

Markt- und Portfoliokommentar 1Q2025

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 22. April 2025

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest

Der Aktienmarkt im ersten Quartal zeichnete sich vor allem durch eine Umschichtung aus dem US-Markt und hinein in den Rest der Welt aus. Insbesondere europäische Titel verzeichneten eine starke Performance, während vor allem die Überflieger der letzten Jahre aus dem US-Techsektor zurückfielen. Auch die Zinsmärkte verliefen gegenläufig: US-Obligationen stiegen aufgrund von fallenden Zinsen leicht, während die europäischen Pendanten leicht an Wert verloren. Besonders auffällig war erneut die Performance von Gold, das erneut und mit weitem Abstand zur besten Assetklasse gehörte.

Assetklasse	Beschreibung	1. Quartal	2025
S&P 500	Aktien USA (USD)	-4.6%	-4.6%
MSCI World	Aktien Welt (USD)	-1.5%	-1.5%
SPI (TR)	Aktien Schweiz (CHF)	8.5%	8.5%
MSCI Emerging Markets	Aktien Schwellenländer (USD)	4.6%	4.6%
US-Staatsanleihen	20+ Jahre Laufzeit (USD)	4.2%	4.2%
CH-Staatsanleihen	7-15 Jahre Laufzeit (CHF)	-2.7%	-2.7%
Gold	CHF	16.0%	16.0%
Rohstoffe	Breit (USD)	3.4%	3.4%
Rohöl	WTI (USD)	-0.3%	-0.3%
USDCHF	Fremdwährungen	-2.6%	-2.6%
EURCHF	Fremdwährungen	1.7%	1.7%
Bitcoin	Kryptowährungen (USD)	-11.6%	-11.6%

In den Wirtschaftsdaten hatte sich bereits Ende des letzten Jahres eine Abschwächung des makroökonomischen Umfelds in den USA abzuzeichnen begonnen. Dass die hohen Erwartungen an eine ähnlich positive Entwicklung wie während der ersten Amtszeit von Donald Trump überzogen waren, begann sich dann im Februar mit dem Erreichen des vorläufigen Allzeithochs auch in den Aktienkursen widerzuspiegeln. Gleichzeitig zeigte sich in Europa (auf eine mögliche Aufhebung der Schuldenbremse in Deutschland hatten wir bereits im letzten Bericht hingewiesen) und Asien eine sich weniger negative bzw. positiver werdende Entwicklung, was die erwähnte Rotation der entsprechenden Aktienmärkte begünstigte.

Unsere nach den Wahlen zunächst starke Ausrichtung auf den US-Markt und vor allem zu Techaktien hatten wir glücklicherweise bereits Ende letzten Jahres begonnen abzubauen und Anfang März hatten wir alle direkten US-Exposures zugunsten eines weltweiten Aktienmixes verkauft. Dieser Schritt hat sich im Nachhinein als sicherlich richtig erwiesen: US-Aktien hatten im ersten Quartal relativ zum Rest der Welt die schlechteste Performance seit über 20 Jahren zu verzeichnen.

Zu Beginn des Jahres gingen wir ebenfalls richtigerweise davon aus, dass das Börsenjahr 2025 wohlmöglich wie selten zuvor von den politischen Entscheidungen im Weissen Haus geprägt und von entsprechend hoher Unsicherheit und Volatilität begleitet sein wird. Diese Annahme oder besser Befürchtung hat sich nun mit der Ankündigung der reziproken Zölle am 2. April bewahrheitet.

Der S&P 500 verlor in den zwei Folgetagen jeweils mehr als 5%. Eine solche Verlustserie gab es in den letzten 70 Jahren erst das 5. Mal und dies nur während grösseren Krisen und Bärenmärkten. Insgesamt fiel der S&P 500 zwischenzeitlich um über 20% von seinem Hoch im Februar und hat damit wie auch der Technologieindex Nasdaq offiziell die Schwelle eines Bärenmarktes erreicht. Der Weltaktienindex MSCI World aber auch die meisten europäischen Aktienmärkte haben diese Schwelle bisher noch knapp nicht erreicht.

Auch die US-Zinsen sind nach einem anfänglichen Rückgang stark angestiegen. Gleichzeitig ist der Dollar nicht wie es normalerweise in Krisenzeiten der Fall ist angestiegen, sondern regelrecht eingebrochen. Hier hat es sich doppelt ausgezahlt, dass wir nicht nur unser direktes US-Aktienexposure verkauft hatten, sondern auch die übrigen ausländischen Aktienbeteiligungen gegenüber einem fallenden Dollar abgesichert hatten. Das vorläufige Tief am Montag nach dem Crash haben wir dann nutzen können, um unsere Portfolien zu rebalancen und gewisse Aktien zu kaufen. Bei Gold war unser Timing etwas weniger gut, wir konnten die Korrektur aber ebenfalls nutzen, um unsere Position wieder fast vollständig aufzubauen. Insgesamt waren wir vom Crash trotz einer übergewichteten Aktienposition aufgrund unserer strukturell erhöhten Goldposition und unserem Verzicht auf Fremdwährungsrisiken deutlich weniger stark tangiert als dies bei so manch anderen Anlegern der Fall sein dürfte.

Die untypischen gegenläufigen Bewegungen auf dem US-Obligationenmarkt und beim Dollar könnten ein Hinweis darauf sein, dass wichtige Gläubigerländer, wie China oder Japan, US-Obligationen und damit auch Dollars als Vergeltungsmassnahme verkauften. Wahrscheinlicher ist aber, dass grosse ausländische institutionelle Investoren US-Anlagen wie Aktien und Obligationen und damit auch den Dollar aufgrund der oben erwähnten Rotation in grossem Stil abgestossen haben. Was die Gründe auch immer sein mögen; das US-Obligationen – die als das Risk-off Asset schlechthin gelten – während Marktbulenzen so schlecht funktionierten ist sehr aussergewöhnlich und deutet auf enormen Stress im Finanzsystem hin. Dies dürfte Trump schlussendlich wohl zum Einlenken bewogen haben.

Ausblick

Denn die zunächst angekündigten Zölle hatten es wahrlich in sich. US-Importe wären handelsgewichtet mit Zöllen von über 30% belastet worden, was der höchste Wert seit 1872 gewesen wäre. Auch gemessen an der Wirtschaftsleistung wären die Zölle mehr als 3mal so hoch gewesen wie in 1930er Jahren. Damals hatte das Smoot-Hawley Zollgesetz wesentlich dazu beigetragen, dass die Weltwirtschaft in ihre bis dato schwerste Krise gestürzt ist.

Wie gross die Bremsspuren für die Weltwirtschaft sein werden und wie der aktuelle Zollkrieg am Ende ausgehen wird, bleibt natürlich abzuwarten. Dass er sich aber negativ auswirken wird, ist

schon heute klar. Das Sentiment gegenüber der US-Wirtschaft ist das schlechteste in 30 Jahren und viele Unternehmen scheuen sich aufgrund der zurecht grossen Unsicherheit vor grösseren Investitionsvorhaben. In den USA sind die Unternehmensbankrotte als auch die Stellenstreichungen bereits stark angestiegen. Letzteres zeigt sich jedoch noch nicht in Anträgen auf Arbeitslosenhilfe, was wiederum auf einen aufgrund der Zuwanderungsbegrenzung ausgetrockneten Arbeitsmarkt zurückzuführen sein könnte. Ebenfalls kein gutes Zeichen ist, dass das Konsumentenvertrauen stark gefallen ist, während gleichzeitig die Inflationserwartungen in die Höhe schiessen. Die gesamtwirtschaftliche Gemengelage deutet damit auf ein stagflationäres und damit für Risikoassets ungünstiges Wirtschaftsumfeld hin.

Dass die Zölle nicht auf den zunächst angekündigten Niveaus bleiben können und dies deshalb auch nicht werden, war für uns bereits am Tag der Verkündung klar. Trump folgt auch hier treu dem Muster seiner Verhandlungsstrategie des «Art of the Deal», bei dem zunächst völlig überrissene Forderungen gestellt werden mit dem Ziel, die Gegenpartei an den Verhandlungstisch zu bringen. Und so dauerte es nur eine Woche sowie einen steilen Anstieg der Zinsen und die US-Administration hatte die reziproken Zölle mit Ausnahme Chinas bis auf das Minimum von 10% für 90 Tage ausgesetzt, um Zeit für Verhandlungen zu schaffen.

Wir gehen davon aus, dass Trump möglichst rasch einen Deal mit 2-3 grösseren Partnern, wie beispielsweise Japan oder Indien, anstrebt, der dann als Blaupause für die anderen rund 60+ interessierten Staaten fungiert. Dabei werden wahrscheinlich neben den expliziten Zolltarifen auch andere Massnahmen, wie Energie- oder Rüstungsimporte, verhandelt, die helfen sollen das Handelsdefizit der USA zu senken.

Der Verlauf an den Börsen in den kommenden Monaten und Quartalen wird massgeblich vom Ergebnis dieser Verhandlungen abhängen. Ein sehr schlechtes Szenario wäre, dass bis zum Ablauf der 90 Tage keine nennenswerten Ergebnisse vorzuweisen sind und die Zölle erneut angehoben werden. Eine weltweite Rezession wäre dann wahrscheinlich nicht mehr vermeidbar. Ein sehr positives Szenario hingegen wäre, wenn die Zölle am Ende auf beiden Seiten sogar noch tiefer liegen würden, als zu Beginn des Handelsstreits und auch mit China ein gegenseitiges Einvernehmen gefunden werden könnte. Dies, verbunden mit weiteren Steuersenkungen in den USA und fiskalischen Stimulierungen in Europa und China, könnte zu einem starken und wohlmöglich mehrere Jahre andauernden Aufschwung führen.

Zwar handelt es sich hier um Extremszenarien, beide Richtungen scheinen jedoch durchaus realistisch. Dies macht das Feld der Möglichkeiten entsprechend breit und trägt massgeblich zur momentanen Unsicherheit bei. Wir tendieren Stand heute zu einem eher positiven Ausgang, bei dem eine globale Rezession vermieden werden kann und an dessen Ende sich global zwei Handelsblöcke etablieren könnten. Der erste Block würde von den USA dominiert und es würde ein relativ freier Handel stattfinden können. Gleichzeitig werden die USA bestrebt sein China möglichst zu isolieren und die anderen Staaten dazu zu bringen, sich für eine Seite zu entscheiden.

Trump ist mit seiner Politik ein erhebliches Risiko eingegangen und es ist alles andere als sicher, ob er und sein Team damit Erfolg haben werden. Offen ist für uns ebenfalls, inwieweit Trump überhaupt willens ist, die Zölle gänzlich zurückzufahren. Denn diese scheinen nicht nur blosse Verhandlungsmasse zu sein, sondern stellen einen integralen Bestandteil seiner Wirtschaftspolitik dar: Sie sind nicht nur Mittel zur Staatsfinanzierung, sondern werden als geeignetes Werkzeug zur grundlegenden Umstrukturierung der amerikanischen Volkswirtschaft erachtet. Wohlmöglich stehen wir daher erst am Anfang eines mehrjährigen Prozesses einer wirtschaftlichen und geopolitischen Neuordnung der Welt.

Wie dieser Prozess genau ablaufen wird, ist natürlich noch völlig unklar und hängt von sehr vielen und auch noch unbekanntem Variablen ab. Es ist heute deshalb so gut wie unmöglich, auch nur mit annähernd befriedigenden Wahrscheinlichkeiten schlüssige Antworten auf all diese Fragen zu haben. Die gegenwärtige Gemengelage trägt deshalb ein so hohes Mass an Unsicherheit wie lange nicht mehr in sich. Und nichts hassen Märkte mehr als Unsicherheit.

Aus Anlegersicht ist es gerade in einem Umfeld einer solch hohen Unsicherheit von entscheidender Bedeutung, dass wir in unseren Portfolien möglichst robust aufgestellt bleiben und wir gleichzeitig mit unserem Risikomanagementprozess flexibel und agil auf die sich rasch ändernden Rahmenbedingungen reagieren können. Glücklicherweise ist uns dies bisher überwiegend sehr gut gelungen.

Mit herzlichen Grüßen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 1Q2025

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, 22 April 2025

Review

Dear Prospera-Invest clients,

The stock market in the first quarter was primarily characterized by a rotation out of the US market and into the rest of the world. European stocks in particular posted a strong performance, while the high-flyers of recent years from the US tech sector in particular fell back. The interest rate markets also moved in opposite directions: US bonds rose slightly due to falling rates, while their European counterparts fell slightly in value. The performance of gold was once again particularly striking, as it was once again by far the best-performing asset class.

Asset Class	Description	1 st Quarter	2025
S&P 500	Equities USA broad	-4.6%	-4.6%
MSCI World	Equities World	-1.5%	-1.5%
SPI (TR)	Equities Switzerland	8.5%	8.5%
MSCI Emerging Markets	Emerging Markets	4.6%	4.6%
US-Treasuries	20+ years maturity	4.2%	4.2%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	-2.7%	-2.7%
Gold	in CHF	16.0%	16.0%
Commodities	broad	3.4%	3.4%
Oil	WTI	-0.3%	-0.3%
USDCHF	Foreign exchange	-2.6%	-2.6%
EURCHF	Foreign exchange	1.7%	1.7%
Bitcoin	Crypto	-11.6%	-11.6%

A weakening of the macroeconomic environment in the US had already begun to emerge in the economic data at the end of last year. The fact that the high expectations of a similarly positive development as during Donald Trump's first term in office were exaggerated then began to be reflected in stock prices in February, when they reached a temporary all-time high. At the same time, Europe (we had already pointed out a possible lifting of the debt brake in Germany in our last report) and Asia showed a less negative or more positive development, which favoured the aforementioned rotation of the corresponding equity markets.

Fortunately, we had already started to reduce our initially strong positions in the US market after the elections, and particularly in tech stocks, at the end of last year and sold all direct US exposures at the beginning of March in favour of a global equity mix. In hindsight, this move certainly proved to be the right one: US equities posted their worst performance relative to the rest of the world in the first quarter for over 20 years.

At the beginning of the year, we also correctly assumed that the market year 2025 would be shaped by political decisions in the White House like never before and would be accompanied by a correspondingly high level of uncertainty and volatility. This assumption, or rather fear, has now come true with the announcement of reciprocal tariffs on April 2.

The S&P 500 lost more than 5% on each of the two following days. This is only the 5th time in the last 70 years that such a series of losses has occurred, and this has happened only during major crises and bear markets. Overall, the S&P 500 fell by more than 20% from its high in February and has thus officially reached the threshold of a bear market, as has the Nasdaq technology index. The MSCI World index and most European stock markets have not yet reached this threshold.

After an initial decline US interest rates have also risen sharply. At the same time, the dollar did not rise, as is normally the case in times of crisis, but actually collapsed. Here it paid off twice over that we had not only sold our direct US equity exposure but had also hedged our other foreign equity holdings against a falling dollar. We were then able to use the temporary low on Monday after the crash to rebalance our portfolios and buy certain equities. Our timing was somewhat less good with gold, but we were also able to use the correction to almost completely rebuild our position. Overall, despite an overweight position in equities, we were probably significantly less affected by the crash than many other investors due to our structurally higher gold position and our decision not to take foreign currency risks.

