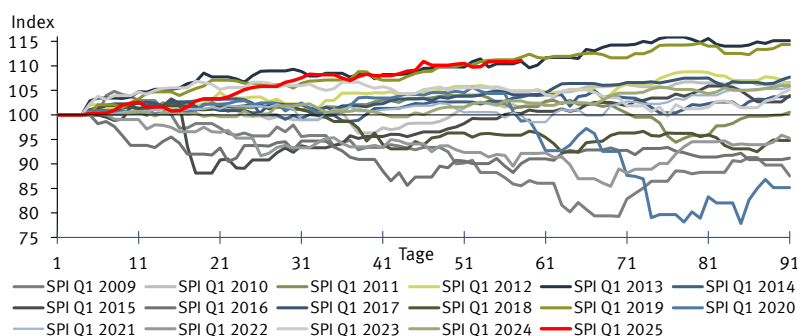


Von Sand im Getriebe zu sprechen wäre verfehlt, aber der US-Aktienmarkt ist derzeit mit einigem Gegenwind konfrontiert. Auch die US-Dollar-Stärke scheint an Dynamik zu verlieren. Dem stehen Europa und die Schweiz gegenüber, wo sich die Anlegerinnen und Anleger einer starken Jahresanfangsperformance erfreuen dürfen. In der Vergangenheit hat eine europäische Outperformance gegenüber dem US-Markt rund sieben bis elf Monate gedauert. Wir befinden uns im zweiten Monat. Präsident D. Trump, Finanzminister S. Bessent und der reichste Mann der Welt, E. Musk, wollen/müssen den US-Staatshaushalt wieder in Ordnung bringen. Bei näherer Betrachtung der einzelnen Komponenten des US-Budgets und der gesetzlich verankerten Ausgaben dürfte dies aber eine veritable Herkulesaufgabe werden. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf «Übergewichten».

Marktdaten	Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-26
		26.02.25	27.02.24	31.12.24	
New York	Dow Jones Ind. Avge	43'433	11.4%	2.1%	19.2x
New York	S&P 500	5'956	17.3%	1.3%	21.0x
New York	Nasdaq	19'075	19.0%	-1.2%	27.6x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'472	12.0%	11.8%	14.3x
Tokio	Nikkei 225	38'256	-2.5%	-4.1%	17.7x
Schweiz	Swiss Perf. Index	17'155	15.1%	10.9%	18.0x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.48%	-45 bps	+48 bps	
USD/CHF		0.90	2.1%	-1.2%	
EUR/CHF		0.94	-1.4%	0.0%	

Q1 2025 erreicht drittbeste Performance der letzten 17 Jahre

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



Die obige Grafik zeigt die Performance des Swiss Performance Index (SPI) im ersten Quartal der letzten 17 Jahre. Aus der Grafik wird ersichtlich, dass die Performance Q1 2025 die drittbeste der letzten 17 Jahre ist. Der SPI ist damit drauf und dran, das im letzten Anlagekompass monierte Aufholpotenzial auszuschöpfen. Von den Treibern für die Aufholjagd haben sich die Bewertungen mehrheitlich normalisiert. Sprich, der Fokus gerät wieder vermehrt auf die Gewinndynamik für 2025. Bei den Pressekonferenzen zu den Jahresendresultaten

und zum Ausblick 2025 geben sich die Firmen eher vorsichtig und dürften damit die Erwartungen mehrheitlich erfüllen. Einzelne Schwergewichte im SPI-Index, die 2024 noch enttäuschten, haben für 2025 weiter Aufholpotenzial. Die SNB-Zinssenkungen und der Anlagenotstand für Schweizer Obligationenanleger dürften ebenfalls positiv auf den Aktienmarkt wirken. Die starke Jahresperformance führt aber auch dazu, dass man bei einzelnen Titeln Gewinne realisieren und selektiver im Markt auftreten soll.

