

Markt- und Portfoliokommentar 2Q2025

Prospera-Invest Vermögensverwaltung AG

Zürich, den 30. Juli 2025

(See for English version below)

Rückblick

Sehr geehrte Kunden der Prospera-Invest,
Sehr geehrte Leser

Das zweite Quartal war in vielerlei Hinsicht ein Spiegelbild des ersten Quartals. Das Geschehen an den internationalen Kapitalmärkten wurde und wird zwar weiterhin vom Zollstreit dominiert, insgesamt aber verzeichneten die meisten Aktienmärkte zumindest in lokaler Währung eine gute Performance. Der Bitcoin wies auch währungsbereinigt deutliche Kursgewinne auf, während Gold und Rohstoffe korrigierten. Speziell zu erwähnen ist die starke Korrektur des US-Dollars. Dass Währungen in so kurzer Zeit mehr als 10% schwanken ist eher selten und dürfte bei vielen Anlegern ausserhalb der USA auf die Portfoliorenditen gedrückt haben.

Assetklasse	Beschreibung	2. Quartal	2025
S&P 500	Aktien USA (USD)	10.6%	5.5%
MSCI World	Aktien Welt (USD)	10.6%	8.9%
SPI (TR)	Aktien Schweiz (CHF)	-0.9%	6.9%
MSCI Emerging Markets	Aktien Schwellenländer (USD)	10.4%	15.5%
US-Staatsanleihen	20+ Jahre Laufzeit (USD)	-3.1%	1.1%
CH-Staatsanleihen	7-15 Jahre Laufzeit (CHF)	1.2%	-1.6%
Gold	CHF	-5.2%	10.0%
Rohstoffe	Breit (USD)	-4.2%	-1.2%
Rohöl	WTI (USD)	-8.9%	-9.2%
USDCHF	Fremdwährungen	-10.3%	-12.6%
EURCHF	Fremdwährungen	-2.2%	-0.6%
Bitcoin	Kryptowährungen (USD)	29.9%	14.8%

Das von uns im letzten Bericht am wahrscheinlichsten eingeschätzte Szenario einer eher positiven Entwicklung im Zollstreit hat sich mehr oder weniger fundamental, sicherlich aber am Aktienmarkt materialisiert. Von der grossen Unruhe an den Märkten haben wir uns nicht beeinflussen lassen und wir sind in unseren Portfolien auch im zweiten Quartal absolut wie auch insbesondere relativ zu unseren Benchmarks insgesamt sehr gut gefahren.

Da wir die Eskalation im Zollstreit im letzten Beitrag bereits ausgiebig thematisiert haben und die seitherige Entwicklung ausgiebig in der täglichen Berichterstattung der Medien dokumentiert

wird, verzichten wir in dieser Ausgabe bewusst auf eine weitere Auflistung der Entwicklungen im zurückliegenden Quartal. Stattdessen wollen wir uns für einmal mit der grundsätzlichen Relevanz von Medienberichterstattung für Anleger auseinandersetzen.

Denn gerade in vermeintlichen Krisenzeiten scheint es für viele Menschen umso wichtiger zu sein, sich laufend über die aktuellen Ereignisse zu informieren und immer auf dem neuesten Stand der Entwicklungen zu sein. Man liest diverse Artikel aus verschiedenen Zeitungen, um eine möglichst breite Perspektive zu erhalten. Und besitzt man ein eigenes Wertschriftendepot schaltet man vielleicht sogar einen amerikanischen Börsensender ein. Schliesslich treten dort allerlei Experten auf und diese müssen ja wissen, wo es mit den Kursen hingeht.

Statt jedoch Klarheit zu erhalten, läuft man Gefahr sich durch übermässigen Medienkonsum nur noch unsicherer zu fühlen. Und da Unsicherheit zu Angst führt und Angst wiederum unkluge Anlageentscheidungen provoziert, sollte man sich als Anleger in Bezug auf Medienkonsum einer äusserst wichtigen Tatsache bewusstwerden: **so gut wie alles, was Sie heute in der Zeitung lesen, in der Tagesschau oder auf einem Börsensender sehen und hören ist für Ihr Depot völlig irrelevant.**

