

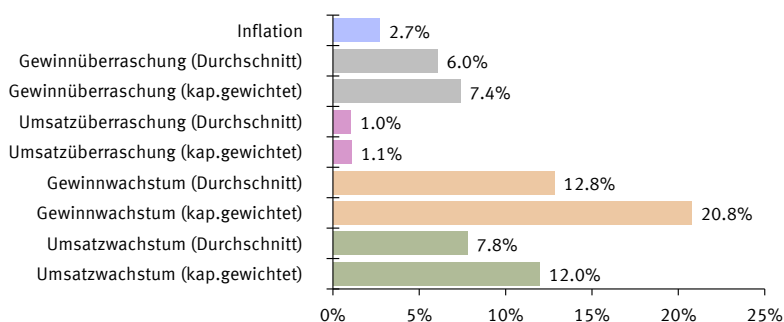
D. Trump hat dafür gesorgt, dass das Jahr 2026 mit viel Tempo gestartet ist, und der Nachrichtenstrom aus den USA reisst nicht ab. Trotz aller Unsicherheiten zeigen die Aktienmärkte im Januar eine positive Entwicklung. Noch positiver hat sich der Goldpreis entwickelt – und gar viel positiver der Silberpreis. Geht es aber um einen effektiven Krisenschutz, kann Silber dem Edelmetall Gold nicht die Stirn bieten. Das globale Wirtschaftswachstum und die Gewinnentwicklung der Firmen deuten grundsätzlich auf solide Aktienmärkte hin. Positiv hervorzuheben ist das Comeback der deutschen KMU-Landschaft. Nach einer längeren schwierigeren Phase dürften Investorinnen und Investoren dieses Segment vermehrt wiederentdecken. Unsere Indikatoren deuten zumindest darauf hin. Die US-Gewinnberichtssaison hat mit einer positiven Dynamik gestartet. Bei der taktischen Asset-Allokation bleiben wir bei Aktien auf "neutral".

Marktdaten

Marktdaten	Index	Stand	Veränderung seit		Markt- P/E-26
		28.01.26	29.01.25	31.12.25	
New York	Dow Jones Ind. Avge	49'084	9.8%	2.1%	23.0x
New York	S&P 500	6'978	15.5%	1.9%	24.0x
New York	Nasdaq	23'780	21.1%	2.3%	26.8x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'967	14.1%	3.0%	16.6x
Tokio	Nikkei 225	53'376	35.4%	6.0%	23.4x
Schweiz	Swiss Perf. Index	18'214	9.4%	0.0%	20.3x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.25%	-49 bps	-22 bps	
USD/CHF		0.77	-15.5%	-3.3%	
EUR/CHF		0.92	-2.9%	-1.5%	

Zwischenstand Gewinnberichtssaison Q4 2025

S&P 500: Gewinn- und Umsatzresultate



Die Gewinnberichterstattung für das vierte Quartal 2025 ist angelaufen und im S&P 500 haben bisher 88 von 500 Firmen (18%) mit einer Marktkapitalisierung von Total USD 10'300 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 Gewinn-

berichtssaison ist einmal mehr positiv gestartet. Dabei zeigen die Grossfirmen beim Gewinn- und Umsatzwachstum eine höhere Dynamik als die kleinen und mittelgrossen Betriebe. Von den 88 Firmen haben 80% auf der Gewinnseite und 64% auf der Umsatzseite positiv überraschen können. Mit Spannung wurden die Resultate von Microsoft, Meta und IBM erwartet, welche allesamt nicht enttäuscht haben. Wenn es bei den restlichen Hyperscalern (Alphabet, Amazon, Apple, Nvidia) zu keinen negativen Überraschungen kommt, dürfte das Momentum anhalten.

Tempo, Tempo, Tempo...

Gerade mal ein Monat ist das neue Jahr alt und der Nachrichtenstrom aus dem Weissen Haus ist überwältigend. Dazu gehören unter anderem die Militärintervention in Venezuela, die US-Gebietsansprüche auf Grönland, die Drohgebärden gegenüber dem Iran und Kuba sowie höhere Strafzölle für südkoreanische Importe. Es scheint, als würde D. Trump das Tempo in der Aussenpolitik nochmals erhöhen, bevor er sich im Hinblick auf die Zwischenwahlen im November 2026 auf die Innenpolitik fokussieren wird. Für D. Trump gilt es diese Wahlen mit allen Mitteln zu gewinnen, wenn er für die nächsten zwei Jahre "uneingeschränkt" weiter regieren will. Glaubt man den Umfragen, so sorgt sich die Bevölkerung in den USA vor allem um die Inflation und die Gesundheitsversorgung und darum, einen Job zu haben. Für Investorinnen und Investoren dürften zukünftig vor allem Nachrichten aus diesen Bereichen relevant sein. Dass eine strukturierte Verarbeitung all dieser Themen kaum mehr möglich ist, zeigt sich an der Entwicklung des Gold- und Silberpreises. Warum Gold der bessere Krisenschutz ist, erfahren Sie auf Seite 3. In Europa scheint sich ein Comeback der deutschen KMU-Landschaft anzubahnen, nachdem dieses Segment aufgrund der deutschen Rezession in den Jahren 2023/24 stark zurückgeblieben ist. Die mit der Fiskalwende beschlossenen Infrastrukturprogramme scheinen 2026 endlich in der Realwirtschaft anzukommen. Indikatoren aus dem Baugewerbe sprechen diesbezüglich eine eindeutige Sprache (Seite 4). Trotz des nicht abreisenden Nachrichtenstroms ist das Jahr 2026 positiv gestartet. Aufgrund der höheren Bewertungen dürfte der US-Aktienmarkt anfälliger für Korrekturen sein. Allzu defensiv sollte man sich aber nicht positionieren. In der bisherigen Gewinnberichtssaison beweisen die US-Unternehmen einmal mehr das Gegenteil. Das Schweizer Zollabkommen mit den USA geht in die erste Verhandlungsrunde mit Frist bis am 31. März 2026. Je schneller Rechtssicherheit herrscht, desto besser für den Schweizer Aktienmarkt. (her)

Konjunktur & Zölle

Nach den schwächeren Dezemberdaten sind die Flash-PMIs für den Januar etwas besser, sie bleiben aber im Abwärtstrend und unter dem Durchschnitt. Damit deuten sie mittelfristig auf leicht sinkende Unternehmensergebnisse hin. Weit spannender als die PMI-Daten war eine Unternehmensmeldung von VW respektive Audi. Der Konzern zieht in Erwägung, eine bis zu vier Mrd. US-Dollar schwere Investition in ein US-Werk aufgrund der US-Zölle nicht zu realisieren. Wieso das, wenn doch solche Investitionen helfen, die Zollbelastung zu reduzieren? Hintergrund ist, dass die aktuellen Zölle die Gewinne des Konzerns allein in den ersten neun Monaten des Jahres 2025 um 2.1 Mrd. Euro reduziert haben.

Anleihen

Die SNB zwingt die Schweizer Investorinnen und Investoren durch zu tiefe Zinsen in riskantere Assetklassen. Vergleicht man die Schweizer Zinskurven mit jenen anderer Länder, dann stimmt das durchaus. Die Swap-Sätze, an denen sich in der Regel auch die Renditen der Pfandbriefe orientieren, liegen in der Schweiz selbst in langen Laufzeiten bei lediglich einem Prozent. Sogar in Japan bekommt man fast dreimal so viel. Das ist noch nicht lange so. Die Renditen sind in Japan in die Höhe geschossen, weil die Notenbank nach der Pandemie langsam auf die gestiegene Inflation reagiert hat und die Regierung jüngst zusätzliche Fiskalprogramme in Aussicht gestellt hat. Das erhöht die Inflationsrisiken weiter.

Yen

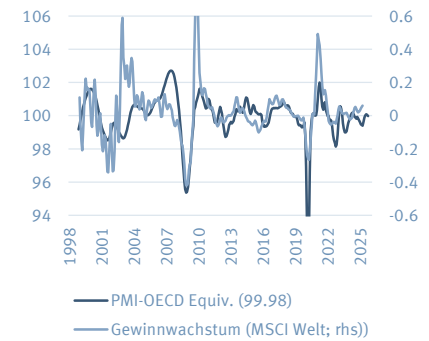
Der Zinsanstieg in Japan hat deutliche Kursverluste am dortigen Bondmarkt zur Folge. Aber nicht nur japanische Bonds haben verloren, sondern auch der Yen. Dies, obwohl die japanische Notenbank die Zinsen zuletzt erhöht hat. Wäre Japan die USA und liesse man in beiden Staaten die Aktienmärkte aussen vor, würde man rasch von einem "Sell Japan Trade" sprechen, zumal der Yen selbst gegenüber dem vielerorts skeptisch begutachteten US-Dollar Kursverluste zu verzeichnen hatte. Der schwache Yen lief dabei sowohl den Interessen Amerikas wie auch jenen Japans entgegen. Aus Sicht der USA untergräbt er die Wirkung der Zölle – aus japanischer Sicht erhöht er die importierte Inflation. Entsprechend sind die Erwartungen an eine

Diese Gewinne sind aber nötig, um die geplanten Investitionen zu finanzieren. Das heisst, dass die USA zwar Zölle brauchen, um das Ziel der Reindustrialisierung zu erreichen. Dabei gilt aber nicht "je höher, umso besser". Es gibt offensichtlich ein für die USA optimales Zollniveau, das auf der einen Seite ausreichend vor Importen schützt und auf der anderen Seite den Exporteuren die Gewinne ermöglicht, die sie benötigen, um die Investitionen finanzieren zu können. In der Praxis sind diese für die USA "optimalen" Zölle in einem "Trial and Error"-Verfahren zu ermitteln. Der korrekturfähige Prozess und der Versuch, sich dem Ziel von oben zu nähern, sind gefährlich. Konjunktur- und Ertragsrisiken bleiben bestehen.

Tatsächlich ist es so, dass alle aufgeführten Staaten eine höhere Teuerung aufweisen (USA knapp 3%, Europa und Japan ca. 2%, Schweiz 0%). Auch die langfristigen Durchschnittswerte sind höher (USA 2.7%, Europa 2%, Japan 1.5%, Schweiz 0.5%). Gemeinsam ist den USA, Europa und Japan auch eine höhere oder mindestens schneller steigende Staatsverschuldung als in der Schweiz. Zieht man die Teuerung, den langfristigen Erfolg der Notenbank bei deren Steuerung und die fiskalpolitischen Risiken in Betracht sind sichere Schweizer Obligationen auf einmal gar keine so schlechte Wahl. Sie versprechen auch längerfristig einen realen Werterhalt. Das ist nicht immer und nicht überall eine Selbstverständlichkeit.

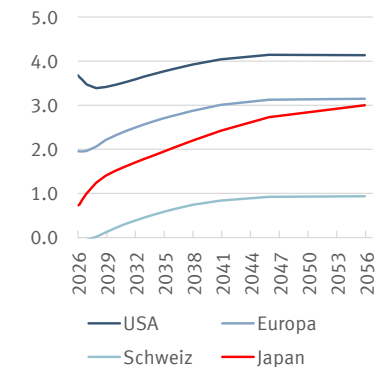
konzertierte Intervention gestiegen. Zuletzt gab es sowohl Zeichen aus den USA wie auch Wortmeldungen aus Japan, die auf eine zeitnahe Intervention hindeuteten. In der Folge hat im Dollar-Yen-Kurs eine scharfe Korrektur eingesetzt, die auch auf die anderen Währungspaare abgestrahlt hat. Es ist möglich, dass die drohende Intervention das Risikobewusstsein in Japan erhöht hat und die in Japan verbreitete US-Zins-Arbitrage, die ohnehin unter der sinkenden Zinsdifferenz leidet, noch unattraktiver erscheinen lässt. Wenn japanische Käuferinnen und Käufer ausbleiben, kann dies negative Auswirkungen auf den US-Bondmarkt haben. Die Gefahr würde steigen, wenn die Realzinsen in Japan auch in kurzen Laufzeiten positiv würden.

Konjunktur- und Gewinnentwicklung



Der OECD Leading Indicator und dessen Approximation durch den PMI signalisieren für die kommenden Quartale eine leicht nachlassende Gewinnentwicklung.

Zinskurven



Nominal sind die Renditen in der Schweiz unbefriedigend tief. In einer realen Betrachtung und unter Berücksichtigung der fiskalpolitischen Risiken kann die Einschätzung erheblich besser ausfallen.

US-Dollar-Yen



Die sinkende Zinsdifferenz zwischen den USA und Japan hätte den Yen schon früher stärken können. Die aktuelle scharfe Korrektur kann das Risikobewusstsein japanischer Anlegerinnen und Anleger verändern und so den US-Bondmarkt belasten.

Boom in Silber, aber kein Ersatz für Gold

Eine gute Performance schlägt in den Medien regelmässig hohe Wellen und weckt Begehrlichkeiten. Diesmal ist dies bei Silber der Fall, das 2025 in USD eine Preissteigerung von 148% erreicht hat. Allein seit Anfang dieses Jahres sind es +56%. Im Vergleich dazu betrug die Preissteigerung von Gold 2025 in US-Dollar "lediglich" +64% und seit dem 1. Januar 2026 +17%. Damit stellt sich die Frage, wieso man in einem Portfolio nicht mehr Silber halten sollte als Gold. Die Antwort ist einfach: Gold ist der bessere Krisenschutz und bei Silber zählt vor allem der Timing-Effekt.

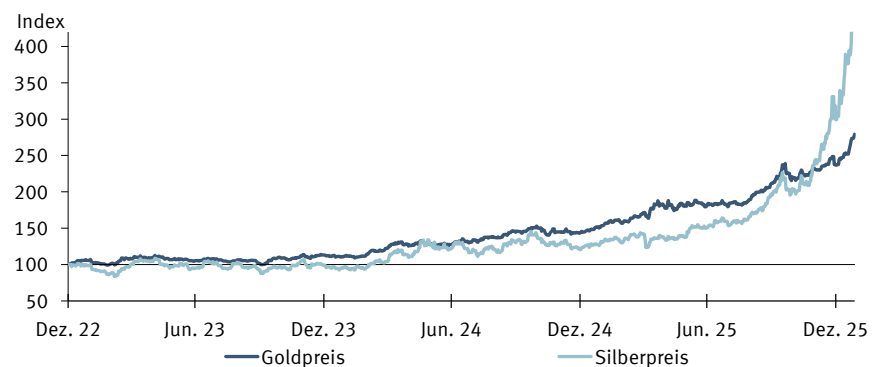
Fundamentale Unterschiede

Silber gilt als Dualmetall (Edel- und Industriemetall). Rund 58% der Silbernachfrage kommt aus der Industrie und nur rund 19% gilt als Wertaufbewahrungsmittel. Gold wird hingegen fast vollständig gelagert. Silber stammt nur zu etwa 30% aus reinen Silberminen; 70% fällt als Nebenprodukt beim Abbau von Kupfer, Blei und Zink an. Goldminen hingegen werden explizit für Gold erschlossen. Diese Tatsache erklärt auch das spekulative Momentum und die Volatilität bei Silber. Wenn der Goldpreis steigt, können Goldminen ihre Produktion hochfahren. Bei Silber ist das schwieriger. Selbst wenn der Silberpreis "durch die Decke geht", heisst das noch lange nicht, dass eine Kupfermine deshalb die Produktion steigert. Auch sind die Silbervorkommen viel grösser als jene von Gold. Während die globalen Silbervorkommen auf 640'000 t geschätzt werden, liegen jene von Gold bei rund 64'000 t. Dies entspricht einem Verhältnis von rund 10:1.

Gold versus Silber als Krisenschutz

Gold reagiert unabhängiger von der Realwirtschaft und hat in Krisenzeiten eine unangefochtene Stellung als "Safe Haven". Silber hingegen reagiert deutlich zyklischer und hat eine höhere Korrelation zum MSCI Welt. Die Korrelation misst, wie stark Gold und Silber sich mit dem MSCI Welt synchron bewegen. Je tiefer der Wert, desto besser die Diversifikation. Die Korrelation von Gold beträgt über die letzten 30 Jahre im Durchschnitt 0.12 und ist damit weniger als halb so hoch wie bei Silber mit 0.26. Damit bewegt sich Gold unabhängiger vom Aktienmarkt und wirkt effektiver als Krisenschutz. Grafik 2 zeigt dabei die rollierenden 12-Monate-Korrelationen von Gold und Silber zum MSCI Welt. Dabei sieht man, dass Gold auf rollierender 12-Monate-Basis zum MSCI Welt viel tiefere