Politik und Moral – eine Illusion

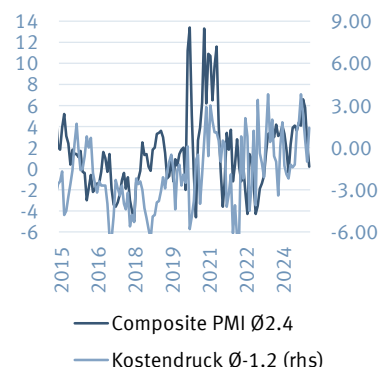
Der Genfer Schriftsteller und Philosoph Jean-Jacques Rousseau sagte einmal: "Wer Politik und Moral auseinanderhalten will, versteht von beidem nichts." Mit der neuen Trump-Regierung und spätestens seit Europa bei den Ukraine-Vorverhandlungen komplett übergangen wurde, ist klar, die vergangene Allianz funktioniert nur noch bedingt. Europa wird in der Geopolitik neu eine Aussen-seiterrolle zugeteilt. Vielleicht lebte der "alte Kontinent" zu lange in einer Komfortzone nach dem Grundsatz "die USA sorgen für die Sicherheit, China für das Wachstum und Europa reguliert". Dass Europa so nicht weitermachen kann, hat M. Draghi in seinem Bericht zur europäischen Wettbewerbsfähigkeit im September 2024 deutlich zum Ausdruck gebracht mit den Worten "Ohne eine deutliche Steigerung der Produktivität ist es unmöglich, politische Ziele wie die Digitalisierung, Dekarbonisierung und den Erhalt des Sozialstaates zu finanzieren." Die schwache Produktivität und Europas strukturelle Defizite sind auch der Grund dafür, dass der europäische Aktienmarkt über die letzten 17 Jahre gegenüber den USA eine deutlich geringere Rendite erwirtschaftet hat. Die aktuelle Gegenbewegung dürfte zwar noch anhalten. Gründe sind eine Verlangsamung der US-Wachstumstreiber Konsum und Dienstleistungen und die Tatsache, dass der US-Leitzins auf absehbare Zeit auf erhöhtem Niveau verharren wird. Für eine schwierigere US-Aktienmarktpphase sprechen ebenfalls, dass der starke US-Dollar sich negativ auf die Gewinndynamik auswirkt und gleichzeitig die Gewinnerwartungen für 2025 in den USA kaum zu überbieten sind. In der Vergangenheit dauerte eine europäische Outperformance zwischen sieben bis elf Monate (mehr dazu auf Seite 3). Nach den ersten 60 Tagen im Jahr 2025 sind der SMI und der SPI bereits um über 10% gestiegen. Das im letzten Anlagekompass proklamierte "Schweizer Markt mit Aufholpotenzial" hat sich zwar bewahrheitet, aber auch in der Schweiz werden die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Die Märkte sind vorderhand weiterhin robust genug, um investiert zu bleiben. (her)

Ausgeglichene PMIs

Vor gut einem Vierteljahr haben wir uns an dieser Stelle zur Zwischenzeit zwischen den USA und Europa auseinanderklaffenden konjunkturellen Dynamik geäussert. Das Fazit war, dass die Schere sich schliessen muss oder andernfalls Wechselkursverwerfungen zu grösseren Turbulenzen an den Märkten führen könnten. Nach zwei Monaten mit einer stark rückläufigen US-Wachstumsdynamik und einer Bodenbildung in Europa haben sich die PMIs der Regionen deutlich angenähert. Der Indikator steht in Europa bei 50.2 und in den USA bei 50.4 Punkten. Das heisst, weder in den USA noch in Europa hat sich die wirtschaftliche Lage im Vergleich zum Vormonat nennenswert verändert. In den USA geschieht dies aber nach einem

Aufschwung mit Wachstumsraten von 2.8% und in Europa nach einer Schwächephase mit Wachstumsraten von 0.4%. Sprich, die USA operieren weiter nahe der Kapazitätsgrenze und Inflationsrisiken bleiben damit real. In Europa besteht hingegen Raum für Verbesserungen, ohne unmittelbare Inflationsgefahren auszulösen. Aus diesem Grund ist anzunehmen, dass die Angleichung zwischen den Volkswirtschaften weiter voranschreiten wird und jeder Versuch, das US-Wachstum zu Lasten der anderen Länder zu beschleunigen, eher negative Konsequenzen für die USA haben wird. Tatsache ist aber auch, dass die aktuelle Differenz bereits unterdurchschnittlich ist.

