heutiger Sicht sehen wir daher für die nächsten ein bis zwei Quartale weder aus makroökonomischer noch aus geldpolitischer Sicht einen Anlass für einen Wechsel unserer

Portfolioallokationen von Risk-On Richtung Risk-Off. Geduld ist hier die oberste Tugend. Engagements in Aktien können wir uns im Falle von geringen Korrekturen allenfalls in China oder anderen Schwellenländern vorstellen. Sehr positiv zu bewerten ist hingegen, dass die Inflationsraten sowohl in den USA als auch in Europa ihre Höchstwerte erreicht haben sollten. Wie von uns korrekt antizipiert, hat dies nun dazu geführt, dass zusammen mit der wirtschaftlichen Abschwächung auch die Zinsen am langen Laufzeitende endlich ihre Höchststände erreicht haben sollten. Für Staatsobligationen wie auch Gold bildet dies eine vielversprechende Ausgangslage im neuen Anlagejahr.

Mit herzlichen Grüßen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 4Q 2022

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, January 15 2023

Review

Dear Prospera-Invest clients,

The fourth quarter is over and with it the stock market year 2022. It is likely to go down in the financial history books as one of the most difficult for several reasons. War in Europe, the return of inflation that was believed to be dead for a long time, fears of recession and sharply rising interest rates. This was the cocktail of poison that made the already past year of 2022 an extremely challenging and nerve-wracking year for investors.

Although the stock markets recovered somewhat in the fourth quarter after three quarters of losses in a row, this in turn had a negative impact on defensive asset classes such as the US dollar in particular, but also on government bonds.

Asset Class	Description	4 rd Quarter	2022
S&P 500	Equities USA broad	7.1%	-19.4%
Nasdaq 100	US-Technologieaktien	-0.3%	-33.0%
MSCI World	Equities World	9.4%	-19.2%
SPI	Equities Switzerland	4.3%	-18.7%
US-Treasuries	+20 years maturity	-2.8%	-32.8%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	-3.1%	-15.0%
Gold	in CHF	2.8%	1.1%
Commodities	broad	0.4%	8.7%
Oil	WTI	1.0%	6.7%
USDCHF	Foreign exchange	-6.4%	1.4%
EURCHF	Foreign exchange	2.3%	-4.7%
Bitcoin	Crypto	-14.9%	-64.2%

For the year as a whole, the overall performance of the various asset classes must be described as very weak. However, this is not necessarily due to the respective negative returns of the individual asset classes, but rather due to the interaction of higher-risk asset classes (e.g. equities) and low-risk asset classes (e.g. government bonds).

After a 13 years bull market, investors might no longer be used to the fact that equities can have a bad year (or two or three), although it is completely normal. Nothing rises forever in a straight line, and nothing falls forever in a straight line. And if an asset class is currently in a difficult position, then there are usually also asset classes that can compensate for this weakness (keyword: *diversification*).

Total nominal return in US stocks & bonds, for each year 1871 to 2022 (%)

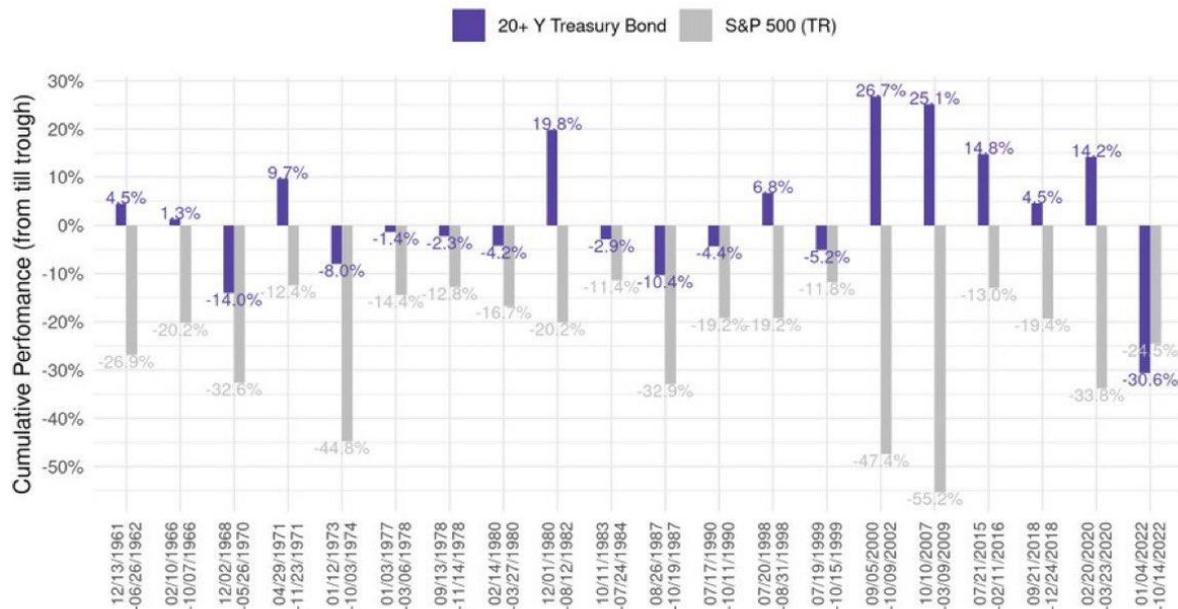


Source: Financial Times

What made the past year so unusual and challenging at the same time, was the fact that the most important asset class in which an investor can invest for appropriate diversification and thus risk reduction in the overall portfolio simply failed. That means government bonds.

The graphic on the left clearly shows how pronounced this failure was last year. It is true that in the last 150 years government bonds have had a negative return in one year, when equities have also had a negative return (1941 and 1969). However, the maximum losses were only about half as high as for equities. From an investor's point of view, we were not only confronted with a situation that occurs extremely rarely (2% of cases), but that has never existed in this form before: supposedly safe government bonds performed even worse than equities. (The same constellation is also true for European markets.)

The following graphic illustrates this fact once again by comparing not the annual returns, but the 20 most recent corrections and bear markets of the last 60 years in US equities (grey) in their entirety from their high to low with the performance of government bonds (purple). What stands out is that even in the inflationary bear markets of the 1970s, government bonds performed significantly better than stocks, at least in relative terms. Also, government bonds performed strongly positively, especially during the five bear markets since the turn of the millennium, while equities suffered significant losses.



Source: Michael A. Gayed, CFA

As in September 2018 and in January 2020, we chose the point in time to switch from risk-on to risk-off very well in January last year. However, unlike the small bear market of autumn 2018 and then the corona crash of 2020, we were not able to benefit from this change due to the connection described above.

Since no guarantee for the future can be derived from past statistics, no matter how good, it was all the more important for us that we were able to limit the overall losses comparatively well thanks to our rule-based risk management process as well as other asset classes such as gold, US dollars and short positions in equities where we could make some money. Even if we take into account the loss on the US cannabis position, which is not part of the macro portfolio of around -3% to -4% (depending on the mandate), then the performance of our mandates over the full year was significantly less negative than the passive market return or conventional bank mandates. The volatility and the maximum drawdown were also significantly lower. In addition, the correlation to the market as a whole, at only around 0.3, was again significantly lower than that of the bank mandates (0.95), which in turn underlines the high diversification effect of our investment approach.

Outlook

While the past market year 2022 was dominated by inflation, the focus in the new year is further shifting to the topic of recession. A recession in Europe and the US for 2023 now seems to be the consensus view. The crucial question for us is how strong these will be and what impact this will have on the equity and interest rate markets.

The answers to these questions will primarily be provided by the companies' results for the fourth quarter and for the full year 2022 as well as the prospects of company management.

We had already seen the peak in corporate earnings in the US in the second quarter of 2021, when they increased by a full 87% year over year due to the pandemic. Since then, earnings growth has gradually slowed down to just 3.8% in the third quarter of 2022. Analyst consensus is that earnings growth for the fourth quarter of 2022 will fall further to 0.3% and will bottom out at -0.2% in the second quarter. Incidentally, real earnings growth has been negative for 20 months, the longest streak ever. For 2023 as a whole, analysts expect earnings to grow 4% for the 500 largest US companies in the S&P 500. It is normal for analyst estimates to be way too high before a recession and only hit their lows when the stock market has also bottomed out. Our models also show that Wall Street's earnings expectations are far too optimistic and unsustainable over the long term.

One reason for this are the still very high profit margins. Since their pandemic high of 13.1%, they have already fallen to 11.6% in the third quarter of 2022. However, margins are still well above the pre-pandemic high of 10.2% and the 10-year long-term average of 9.4%. Such high margins are unsustainable even in the absence of a recession and a further correction poses a significant risk to the still elevated equity valuations.

In addition, even if we only experience a mild economic slowdown (keyword: soft landing), history shows that we have to reckon with a drop in earnings of -10% to -15%. In our baseline scenario of a normal recession, we think a much larger decline in the -20% to -30% range is much more likely. For comparison, it should be mentioned here that corporate profits collapsed by almost 50% during the rather mild recession of 2001 and the bear market that lasted around 2.5 years at that time had cut equity prices to the same extent. However sharp the fall in earnings may end up being, it doesn't appear to have been priced into equity prices so far.

On the contrary, we have been experiencing a renewed recovery in global stock markets for around three months now. In Europe, the very warm weather has helped to ease the energy crisis significantly, at least for the time being. The end of China's zero-Covid policy has further helped lift sentiment and in the US, the job market has fared well so far, which, combined with record-high credit card debt, has kept consumption reasonably stable. Finally, the fall in inflation is fueling hopes of an imminent Federal Reserve interest rate cut in the market community.

Nonetheless, we remain cautious about overly optimistic interpretations of these developments. The energy crisis in Europe has so far been fought primarily on the demand side in the form of high subsidies. In the longer term, however, the problem lies primarily on the supply side. Europe must ensure a reliable and cheap energy supply over the winter of 2022/23 if the continent wants to prevent deindustrialization due to uncompetitive energy prices. Furthermore, it is not only for the US that the labour market is regarded as a strongly lagging indicator. This means that it reacts very late to an economic downturn. In the past, new jobs were often still being created when the economy was already in recession. In the current cycle, there is also the fact that companies have had and still have great difficulties in filling vacancies (keyword: labour shortage). They are therefore only likely to start cutting jobs on a large scale once the recession has become evident and cost cutting has become unavoidable. We are fundamentally more optimistic about China's further development, but the overcapacities in the real estate sector and the high debt rates are far from resolved. In addition, China is now also struggling with a shrinking population. The corona victims due to the opening are not even taken into account here. We therefore assume that, unlike after the global financial crisis

of 2008/09 or the economic downturn in 2015, this time China alone will not be able to save the entire global economy with apparently limitless stimulus packages again.

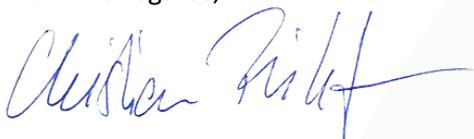
However, the decisive factor for us is that the two most important economic blocs alongside China, the US and Europe, are still in the midst of a very restrictive monetary tightening cycle. Although the US Federal Reserve (Fed) is likely to be on the verge of ending interest rate hikes, interest rates are likely to remain at a very high level of around 4.5% to 5% for the foreseeable future. The European Central Bank (ECB) is about half a year behind the Fed in its rate hiking cycle and is expected to raise interest rates further over the coming months and quarters. At the same time, both central banks will further reduce their balance sheets, thereby withdrawing liquidity from the market.

If we now consider that monetary policy needs about 6-18 months to take effect in the economy and that the Fed raised interest rates for the first time in March 2022 and the ECB only in July 2022, then only a small part of the negative effects of the restrictive monetary policy has already arrived in the real economy.

In addition to the warm weather in Europe, the opening in China and the stable labour market in the US, the current recovery in global markets is mainly based on the hope that the Fed will soon reverse its restrictive monetary policy (keyword: pivot). This pivot hope has already dominated the entire stock market year 2022 and has so far bitterly disappointed many investors. This is because a real pivot is neither a slowdown in rate hikes nor an end to rate hikes, but a rate cut. But why should the Fed cut interest rates when the economy is expected, as suggested by earnings expectations, to cool only slightly, and inflation is still well above the 2% target? Would a rate cut even be good news? In the past, the Fed usually only made a pivot when a severe economic downturn was already obvious and/or a liquidity crisis in the financial markets became apparent. However, both cases mean that stock prices fall sharply in value. Since this is not (yet) the case today and inflation remains at a high level, we believe that the market – as it has been for the whole of last year – is far too optimistic about interest rate cuts in the near future. At this point we can repeatedly state that hope is not a good investment strategy and that the market is once again wrong.

From today's perspective, we therefore see no reason for a change in our portfolio allocations from risk-on to risk-off for the next one to two quarters, neither from a macroeconomic nor from a monetary policy point of view. Patience is the supreme virtue here. In the event of minor corrections, we can only imagine investing in equities in China or other emerging markets. On the other hand, it is very positive that inflation rates should have peaked in both the US and Europe. As we correctly anticipated, this has now meant that, together with the economic slowdown, long-term interest rates should finally have peaked as well. For government bonds and gold, this is a promising starting point for the new investment year.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer