

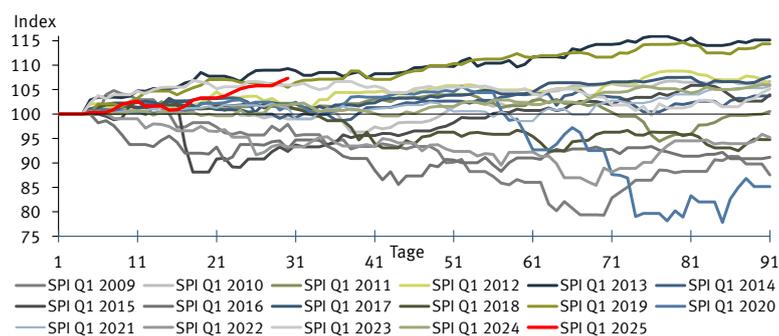
Wie erwartet hat Donald Trump nach seiner Vereidigung am 20. Januar 2025 sogleich losgelegt. Er unterscheidet sich fundamental von früheren US-Präsidenten und wird die amerikanische Innen- und Aussenpolitik nachhaltig verändern. Sprich, die politische Polemik wird zunehmen und damit auch die Volatilität und Korrekturanfälligkeit an den Aktienmärkten. Wie im Jahr 2024 wird die Entwicklung der Inflation und der Leitzinsen auch 2025 zu den wichtigsten Aktienmarkttreibern gehören. Dies haben die Marktbebewegungen am 10. und 15. Januar 2025 exemplarisch gezeigt. Von den grossen Zentralbanken hat die EZB den Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt, während die US-Fed vorerst von einer weiteren Zinssenkung abgesehen hat. Der Swiss Performance Index hat einen neuen Allzeithöchststand erreicht und die Aufholjagd dürfte noch nicht vorbei sein. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf leicht «Übergewichten».

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-
	30.01.25	31.01.24	31.12.24	P/E-25
New York Dow Jones Ind. Avge	44'882	17.6%	5.5%	22.2x
New York S&P 500	6'071	25.3%	3.2%	24.0x
New York Nasdaq	19'682	29.8%	1.9%	28.2x
Europa Stoxx-50 Euro	5'282	13.6%	7.9%	15.1x
Tokio Nikkei 225	39'572	9.1%	-0.8%	19.9x
Schweiz Swiss Perf. Index	16'820	13.8%	8.7%	19.8x
Swiss Bond Index Rendite CHF	0.45%	-46 bps	+37 bps	
USD/CHF	0.91	5.7%	0.3%	
EUR/CHF	0.95	1.6%	0.7%	

Historische Performance: Entwicklung im ersten Quartal

Q1-Performance des Swiss Performance Index über die letzten 17 Jahre



Historisch gesehen performen die Aktienmärkte im ersten Quartal des Jahres oft positiv. Die obige Grafik zeigt die Performance des Swiss Performance Index (SPI) im ersten Quartal der letzten 17 Jahre. Dabei zeigt sich, dass der SPI in 11 von 17 Quartalen positiv performte. Dies entspricht einer "Hit Ratio" von 65%. Ein wichtiger Grund hierfür ist der Jahresanfangseffekt: Private und institutionelle Investorinnen und Investoren haben oftmals frisches Kapital (Zinserträge aus Anleihen, Versicherungsprämien etc.), das es zu investieren gilt. Ein

zweiter wichtiger Grund ist die Dividendensaison: Diese findet in der Schweiz hauptsächlich von März bis Juni statt. Für 2025 ist die Dividendensicherheit hoch und es werden stabile Ausschüttungen erwartet. Dies macht Aktien in dieser Zeit zusätzlich zu einer attraktiven Anlage. Hinzu kommt, dass man mit Schweizer Obligationen kaum noch den Kapitalerhalt schafft und Anlegerinnen und Anleger "gezwungen" werden, mehr Risiken einzugehen. Der SPI-Index hat Aufholpotenzial (siehe Seite 3) und das Jahr 2025 hat stark begonnen (rote Linie in der Grafik).

Balsam für die Seele

Die Geduld hat sich ausgezahlt: Seit Jahresanfang hat der Schweizer Aktienmarkt zu einer veritablen Aufholjagd angesetzt. Es wurde auch Zeit nach dem im Vergleich zu anderen Aktienmärkten doch eher durchzogenen 2024. So ganz nebenbei und ohne viel Aufsehen hat der Swiss Performance Index (SPI) einen neuen Allzeithöchststand erreicht, während der SPI ex SMI-Titel (Schweizer KMUs) noch um einiges davon entfernt ist. Die Aufholjagd dürfte noch nicht vorbei sein. Lesen Sie mehr dazu auf Seite drei.

Wie erwartet hat Donald Trump nach seiner Vereidigung am 20. Januar 2025 sogleich losgelegt und ist daran, die USA innen- und aussenpolitisch nachhaltig zu verändern. Aussenpolitisch hat Trump seine globale Handelsoffensive mit einem Angriff auf Kanada und Mexiko gestartet. Er hofft wohl, einen "leichten Sieg" zu erringen und damit den Weg für Verhandlungen mit Europa und China zu ebnen. Europa dürfte den Druck zuerst zu spüren bekommen und ist schlecht darauf vorbereitet. Die politische Situation in Frankreich und Deutschland ist derzeit von Umbrüchen geprägt, und in Deutschland stehen am 23. Februar 2025 vorgezogene Bundestagswahlen an. Für die Wirtschaft kommt die Zinssenkung der EZB um 25 Basispunkte gerade richtig. Etwas unterscheidet Trump von früheren US-Präsidenten fundamental: Mit der wirtschaftlichen und militärischen Macht der USA will er nicht die Welt verteidigen und sie durch universelle Werte stabiler und friedlicher machen, sondern er will die US-Macht zugunsten der USA ausnutzen. Trump setzt auf "Abschreckung", und hierfür muss die USA wirtschaftlich und militärisch noch mächtiger werden. Damit nimmt die politische Polemik (nicht nur aus den USA) zu und an den Aktienmärkten ist mit mehr Marktevents und Volatilität zu rechnen. Sprich, das Aktienjahr 2025 wird mit Bestimmtheit anspruchsvoller werden. Die Märkte sind vorderhand aber weiterhin robust genug, um investiert zu bleiben. (her)

PMIs Europa vs. USA

Die PMIs vom Januar bringen eine lange überfällige Angleichung sowohl der Sektor-PMIs als auch der PMIs für die Regionen. Die treibende Kraft hinter den Anpassungen ist der deutliche Rückgang des Service-PMIs in den USA. Aber auch eine Verbesserung der Daten für das verarbeitende Gewerbe sowohl in den USA als auch in Europa trägt zu dieser Entwicklung bei. Da der Rückgang des PMI in den USA sehr viel stärker ist als die Zugewinne in Europa, ist davon auszugehen, dass der globale Composite PMI – unser bevorzugter Indikator für die globale Wirtschaftsentwicklung – sinken wird. Die von uns angezweifelte Hoffnung, dass sich das globale Wachstum im Windschatten einer überstarken USA

beschleunigt, rückt damit in den Hintergrund. Ebenfalls unwahrscheinlicher wird ein rasches Abgleiten in eine tiefere wirtschaftliche Schwäche. Denn zum einen signalisieren die PMIs trotz Rückgang weiterhin ein solides Wachstum in den USA. Zum anderen fehlen Schwächesignale aus den längerfristigen Frühindikatoren der PMI-Familie. Diese gehen zwar gleichfalls zurück, aber nicht stärker, als es die Veränderung der Lage und des aktuellen Auftragseingangs erwarten lassen würden. Ängste vor einer stark belastenden Handelspolitik zeichnen sich also nicht ab. Die Androhung von Zöllen wird scheinbar zunehmend als taktisches Manöver wahrgenommen.

PMIs: Europa & USA



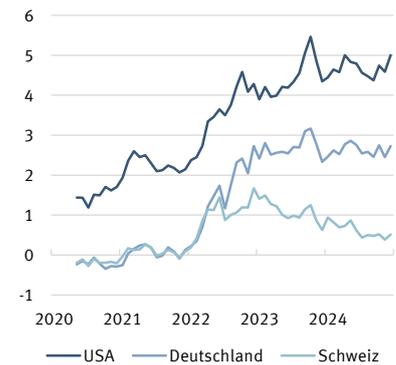
Der starke Rückgang des Service-PMIs in den USA führt dazu, dass sich die stark gewachsenen Divergenzen zwischen den Sektoren und den Ländern abbauen. Der Rückgang wird den globalen PMI aber schwächen.

Das Ende des Zinssenkungszyklus?

Die Leitzinsen der Fed, der EZB und der SNB waren Ende 2024 mit 1%, 1.35% und 1.25% niedriger als ein Jahr zuvor. Der Zinsrückgang ist jedoch geringer als im Jahr 2023 erwartet worden war. Dennoch wachsen Zweifel an weiteren Zinssenkungen der US-Notenbank. Auch die SNB wird die Zinsen kaum weiter senken, wenn nicht der Wechselkurs oder eine deutlich schwächere Wirtschaft sie dazu zwingen. Einzig im Fall der EZB geht man weiter davon aus, dass sie den Leitzins bis zum Sommer kontinuierlich absenken wird. Der Grund für die sich ändernde Einschätzung sind Zweifel an der Höhe des gleichgewichtigen Zinssatzes. Könnten die USA strukturell um 2% wachsen und hätten sie 2% Inflation,

wäre ein Zinssatz von 4% angemessen. Die SNB sieht das strukturelle Wachstum der Schweiz bei 0% bis 0.5%, und die durchschnittliche Inflation liegt bei 0.6%. Hierzulande wären also Zinsen von 0.5% bis 1% angemessen. Für Europa liegen die entsprechenden Werte bei 0.5% bis 1% für das Wachstum und 2% für die Inflation. Die EZB wäre dem Ziel also auch nahe, sieht sich aber einer schlechteren aktuellen Lage gegenüber. Als marktbasierter Schätzer für den jeweiligen Gleichgewichtszins werden die Terminzinsen für fünf Jahre in zehn Jahren gehandelt. Sie weisen auf sehr ähnliche Niveaus hin. Allerdings stammen die zur Berechnung notwendigen Daten aus Marktsegmenten, die noch nicht lange liquide sind.

Terminsätze: 5 Jahre in 10 Jahren



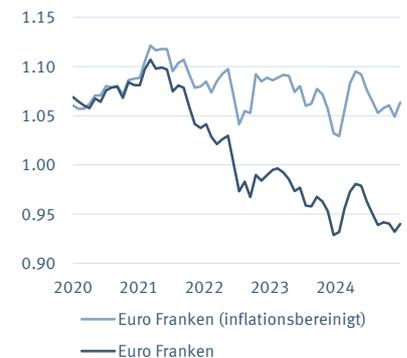
Terminsätze für mittlere Laufzeiten weit in der Zukunft werden als marktbasierter Schätzer für die Gleichgewichtszinsen diskutiert. Sie würden in den USA und in der Schweiz ein stabiles Zinsniveau signalisieren.

Euro/Franken

Der Euro hat sich in den vergangenen Wochen von seinem Tiefstand lösen und gegenüber dem Franken etwas zulegen können. Nach den Kommentaren an der vergangenen Zinssitzung ist nicht davon auszugehen, dass die SNB am Devisenmarkt aktiv war. Des Weiteren legen die erwarteten Zinsveränderungen eine abnehmende Zinsdifferenz zwischen Europa und der Schweiz nahe, was eher gegen einen stärkeren Euro sprechen würde. Da jedoch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der besser als erwarteten Euro-PMIs eine erhöhte Volatilität zu verzeichnen war, ist davon auszugehen, dass ein Ende des Abschwungs schon Grund genug gewesen sein könnte für einen etwas stärkeren Euro. Die Frage ist also nicht, ob es Europa und dem Euro

künftig besser geht, sondern ob es noch schlimmer kommen kann. Die Herausforderungen sind unbestreitbar gross, dabei darf man aber kleine Erfolge nicht aus den Augen verlieren. Die EU hat die Sparpläne Frankreichs abgesegnet. Nach einem bereits überstandenen Misstrauensvotum der Regierung Bayern steigt damit die Chance auf politische Stabilität mit einem Fokus auf den Haushalt. Deutschland wird in einem Monat gewählt haben. Eine grosse Koalition ist zwar kein Garant für grosse Fortschritte, aber auch kein Quell grosser Unsicherheit. Die Chancen stehen also gut, dass es nicht schlechter wird. Für einen wirklich stärkeren Euro bräuchte es aber eine wachsende wirtschaftliche Dynamik.

Euro-Franken-Kurs



Der Euro ist relativ zum Start der Pandemie auch inflationsbereinigt schwächer. Damit er sich weiter erholen kann, braucht es bessere Wirtschaftsdaten. Das Ausbleiben negativer Überraschungen reicht nicht aus. Quelle: Bloomberg

Schweizer Markt mit Aufholpotenzial

Die Schweizer Aktienindizes erreichten im August 2024 ihren Jahreshöchststand und bröckelten danach langsam wieder ab. Im internationalen Vergleich war 2024 für den Schweizer Markt ein eher mageres Jahr. Dank der Dividendenrendite erreichten der SPI- und der SMI-Index zwar eine Jahresperformance von +6.2% respektive +7.5%, während der SPI Extra (ex SMI-Titel) gerade mal ein Plus von +3.8% schaffte. Dies sind jedoch Tempi passati, und seit Jahresanfang hat der Schweizer Aktienmarkt endlich zu einer veritablen Aufholjagd angesetzt (Grafik 1). Dafür gibt es sechs gute Gründe.

Qualität und "gefallene Engel"

Der Schweizer Markt bietet eine beeindruckende Auswahl an qualitativ hochwertigen Aktien von Unternehmen, die für ihr solides Management und ihre Premium-Produkte bekannt sind. Im Jahr 2024 gab es diverse Aktien, welche aus Analysesicht ungerechtfertigt und/oder zu stark vom Markt abgestraft wurden. Im Fachjargon nennt man diese "gefallene Engel". Diese Aktien haben Aufholpotenzial. Beispiele sind Nestlé, Straumann, Clariant, VAT oder Tecan.

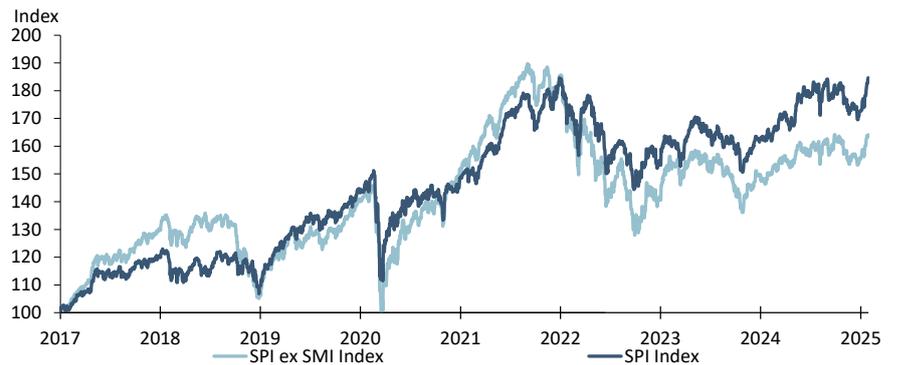
Margenexpansion durch starken USD

Grafik 2 zeigt den USD/CHF-Kursverlauf im Jahr 2024. Dabei ist ersichtlich, dass der US-Dollar in den ersten Monaten um 8.6% stärker wurde. Während dieser Zeit legte auch der SPI-Index um 9.2% zu. Ein Grund hierfür ist, dass dies bei Firmen mit einem erhöhten Umsatzanteil in US-Dollar zu einer Margenexpansion führt und sich positiv auf die Gewinndynamik auswirkt. Seit Oktober 2024 ist der US-Dollar erneut um rund 8.6% stärker geworden, ohne dass der SPI-Index darauf reagiert hätte. Tatsächlich ist der Index aufgrund der Wahl von Donald Trump und den damit verbundenen Unsicherheiten gesunken. Tatsache ist aber, dass mit dem stärkeren US-Dollar wiederum eine Margenexpansion stattgefunden hat und dass diese noch nicht adäquat in den Kursen eskomptiert ist.

Die Bewertungen sind attraktiv

Grafik 3 zeigt die Kursentwicklung des SPI-Index und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im Vergleich zum langfristigen KGV-Mittelwert. Wie aus der Grafik ersichtlich wird, ist das aktuelle KGV etwas kleiner als der langfristige Mittelwert und die Bewertung ist somit attraktiv. Normalisiert man die aktuelle Bewertung zum Mittelwert, so errechnet sich daraus ein Preisanstieg von 4%. Die gewählte Methode ist zwar eine deutliche Vereinfachung, dafür aber verständlich und nachvollziehbar.

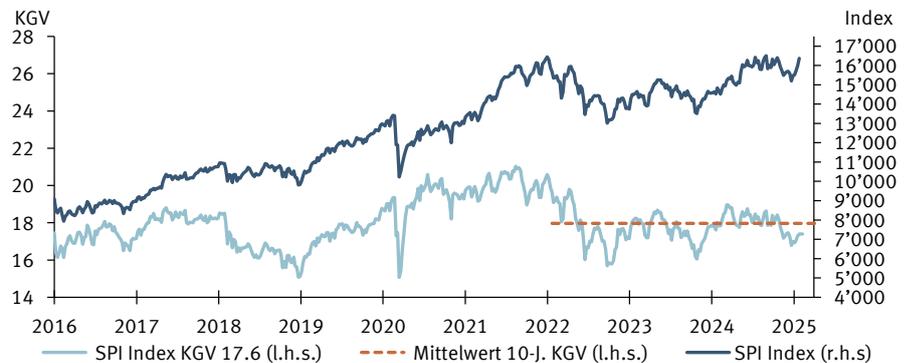
Grafik 1: Performance-Entwicklung SPI und SPI ex SMI-Titel (Quelle Bloomberg)



Grafik 2: USD/CHF-Kurs 2024 (Quelle Bloomberg)



Grafik 3: SPI-Index und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im langfristigen Vergleich



SNB-Zinssenkungen

Der SNB-Leitzins betrug vor einem Jahr noch 1.75% und liegt jetzt bei tiefen 0.5%. Die positiven Auswirkungen der vergangenen Zinssenkungen auf die Gewinndynamik der Firmen sind a) günstigere Kredite und Refinanzierungen und b) die Stimulierung von Investitionen in die Automation und damit Produktivität. **TINA oder "there is no alternative"** ist zurück in der Schweiz, und Obligationärinnen und Obligationäre schaffen bei einer Wiederanlage kaum noch den Kapitalerhalt. Für eine höhere Rendite werden Anlegerinnen und Anleger wieder gezwungen, höhere Risiken einzugehen. Damit fließen vermehrt Gelder aus Obligationenrückzahlungen in den Aktienmarkt.

Q1-Saisonalität und Dividenden

Die Q1-Saisonalität und der Dividenden effekt sollten sich positiv auf den Schweizer Markt auswirken (siehe Beitrag auf Seite 1).

Konklusion

Fast unbemerkt hat der SPI-Index im Januar 2025 einen neuen Allzeithöchststand erreicht, während der SPI ex SMI-Titel (Schweizer KMUs) noch um einiges davon entfernt ist (Grafik 1). Das Potenzial in diesem Segment ist noch nicht ausgeschöpft, und der Anlagestil von Rahn+Bodmer Co. setzt unverändert auf Qualität und Wachstum. Ebenfalls gilt nach wie vor, dass das Schweizer KMU-Segment viel Qualität und gut geführte Unternehmen bietet. (her)

Übersicht

Die makropolitischen Unsicherheiten nehmen zu. Anlagetechnisch sollte ein ausgewogenes Portfolio derzeit voll

investiert und gleichmässig über alle Regionen breit diversifiziert sein.

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	5	6
Grundstoffe	+	+	6	3
Investitionsgüter	0	0	5	18
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	5	28
Nichtzykl. Konsum	0	0	3	6
Gesundheitswesen	+	+	7	4
Finanzwerte	0/-	0/-	7	31
Info Technologie	0	0	-1	26
Medien/Telekom	0/+	0/+	8	38
Versorger	0/+	0/+	3	17
Immobilien	+	+	0	0

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs			
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		Laufzeiten Jahre			gegen CHF			
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu						
Europa Euro (Stoxx-50)	0	0	8	14	EUR	0	0	0	0	0/+	0	0					
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	6	13	GBP	-	-	-	-	-	0	0					
USA (S&P 500)	0	-	3	25	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	+	+					
Japan (Nikkei 225)	0	0	-1	9	JPY	0	0	0/-	0/-	0/-	0	0					
Schweiz (SPI)	+	+	9	14	CHF	0	0	0	0	0/+							

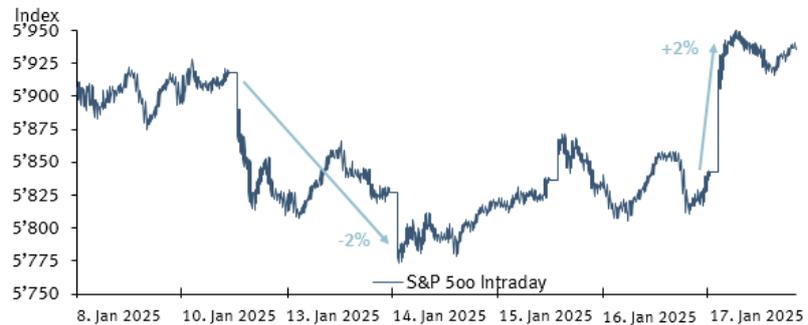
Aktienmarkttreiber 2025

Das Aktienjahr 2024 war geprägt von zwei Korrekturen. Während der ersten Korrektur im April 2024 sank der S&P 500 um 5.5%, und während der zweiten Korrektur im August 2024 um 8.4%. Bei Börsenturbulenzen liess sich immer ein ähnliches Muster erkennen: Bei zu positiven Wirtschaftszahlen verschoben sich die erwarteten Zinssenkungen zeitlich nach hinten und liessen den Aktienmarkt korrigieren; bei zu negativen Wirtschaftszahlen verschoben sich die erwarteten Zinssenkungen zeitlich nach vorne und der Aktienmarkt setzte zu einer Erholung an. Sprich, die Hauptaktienmarkttreiber für 2024 waren a) die sinkende Inflation, b) damit verbunden die sinkenden Zinsen und c) der IT-Sektor.

Preistreiber im Aktienjahr 2025

Das Aktienjahr 2025 wird mit Bestimmtheit anspruchsvoller werden. Ein Grund sind die grösseren makropolitischen Unsicherheiten. Sprich, die Trump-Regierung wird proaktiv statt reaktiv sowie unilateral statt multilateral agieren und beim Handel eine aggressive Politik verfolgen. Hinzu kommt, dass die Gewinnerwartungen 2025 für den S&P 500 bei

S&P 500 Intraday-Kurse vom 8. Januar bis 17. Januar 2025 (Quelle Bloomberg)



stolzen +14% liegen und es schwierig sein wird, diese zu übertreffen. Gleichzeitig tritt der IT-Sektor in eine neue Phase ein: Es geht um die Frage, wie die Investitionen in Künstliche Intelligenz kommerzialisiert werden können. Bei allen Unsicherheiten gehören die Inflation und Zinssenkungen aber wiederum zu den zwei wichtigsten Aktienmarkttreibern. Dies hat exemplarisch der 10. und 15. Januar gezeigt (Grafik). Am 10. Januar wurden bessere US-Arbeitsmarktdaten publiziert als erwartet, der S&P 500 korrigierte um -2% und die

erwarteten Zinssenkungen wurden zeitlich nach hinten verschoben. Am 15. Januar hingegen wurden tiefere US-Inflationszahlen publiziert als erwartet, der S&P 500 stieg um 2% und die erwarteten Zinssenkungen wurden zeitlich nach vorne verschoben.

Konklusion

Ganz allgemein werden die makropolitischen Unsicherheiten zu grösseren politischen Polemiken führen (nicht nur in den USA) und damit zu mehr "Aktienmarktevents". Investorinnen und Investoren müssen sich damit auf eine grössere Volatilität und auf politisch getriebene Marktkorrekturen einstellen. Solange aber die Zinsen sinken können, dürfte alles nur halb so schlimm sein.

Heinz Rüttimann (her), Investment Office, +41 44 639 13 94; heinz.ruettimann@rahnbodmer.ch
 Thorsten Küchler (tk), Investment Office, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt.

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Datenquelle: Bloomberg