

Markt- und Portfoliokommentar 4Q2024

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 25. Januar 2025

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Obwohl sich die Aktienmärkte im letzten Quartal des Jahres 2024 in Zurückhaltung übten, kann das Gesamtjahr als insgesamt gut bis sehr gut beurteilt werden. Angeführt vom amerikanischen Markt erzielte der Weltaktienmarkt erneut ein zweistelliges Ergebnis. Deutlich hinter den USA schnitten wie bereits im letzten Jahr Schwellenländeraktien sowie der Schweizer Aktienmarkt ab.

Auch der Anleihenmarkt konnte nicht überzeugen. Der starke Zinsanstieg seit Mitte September führte vor allem bei US-Staatsanleihen zu hohen Kursverlusten. Und obwohl europäische Anleihen das Jahr mehrheitlich leicht positiv abschliessen konnten, befindet sich der globale Markt für Staatsanleihen bereits seit bald 5 Jahren in einem Bärenmarkt.

Ein ganz anderes Bild ergibt sich bei Gold. Zwar waren wir zu Beginn des Jahres sehr positiv für Gold eingestellt, dass die Rendite sogar noch über derjenigen von US-Techaktien liegen würde, hätten wir aber sicher nicht erwartet. Die starke Performance von Gold umso bemerkenswerter, da sich der US-Dollar im Zuge der steigenden Zinsen ebenfalls stark aufwertete.

Assetklasse	Beschreibung	4. Quartal	2024
S&P 500	Aktien USA (USD)	2.1%	23.3%
MSCI World	Aktien Welt (USD)	-0.9%	16.9%
SPI (TR)	Aktien Schweiz (CHF)	-4.7%	6.2%
MSCI Emerging Markets	Aktien Schwellenländer (USD)	-8.9%	4.0%
US-Staatsanleihen	20+ Jahre Laufzeit (USD)	-11.7%	-11.0%
CH-Staatsanleihen	7-15 Jahre Laufzeit (CHF)	0.6%	2.5%
Gold	CHF	6.9%	37.2%
Rohstoffe	Breit (USD)	3.2%	2.6%
Rohöl	WTI (USD)	5.2%	0.1%
USDCHF	Fremdwährungen	7.9%	7.4%
EURCHF	Fremdwährungen	1.2%	-0.1%
Bitcoin	Kryptowährungen (USD)	47.5%	120.8%

Das vierte Quartal war besonders von den US-Präsidentenwahlen geprägt. Der von uns erwartete Sieg von Donald Trump hatte dazu geführt, dass sich die Erwartungen an ein noch stärkeres Wirtschaftswachstum und noch höheren Defiziten, mehr Deregulierung und neuen Zöllen insgesamt sehr positiv auf die Investorenstimmung und damit die Risikobereitschaft für den US-Markt auswirkten. So sind auch die Zuflüsse in US-ETFs nach den Wahlen stark angestiegen: die Tagesvolumen lagen etwa 3x höher als im historischen Durchschnitt und somit dürfte im abgelaufenen Jahr wohl das erste Mal die Marke von \$ 1 Billion übertroffen worden sein.

In unseren Portfolien waren wir bereits vor den Wahlen relativ aggressiv positioniert und haben die erste kleinere Korrektur Mitte November zum nochmaligen Zukauf von US-Aktien genutzt, indem wir einen gewichtigen Teil unserer Goldposition mit stattlichem Gewinn verkauften. Bei Gold bleiben wir zwar weiterhin mit einer immer noch relativ hohen Quote investiert, wir sehen jedoch aufgrund der reflationären Wirtschaftspolitik der neuen US-Administration zumindest über die kommenden Monate und vielleicht sogar Quartale ein höheres Potential bei Risikoassets, wie Aktien und Bitcoin. Der Fokus bleibt trotz der mittlerweile z.T. hohen Bewertungen bei US-Aktien, europäische sowie Schweizer Aktien bleiben vorerst wie Schwellenländeraktien untergewichtet. Bei Anleihen sind wir – in Abhängigkeit des Mandates – nach wie vor überhaupt nicht oder stark untergewichtet investiert.

Die positiven Impulse der US-Präsidentenwahl sollten jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Weltwirtschaft im vergangenen Jahr weiterhin eher schwach entwickelt hat. Allen voran Europa aber auch China haben es aus unterschiedlichen Gründen bisher nicht geschafft, aus der Wachstumsschwäche zu finden. In Europa lähmen hohe Energiepreise und eine zunehmend drückende Bürokratie die Wettbewerbsfähigkeit, während China mit den Lasten des implodierten Immobiliensektors und einer damit einhergehenden Bilanzrezession zu kämpfen hat.

Ausblick

Die Wachstumsraten in Europa und China dürften auch in 2025 eher nach unten tendieren. Einiges wird davon abhängen, ob mit der neuen Regierung in Deutschland ein weiter-wie-gehabt folgt, oder eine echte Kehrtwende gelingt. China ist mit dem akuten Risiko einer «Japanifizierung» aus anhaltend schwachem Wachstum und Deflation konfrontiert. Jede bisher angekündigte Stimulierungsmassnahme hat sich als unzureichend erwiesen und ist entsprechend sofort wieder verpufft. Solange sich dies nicht fundamental ändert, bleibt China daher weiterhin nicht investierbar für uns.

Trotz anhaltend schwachem Wachstum in Europa zeigt sich die Inflation wie von uns erwartet als äusserst hartnäckig. Nachdem die Teuerungsrate in Deutschland im September bis auf 1.8% gesunken war, ist sie seither wieder auf 2.8% und damit deutlich über den Zielwert von 2% gestiegen. In den USA ist das Bild ähnlich. Obwohl auch hier die Konsensmeinung davon ausgeht, dass sich die Inflation im laufenden Jahr langsam dem Notenbankziel von 2% nähern wird, wurde der bisherige Tiefpunkt von 2.4% ebenfalls bereits im September erreicht und die Inflation ist seither erneut auf zuletzt 2.9% im Dezember angestiegen.

Wie sich das Wirtschaftswachstum und die Inflation und damit die Performance der wichtigsten Assetklassen an den globalen Finanzmärkten in den kommenden Monaten und Quartalen entwickeln

wird, dürfte im neuen Jahr massgeblich durch die Entwicklungen in den USA bestimmt werden. Viele Menschen haben die Situation wahrscheinlich noch nicht richtig verstanden und sind sich deshalb zu wenig bewusst, mit welcher Gemengelage wir es zu tun haben. Nicht nur ist Donald Trump aufgrund der Mehrheitsverhältnisse in beiden Kongresskammern sowie der Mehrheit im Obersten Gerichtshof rein faktisch der mächtigste Präsident seit über 50 Jahren. Der Präsident wird ebenfalls mehrheitlich von einem sehr kompetenten Team umgeben, das überwiegend nicht aus Berufspolitikern sondern erfahrenen und äusserst erfolgreichen Geschäftsleuten besteht. Der Kontrast zu so manchen europäischen Regierungen könnte nicht grösser sein.

Entsprechend fallen die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum in den USA für das laufende Jahr mit über 2% im Vergleich zu den vergangenen zwei Jahren deutlich höher aus. Damit einhergehend wird ein ebenfalls deutlich höheres Gewinnwachstum der Unternehmen von rund 15% erwartet.

Damit ist aber auch das Enttäuschungspotenzial deutlich höher als in 2023 und 2024. Denn die hohen Erwartungen treffen auf einen noch höher bewerteten Aktienmarkt. Dieser wird zudem wie niemals zuvor von so wenigen Unternehmen dominiert. Die Marktkonzentration hat im letzten Jahr noch einmal zugenommen und die 10 grössten Unternehmen des S&P 500 machen bereits rund 40% der Gesamtkapitalisierung aus, während sie jedoch nur 28% der Gewinne erwirtschaften. Dieser Wert stellt alles bisher Gekannte in den Schatten. Wie sich der Gesamtmarkt in den kommenden Quartalen entwickelt wird, wird deshalb u.a. davon abhängen, wie stark die Unternehmen des S&P 490 ihrerseits die Gewinne steigern können.