The atypical opposing movements in the US bond market and in the dollar could indicate that important creditor countries such as China or Japan sold US bonds and thus also dollars as a retaliatory measure. However, it is more likely that large foreign institutional investors have sold off US investments such as equities and bonds, and thus also the dollar, on a large scale due to the above-mentioned rotation. Whatever the reasons may be, the fact that US bonds - considered the risk-off asset par excellence - performed so poorly during market turbulence is very unusual and points to enormous stress in the financial system. In the end, this is likely to have persuaded Trump to give in.

Outlook

The initially announced tariffs were truly something to behold. US imports would have been burdened with trade-weighted tariffs of over 30%, which would have been the highest level since 1872. Measured in terms of economic output, the tariffs would also have been more than three times higher than in the 1930s. Back then, the Smoot-Hawley Tariff Act played a major role in plunging the global economy into its worst crisis to date.

Of course, it remains to be seen how big the drag on the global economy will be and how the current tariff war will ultimately end. However, it is already clear today that it will have a negative impact. Sentiment towards the US economy is the worst in 30 years and many companies are shying away from major capex projects due to the justifiably high level of uncertainty. Corporate bankruptcies and job cuts have already risen sharply in the US. However, the latter is not yet reflected in applications for unemployment benefits, which in turn could be due to a labour market that has dried up as a result of immigration restrictions. It is also not a good sign that consumer confidence has fallen sharply, while at the same time inflation expectations are soaring. The overall economic situation thus points to a stagflationary economic environment that is unfavourable for risk assets.

It was already clear to us on the day of the announcement that the tariffs could not and would not remain at the levels initially announced. Here too, Trump is faithfully following the pattern of his "art of the deal" negotiating strategy, in which completely exaggerated demands are initially made

with the aim of bringing the other party to the negotiating table. And so, it only took a week and a steep rise in interest rates for the US administration to suspend reciprocal tariffs, with the exception of China, to the minimum of 10% for 90 days to allow time for negotiations.

We assume that Trump will seek a deal with 2-3 major partners, such as Japan or India, as quickly as possible, which will then act as a blueprint for the other 60+ interested countries. In addition to explicit tariffs, other measures, such as energy or defence imports, are likely to be negotiated to help reduce the US trade deficit.

The course of the equity markets in the coming months and quarters will largely depend on the outcome of these negotiations. A very bad scenario would be that there are no significant results by the end of the 90 days and the tariffs are raised again. A global recession would then probably no longer be avoidable. A very positive scenario, on the other hand, would be if the tariffs on both sides ended up being even lower than at the start of the trade dispute and a mutual agreement could also be reached with China. This, combined with further tax cuts in the US and fiscal stimulus in Europe and China, could lead to a strong upturn that could last for several years.

Although these are extreme scenarios, both directions seem quite realistic. This makes the field of possibilities correspondingly broad and contributes significantly to the current uncertainty. As things stand today, we are leaning towards a more positive outcome, in which a global recession can be avoided and at the end of which two global trading blocs could be established. The first bloc would be dominated by the US and relatively free trade would be able to take place. At the same time, the US will strive to isolate China as much as possible and force the other countries to choose sides.

Trump has taken a considerable risk with his policy, and it is anything but certain that he and his team will be successful. It is also unclear to us to what extent Trump is even willing to roll back the tariffs completely. After all, they do not appear to be mere bargaining chips but are an integral part of his economic policy: They are not only a means of state financing but are seen as a suitable tool for fundamentally restructuring the American economy. We are therefore probably only at the beginning of a multi-year process of economic and geopolitical reorganization of the world.

Exactly how this process will unfold is of course still completely unclear and depends on a large number of as yet unknown variables. It is therefore virtually impossible today to have conclusive answers to all these questions with anything approaching a satisfactory degree of probability. As a result, the current situation is more uncertain than it has been for a long time. And markets hate nothing more than uncertainty.

From an investor's point of view, it is particularly important in an environment of such high uncertainty that we remain as robust as possible in our portfolios and that we can react flexibly and agilely to the rapidly changing conditions with our risk management process. Fortunately, we have largely succeeded in doing this very well so far.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer