

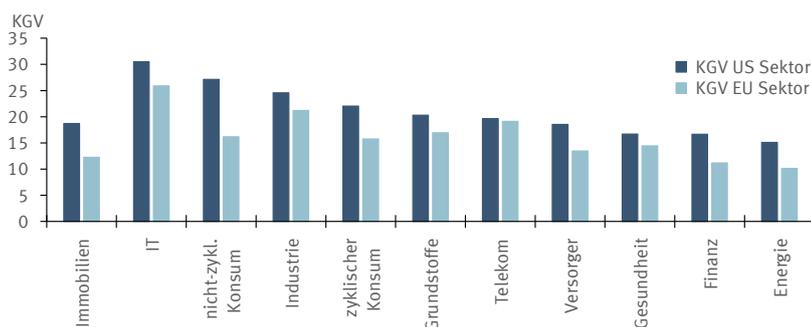
Die Anlegerstimmung wird derzeit von der US-Wirtschaft und politischen Einflussfaktoren geprägt. Unter Präsident Trump erreicht der S&P 500 in US-Dollar neue Allzeithochs, während Schweizer Investorinnen und Investoren wegen des starken Frankens kaum profitieren. Auffällig bleibt die Dominanz des US-Technologiesektors, dessen Gewicht und Bewertung inzwischen Rekordniveaus erreicht haben. Zugleich deuten weltweit verbesserte Einkaufsmanagerindizes auf ein beschleunigtes Wachstum hin, was die Unternehmensgewinne stützt, aber Inflationsrisiken verschärft. Für langfristig orientierte Investorinnen und Investoren bietet insbesondere die vielfältige KMU-Landschaft der Schweiz Chancen auf Mehrrenditen – trotz höherer Volatilität und geringerer Transparenz. Bei der taktischen Asset-Allokation sind wir bei Aktien noch auf «leicht Untergewichten». US-Zinssenkungen bleiben ein möglicher Katalysator für weitere Kursgewinne.

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-26	
		26.08.25	27.08.24		31.12.24
New York	Dow Jones Ind. Avge	45'418	10.1%	6.8%	21.2x
New York	S&P 500	6'466	14.9%	9.9%	23.1x
New York	Nasdaq	21'544	21.3%	11.6%	26.3x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'383	9.9%	9.9%	15.0x
Tokio	Nikkei 225	42'520	11.1%	6.6%	20.1x
Schweiz	Swiss Perf. Index	16'908	3.6%	9.3%	18.4x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.28%	-43 bps	-15 bps	
USD/CHF		0.81	-4.1%	-11.0%	
EUR/CHF		0.94	-0.7%	-0.5%	

Nicht nur der IT-Sektor, alle Sektoren sind in den USA teuer

Vergleich Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) US-amerikanischer und europäischer Sektoren



Der US-Markt ist der Leitindex für die globalen Aktienmärkte und zeigt seit Jahresanfang (zumindest in USD) eine beeindruckende Performance von +10%. Ein wesentlicher Faktor ist der IT-Sektor, der inzwischen 33% des MSCI USA ausmacht und seit Jahresanfang +14% erreicht hat. Damit ist der IT-Sektor für knapp die Hälfte der Gesamtperformance des MSCI USA verantwortlich. Investorinnen und Investoren sind sich längst bewusst, dass der US-amerikanische IT-Sektor gross und teuer ist und eine hohe Gewinndynamik aufweist. In der Bewertungsdiskussion gehen die

anderen Sektoren schon fast unter. Vergleicht man nämlich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der US-amerikanischen und europäischen Sektoren, dann fällt auf, dass alle elf US-Sektoren ein höheres KGV aufweisen (Grafik). Beim Preis-Umsatz-Verhältnis zeigt sich ein ähnliches Bild, wobei von den elf Sektoren nur gerade die US-amerikanischen Immobilien- und Gesundheitssektoren billiger sind als ihre europäischen Pendants. Auch im Zehnjahresvergleich sind sieben von elf US-Sektoren als teuer einzustufen. Sprich, der US-Markt ist mehrheitlich als teuer einzustufen.

Weit und breit kein Widerstand

Für D. Trump könnte es derzeit nicht besser laufen. Er und seine Strategen Stephen Miran und Scott Bessent spüren innen- wie aussenpolitisch keinerlei Widerstand: Sie nehmen Einfluss auf die Firmenpolitik bei Nvidia, AMD, Intel, US-Steel und MP Materials und sind daran, die US-Fed «Trump-freundlicher» zu gestalten, indem S. Miran möglicherweise bereits im September Mitglied der US-Zentralbank wird. Hinzu kommt, dass für US-Anlegerinnen und -Anleger der S&P 500 in USD am 22. August 2025 ein neues Allzeithoch von 6466 Punkten erreicht hat und seit Jahresanfang um +10% gestiegen ist. Für Schweizer Anlegerinnen und Anleger ist die Performance aufgrund des starken Frankens ernüchternd. So erreichte der S&P 500 in CHF am 19. Februar 2025 sein letztes Allzeithoch und ist seit Jahresanfang um –3% gefallen. In Anbetracht dessen, dass die Entwicklung der Aktien- und Bondmärkte für das Dreiergespann Trump/Miran/Bessent einen Leistungsausweis und eine Bestätigung ihrer Wirtschaftspolitik darstellen, darf man als Anlegerin oder Anleger – wenn überhaupt – nicht zu stark abseitsstehen. Wenn man nach einem kommenden Katalysator sucht, dann wären das US-Zinssenkungen. Die Aktienmärkte weltweit würden diese auf jeden Fall begrüßen. Aus der Vergangenheit wissen wir, dass Phasen der Übertreibungen viel länger dauern und Preise viel stärker steigen können als erwartet. Dabei ist es unmöglich, im Voraus zu wissen, wie weit wir uns bereits in einer Phase der Übertreibung befinden. Auf Seite drei und vier widmen wir uns der Schweizer KMU-Landschaft. Seite drei zeigt auf, dass Schweizer KMUs einen Spezialfall darstellen in Bezug auf die Gewinnberichterstattung und die Analystenabdeckung. Seite vier beschreibt den historischen Mehrwert von KMU-Anlagen. Anlegerinnen und Anleger in KMU-Firmen investieren in einen anspruchsvollen Seitenpfad des Aktienmarktes und brauchen vielfach einen langen Anlagehorizont sowie Geduld. Zwischenzeitliche Tiefs sind nichts Aussergewöhnliches und in der Regel belohnt der Markt die Ausdauer. (her)

Konjunktur

Für Japan, Australien, Europa, Grossbritannien und die USA werden Flash-PMIs publiziert, die auf einer Auswertung von 80% der abgegebenen Antworten befragter Unternehmen beruhen. Diese lagen im August deutlich über den Erwartungen. Als besonders stark hat sich dabei das verarbeitende Gewerbe in den USA gezeigt, wo der Manufacturing-PMI um beachtliche 3.8 zugelegt und 53.3 Punkte erreicht hat. Zu diesem Anstieg hat auch ein deutliches Plus bei der Beschäftigung beigetragen. Europa (50.5; +0.7) und Japan (49.9; +1) verbesserten sich gleichfalls, wenn auch weniger stark. Die Unterschiede in den Niveaus sind eindrücklich, aber nicht überraschend. Alle Werte liegen im Bereich der

US-Zinssenkungen

Nur weil auf globaler Ebene keine rückläufige Inflation zu erwarten ist, heisst das nicht, dass die Teuerung und mit ihr die Zinsen in den USA nicht sinken können. Der US-Präsident fordert seit geraumer Zeit rasche und deutliche Zinssenkungen, die die Notenbank bisher verweigert hat. An der Konferenz der Notenbanken in Jackson Hole hat Jerome Powell nun bestätigt, dass sich verschärfende Risiken die Tür für eine Zinssenkung öffnen können. Er reagiert damit auf das jüngst rückläufige Stellenwachstum und einen wider Erwarten ausbleibenden Anstieg der Inflationsraten. Eine Zinssenkung um 0.25% am 17. September scheint damit bereits ein Fakt zu sein. Aber ist das wirklich der Auftakt für

Zinsvorteile

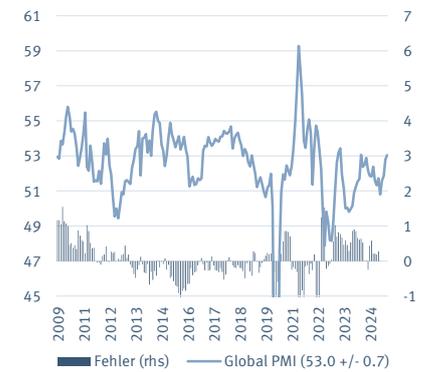
Schaut man als Obligationärin oder Obligationär aus der Schweiz in die USA und nach Europa, könnte man leicht neidisch werden. Die Zinsdifferenzen sind beachtlich, insbesondere wenn man sie in Prozent der Schweizer Renditen betrachtet. Zinsunterschiede von zwei Prozentpunkten im Vergleich zu Europa oder vier Prozentpunkten im Vergleich zu den USA waren schon in der Vergangenheit zu beobachten, aber nicht häufig. In der Tendenz waren grosse Zinsdifferenzen in Boomphasen zu beobachten, während die Renditevorteile im Ausland in Krisenzeiten eher bescheiden ausfielen. Phasen grosser und kleiner Zinsdifferenzen konnten dabei durchaus bis zu fünf Jahre dauern. Argumentiert man, dass die aktuell grossen

langfristigen Durchschnitte. Die langfristig abweichende Wachstumsdynamik spiegelt demographisch bedingte Unterschiede im Potenzialwachstum wider. Schätzt man auf Basis der Flash PMIs den globalen PMI, so sollte dieser im Bereich von 53 Punkten liegen. Seit der Pandemie belasten die PMIs der Schwellenmärkte den globalen PMI, der Druck lässt aber tendenziell nach. Die gute Nachricht ist, dass das sich beschleunigende Wachstum die Unternehmensergebnisse für das zweite Halbjahr begünstigen sollte. Die schlechte Nachricht ist, dass mit dem stärkeren Wachstum auch keine Entlastung auf der Preisseite mehr zu erwarten ist, insbesondere nicht während eines Trends zur Deglobalisierung.

eine dynamische Fortsetzung des Zinssenkungszyklus, wie ihn der Präsident fordert und durch Neubesetzungen im Offenmarktausschuss der Notenbank zu unterstützen versucht? Wir wagen das zu bezweifeln. Selbst mit den Neubesetzungen und mit wachsendem "politischen Gehorsam" ist der Offenmarktausschuss noch immer ein Gremium von zwölf im wesentlichen neoklassisch geprägten Ökonomen und Ökonomen. Diese werden die Inflationsrisiken, die sich zum Beispiel aus der Entwicklung der Lohnstückkosten ergeben, nicht ignorieren und dem enttäuschenden Stellenwachstum auch das sinkende Arbeitsangebot gegenüberstellen. Gut möglich, dass die übernächste Zinssenkung wieder auf sich warten lässt.

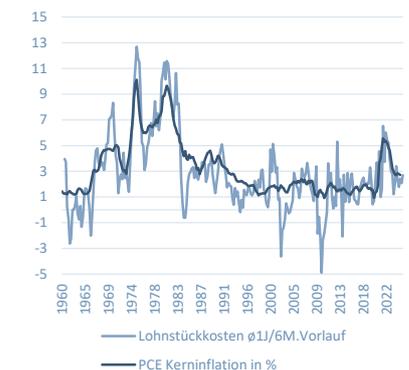
Zinsdifferenzen das Ende des Post-Covid-Booms markieren, das durch die Zinserhöhungen der Notenbanken eingeläutet wurde, könnte man erwarten, dass die nächste Krise – möglicherweise begünstigt durch das Bestreben, Lieferketten zu verkürzen und eine verloren geglaubte "wirtschaftliche Souveränität" wiederherzustellen – zu einem Zusammenschrumpfen der Zinsdifferenzen führen sollte. Damit hätte der US-Präsident mit seiner Forderung nach einer drastischen geldpolitischen Lockerung doch recht – historischen Mustern folgend jedoch nicht sofort, sondern vielleicht in zwei bis drei Jahren, gegen Ende seiner Amtszeit. Zwei Jahre à zwei oder gar vier Prozent, das ist durchaus eine Überlegung wert. (tk)

Global PMI (erwartet)



Die Flash-PMIs der entwickelten Märkte signalisieren auch für den globalen PMI ein Niveau nahe dem Potenzialwachstum. Damit sollten inflationsmindernde Effekte tendenziell nachlassen.

USA: Kerninflation und Lohnstückkosten



Einer der langfristig zuverlässigsten Indikatoren für die mittelfristige Inflationsentwicklung ist die zeitlich verschobene Entwicklung der Lohnstückkosten. Ein Nachteil des Indikators ist seine Revisionsanfälligkeit.

Renditen Staatsanleihen (2-Jahre)

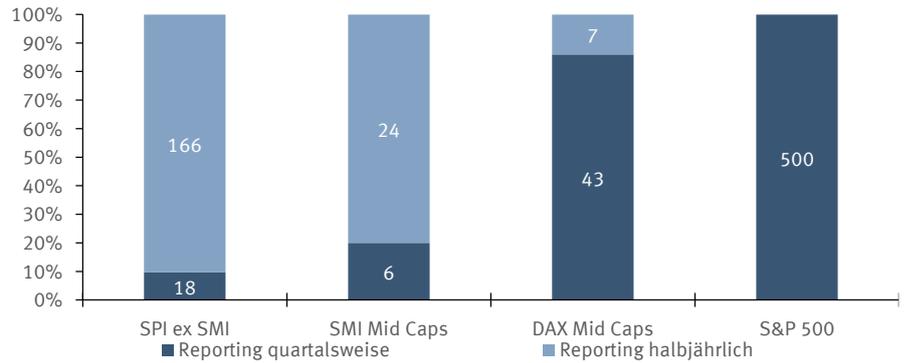


Ein Zusammenschrumpfen der Zinsunterschiede geht normalerweise Hand in Hand mit Druck auf den betroffenen Währungen. Läge das Ereignis zwei Jahre in der Zukunft, könnten temporäre Engagements attraktiv sein.

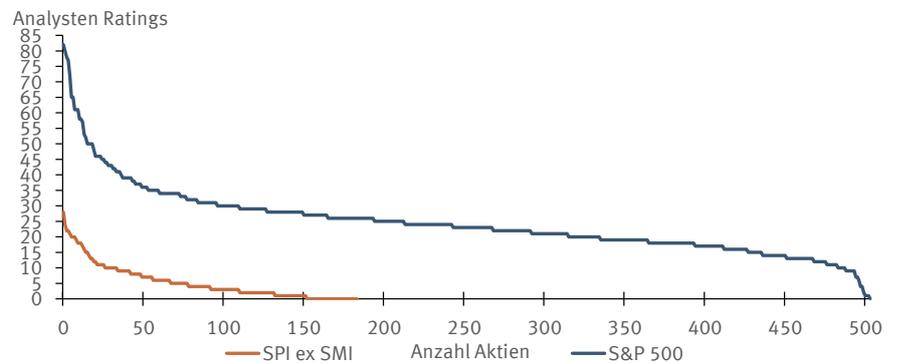
Schweizer KMUs – ein Spezialfall

Die Frage, ob Anlagen in KMUs langfristig attraktiver sind als Engagements in grosskapitalisierte Firmen, ist so alt wie die Börsenforschung selbst. Studien und Indexvergleiche zeigen, dass dank Marktineffizienzen und zyklischen Mustern gut geführte KMUs über längere Zeiträume einen deutlichen Mehrertrag bieten. Dem stehen eine höhere Volatilität und Liquiditätsrisiken gegenüber. Für Schweizer Anlegerinnen und Anleger ist das Thema besonders spannend, da der heimische Markt eine breite Auswahl an gut geführten KMUs bietet. Für die Aktienselektion sind **Schweizer KMUs** beim **Reporting** und der **Analystenabdeckung** ein **Spezialfall**. Zum einen eröffnen sich dadurch mehr Opportunitäten, diese sind aber zum anderen mit mehr Risiken behaftet. Grafik 1 zeigt dies exemplarisch. Beispiel: Der SPI ex SMI Index beinhaltet 184 Aktien. 18 oder 10% davon rapportieren quartalsweise, während 166 oder 90% nur halbjährlich rapportieren. Beim SMI Mid Cap Index mit 30 Aktien rapportieren 6 oder 20% quartalsweise und 24 oder 80% halbjährlich. Bei ausländischen Indizes ist es genau umgekehrt. Beim DAX Mid Cap Index rapportieren 86% quartalsweise und 14% halbjährlich. Grundsätzlich gilt: Je grösser die Firma, desto besser das Reporting. So rapportieren beim S&P 500 beispielsweise 100% der Firmen quartalsweise. **Konklusion:** Für die Analyse und Aktienselektion von Schweizer KMUs sind die Modellierung und der Zugang zum Management noch wichtiger. Der **zweite Spezialfall** ist die **Analystenabdeckung**. Grafik 2 zeigt dies anhand des Vergleichs SPI ex SMI versus Marktprimus S&P 500. Die höchste Titelabdeckung liegt im SPI ex SMI bei 28 und im S&P 500 bei 82 Analystinnen und Analysten. Danach fällt die Kurve im SPI ex SMI schnell ab und im Durchschnitt werden die 184 Titel von fünf Analystinnen und Analysten abgedeckt. 103 Titel davon haben eine Abdeckung von null bis vier. Im S&P 500 bleibt die Kurve praktisch bis zum Schluss auf hohem Niveau und im Durchschnitt werden die 500 Titel von 25 Analystinnen und Analysten pro Titel abgedeckt. **Konklusion:** Je geringer die Abdeckung, desto weniger Querchecks mit anderen Analystinnen und Analysten sind möglich, desto weniger Veranstaltungen gibt es und desto weniger professionell sind die Investor Relations der Firmen. Sprich, es kann länger dauern, bis die Unterbewertung der Aktie erkannt und vom "Anleger-Mainstream" erfasst wird. Kommen wir

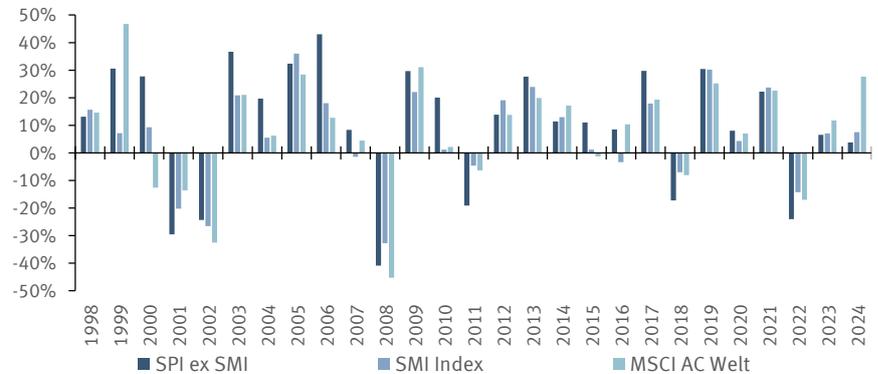
Grafik 1: Firmen-Reporting auf halbjährlicher oder quartalsweiser Basis



Grafik 2: Anzahl Analystinnen und Analysten, die einen Titel abdecken



Grafik 3: Jahresperformance SPI ex SMI, SMI und MSCI AC Welt in CHF



zu den **Risiken:** Neben der höheren Volatilität und der geringeren Liquidität kommt ein neuer Zeitgeist als Risiko hinzu. Internationale Organisationen wie die Welthandelsorganisation WTO verlieren immer mehr an Relevanz, und kleinere Länder und Firmen können einer andersstaatlichen Willkür ausgesetzt sein (Beispiel US-Zölle). **Konklusion:** Der Schweizer Aktienmarkt bietet Anlegerinnen und Anlegern einen reich gedeckten Tisch. Dies nicht nur dank der globalen Schwergewichte im SMI, sondern vor allem auch wegen seiner vielschichtigen KMU-Landschaft im SPI ex SMI. Wer beim Investieren beide Segmente geschickt kombiniert, schafft sich eine robuste vielseitige Basis mit glänzenden Chancen für eine nachhaltige Mehrrendite. Viele KMUs sind Innovationsmotoren mit

klarer Ausrichtung in ausgewählten Marktnischen. Damit treten Überraschungen und Turnarounds häufiger auf als bei Grosskonzernen. Die geringere Analystenabdeckung und das halbjährliche Reporting schaffen Informationsasymmetrien, die mit einer tiefgreifenden Analyse, entsprechender Erfahrung und einer Portion Mut ausgenutzt werden können. SMI-Unternehmen erwirtschaften typischerweise den Grossteil ihres Umsatzes im Ausland und reduzieren das Klumpenrisiko Schweiz. Gleichzeitig sorgt die höhere Abdeckung mit durchschnittlich 25 Analystinnen und Analysten pro Titel für mehr Transparenz. In einem breit diversifizierten Portfolio dürfen aber auch die USA und Europa nicht fehlen. (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	-	-	2	0
Grundstoffe	+	+	2	3
Investitionsgüter	0	0	-1	19
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	3	20
Nichtzykl. Konsum	+	+	0	1
Gesundheitswesen	+	+	0	-12
Finanzwerte	0/-	0/-	2	27
Info Technologie	-	-	1	20
Medien/Telekom	0/+	0/+	5	32
Versorger	0/+	0/+	0	14
Immobilien	0	0	0	0

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Obligationen								Wechselkurs		
	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	1	10	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	2	11	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	1	15	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	3	11	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	1	4	CHF	0	0	0	0/+		

Historische Mehrrendite von KMUs

Wer in KMU-Anlagen investiert, verlangt eine Mehrrendite oder sogenannte **Size Premium** für die zusätzlich eingegangenen Grössen-, Liquiditäts- und Volatilitätsrisiken. Für die Berechnung gibt es verschiedene Ansätze. Wir orientieren uns an der einfachsten und verständlichsten Methode, der kostenbasierten Renditedifferenz. Hierfür werden die annualisierten Gesamrenditen (CAGR) über einen bestimmten Zeitraum von Small-/Mid-Cap-Indizes mit Large-Cap-Indizes verglichen. Die Nachteile dieser Methode sind a) die fehlende Risikoadjustierung und b) dass die sich verändernden Marktstrukturen (Sektoren- und Einzelittelgewichtungen) nicht berücksichtigt werden. Der **obere Teil der Tabelle** vergleicht über vier Zeiträume die annualisierte Rendite von KMU-Indizes und grossen Marktindizes in Lokalwährung. Eine Mehrrendite wird in Grün und eine Minderrendite in Rot hervorgehoben. Die Farbgebung verdeutlicht, dass sich Schweizer KMU-Anlagen über einen längeren Zeithorizont auszahlen. Die Betrachtung ist lediglich auf Index-Level. Der Anspruch ist natürlich, dass man mit der Aktienselektion einen zusätzlichen

Methode der kostenbasierten Renditedifferenz und Marktrenditen in CHF

Annualisierte Rendite	5 Jahre		Delta	10 Jahre		Delta	15 Jahre		Delta	20 Jahre		Delta
SMI Mid Cap vs SMI Index	5.1%	6.6%	-1.5%	7.0%	5.6%	1.4%	8.0%	7.8%	0.2%	7.5%	6.2%	1.3%
SPI ex SMI vs SMI Index	6.0%	6.6%	-0.6%	7.0%	5.6%	1.4%	7.9%	7.8%	0.1%	7.5%	6.2%	1.3%
Europe Small vs Large	9.6%	11.9%	-2.3%	5.9%	6.0%	-0.1%	9.5%	7.9%	1.6%	7.6%	5.9%	1.7%
S&P 600 vs S&P 500	11.0%	15.9%	-4.9%	8.2%	13.7%	-5.5%	11.0%	14.5%	-3.5%	8.5%	10.8%	-2.3%

Annualisierte Rendite	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre
SPI ex SMI	6.0%	7.0%	7.9%	7.5%
SMI Index	6.6%	5.6%	7.8%	6.2%
MSCI Europe Small CHF	6.4%	4.5%	6.7%	4.8%
MSCI Europe CHF	8.6%	4.5%	5.2%	3.3%
S&P 600 in CHF	8.4%	6.4%	9.2%	6.2%
S&P 500 in CHF	13.2%	11.7%	12.6%	8.4%

Mehrwert schaffen kann. Die Tabelle zeigt ebenfalls, dass man in den USA besser auf grosskapitalisierte Firmen setzt. Europa liegt zwischendrin. Der **untere Teil der Tabelle** berücksichtigt den Wechselkurs und zeigt die Performance in CHF. Dabei zeigt der SPI ex SMI eine solide Performance gegenüber dem SMI und europäischen Indizes. Gegenüber dem S&P 600 (US Small Caps) zeigt sich ein gemischtes Bild, während die Aussage gegenüber dem S&P 500 klar ist. Grosskapitalisierte US-Aktien (und damit auch Tech-Titel) gehören in ein Portfolio. **Konklusion:** Die Aktienanalyse von KMU-Titeln ist risikobehafteter, wenn

aufgrund der weniger verfügbaren Informationen falsch modelliert wird, es zu ruckartigen Veränderungen im Management oder Aktionariat kommt oder nicht- vorhersehbare exogene Faktoren (Pandemie, Zölle etc.) den Investment Case zunichtemachen. Anlegerinnen und Anleger investieren im KMU-Segment in einen anspruchsvollen Seitenpfad und brauchen einen langen Anlagehorizont und Geduld. Kurzfristig können Nebenergebnisse zum Teil eine massive Underperformance zeigen. In der Regel belohnt der Markt aber die Ausdauer. Wer in Qualitäts-KMU investiert, kann über den Zyklus hinweg überdurchschnittliche Renditen erzielen – und plötzlich wird die zweite Börsenreihe zur ersten Wahl. (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