Rein bewertungstechnisch scheinen Anleihen deutlich attraktiver zu sein als Aktien. Die Risikoprämien z.B. für US-Aktien waren noch nie so tief wie heute. Dies muss Anleihen deshalb aber nicht zwingend zu einem attraktiven Investment machen. Erstens spielt die Bewertung für die kurz- bis mittelfristige Performance einer Anlage so gut wie keine Rolle. Und zweitens ist vor allem der Markt für Staatsanleihen der Industriestaaten mit erheblichen strukturellen Herausforderungen konfrontiert. Die Defizite dürften bis auf weiteres hoch bleiben und in der Tendenz sowohl in Europa als auch in den USA weiter ansteigen.

Die Situation in den USA ist dabei besonders besorgniserregend. Rund ein Drittel der US-Staatschuld von \$ 36 Billionen (\$ 12 Billionen) muss im Neuen Jahr refinanziert werden, 40% davon, also rund \$ 5 Billionen allein im ersten Quartal. Hinzu kommt, dass die nun abgetretene Finanzministerin Janet Yellen die Schuldenaufnahme überwiegend in kurzlaufenden Anleihen (Bills) getätigt hat und ihr Nachfolger, Scott Bessent, nun gezwungen ist, die Refinanzierung mit Anleihen mit längeren Laufzeiten zu bewerkstelligen. Dies birgt ein erhebliches Risiko, dass die Marktteilnehmer deutlich höhere Zinsen verlangen werden und damit die fiskalische Situation für die USA zunehmend unfinanzierbar wird.

In Europa scheint die Situation vordergründig noch unter Kontrolle zu sein. Bisher war Frankreich das Hauptproblem für die Eurozone, das seine ebenfalls nicht tragbaren Defizite vermehrt auf die EU-Ebene verschieben will und damit die Rechnung für die eigenen überbordenden Staatsausgaben Deutschland aufzudrücken versucht. Deutschland hat sich bisher nicht sonderlich gegen diese Bestrebungen gewehrt und diskutiert seinerseits seit geraumer Zeit, ob es die Aufhebung der eigenen Schuldenbremse ermöglichen soll. Sollte dies unter der Ende Februar zu wählenden neuen Regierung

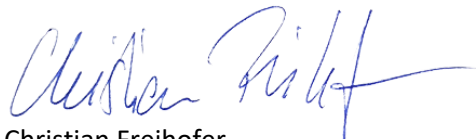
geschehen, würde das Risiko einer europaweiten Staatschuldenkrise in den kommenden Jahren enorm ansteigen.

Zusammenfassend können wir festhalten, dass die wirtschaftliche Entwicklung im neuen Jahr und damit auch die Performance jedes Wertschriftendepots wahrscheinlich wie selten zuvor von den politischen Entscheidungen in den USA abhängen dürfte. Wie positiv oder negativ sich diese gestalten, hängt nicht zuletzt von der Abfolge sowie der fachlich korrekten Implementierung ab.

Die für Anleger zentralen Fragen sind: wo und wie rasch und in welcher Höhe wird das Defizit gekürzt? Gibt es neue Steuersenkungen und wie hoch fallen sie aus? Für welche Güter werden wann neue Zölle und in welcher Höhe erhoben? Und die Frage aller Fragen: wie lange kann sich die grösste und mit der Leitwährung ausgestattete Wirtschaftsmacht der Welt Defizite von 7% und mehr erlauben, ohne dass der Anleihenmarkt rebelliert und die Zinsen durch die Decke schiessen?

Da die Antworten auf diese entscheidenden Fragen heute noch niemand hat, ist das Potenzial für Überraschungen und damit die Unsicherheit entsprechend hoch. Es würde uns deshalb nicht überraschen, wenn wir ein zumindest im Vergleich zum Vorjahr volatileres und hinsichtlich der Renditen gemässigeres Börsenjahr 2025 erleben werden. Umso mehr wäre in einem solchen Szenario eine agile und robuste Anlagestrategie einem klassischen 60/40 Portfolio deutlich vorzuziehen.

Mit herzlichen Grüssen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 4Q2024

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, 25 January 2025

Review

Dear Prospera-Invest clients,

Although the stock markets exercised restraint in the last quarter of 2024, the year as a whole can be rated as good to very good overall. Led by the US market, the global equity market once again achieved double-digit result. As in the previous year, emerging market equities and the Swiss stock market performed well behind the US.

The bond market also failed to impress. The sharp rise in interest rates since mid-September led to high price losses, particularly for US government bonds. And although most European bonds ended the year in slightly positive territory, the global market for government bonds has now been in a bear market for almost five years.

The picture is very different for gold. Although we were very positive about gold at the beginning of the year, we certainly did not expect the return to be even higher than that of US tech stocks. Gold's strong performance is all the more remarkable given that the US dollar also appreciated sharply in the wake of rising interest rates.

Asset Class	Description	4 rd Quarter	2024
S&P 500	Equities USA broad	2.1%	23.3%
MSCI World	Equities World	-0.9%	16.9%
SPI (TR)	Equities Switzerland	-4.7%	6.2%
MSCI Emerging Markets	Emerging Markets	-8.9%	4.0%
US-Treasuries	20+ years maturity	-11.7%	-11.0%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	0.6%	2.5%
Gold	in CHF	6.9%	37.2%
Commodities	broad	3.2%	2.6%
Oil	WTI	5.2%	0.1%
USDCHF	Foreign exchange	7.9%	7.4%
EURCHF	Foreign exchange	1.2%	-0.1%
Bitcoin	Crypto	47.5%	120.8%

The fourth quarter was particularly dominated by the US presidential election. Donald Trump's victory, which we had expected, led to expectations of even stronger economic growth and even higher deficits, more deregulation and new tariffs which together had a very positive overall impact on investor sentiment and risk appetite for the US market. Inflows into US ETFs rose sharply after the elections: daily volumes were around three times higher than the historical average, meaning that the USD 1 trillion mark was probably exceeded for the first time last year.

We were already relatively aggressively positioned in our portfolios before the elections and used the first minor correction in mid-November to buy more US equities by selling a significant portion of our gold position at a handsome profit. Although we remain invested in gold at a still relatively high level, we see greater potential in risk assets such as equities and Bitcoin, at least over the coming months and perhaps even quarters, due to the reflationary economic policy of the new US administration. Despite the now high valuations in some cases, our focus remains on US equities, while European and Swiss equities remain underweighted for the time being, as are emerging market equities. Depending on the mandate, we are still underweight or not at all invested in bonds.

The positive impetus provided by the US presidential election, however, should not obscure the fact that the global economy continued to perform rather weakly last year. For various reasons, Europe in particular, but also China, have not yet managed to emerge from their weak growth. In Europe, high energy prices and increasingly oppressive bureaucracy are crippling competitiveness, while China is struggling with the burdens of the imploded real estate sector and the associated balance sheet recession.

Outlook

Growth rates in Europe and China are also likely to trend downwards in 2025. A lot will depend on whether the new government in Germany continues with the same old, same old or whether a real turnaround is achieved. China faces the acute risk of a "Japanification" of persistently weak growth and deflation. Every stimulus measure announced to date has proved inadequate and has therefore fizzled out immediately. As long as this does not change fundamentally, China will therefore remain uninvestable for us.