Lesen Sie den Satz nochmals. Er ist sehr wichtig. Dass Medienberichterstattung für Anleger irrelevant ist, hat mehrere Gründe und auf die wichtigsten wollen wir hier kurz eingehen. Zunächst einmal ist das Allermeiste, was Sie in den Medien erfahren für die Börse von vornherein schlicht nicht von Bedeutung. In der Fachsprache wird hier von Rauschen (Noise) gesprochen und die Kunst liegt darin, die für die Börse relevanten Signale vom normalen Rauschen zu unterscheiden. Der wohl wichtigste Grund ist aber, dass es bei der Medienberichterstattung (der Name deutet es bereits an) naturgemäss hauptsächlich darum geht über bereits Geschehenes zu berichten. An der Börse wird jedoch die Zukunft gehandelt und daher ist das, was bereits geschehen ist und sofern es sich nicht um Rauschen handelt, auch bereits in den aktuellen Kursen eingepreist.

Ganz heikel sind zudem explizite Börsentipps. Gerade in unsicheren Zeiten dominieren Schlagzeilen, wie «XY und was das jetzt für Ihr Depot bedeutet» oder «Der erfolgreichste Weg, wie Sie Ihr Depot jetzt schützen». Solche Ratschläge, auch wenn gut gemeint, sind ebenfalls in den allermeisten Fällen völlig nutzlos. Wären sie es nicht, müssten sie nicht nur im Voraus publiziert werden, sondern auch gewinnbringend sein. Würde dies zutreffen, könnten Sie mit Sicherheit davon ausgehen, dass der Journalist nicht bei einer Nachrichtenagentur, sondern bei einem Hedge Fund arbeiten oder sein eigenes Geld verwalten würde statt seine heissen Tipps zu verbreiten.

Wenn Sie also das nächste Mal von einem spannenden oder für Anleger vermeintlich relevanten Thema hören oder die nächste superwichtigen Breaking News über das Geschehen an den Börsen vernehmen, tun Sie sich einen grossen Gefallen: ignorieren Sie sie. Denn es handelt es sich mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit entweder um irrelevantes Rauschen oder eine «Neuigkeit», die bereits grösstenteils eingepreist ist. Ihr Depot und Ihre Nerven werden es Ihnen danken!

Ausblick

Nach diesem Exkurs wollen wir nun aber doch noch einen kurzen Blick auf das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten werfen und versuchen, die für die kommenden Monate und Quartale relevanten Signale vom Rauschen zu trennen.

Hierfür wollen wir zunächst nochmals auf unseren Kommentar für das vierte Quartal 2024 und den darin enthaltenen Ausblick für das Börsenjahr 2025 zurückgreifen. Im damaligen Bericht stellten wir die These auf, dass das kommende Börsenjahr massgeblich durch die Entscheidungen des neuen US-Präsidenten beeinflusst werden und die Kursverläufe im Vergleich zu den Vorjahren ebenfalls deutlich volatiler sein dürften. Wie das Jahr im Endeffekt verlaufen würde, hing für uns von einigen zentralen Fragen ab. Da diese heute noch immer relevant sind und zum Teil auch bereits beantwortet werden können, wollen wir sie hier noch einmal aufführen:

Frage: Wo und wie rasch und in welcher Höhe wird das Defizit gekürzt?

Antwort: Das Ausgabenkürzungsprogramm DOGE unter Leitung von Elon Musk stiess nach anfänglichen Erfolgen rasch auf breiten Widerstand und ist faktisch eingestellt worden. Ursprünglich wurden Einsparungen von \$ 1-2 Billionen angestrebt. Geworden sind es jedoch nur rund \$ 200 Milliarden. Damit ist der neben den Zöllen wichtigste negative Einflussfaktor für die künftige Wirtschaftsentwicklung weggefallen.

Frage: Für welche Güter werden wann neue Zölle und in welcher Höhe erhoben?

Antwort: Nach dem ersten Schock ist Trump wie von uns erwartet zurückgerudert, um den Weg für Verhandlungen freizumachen. Die wichtigsten Deals sind abgeschlossen und es kann bereits heute relativ sicher gesagt werden, dass wie hoch auch immer die handelsgewichtete Zollquote am Ende genau ausfallen wird, sie die höchste seit rund 90 Jahren sein wird. Die Zollpolitik wird sich also ziemlich sicher negativ sowohl auf die Inflation als auch das Wachstum auswirken. Spürbar dürfte dies in den nächsten Monaten und Quartalen werden.

Frage: Gibt es neue Steuersenkungen und wie hoch fallen sie aus?