PMIs: USA und Europa



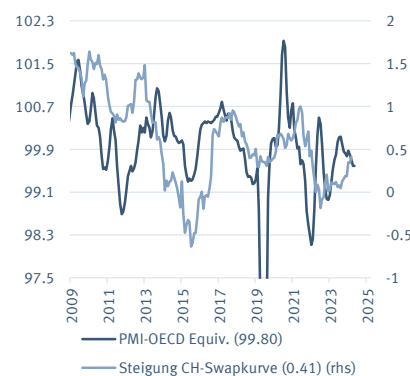
Die Wachstumsdynamik hat sich zwischen Europa und den USA angeglichen, nicht aber die "Kapazitätsauslastung", die sich am Kostendruck ablesen lässt.

Anleihen

Die Schweiz hat den Leitzins bereits auf ein Niveau gesenkt, das sie für weitgehend neutral hält. Neutral heisst dabei, dass der Zins wirtschaftliche Entscheidungen weder begünstigt noch hemmt. Im Zweifel würden wir davon ausgehen, dass er schon etwas darunter liegt. Als Begründung würden wir auf die gute Entwicklung der Immobilienwerte verweisen. Die EZB vermutet den neutralen Zins für die Eurozone im Bereich von 1.75% bis 2.25%, 0.5% unter dem aktuellen Niveau. Auch hier ist nicht sicher, ob der gegenwärtige Zins nicht bereits eine positive Wirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung entfaltet. So ist seit einigen Monaten ein deutlicher Anstieg der Hypothekennachfrage zu

verzeichnen. Die Chef-Volkswirtin der EZB warnt daher vor automatisierten Zinsschritten. Die Fed sieht ihren Zins noch eindeutig im restriktiven Bereich, gibt aber keine numerische Indikation, wo sie die magische Grenze sieht. Der Raum für weitere Zinssenkungen wird offensichtlich kleiner, solange es nicht zu einer deutlichen Abkühlung der Wirtschaft kommt. Unser globaler Konjunkturindikator, der in OECD-Einheiten transformierte Composite PMI, signalisiert eine solche Konjunkturwende. Für den Obligationenmarkt bedeutet dies in der Regel flache Zinskurven und Kursgewinne für längere Laufzeiten, selbst wenn die laufenden Renditen alles andere als attraktiv und der jüngste Zyklus als nicht abgeschlossen erscheinen.

Zinskurven und Konjunkturzyklus



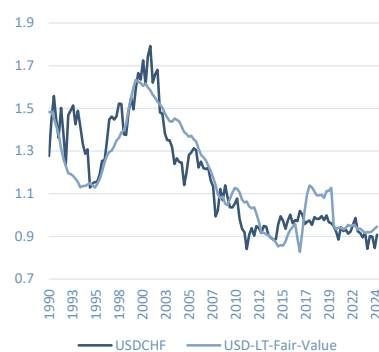
Auch wenn die Zinskurven nicht so steil geworden sind wie in der Vergangenheit, weist der Konjunkturindikator bereits auf ein Ende des Zyklus und auf erneut flachere Zinskurven hin.

US-Dollar

Auch wenn es noch nicht so weit ist, ist davon auszugehen, dass die nachlassende US-Wirtschaftsdynamik irgendwann zu einem nachgebenden Kostendruck führen wird. Je tiefer die erwarteten Zölle, umso eher tritt dies ein. Dann können auch die US-Zinsen gesenkt werden. In kurzfristigen US-Dollar-Modellen führen tiefere Zinsen und tieferes Wachstum zu nachgebenden US-Dollar-Kursen. Aber die US-Regierung verfolgt auch das Ziel, das Handels- und Haushaltsdefizit zu senken. Die Defizite sind die Quelle des internationalen US-Dollar-Angebots. Wer Güter und Dienstleistungen kauft, bietet Geld an. Die Finanzierung erfolgt im Kleinen über die Bank und im Grossen über die Notenbank und die Geldschöpfung der Geschäfts-

banken. Werden die Defizite kleiner, geht das Angebot an US-Dollar zurück und – vorausgesetzt die Nachfrage bleibt gleich – der Preis steigt. Die Defizite sind daher ein entscheidender Faktor für langfristige Währungsmodelle. Solche Modelle reagieren tendenziell langsam. Die Veränderung der Defizite seit der Hochphase der Pandemie stützen den US-Dollar aktuell. Hat die US-Regierung Erfolg und kann die Defizite senken, wird dies Hand in Hand gehen mit einer US-Wachstumsschwäche. Sparen heisst Konsumverzicht. Kurz- und langfristige Modelle weisen dann in unterschiedliche Richtungen. Kurzfristig ist mit einem nachgebenden US-Dollar zu rechnen. Wie weit und wie tief hängt davon ab, für wie nachhaltig die Haushaltskonsolidierung erachtet wird.

US-Dollar & Langfristmodell



Bei der Prognose der US-Dollar-Kursveränderungen widersprechen sich kurz- und langfristige Modelle. Obwohl kurzfristig Rückschläge drohen könnten, sollte das Kind auf keinen Fall mit dem Bade ausgeschüttet werden. Quelle: Bloomberg.

Wie lange kann Europa outperformen?

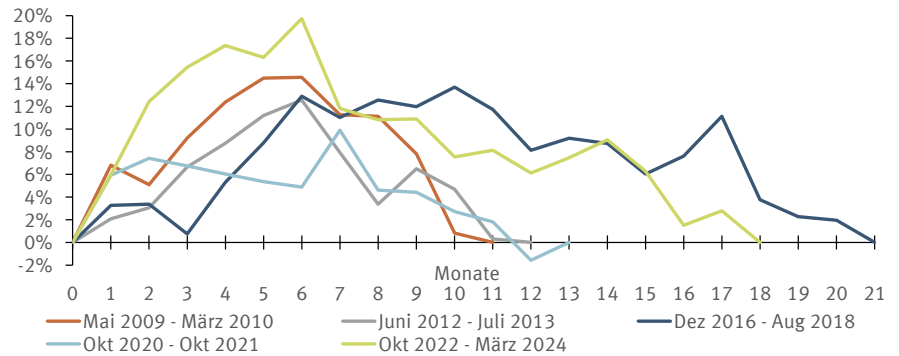
Seit dem 10. Januar hat der Stoxx 600 zu einer veritablen Aufholjagd gegenüber dem S&P 500 angesetzt. Nun könnte man anführen, dass die Aufholjagd dem schwachen November/Dezember 2024, dem schwachen Euro oder der allgemein zu pessimistischen Einschätzung geschuldet ist. Sicherlich alles gute Gründe. Die entscheidende Frage ist aber, ob nun die jüngste Rallye im Stoxx 600, Stoxx 50 oder Dax aufrechterhalten werden kann. Hierfür blicken wir in die Vergangenheit. Grafik 1 zeigt die relative Performance des S&P 500 gegenüber dem Stoxx 600 in US-Dollar seit 2001. Daraus wird ersichtlich, dass der Stoxx 600 den S&P 500 von Januar 2002 bis März 2008 stark outperformed hatte, nämlich um 90%. Ein zentraler Grund hierfür war der Beitritt Chinas zur WTO im Jahr 2002 und die damit verbundene Produktivitätssteigerung und der Aufstieg Deutschlands zum Exportweltmeister. Seither oder über die letzten 17 Jahre hat der Stoxx 600 den S&P 500 (marktkapitalisiert gewichtet) massiv underperformed, nämlich um 430%.

Wer denkt, dies sei vor allem dem US-IT-Sektor geschuldet, liegt falsch. Im Vergleich zum S&P 500 (gleich gewichtet) hat der Stoxx 600 während der gleichen Periode nämlich um 380% underperformed. Die Spurensuche nach den Gründen der langjährigen Underperformance im Stoxx 600 führt uns zu Grafik 3. Diese zeigt den Produktivitätsvergleich pro gearbeitete Stunde zwischen dem Euroraum und den USA. Die Grafik zerlegt die Produktivität in die zwei Komponenten a) Total Faktorproduktivität (Einfluss der technologischen Entwicklung) und b) Kapitalintensität und Arbeitskräfte. Die wichtigste Aussage zur Grafik ist, dass der Grund für die tiefere Produktivität im Euroraum in der zu geringen Innovationskraft bei der Entwicklung und dem Einsatz eigener Technologien liegt. M. Draghi brachte die Situation in seinem Bericht zur europäischen Wettbewerbsfähigkeit im September 2024 mit folgendem Satz auf den Punkt: "Ohne eine deutliche Steigerung der Produktivität ist es unmöglich, politische Ziele wie die Digitalisierung, Dekarbonisierung und den Erhalt des Sozialstaates zu finanzieren." Auf den Stoxx 600 bezogen bedeutet dies, dass die Produktivitätslücke eine langjährige Outperformance gegenüber dem S&P 500 praktisch verunmöglicht. Damit ist der Stoxx 600 ein On/Off-Markt, der zwischenzeitlich zu zyklischen Aufholjagden ansetzt. Diese

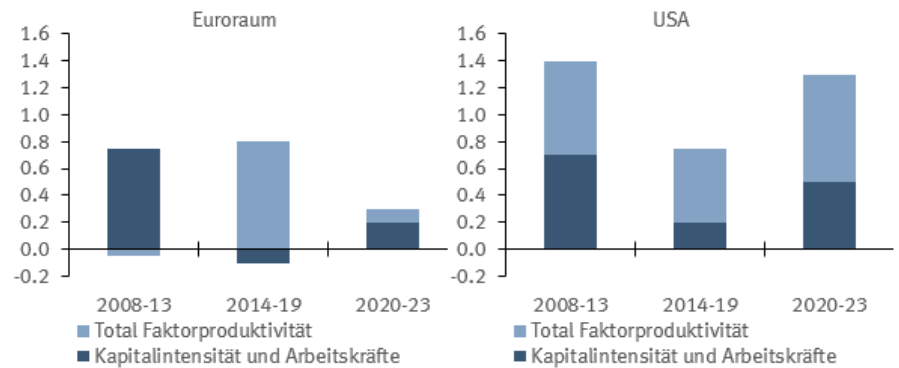
Grafik 1: Relative Performance S&P 500 zum Stoxx 600 in USD (Quelle: Bloomberg)



Grafik 2: Seit 2008 hat der Stoxx 600 während 5 Perioden den US-Markt outperformed



Grafik 3: Europa und US-Produktivität im Vergleich pro gearbeitete Stunde



können getrieben sein durch Wirtschaftsprogramme, politische Ankündigungen oder externe Schocks. Es handelt sich dabei aber nicht um eine strukturelle Überlegenheit des Stoxx 600. Grafik 2 zeigt, dass es über die letzten 17 Jahre zu fünf solchen Aufholjagden im Stoxx 600 relativ zum S&P 500 gekommen ist. Im Durchschnitt dauerten die fünf Gegenbewegungen 16 Monate (12 bis 22 Monate), wobei im Durchschnitt die maximale Outperformance zum S&P 500 nach 8 Monaten (7 bis 11 Monate) erreicht war. Die durchschnittliche Outperformance des Stoxx 600 relativ zum S&P 500 betrug 14% (9.9% bis 19.7%).

Konklusion

Wir befinden uns im zweiten Monat der Outperformance gegenüber dem S&P 500. Die Wahrscheinlichkeit, dass diese noch einige Monate anhält, ist im historischen Kontext gegeben. Mit der Veröffentlichung der chinesischen KI Deep-Seek ist der US-IT-Sektor angreifbar geworden. Solange Unklarheit herrscht in Bezug auf die Monopolgewinne der großen US-IT-Firmen und der Rendite auf den getätigten Investitionen, dürfte der Sektor vorderhand konsolidieren. Abschreiben darf man ihn aber auf keinen Fall. Die Dynamik in diesem Bereich und die Innovationskraft der US-IT-Firmen erlauben dies nicht. (her)

Übersicht

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

investiert und gleichmässig über alle Regionen breit diversifiziert sein.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance					Obligationen					Wechselkurs	
Beurteilung		Perform. %			Beurteilung		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	6	12	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	2	13	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	-1	17	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	+	+
Japan (Nikkei 225)	0	0	-3	-3	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	+	+	4	15	CHF	0	0	0	0/+		

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	-1	3
Grundstoffe	+	+	1	2
Investitionsgüter	0	0	-1	11
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	-6	13
Nichtzykl. Konsum	0	0	4	8
Gesundheitswesen	+	+	1	1
Finanzwerte	0/-	0/-	1	27
Info Technologie	0	0	2	19
Medien/Telekom	0/+	0/+	-1	27
Versorger	0/+	0/+	3	21
Immobilien	+	+	0	0

US-Budgetdefizit – Einsparungen nur beschränkt möglich

Im Jahr 2023 betrugen die Einnahmen der US-Regierung USD 4500 Mia. und die Ausgaben USD 6200 Mia. (siehe Tabelle). Daraus resultierte ein durch Schulden finanziertes Defizit von USD 1700 Mia. oder 6.3% vom BIP. Das Defizit für 2024 beträgt schätzungsweise rund 6.9% vom BIP. Mit E. Musk (Leiter der Arbeitsgruppe Department of Government Efficiency) und S. Bessent (US-Finanzminister) hat D. Trump zwei Personen beauftragt, das ausufernde Budgetdefizit wieder unter Kontrolle zu bringen. Kein Stein soll auf dem anderen bleiben. Die Stossrichtungen sind a) Digitalisierung der Verwaltung, b) Neuverhandlung von Regierungsaufträgen im Gesundheitswesen und im Verteidigungssektor und c) Subventionskürzungen und Streichung von Geldern für Aufgaben, welche bei einer Nutzen-Kosten-Bewertung durchfallen. Einsparungen sind möglich und trotzdem beschränkt. Beim Gesamtbudget entfallen 62% auf gesetzliche Ausgaben, 28% auf diskretionäre Ausgaben und 11% auf Zinszahlungen.

Annahmen Einsparungspotenzial:

Bei den **gesetzlichen Ausgaben** könnte man bei der Position "Rest" vielleicht

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

US-Budget 2023 und seine einzelnen Komponenten

Gesetzliche Ausgaben	USD Mia	%	%
Sozialversicherungen	1350	35%	
Medicare/Medicaid	1560	41%	
Einkommenssicherung (Arbeitslosengelder/IV etc)	671	18%	
Rest	250	7%	
Total	3831	100%	62%
Diskretionäre Ausgaben			
Landesverteidigung	806	47%	
Infrastruktur, öffentlicher Verkehr	155	9%	
Leistungen Kriegsveteranen	131	8%	
Bildung	125	7%	
Rest	500	29%	
Total	1717	100%	28%
Zinszahlungen	659		11%
Total	6207		100%

40% einsparen. Das wären USD 100 Mia. Bei den **diskretionären Ausgaben** könnte man vielleicht bei den Positionen "Infrastruktur", "öffentl. Verkehr", "Bildung" und "Rest" (internationale Angelegenheiten, Justizverwaltung, Umwelt, Wissenschaft, Raumfahrt, Gemeinde- und Regionalentwicklung) jeweils ebenfalls 40% einsparen. Dies wären USD 62 Mia., USD 50 Mia. und USD 200 Mia. In der Summe würden die gesamten Einsparungen rund USD 412 Mia. betragen. Das nominale US-BIP beträgt USD 29'700 Mia. Sprich, die Einsparungen würden sich auf 1.4% des US-BIP belaufen. Wie eingangs erwähnt beträgt das US-

Budgetdefizit für 2024 rund 6.9% vom BIP. Subtrahiert man die möglichen Einsparungen von 1.4%, resultiert daraus für 2025 immer noch ein Budgetdefizit von rund 5.5% vom BIP. Ein akzeptierbares Defizit läge bei 3 bis 4%. Die von D. Trump versprochenen Steuersenkungen sind in dieser Berechnung nicht berücksichtigt.

Konklusion: Diese einfache Herleitung zeigt auf, dass die Defizitreduktion über die nächsten Jahre eine Herkulesaufgabe ist. Längerfristig kommt die US-Regierung wohl nicht darum herum, eine Kombination aus Steuererhöhungen (Wealth Tax) und Leistungskürzungen bei den gesetzlichen Ausgaben zu finden. (her)

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