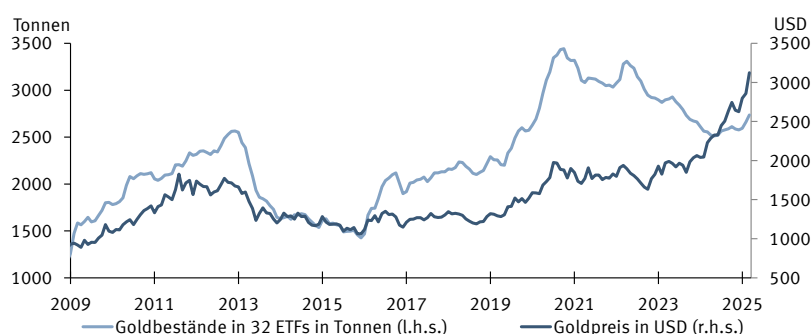


Seit dem "US-Befreiungstag" am 2. April ist die Welt – einschliesslich USA – in Aufruhr und versucht eine Lagebeurteilung vorzunehmen. Mit den vielen beweglichen und teils unberechenbaren Variablen ist dies gar nicht so einfach. Wir versuchen deshalb die aktuelle Marktkorrektur im historischen Kontext einzuordnen und finden tatsächlich interessante Parallelen. Die nächste Marktphase dürfte geprägt sein von Firmen, die ihre Gewinnprognosen revidieren müssen. Der Aktienmarkt wird damit volatil bleiben. Die Entwicklung des Goldpreises zeigt die aktuelle Verunsicherung. Dieser hat nämlich seit Jahresanfang eine veritable Preistrallie hingelegt. Entgegen den Erwartungen ist der US-Dollar deutlich schwächer geworden und es dürfte zu einer Gegenbewegung kommen. Ein schwacher US-Dollar ist aber nicht gleichbedeutend damit, dass er seinen Weltwährungsstatus verliert. Es gibt nämlich keine wirklichen Alternativen. Bei der taktischen Asset-Allokation stufen wir Aktien auf "Untergewichten" ein.

Marktdaten	Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-26
		29.04.25	30.04.24	31.12.24	
New York	Dow Jones Ind. Avge	40'528	7.2%	-4.7%	18.4x
New York	S&P 500	5'561	10.4%	-5.5%	20.0x
New York	Nasdaq	17'461	11.5%	-9.6%	22.3x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'171	5.1%	5.6%	14.0x
Tokio	Nikkei 225	36'045	-6.1%	-9.6%	16.7x
Schweiz	Swiss Perf. Index	16'483	9.4%	6.5%	17.6x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.36%	-54 bps	+9 bps	
USD/CHF		0.83	-10.3%	-9.1%	
EUR/CHF		0.94	-4.3%	-0.1%	

Goldpreis – unterstützt durch zyklische Käufe

Entwicklung Goldpreis und Goldbestände in ETFs in Tonnen



Der Goldpreis hat seit Jahresanfang eine veritable Rally hinter sich und ist in Schweizer Franken um +15% gestiegen. Eine Konsolidierung wäre längst überfällig und ist trotzdem noch nicht eingetreten. Der Goldpreis wird weiterhin unterstützt durch die strukturellen Käufe von Zentralbanken aus den Schwellenländern (vor allem China), die ihre Währungsreserven aus dem US-Dollar diversifizieren wollen. Seit Jahresanfang stellen wir vermehrt auch wieder zyklische Käufe durch private und institutionelle Investoren in ETFs fest. Zyklische Käufe

erfolgen derzeit vor allem zur Absicherung von Inflations- sowie fiskalpolitischen und geopolitischen Risiken (mögliche Zolleskalation). Zur Messung der zyklischen Käufe konsolidieren wir die Bestände von 32 Gold-ETFs. Wie aus der Grafik ersichtlich, haben Investoren in ETFs ihre Goldbestände seit Ende 2020 stetig reduziert. Ein Hauptgrund hierfür waren wohl die guten Aktienmärkte. Die derzeitigen Unsicherheiten haben nun diese Käuferschaft wieder mobilisiert. Sprich, der Goldpreis dürfte weiterhin gut unterstützt bleiben.

Alles halb so schlimm, oder?

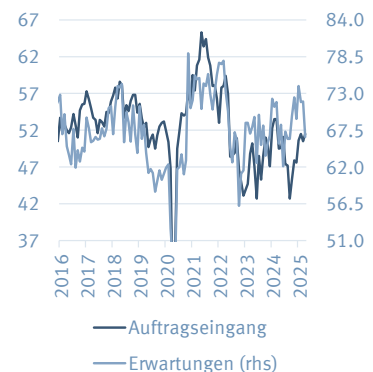
Der "US-Befreiungstag" vom 2. April 2025 löste aufgrund seiner radikalen Form und äusserst fragwürdigen Berechnungsweise ein weltweites Aktienmarktbeben aus. D. Trumps anschliessender Rückzieher zugunsten einer 90-tägigen Zoll-Verhandlungspause liess dann die Aktienmärkte wieder aufatmen. Für Investorinnen und Investoren stellt sich nun die Frage, wie man diese politisch induzierte Marktkorrektur bei all den beweglichen und teils unberechenbaren Variablen einordnen soll. Auf Seite drei versuchen wir die Bärenmärkte im S&P 500 seit 1950 nach Mustern zu ordnen und diesbezüglich mehr Klarheit zu schaffen. Wie schwierig sich die Einschätzung der Lage derzeit gestaltet, zeigt sich bei den grossen Finanzhäusern, die sich mit allerlei Annahmen und Berechnungen überwerfen. Beispiel: Je nach Quelle verteuert sich ein neues iPhone 16 Pro Max von USD 1600 auf USD 1900 bis 3900. Gleichzeitig verkündet Apple, dass die Montage aller in den USA verkauften iPhones nach Indien verlagert werden soll. Ein anderes Beispiel ist Google. Der Grossteil von Googles Umsatz besteht aus digitalen Dienstleistungen (Online-Werbung und Cloud Computing) und nicht aus Waren. Die Zölle betreffen aber nur Waren und nicht Dienstleistungen. Sprich, Google dürfte weniger direkt von den Zöllen betroffen sein. Ein drittes Beispiel betrifft den Goldpreis. Dieser hat nämlich eine veritable Preistrallie hingelegt. Bei einer solchen Preisentwicklung werden entweder die Konjunktur- und Marktrisiken überschätzt und der Goldpreis ist zu hoch – oder der Goldpreis ist gerechtfertigt und die Aktienmärkte sind zu positiv und die Risikoprämien zu tief. Was trifft nun zu? Wir wissen es nicht, glauben aber, dass die Marktkorrektur noch nicht ausgestanden ist. Die nächste Phase dürfte geprägt sein von Firmen, die ihre Gewinnprognosen revidieren müssen. Alles andere wäre eine Überraschung. Investorinnen und Investoren sollten nach dem Sprichwort "better safe than sorry" weiterhin vorsichtig positioniert sein und genügend Barmittel halten, um auf Veränderungen reagieren zu können. (her)

Konjunktur

Dass die Composite PMIs für die USA und Europa fallen, ist keine Überraschung. Dass der Rückgang in den USA stärker ausfällt als in Europa ist gleichfalls verständlich. Dass der Rückgang der Indizes in der Summe eher moderat ausfällt, überrascht schon fast positiv. Daraus zu schliessen, dass alles in geordneten Bahnen verläuft, wäre aber verwegen. Zu den Entwicklungen, die uns überraschen, gehört zum Beispiel die Schwäche in den USA, die nicht aus dem verarbeitenden Gewerbe, sondern aus dem viel grösseren Dienstleistungssektor kommt. Die Bedeutung der mit dem Handel verbundenen Dienstleistungen und auch des Tourismus wurde wohl unterschätzt. Auffällig ist auch der im

verarbeitenden Gewerbe verzeichnete Einbruch der Geschäftserwartungen. Normalerweise hängen die Erwartungen stark vom Auftragseingang ab. Nicht so aktuell. Dass die Erwartungen gerade in dem Bereich einbrechen, der dem US-Präsidenten scheinbar so am Herzen liegt, ist ein Beleg dafür, dass gut gemeint nicht unbedingt gut gemacht bedeutet. Auch in Europa trüben sich die Erwartungen stärker ein, als es die Lage oder die Auftragseingänge rechtfertigen würden. Zusätzlich zu den Geschäftserwartungen nimmt in Europa auch die Konsumentenstimmung deutlich ab. Schlechte Erwartungen an beiden Polen des Wirtschaftskreislaufs bergen die Gefahr einer Abwärtsspirale.

US-PMI verarbeitendes Gewerbe



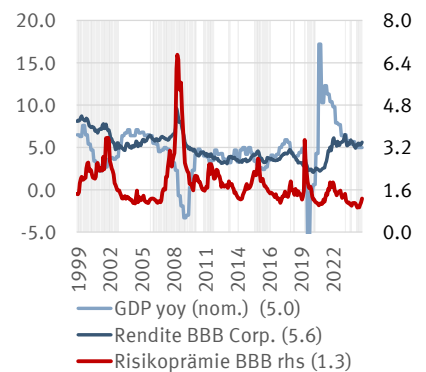
Bereits 2018 und 2019 haben die Geschäftserwartungen die wirtschaftliche Aktivität belastet. Die Gefahr besteht, dass die Effekte diesmal wesentlich stärker ausfallen.

US-Unternehmensanleihen

Mit der Unsicherheit steigen konsequenterweise auch die Risikoprämien der Unternehmensschuldner. Bis jetzt ist das kein Grund zur Sorge, zumal sich die Bilanzen und die Ratings vieler Emittenten in den vergangenen Jahren verbessert haben. Der Anstieg der Risikoprämien kann aber zum Problem werden, wenn dadurch die Finanzierungskosten der Unternehmen insgesamt so hoch werden, dass Investitionen nicht mehr rentabel sind. Als Proxy für die Finanzierungskosten können die Renditen von BBB-Schuldnern herangezogen werden. Als Proxy für den zu erwirtschaftenden Ertrag dient das Nominalwachstum. Liegen die Kosten höher als das Nominalwachstum, besteht die Gefahr, dass die

Unternehmen zu sparen beginnen, um ihre Finanzierungskosten zu senken. Je mehr Unternehmen das tun, umso schlechter ist dies für die Wirtschaft und umso grösser sind die Risiken. Schnell findet man sich in einer Abwärtsspirale wieder. Diese Gefahr besteht aktuell in den USA. Das Nominalwachstum liegt bei 5.0%, die Renditen der BBB-Unternehmensanleihen liegen bei 5.6%. Zinsenkungen könnten die Gefahr abfedern; eine Inflation könnte das Nominalwachstum anheben. Beides zugleich wäre ein Segen für die Unternehmen, ihre Verbindlichkeiten und die Aktienkurse – nachhaltig und zu erwarten ist dieses Szenario aber nicht. Die US-Notenbank steht vor einem schwierigen Balanceakt.

US-Wachstum und Finanzierungskosten



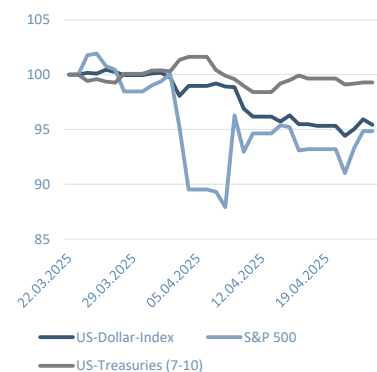
Relativ zum Nominalwachstum hohe Finanzierungskosten haben das US-Wachstum gebremst. Durch den Anstieg der Risikoprämien ist die Situation zunehmend angespannt. Wie sich diese auflöst, hängt von der US-Notenbank ab.

US-Dollar

Anfang April sind die US-Aktienkurse aufgrund von Wachstumssorgen gefallen. Gleichzeitig sind die US-Obligationenkurse aufgrund des erwarteten Anstiegs der Inflation gefallen. Völlig unerwartet hat hingegen der US-Dollar an Wert verloren. Das führt dazu, dass die negativen Effekte der Zölle durch den Wechselkurs nicht abgefedert, sondern verstärkt werden. Das fällt wiederum auf die Aktien- und Bondmärkte zurück. Der Ausverkauf amerikanischer Vermögenswerte, inklusive US-Dollar, wurde schnell als allgemeiner Vertrauensverlust in die Weltreservewährung interpretiert. Das wäre für die ganze (Finanz-)Welt ein schlechtes Omen und ist vermutlich auch nicht richtig. Der US-Markt bleibt auf absehbare Zeit der weltweit

bedeutendste. Die SMI-Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis erzielen z. B. alle 30% bis 40% des Umsatzes in den USA. Die US-Tochter von Nestlé ist die grösste der Holding, weswegen Bloomberg die USA als Risikoland des Emittenten ausweist. Roche verspricht US-Investitionen von USD 50 Mrd., um einen fairen Marktzugang für sich und die Schweiz zu ermöglichen. Auch die UBS als Nummer fünf im Index hält in ihrer US-Tochter 30% der verwalteten Vermögen und sieht die USA als strategischen Wachstumsmarkt. Nach "Sell America" sieht das nicht aus. Wir sehen die wirtschaftlichen Schwierigkeiten, glauben aber weiter an bewährte Muster. Wir senken die Prognose USD zum CHF daher nur leicht auf 0.85 bis 0.90. (tk)

US-Vermögenswerte indexiert



Eine bis zwei Wochen nach der Zollankündigung, als der US-Dollar, Aktien und US-Obligationen gefallen waren, wurde das Vertrauen in den US-Dollar grundsätzlich in Frage gestellt. Das erscheint uns nach wie vor unangemessen.

Rezessionen im historischen Vergleich

Die USA wollen die globale Handelsordnung neu definieren und mit angedrohten oder bereits umgesetzten Strafzöllen ihre Interessen durchsetzen. Infolgedessen ist der Aktienmarkt eingebrochen und Rezessionsängste machen die Runde. In diesem Beitrag wollen wir die aktuelle Marktkorrektur im historischen Kontext einordnen.

Von der Korrektur zum Bärenmarkt

Per Definition beträgt eine kleine Korrektur vom Höchst- zum Tiefpunkt –5% bis –10% und eine grosse Korrektur –10% bis –20%. In einem Bärenmarkt fallen die Aktienindizes um –20% bis –50%. Die Tabelle auf der rechten Seite zeigt die Bärenmärkte des S&P 500 seit 1950. Auf acht der letzten sechzehn Bärenmärkte folgte eine Rezession. War ein Bärenmarkt mit einer Rezession verbunden, so dauerte die Korrektur im Durchschnitt 16 Monate und der S&P 500 fiel im Durchschnitt um –38%. Die häufigsten Gründe für grosse Bärenmärkte waren Vermögensblasen (Dotcom-Blase, Immobilienblase), Kriege (Vietnam, Irak) oder andere Extremereignisse wie Covid-19, der Volcker-Zinsschock oder die Erdölkrise von 1973. Wenn der Bärenmarkt nicht von einer Rezession begleitet wurde, dann dauerte er im Durchschnitt sieben Monate und die Korrektur betrug durchschnittlich –25%. Bei Bärenmärkten ohne Rezession ist ein anderes Muster erkennbar: Sie wurden mehrheitlich durch die Politik ausgelöst. Beispiele sind Trumps erste Amtsperiode 2018, die Eurokrise 2011 und Russlands Zahlungsausfall 1998.

Bezug zur aktuellen Marktkorrektur

Die aktuelle Marktkorrektur wurde von einem politischen Ereignis (US-Handelszölle) ausgelöst. Im historischen Kontext folgte danach mehrheitlich keine wirtschaftliche Rezession. Die US-Wirtschaft könnte aber in eine leichte Rezession fallen, da sie vorher deutlich über dem langfristigen Trend gewachsen ist und die erhöhte Inflation die US-Fed daran hindert, die Zinsen zu senken (Leitzins bei 4.5%). Nach dem Zollshock Anfang April 2025 erreichte der S&P 500 Bärenmarktniveau und fiel um –21% vom Höchst- zum Tiefpunkt (Grafik 1). Seither hat sich der Index teilweise erholt. Aufgrund der Unsicherheiten und wahrscheinlichen Gewinnanpassungen der Firmen dürfte die Korrektur aber noch nicht ausgestanden sein.

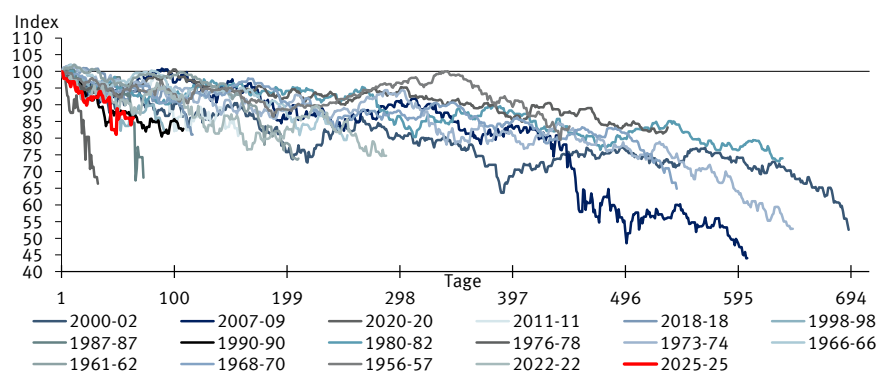
USA versus Europa und die Schweiz

Ganz allgemein bewegt sich der US-Markt bei den Bewertungen wieder auf

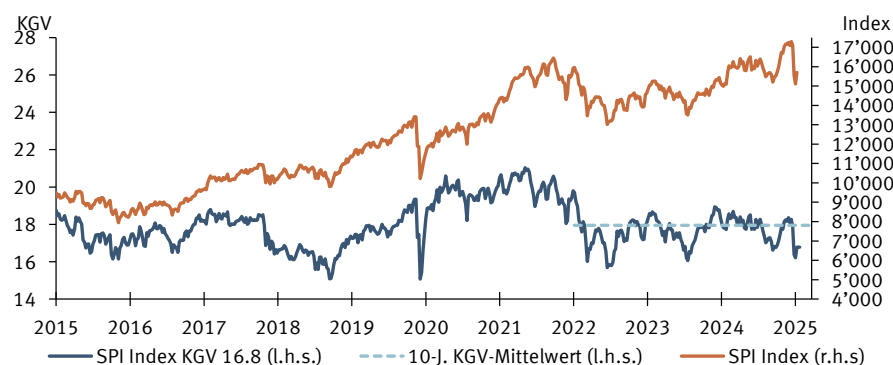
Tabelle: US-Rezessionen seit 1950

Zeitraum	Bärenmarkt in Monate	Offizielle NBER Rezession	Rezession in Monate	S&P 500 Start	S&P 500 Ende	%	Auslöser
Jan 22 – Dez 22	11			4780	3590	-25%	Krieg
Feb 20 – Mär 20	1	Feb 20 – Apr 20	2	3394	2192	-35%	Covid-19
Sep 18 – Dez 18	3			2941	2347	-20%	Politik
Mai 11 – Okt 11	5			1371	1075	-22%	Politik
Okt 07 – Mär 09	17	Dez 07 – Jun 09	18	1576	667	-58%	Blase
Mär 00 – Okt 02	31	Mär 01 – Nov 01	8	1553	769	-50%	Blase
Jul 98 – Okt 98	3			1191	923	-23%	Politik
Jul 90 – Okt 90	3	Jul 90 – Mär 91	8	370	295	-20%	Krieg
Aug 87 – Okt 87	2			338	216	-36%	Blase
Nov 80 – Aug 82	22	Jul 81 – Nov 82	16	142	102	-28%	Zentralbank
Sep 76 – Mär 78	18			109	86	-21%	Stagflation
Jan 73 – Okt 74	21	Nov 73 – Mär 75	16	122	61	-50%	Ölkrise
Dez 68 – Mai 70	17	Dez 69 – Nov 70	11	109	69	-37%	Krieg
Feb 66 – Okt 66	8			95	72	-24%	Politik
Dez 61 – Jun 62	6			73	51	-30%	Politik
Aug 56 – Okt 57	14	Aug 57 – Apr 58	8	50	39	-22%	Politik
Durchschnitt ohne Rezession	7					-25%	
Durchschnitt mit Rezession	16					-38%	
Total Durchschnitt	12					-31%	

Grafik 1: S&P 500 Performanceverlauf während einer Rezession



Grafik 2: SPI-Index und Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)



einem erhöhten Niveau, während Europa und die Schweiz deutlich günstiger bewertet sind. Ein weiterer Unterschied ist, dass in den USA die Gewinnerwartungen für 2025 aufgrund der starken Wirtschaft in den Jahren 2023/2024 zu hoch angesetzt sind und das Enttäuschungspotenzial höher ist als bei den Gewinnerwartungen in Europa und der Schweiz. Dies zeigt sich auch darin, dass während der Korrektur im April 2025 der Stoxx 600 und der SPI-Index nicht Bärenmarktniveau erreicht haben und vom Höchst- zum Tiefpunkt um –19%, respektive –16% gefallen sind. Seither haben sie sich ebenfalls wieder leicht erholt. Grafik 2 zeigt die Entwicklung des SPI-Index

und dessen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 16.8. Aus der Grafik wird ersichtlich, dass das aktuelle KGV deutlich unter dem 10-jährigen Durchschnitt liegt und somit ein gewisses Polster vorhanden ist. Mit einer weiteren Korrektur wie jener vom April ist nicht zu rechnen. Aus Schweizer Anlegersicht sollte man trotzdem Vorsicht walten lassen. Obwohl der SPI-Index mit seinen Schwergewichten im nicht-zyklischen Konsum und der Pharmabranche defensiven Charakter aufweist, wiegen die von der Trump-Administration angedrohten Pharmazölle immer noch schwer über dem Schweizer Aktienmarkt. Diese gilt es abzuwarten. (her)

Übersicht

Ein ausgewogenes Portfolio sollte derzeit breit diversifiziert sein und eine

gewisse Cash-Position halten, um auf Veränderungen reagieren zu können.

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	-2	5	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-1	4	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	-1	10	USD	0/+	0/+	0/+	0	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	1	-6	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	+	+	-2	9	CHF	0	0	0	0/+		

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	-9	-10
Grundstoffe	+	+	1	-3
Investitionsgüter	0	0	2	9
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	2	8
Nichtzykl. Konsum	+	+	3	10
Gesundheitswesen	+	+	-3	-1
Finanzwerte	0/-	0/-	0	24
Info Technologie	-	-	2	12
Medien/Telekom	0/+	0/+	2	17
Versorger	0/+	0/+	4	20
Immobilien	0	0	0	0

Der US-Dollar bleibt als Weltwährung tief verankert

In den Medien ist vermehrt zu lesen, dass der US-Dollar seine Stellung als Weltwährung verlieren könnte. Gleich vorweg: Dies wird nicht so schnell geschehen, denn eine Weltwährung kann sich nur unter gewissen Bedingungen etablieren.

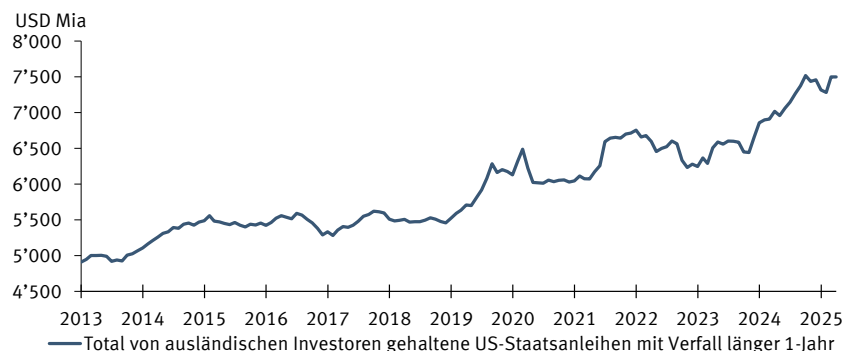
Offener Kapitalmarkt und freie Währung

Grundsätzlich ist es so, dass die Welt den US-Dollar als Weltwährung verwendet, da die USA den grössten und liquiden Markt für Staatsanleihen haben und alle frei mit US-Dollar handeln und diese horten können. Hinzu kommt, dass die US-Zentralbank in der ganzen Welt eine ausgezeichnete Reputation und grosses Vertrauen geniesst. Der chinesische Yuan (CNY) als Alternative ist zum heutigen Zeitpunkt nicht frei konvertierbar.

Strukturelles Leistungsbilanzdefizit

Eine Weltwährung bedingt einen starken Inlandkonsum und ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit. Länder mit einem Leistungsbilanzüberschuss akkumulieren Vermögen vom Rest der Welt. China hat zum Beispiel einen Leistungsbilanzüberschuss mit den USA. Sprich, China

Von ausländischen Investoren gehaltene US-Staatsanleihen mit Laufzeit über 1 Jahr



produziert zu viel und konsumiert zu wenig und häuft damit USD-Reserven an. Wenn China unabhängiger vom US-Dollar werden will, dann muss das Land ein Leistungsbilanzdefizit mit den USA anstreben.

Rohstoffhandel in Lokalwährung

Der Trend zu Zahlungen in lokaler Währung zeigt klar nach oben. Eine Umstellung bedingt jedoch, dass der Handelspartner die Lokalwährung auch akzeptiert. Saudi-Arabien verkauft zum Beispiel Öl an China und wird dafür in Yuan bezahlt. Im Gegenzug kauft Saudi-

Arabien chinesische Waren. Wegen des Leistungsbilanzüberschusses häuft Saudi-Arabien immer höhere Yuan-Reserven an. Für Saudi-Arabien stellen sich damit zwei Fragen: Wie viele Yuan will man als Reserven halten, und ab wann werden diese zu einem Risiko? Und was kann man mit Yuan kaufen ausser chinesischen Waren? Oft genannte Alternativen zum US-Dollar sind Gold (zu umständlich im Handel) und Kryptowährungen (fehlende Regulierung). Solange der US-Dollar als Wertaufbewahrungsmittel, Tauschmittel und Rechnungseinheit akzeptiert ist, bleibt er tief verankert als Weltwährung. (her)

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