Antwort: Mit der One Big Beautiful Bill (OBBB) wurde Anfang Juli ein breites Gesetzespaket verabschiedet, das diverse stimulierende Massnahmen wie Steuersenkungen, Ausgabenerhöhungen sowie eine Erhöhung der Schuldenobergrenze vorsieht. Die Massnahmen werden sich positiv auf das Wachstum und eher negativ auf die Inflation auswirken sowie die Schuldenquote und die Zinskosten weiter massiv erhöhen.

Frage: 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?

Antwort: Die Antwort auf die für uns entscheidende Frage ist noch offen. Nach dem anfänglichen Zinsanstieg in Folge der Zollankündigung hat es die Regierung bisher verstanden mit einer entsprechenden Finanzierungsstrategie über kurzlaufende Anleihen einen gefährlichen Anstieg der langfristigen Zinsen zu verhindern.

Wie es in den nächsten Monaten und Quartalen weitergeht, lassen die obigen Antworten bereits vermuten. Das anfängliche Konsolidierungsziel des Haushalts hat die Regierung verworfen und stattdessen die klare Absicht geäussert, dass sie die Reduktion des Defizits und somit der Staatsverschuldung primär über ein höheres Wirtschaftswachstum erreichen will. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass die Zinsen unter der Wachstumsrate liegen müssen, wenn man eine Verschuldungsspirale vermeiden will. Mit einer absehbar stark zunehmenden Verschuldung wird dies aber immer schwieriger zu erreichen sein. Das Vorhaben der Regierung die

Wirtschaft heisslaufen zu lassen und damit die Verschuldung zu senken erachten wir daher als nicht realistisch.

Vielmehr gehen wir davon aus, dass an einem bestimmten Punkt – hier wären wir bei der Antwort auf die letzte Frage – die Notenbank aufgrund von stark steigenden langfristigen Zinsen dazu gezwungen sein wird, massiv in den Markt einzugreifen. Ab diesem Punkt hätten wir endgültig den Übergang von der monetären zur fiskalischen Dominanz erreicht, an dem die Notenbank ihren Einfluss massgeblich verloren hat und faktisch gezwungen sein wird, die ausufernden Defizite mit einer Melange aus finanzieller Repression zu monetarisieren. Dazu gehören u.a. eine zunehmende Politisierung und Einflussnahme auf die Notenbankpolitik, negative Realzinsen durch klassische Zinssenkungen, Zwangskäufe von Staatsanleihen durch den Finanzsektor sowie massive Aufkaufprogramme von Staatsanleihen mit dem Ziel die Höhe der Zinsen für bestimmte Laufzeiten direkt zu bestimmen (Zinskurvenkontrolle).

Wann genau dieser Zeitpunkt (von dem wir ausgehen, dass er mit einer relativ hohen Wahrscheinlichkeit eintreten wird), erreicht sein wird, wissen wir natürlich auch nicht. Das ist aus Anlegersicht auch nicht das Entscheidende. Für Anleger entscheidend ist zunächst, dass man überhaupt eine Vorstellung über diese übergeordneten und langfristigen Verschiebungen hat und sich dann bewusst macht, welche Auswirkungen dies auf die verschiedenen Assetklassen haben wird. Wenn man sich die von Grossbanken publizierten Portfolioallokationen von Privatanlegern aber vor allem auch von grossen institutionellen Vermögensverwaltern ansieht, scheint dieses Bewusstsein noch nicht sonderlich weit gereift zu sein.

Um vom langfristigen Bild wieder auf die etwas kürzere Frist zurückzukommen, sei hier abschliessend gesagt, dass wir weiter eher positiv positioniert bleiben und bis auf Weiteres an unserer Übergewichtung sowohl von Aktien als auch Gold festhalten. Gründe hierfür sind u.a., dass die globale Geldmenge weiter zunimmt und die fiskalischen Impulse in den USA und Europa erst beginnen, sich voll zu entfalten. Auch erachten wir das Risiko eines erneuten Zollschocks als unwahrscheinlich und auch die negativen Auswirkungen der effektiven Zölle sollte nicht dazu ausreichen, dass die Weltwirtschaft in eine Rezession fallen wird.

Nichtsdestotrotz sollen die kurzfristigen positiven Aussichten nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir uns aus einer langfristigen Perspektive in einer Phase grosser wirtschaftlicher, geld- und geopolitischer Umbrüche befinden. Die Welt und damit die Börsen werden in den kommenden Jahren wahrscheinlich volatiler sein, als uns dies lieb ist und nicht nur Anleger werden lernen müssen, mit einer grösser als gewohnten Unsicherheit umzugehen.

Von all diesen Veränderungen und heute noch unbekanntem Ereignissen wird sicherlich auch in den Zeitungen geschrieben und in den Nachrichten gesprochen werden. Etwas wird sich aber auch in den kommenden Jahren nicht ändern: für Ihr Wertschriftendepot werden diese News entweder irrelevant oder bereits eingepreist sein. Sie können Sie also getrost ignorieren.

Mit herzlichen Grüssen



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer

Market and Portfolio Commentary 2Q2025

Prospera-Invest Asset Management AG

Zurich, 30 July 2025

Review

Dear Prospera-Invest clients,
Dear reader,

In many ways, the second quarter mirrored the first quarter. Although events in international capital markets were and continue to be dominated by the tariff dispute, most equity markets performed well overall, at least in local currency terms. Bitcoin also recorded significant price gains on a currency-adjusted basis, while gold and commodities corrected. The strong correction of the US dollar deserves special mention. It is rather rare for currencies to fluctuate by more than 10% in such a short space of time and this is likely to have depressed portfolio returns for many investors outside the US.

Asset Class	Description	2 nd Quarter	2025
S&P 500	Equities USA broad	10.6%	5.5%
MSCI World	Equities World	10.6%	8.9%
SPI (TR)	Equities Switzerland	-0.9%	6.9%
MSCI Emerging Markets	Emerging Markets	10.4%	15.5%
US-Treasuries	20+ years maturity	-3.1%	1.1%
CH-Sovereign Bonds	7-15 years maturity	1.2%	-1.6%
Gold	in CHF	-5.2%	10.0%
Commodities	broad	-4.2%	-1.2%
Oil	WTI	-8.9%	-9.2%
USDCHF	Foreign exchange	-10.3%	-12.6%
EURCHF	Foreign exchange	-2.2%	-0.6%
Bitcoin	Crypto	29.9%	14.8%

The scenario of a more positive outcome in the tariff dispute, which we assessed as the most likely in our last report, has more or less materialized fundamentally, but certainly on the stock market level. We did not allow ourselves to be influenced by the great uncertainty in markets and our portfolios performed very well overall in the second quarter, both in absolute terms and especially relative to our benchmarks.

As we already discussed the escalation in the tariff dispute in detail in our last report and the developments since then have been extensively covered in daily media reports, we have deliberately decided not to provide a further list of developments in the past quarter in this issue. Instead, we would like to take a look at the fundamental relevance of media coverage for investors.

After all, especially in times of supposed crisis, it seems to be all the more important for many people to keep up to date with current events and the latest developments. People read various articles from different newspapers to get as broad a perspective as possible. And if you have your own securities portfolio, you might even tune into an American financial news channel. After all, there are all kinds of experts on there and they should know where prices are heading next, right?

However, instead of gaining clarity, you run the risk of only feeling more insecure through excessive media consumption. And since uncertainty leads to fear and fear in turn provokes unwise investment decisions, investors should be aware of an extremely important fact with regard to media consumption: **almost everything you read in the newspaper, watch on the news or listen to on a financial news channel today is completely irrelevant for your portfolio.**

Read that sentence again. It is very important. There are several reasons why media coverage is irrelevant for investors, and we would like to briefly discuss the most important ones here. First of all, most of what you hear in the media is simply not relevant to the stock market in the first place. The technical term here is noise, and the trick is to distinguish the signals that are relevant for the market from the normal noise. Probably the most important reason, however, is that media reporting (as the name suggests) is by its very nature mainly about reporting on what has already happened. Financial markets, however, trade the future and therefore what has already happened, provided it is not noise, is already priced into current prices.

Explicit stock market tips are also very tricky. Especially in uncertain times, headlines such as 'XY and what it means for your portfolio' or 'The most successful way to protect your portfolio now' dominate the news. Such advice, even if well-intentioned, is also completely useless in the vast majority of cases. If it were not, it would not only have to be published in advance but also be profitable. If this were the case, you could safely assume that the journalist would not be working for a news outlet, but for a hedge fund, or would be managing his own money instead of spreading his hot tips.

So, the next time you hear about an exciting or supposedly relevant topic for investors or hear the next super important breaking news about what's happening in markets, do yourself a big favour: ignore it. Because it is almost certainly either irrelevant noise or "news" that has already been largely priced in. Your portfolio and your nerves will thank you!

Outlook

After this digression, however, we would now like to take a brief look at what is happening in international financial markets and try to separate the signals that are relevant for the coming months and quarters from the noise.

To do this, we would first like to refer back to our commentary for the fourth quarter of 2024 and the outlook it contained for the market year 2025. In that report, we hypothesized that the coming year would be significantly influenced by the decisions of the new US president and that stock prices would also be much more volatile than in previous years. For us, how the year would ultimately turn out depended on a number of key questions. As these are still relevant today and some of them can already be answered, we would like to list them again here:

Question: Where and how quickly and to what extent will the deficit be cut?

Answer: The DOGE spending reduction program led by Elon Musk quickly met with widespread resistance after initial successes and has effectively been discontinued. The original aim was to achieve savings of \$ 1-2 trillion. However, only around \$ 200 billion were achieved. This means that the most important negative factor influencing future economic growth alongside tariffs has been removed.

Question: On which goods will new tariffs be imposed, when and how much?

Answer: After the initial shock, Trump has backtracked as we expected in order to clear the way for negotiations. The most important deals have been concluded, and it can already be said with relative certainty that, whatever the exact level of the trade-weighted tariff rate ends up being, it will be the highest in around 90 years. Tariff policy will therefore almost certainly have a negative impact on both inflation and growth. This is likely to be felt in the coming months and quarters.

Question: Are there any new tax cuts and how high will they be?

Answer: With the One Big Beautiful Bill (OBBB), a broad legislative package was passed at the beginning of July that provides for various stimulating measures such as tax cuts, spending increases and an increase in the debt ceiling. The measures will have a positive impact on growth and a rather negative impact on inflation, as well as further massively increasing the debt ratio and interest costs.

Question: 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 skyrocketing?

Answer: The answer to this crucial question is still open. After the initial rise in interest rates following the tariff announcement, the government has so far managed to prevent a dangerous rise in long-term interest rates with an appropriate financing strategy using short-term bonds.

The above answers already give an indication of how things will develop over the coming months and quarters. The government has abandoned its initial budget consolidation target and instead expressed its clear intention to reduce the deficit and thus public debt primarily through higher economic growth. This, however, requires interest rates to be below the growth rate if a debt spiral is to be avoided. With debt set to rise sharply in the foreseeable future, this will become increasingly difficult to achieve. We therefore consider the government's plan to run the economy hot in order to reduce debt to be unrealistic.

Rather, we assume that at a certain point – and this brings us to the answer to the last question – the central bank will be forced to intervene massively in the market due to sharply rising long-term interest rates. At this point, we would have finally reached the transition from monetary to fiscal dominance, meaning the central bank would have lost much of its influence and would effectively be forced to monetise the spiralling deficits with a mixture of financial repression. This includes, among other things, increasing politicisation and influence on central bank policy, negative real interest rates through classic interest rate cuts, compulsory purchases of government bonds by the financial sector, and massive government bond purchase programmes with the aim of directly determining the level of interest rates across various maturities (yield curve control).

Of course, we do not know exactly when this point in time (which we assume will occur with a relatively high probability) will be reached. From an investor's perspective, this is not the decisive factor. What is crucial for investors is first of all to have an idea of these overarching and long-term shifts and then to be aware of the impact this will have on different asset classes. However, looking at the portfolio allocations published by major banks for private investors and, above all, large institutional asset managers, this awareness does not seem to have matured very far yet.

To return from the long-term picture to the somewhat shorter term, we would like to conclude by saying that we remain positively positioned and will maintain our overweight of both equities and gold for the time being. The reasons for this include the fact that global money supply continues to grow and fiscal stimulus in the US and Europe is only just beginning to take full effect. We also consider the risk of another tariff shock to be unlikely, and the negative effects of the effective tariffs should not be sufficient to cause the global economy to fall into recession.

Nevertheless, the short-term positive outlook should not obscure the fact that, from a long-term perspective, we are in a phase of major economic, monetary and geopolitical upheaval. The world, and with it financial markets, are likely to be more volatile than we would like them to be in the coming years, and it is not only investors who will have to learn to deal with greater uncertainty than usual.

All these changes and events that are still unknown today will certainly be reported in the newspapers and discussed in the news. However, one thing will remain unchanged in the coming years: this news will either be irrelevant to your portfolio or already priced in. So you can safely ignore it.

With kind regards,



Christian Freihofer

Partner & Chief Investment Officer