Despite persistently weak growth in Europe, inflation is proving to be extremely stubborn, as we expected. After falling to 1.8% in September, the inflation rate in Germany has since risen again to 2.8%, well above the target of 2%. The picture is similar in the US. Although the consensus opinion here also assumes that inflation will slowly approach the central bank target of 2% in the current year, the previous low of 2.4% was also reached in September and inflation has since risen again to 2.9% in December.

How economic growth and inflation, and therefore the performance of the most important asset classes on the global financial markets, will develop in the coming months and quarters is likely to be largely determined by developments in the US in the new year. Many people have probably not yet fully understood the situation and are therefore not sufficiently aware of the complex situation we are dealing with. Not only is Donald Trump de facto the most powerful president in over 50 years

due to the majorities in both chambers of Congress and the majority in the Supreme Court. The president is also surrounded by a very competent team, the majority of whom are not career politicians but experienced and extremely successful businessmen. The contrast to many European governments could not be greater.

Accordingly, expectations for economic growth in the US for the current year are significantly higher than in the past two years at over 2%. This is also expected to be accompanied by significantly higher corporate profit growth of around 15%.

However, this also means that the potential for disappointment is significantly higher than in 2023 and 2024, especially as the high expectations meet an even more highly valued stock market, which is also dominated by fewer companies than ever before. Market concentration increased once again last year and the 10 largest companies in the S&P 500 already account for around 40% of total market capitalization, while generating only 28% of profits. This figure dwarfs anything we have seen before. How the overall market will develop in the coming quarters will therefore depend, among other things, on how strongly the companies in the S&P 490 can increase their profits.

In purely valuation terms, bonds appear to be much more attractive than equities. The risk premiums for US equities, for example, have never been as low as they are today. However, this does not necessarily make bonds an attractive investment. Firstly, valuation plays virtually no role in the short to medium-term performance of an investment. And secondly, the market for government bonds from industrialized countries in particular is facing considerable structural challenges. Deficits are likely to remain high for the time being and continue to rise in both Europe and the US.

The situation in the US is particularly worrying. Around a third of the US national debt of \$36 trillion (\$12 trillion) has to be refinanced in the new year, 40% of which, i.e. around \$5 trillion, in the first quarter alone. What's more, the now departed Treasury Secretary Janet Yellen raised most of the debt in short-dated bills and her successor, Scott Bessent, is now forced to refinance with bonds with longer maturities. This entails a considerable risk that market participants will demand significantly higher interest rates, making the fiscal situation increasingly unfinanceable for the US.

In Europe, the situation still appears to be under control on the surface. So far, the main problem for the eurozone has been France, which is increasingly seeking to shift its equally unsustainable deficits to the EU level and is thus trying to force Germany to foot the bill for its own excessive government spending. So far, Germany has not put up much of a fight against these efforts and has been discussing for some time whether it should allow its own debt brake to be lifted. If this were to happen under the new government to be elected at the end of February, the risk of a Europe-wide sovereign debt crisis would increase enormously in the coming years.

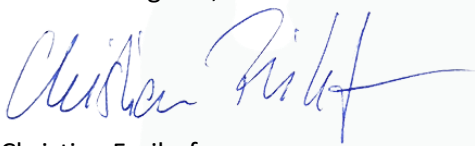
In summary, we can say that the economic development in the new year and therefore the performance of every securities portfolio is likely to depend on political decisions in the US like never before. How positive or negative these will be depends not least on the sequence and correct implementation.

The key questions for investors are: where, how quickly and to what extent will the deficit be cut? Will there be new tax cuts and how high will they be? For which goods will new tariffs be imposed,

when and how much? And the question of all questions: how long can the world's largest economic power with the world's reserve currency afford deficits of 7% and more without the bond market rebelling and interest rates shooting through the roof?

As nobody has the answers to these crucial questions yet, the potential for surprises and therefore uncertainty is correspondingly high. We would therefore not be surprised if we experience a more volatile stock market year in 2025, at least compared to the previous year, with more moderate returns. In such a scenario, an agile and robust investment strategy would be all the more preferable to a classic 60/40 portfolio.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer