

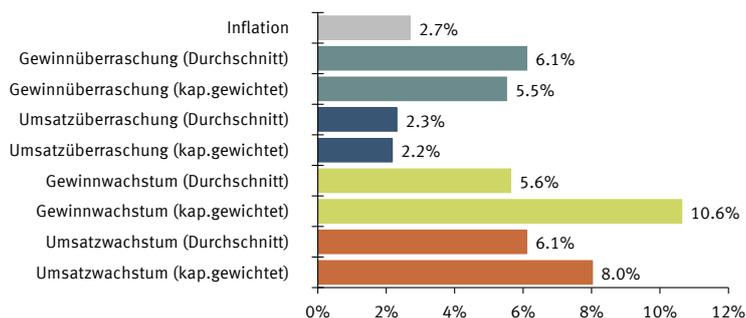
Nach ein paar aufreibenden Monaten herrscht in Bezug auf die US-Zollpolitik für immer mehr Länder Klarheit und Firmen können wieder planen und rechnen. Zum einen ist dies positiv, zum anderen werden die neuen Zollregimes global zwangsläufig wirtschaftliche Veränderungen mit sich bringen – sei es bei den Lieferketten oder nachfrageseitig. Zur Überraschung vieler konnten D. Trumps erratische Zollentscheide den Aktienmärkten immer weniger anhaben und der von den USA politisch induzierte Bärenmarkt ist vorüber. Die Anlagesignale auf "Grün" zu stellen wäre aber verfrüht. Hierfür zeigen sich die makroökonomischen Signale zu uneinheitlich. Dazu gehören die verschiedenen Einkaufsmanager-Indizes oder der US Leading Economic Index und US Coincident Economic Index. Wir erwarten weiterhin eine Konsolidierung/Marktkorrektur und bleiben bei der taktischen Asset-Allokation "Untergewichten".

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-
	29.07.25	30.07.24	31.12.24	P/E-26
New York Dow Jones Ind. Avge	44'633	9.5%	4.9%	20.5x
New York S&P 500	6'371	17.2%	8.3%	22.9x
New York Nasdaq	21'098	23.0%	9.3%	26.3x
Europa Stoxx-50 Euro	5'389	11.3%	10.1%	15.1x
Tokio Nikkei 225	40'655	5.5%	1.9%	19.2x
Schweiz Swiss Perf. Index	16'748	2.7%	8.2%	18.2x
Swiss Bond Index Rendite CHF	0.38%	-22 bps	+16 bps	
USD/CHF	0.81	-8.6%	-11.1%	
EUR/CHF	0.93	-2.6%	-1.0%	

Zwischenstand Gewinnberichtssaison Q2 2025

S&P 500: Gewinn- und Umsatzresultate



Die Gewinnberichterstattung für das zweite Quartal 2025 ist angelaufen und im S&P 500 haben bisher 209 von 500 Firmen (42%) mit einer Marktkapitalisierung von Total USD 21'200 Mia. rapportiert. Um Klarheit über die Gewinndynamik zu erhalten, bereinigen wir die Daten von Ausreissern und unterscheiden zwischen durchschnittlichen und kapitalgewichteten Werten. Diese Betrachtungsweise zeigt auf, ob die Gewinndynamik vor allem von grosskapitalisierten und/oder kleinen und mittelgrossen Firmen getragen wird. Die Gewinnberichtssaison ist bisher positiv verlaufen und

zeigt einmal mehr die Ertragskraft der Index-Schwergewichte, wobei Apple und Amazon noch nicht rapportiert haben. Firmen mit einem hohen Umsatzanteil im Ausland dürften im Q2 vor allem vom schwächeren US-Dollar profitiert haben. Aber auch klein- und mittelgrosse US-Betriebe haben bisher gute Resultate erreicht. Ganz allgemein scheinen die Konsequenzen der US-Aussenpolitik noch nicht in die Betriebsergebnisse eingeflossen zu sein. Gründe hierfür sind vorgezogene Einkäufe, Lagerabbau und generell D. Trumps Kehrtwendungen bei der Zollpolitik.

Der Schleier lichtet sich

Seit dem "US-Befreiungstag" vom 2. April 2025 beginnt die Ungewissheit bezüglich US-Zöllen langsam "echten" Regelwerken zu weichen. Dazu gehören US-Zollabkommen mit der EU, Japan, UK, Vietnam und anderen Ländern. Das sorgt für Erleichterung bei Investorinnen und Investoren, da Kalkulierbarkeit am Aktienmarkt einen Preis hat. Ein "Trumpisches Restrisiko" bleibt jedoch bestehen, solange das Zollabkommen mit China (Deadline 12. August) und die diversen sektorenbezogenen Zölle (Pharma, Halbleiter) noch ausstehend sind. Auch sonst mögen die meisten Anlegerinnen und Anleger diesem möglichen "Zollfrieden" kritisch gegenüberstehen. So seltsam es sich anhören mag, aber man kann sich schon fast nicht mehr vorstellen, wie sich eine Welt ohne wilde und erratische Zollankündigungen anfühlt. Dies führt zwangsläufig zur nächsten Frage: Was steht als nächstes auf D. Trumps Agenda? Was es auch ist, er wird es wohl ähnlich angehen wie die Zollpolitik, nämlich mit der Brechstange. Für viele Firmen beginnt nun die Planung und Rechnerei betreffend Neuordnung der Lieferketten, Anpassung der Preismodelle und deren Einfluss auf die zukünftige Umsatz- und Gewinndynamik. Im Rückspiegel betrachtet ist die bisherige Q2 2025 Gewinnberichtssaison gut angelaufen und die US-Firmen haben einmal mehr die Erwartungen übertroffen. Wie lange dies anhalten kann, darüber scheiden sich die Geister und der Begriff "Bullenmarkt-Top-Entwicklung" macht vermehrt die Runde. Auf Seite 3 erklären wir, was es mit dem Begriff auf sich hat. Wie schwierig die Einschätzung der aktuellen Lage ist, zeigt sich anhand der Divergenz zweier vielbeachteter US-Konjunkturindikatoren, nämlich des Leading Economic Index und des Coincident Economic Index. Ein Wert unter -4 war in der Vergangenheit mit einem Vorlauf von sechs bis neun Monaten ein verlässlicher Indikator für eine bevorstehende US-Rezession. Mehr dazu auf Seite 4. Die nächste Überraschung kommt bestimmt und Anlegerinnen und Anleger sind einmal mehr gut beraten, Disziplin zu bewahren und der langfristigen Anlagestrategie treu zu bleiben. (her)

Trendwende?

Wir nutzen den globalen Composite-PMI, um die Ertragschancen der Unternehmen abzuschätzen. Er ist ein guter Indikator, weil er einen engen Zusammenhang mit der Zielgrösse aufweist, global erhoben wird und zeitnah zur Verfügung steht. Obwohl Indikatoren geschaffen werden, um Entscheidungen zu vereinfachen, kann es helfen, sie zu sezieren. Die gute Nachricht, dass der globale Composite-PMI im Juli steigen wird, reicht nicht, die Frage ist, warum er dies tut. Interessant erscheint uns dabei die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe in Europa. Hier liegt der Sub-PMI zwar noch knapp unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, aber über dem Durchschnitt der drei Vormonate. Das heisst, es geht aufwärts.

Anleihen

Was passiert mit Obligationen, wenn die Konjunktur an Fahrt gewinnt? Sie verlieren an Wert, weil die Zinsen mit den Inflationsssorgen steigen. Schaut man auf die Zinsentwicklung, scheinen die Obligationen den Optimismus an den Aktienmärkten zu bestätigen. Und tatsächlich weigert sich ja die US-Notenbank aufgrund der soliden wirtschaftlichen Lage schon lange, die Zinsen zu senken, und in der Juli-Sitzung hat auch die EZB darauf hingewiesen, dass sie sich aufgrund der mittelfristigen Erwartungen in einer guten Position wähnt, die Zinsen unverändert zu lassen, auch wenn die Teuerung im kommenden Jahr etwas tiefer als angestrebt ausfallen sollte. Einige Marktteilnehmer haben daraufhin die

Wechselkursvorteile

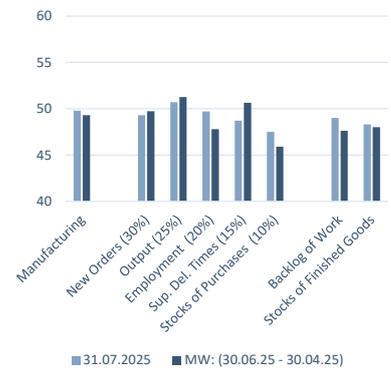
Vor zwei Monaten haben wir die Wachstumsunterschiede zwischen Europa und den USA als Einflussfaktor für den Euro-USD-Kurs diskutiert. Heute werfen wir einen Blick auf die Zinsdifferenz als bestimmenden Faktor. Nebenstehend ist die Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA dem Wechselkurs gegenübergestellt. Der starke Zusammenhang springt genauso ins Auge wie die teils grossen Abweichungen. Die grösste und am längsten andauernde Abweichung war dabei von 2016 bis 2020 zu beobachten, in der ersten Amtsperiode des amtierenden US-Präsidenten. Wenn der US-Dollar also unter dem US-Präsidenten leidet, kommt sofort die Frage auf, wie viel er dann noch verlieren kann. Die grösste Abweichung des US-Dollar, von

Nun ist der PMI seinerseits eine Mischung aus Teilindizes, der so kalibriert ist, dass er das später ermittelte Wachstum möglichst gut prognostiziert. Von den Teilindizes liegt die aktuelle Produktion zwar noch über der Marke von 50, sie fällt gegenüber den drei Vormonaten aber genauso zurück wie der Auftragszugang, der auch absolut schrumpft. Die positive Entwicklung des PMIs für das verarbeitende Gewerbe fusst auf einem geringeren Stellenabbau und weniger stark reduzierten Einkäufen von Vorprodukten. Die Verbesserung ist also im Wesentlichen eine langsamere Verschlechterung. Bis es – wenn überhaupt – aufwärts geht, kann es noch dauern.

Erwartung an weitere Zinsschritte in Richtung Jahresende verschoben, andere diskutieren bereits das Ende des Zinssenkungszyklus. Auch in der Schweiz macht sich seit dem Juni zunehmend die Hoffnung breit, dass Negativzinsen vermieden werden können. Ist es also Zeit, sich von den Obligationen zu trennen, zumal ja auch noch die mit dem Klimawandel verbundenen Inflationsrisiken auf uns zukommen könnten? Aus unserer Sicht wäre das die falsche Reaktion. Denn der sich wieder etablierende negative Zusammenhang von Aktien- und Obligationenkursen stabilisiert gemischte Portfolios. Zinspapiere zu verkaufen, entspricht einem Risikoaufbau, für den es möglicherweise zu früh ist.

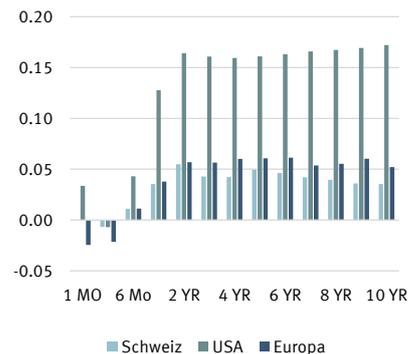
dem durch die Zinsdifferenz erklärten Kurs wurde im März 2018, zu Beginn des ersten Handelskriegs, gemessen. Sie lag retrospektiv bei 0.18 Cent. Auf Basis der aktuellen Zinsdifferenz sollte der Wechselkurs bei 1.13 US-Dollar je Euro liegen. Plus die maximal beobachtete Differenz von 0.18 Cent macht dies im Worstcase einen Wechselkurs von 1.31 US-Dollar je Euro. Ist das wahrscheinlich? Die Abweichung 2018 wurde zu Beginn des Handelskonflikts erreicht. Aktuell sind wir vielleicht noch nicht am Ende, aber ziemlich sicher nicht mehr am Anfang des Konfliktes. Die EZB steuert zwar keine Wechselkurse, Kommentare legen aber nahe, dass Kurse über 1.20 für die Inflationsprognose relevant sein könnten. Weitere Zinssenkungen wären dann unter Umständen möglich.

PMI verarbeitendes Gewerbe (EU)



Die Frage, was gewichtiger ist – der willkommene Anstieg des PMIs für das verarbeitende Gewerbe oder die fragwürdige Konstellation der Teilindizes –, ist schwer zu beantworten. Wir tendieren zur Vorsicht.

Zinsveränderungen im Juli



Die Zinsanstiege im Bereich von ein und zwei Jahren signalisieren, dass weitere Zinssenkungen aktuell für zunehmend unwahrscheinlich gehalten werden.

Zinsdifferenzen

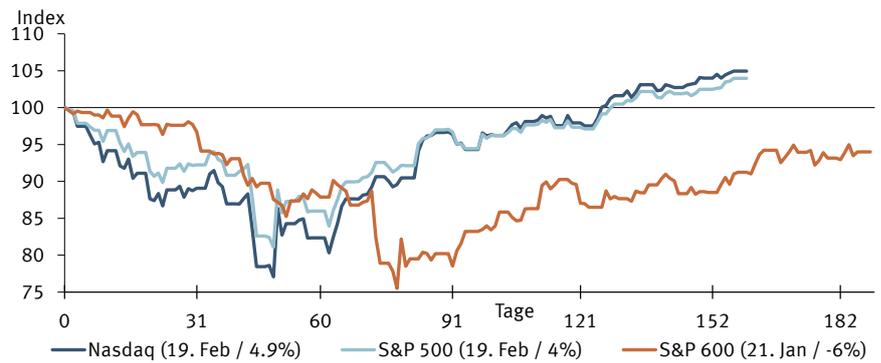


Würden sich die Muster aus der ersten Amtszeit des US-Präsidenten wiederholen, hätte der US-Dollar schon mehr verlieren müssen. Die EZB reagiert nicht auf den Wechselkurs, aber auf die damit verbundenen Deflationsrisiken.

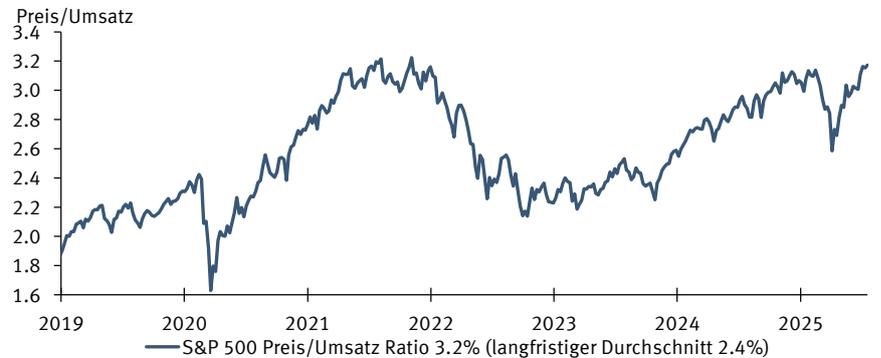
Indikatoren für ein US-Bullenmarkt-Top

Grafik 1 zeigt, dass der von den USA Anfang April 2025 politisch induzierte Bärenmarkt vorbei ist und die zwei grossen Aktienindizes neue Höchstwerte erklommen haben (Beispiel zur Grafik: "S&P 500 (19. Feb / 4%)" bedeutet, dass der Index am 19. Februar seinen Höchststand erreicht und diesen nun um 4% übertroffen hat). Erstaunlicherweise liegt der S&P 600, welcher die kleineren US-Firmen repräsentiert, immer noch einiges unter dem Höchstwert vom 21. Januar 2025. Sprich, bisher haben vor allem die grossen Firmen von D. Trumps "Make America Great Again" profitiert, und dies unter anderem auch dank des schwächeren US-Dollar. Zum einen anerkennen wir die Widerstandskraft der Aktienmärkte, welche getrieben sind durch die US-Kehrtwendungen bei der Zoll- und Fiskalpolitik und dem schwachen US-Dollar. Zum anderen lassen sich die aggressive US-Aussenpolitik, der hohe Leitzins von 4.5% und die von der US-Fed reduzierten BIP-Wachstumsprognosen für 2025 von 2.1% auf zuerst 1.7% auf nun 1.4% nur schwer mit einer positiv überraschenden Gewinndynamik und hohen Bewertungen vereinbaren. Sprich, man fragt sich, wie lange die US-Firmen die Erwartungen noch übertreffen können. Bei einer solchen Kombination (steigende Aktienmärkte und schwieriges wirtschaftliches Umfeld) spricht man im Finanzjargon oftmals von einem "Bullenmarkt-Top-Bildungsprozess". Dies ist eine Konstellation, bei der ein langanhaltender Aufwärtstrend (Bullenmarkt) in eine Sättigung (Konsolidierung) oder einen Abschwung (Bärenmarkt) übergeht. Anders als ein plötzlicher Einbruch verläuft dieser Prozess meist schleichend und unspektakulär. Die Kurse steigen zwar noch, doch die Marktqualität nimmt spürbar ab und der Aktienmarkt wird immer mehr von ein paar wenigen grossen Aktien (zum Beispiel aus dem Tech-Sektor) getragen. Indikatoren, welche auf ein "Bullenmarkt-Top" hindeuten, sind typischerweise, dass schlechte Nachrichten kaum mehr zu grösseren Korrekturen führen, die Marktdynamik von der Anlegermasse und weniger von den Fundamentaldaten getragen wird, die Bewertungen extremwerte annehmen und am Markt ein übertriebener Optimismus/Euphorie zu herrschen beginnt. Für Investorinnen und Investoren ist dies eine besonders herausfordernde Situation, da der Aktienmarkt noch während Monaten steigen kann, auch wenn die Marktqualität stetig

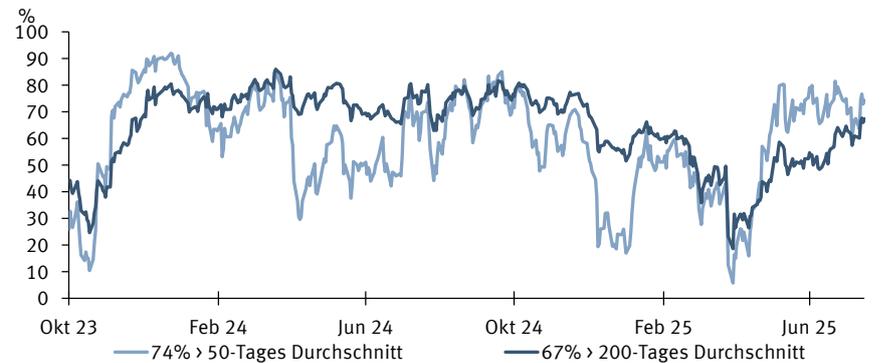
Grafik 1: Entwicklung US-Aktienmärkte seit ihrem letzten Höchststand 2025 in USD



Grafik 2: S&P 500 Preis/Umsatz-Verhältnis



Grafik 3: Prozent der Titel im S&P 500, welche sich über der 200-Tageslinie befinden



abnimmt und die Bewertungen weiter zulegen. Das Timing in einer solchen Phase ist besonders schwierig, denn wer zu früh aussteigt, verpasst weitere Gewinne, und wer zu spät handelt, muss womöglich Verluste aussitzen. Auf die heutige Situation übertragen gibt es sicherlich Anzeichen für ein "Bullenmarkt-Top". Erwähnenswert dabei ist, dass verschiedene Bewertungen, wie das Preis/Umsatz-Verhältnis in Grafik 2, sich wieder nahe an alten Höchstwerten befinden und dass es seit längerem kaum mehr zu grösseren Korrekturen gekommen ist, ohne dass sich relativ schnell wieder Anschlusskäufer finden liessen.

Für eine deutliche Reduktion des US-Aktienmarktrisikos ist dies aber zu wenig. Die allgemeine Marktbreite (Grafik 3) ist so weit solide, und 67% der Titel im S&P 500 befinden sich über der 200-Tageslinie, von übertriebenem Optimismus/Euphorie kann nicht gesprochen werden und der Volatilitätsindex VIX ist mit 15% wieder deutlich unter den langfristigen Durchschnitt von 20% gefallen. Für Anlegerinnen und Anleger gilt es einmal mehr, Disziplin zu bewahren, Überbewertungen nüchtern zu analysieren und das Risiko breit zu streuen. (her)

Übersicht

Ein ausgewogenes Portfolio sollte derzeit breit diversifiziert sein und eine

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

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	4	-1
Grundstoffe	+	+	2	2
Investitionsgüter	0	0	2	22
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	3	18
Nichtzykl. Konsum	+	+	-1	6
Gesundheitswesen	+	+	-1	-10
Finanzwerte	0/-	0/-	1	26
Info Technologie	-	-	4	27
Medien/Telekom	0/+	0/+	0	29
Versorger	0/+	0/+	2	18
Immobilien	0	0	0	0

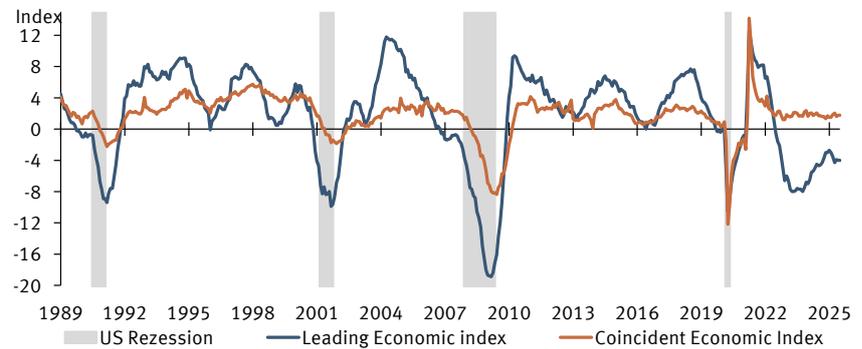
Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs	
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		0-3	3-5	5-10	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	11	EUR	0	0	0	0	0/+	0	0	0	0	
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	4	10	GBP	-	-	-	-	-	0	0	0	0	
USA (S&P 500)	-	-	3	17	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0	0	0	0	
Japan (Nikkei 225)	0	0	0	6	JPY	0	0	0/-	0/-	0/-	0	0	0	0	
Schweiz (SPI)	+	+	1	3	CHF	0	0	0	0	0/+					

Entkopplung zweier US-Konjunkturindikatoren

Zur Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und Entwicklung veröffentlicht das US Conference Board auf monatlicher Basis zwei vielbeachtete Konjunkturindikatoren: den Leading Economic Index und den Coincident Economic Index. Der Leading Economic Index basiert auf zehn vorlaufenden Indikatoren wie Auftrags-eingänge, Aktienmarkt, Zinsen oder Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe. Ein Wert unter -4 war in der Vergangenheit mit einem Vorlauf von sechs bis neun Monaten ein verlässlicher Indikator für eine bevorstehende Rezession. Der derzeitige Wert beträgt -4 (siehe Grafik). Im Gegensatz dazu bildet der Coincident Economic Index die aktuelle wirtschaftliche Aktivität ab. Er berücksichtigt unter anderem die Beschäftigung, die Industrieproduktion und den realen Einzelhandel. Der Indikator zeigt, ob die Wirtschaft derzeit wächst oder stagniert und dient der Bestätigung von Trends. Seit Anfang 2023 zeigt sich eine auffällige Divergenz zwischen den zwei Indizes, und während der Leading Economic Index seit langem eine Rezession anzeigt, bewegt sich der Coincident Economic Index konstant seitwärts. Auf der Spurensuche nach der

Konjunkturindikatoren im Vergleich



Divergenz können drei Gründe angeführt werden: 1) Der Fachkräftemangel führte dazu, dass Unternehmen an ihrem Personal festgehalten haben, und gehört zu den wichtigsten Stützen des Coincident Economic Index, 2) die US-Leitzinserhöhungen hatten einen sofortigen negativen Einfluss auf den Leading Economic Index und wirken erst mit einer Zeitverzögerung auf den Coincident Economic Index, und 3) die Verzerrungen nach der Pandemie beim Konsumentenvertrauen und die massiven Fiskalprogramme, wie der US Inflation Reduction Act, hatten ihrerseits ebenfalls unterschiedliche

Einflüsse auf die zwei Indikatoren.

Konklusion: Die Entkopplung widerspiegelt eher eine Phase der künstlichen Stabilität als eines "this time is different". Dabei spielen die fiskalischen Impulse und der bislang weiterhin robuste Arbeitsmarkt eine zentrale Rolle. Hier liegt auch unser Fokus, denn solange der Arbeitsmarkt stabil ist, hat die amerikanische Bevölkerung ein Einkommen für den Konsum – die wichtigste Stütze der US-Wirtschaft. Wenn auch mit zeitlicher Verzögerung: An einer spürbaren konjunkturellen Abkühlung der USA werden Anlegerinnen und Anleger wohl kaum vorbeikommen. (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