Grafik 1: Performance von Silber und Gold seit 2023



Grafik 2: Rollende 12-Monats Korrelationen von Gold und Silber zum MSCI Welt

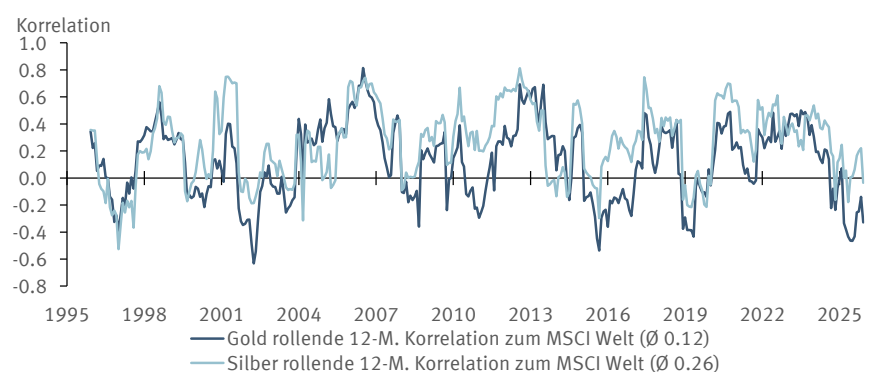


Tabelle 1: Performance Gold und Silber während den wichtigsten Schocks im MSCI Welt

Ereignis	Start	Ende	Gold	Silber	Gold Out-/Under-performance
US-Zollsschock	Apr. 25	Mai. 25	5.3%	-4.3%	9.6%
Start Ukraine/Russland Krieg	Feb. 22	Jun. 22	0.6%	-9.7%	10.3%
Covid Pandemie 2020	Feb. 20	Apr. 20	6.1%	-17.0%	23.2%
US/China Handelskrieg 2018	Sep. 18	Dez. 18	6.8%	6.6%	0.2%
Wahl D.Trump als Präsident 2016	Okt. 16	Dez. 16	-10.8%	-13.9%	3.0%
Brexit 2016	Mai. 16	Jul. 16	2.2%	4.9%	-2.7%
Griechenland Krise 2015	Aug. 15	Okt. 15	1.8%	-1.8%	3.5%
Taper Tantrum 2013	Mai. 13	Jul. 13	-10.3%	-18.4%	8.2%
Eurokrise "whatever it takes" 2011	Jul. 11	Jun. 12	6.5%	-20.7%	27.2%
US Kredit Downgrade 2011	Jul. 11	Okt. 11	8.2%	-13.7%	22.0%
Globale Kreditkrise 2008	Okt. 07	Mrz. 09	23.6%	-5.7%	29.4%
Dotcom Blase 2000	Mrz. 00	Okt. 02	10.7%	-10.5%	21.2%
Russland Zahlungsausfall 1990	Jul. 98	Okt. 98	0.0%	-2.5%	2.5%
Mittelwert			3.9%	-8.2%	12.1%

Negativausschläge hat als Silber. Sprich, während Aktienmarktkrisen ist Gold ein deutlich effektiverer Portfolioschutz – und es schützt vor allem dann, wenn man den Schutz auch braucht. Damit stellt sich die Frage "wie viel effektiver?". Tabelle 1 vergleicht die Performance von Gold und Silber während den wichtigsten Schockereignissen am Aktienmarkt seit 1995, also in den letzten 30 Jahren. Die Tabelle zeigt eindrücklich, dass Gold während den letzten dreizehn Aktienmarktschocks Silber im Durchschnitt um 12.1% outperformed hat. Besonders hervorzuheben sind dabei die letzten drei Rezessionen. Während der Techblase 2000 betrug die Outperformance von Gold 21.2%, während der

globalen Kreditkrise 2008 29.4% und während der Covid-Pandemie 2020 23.2%. Die einzige Ausnahme stellte der Brexit 2016 dar, als Gold gegenüber Silber um 2.7% underperformte.

Konklusion: Der SNB-Leitzins liegt bei 0% und Schweizer Anlegerinnen und Anleger befinden sich in einem Dilemma, da sich kaum noch Vermögenswerte finden lassen, die einen gewissen Portfolio- und Krisen-Hedge aufweisen, wenn Aktien stark an Wert verlieren. Anlegerinnen und Anleger kaufen neben Gold oftmals auch Silber als Portfolio- und Krisen-Hedge. Wir bei Rahn+Bodmer fokussieren uns beim Krisenschutz ausschliesslich auf Gold. (her)

Übersicht

Der wirtschaftliche Grundtenor bleibt positiv. Eine zyklische Ausrichtung ist weiterhin gerechtfertigt. Mit fortschreitendem Wirtschaftszyklus gewinnt der Portfolioschutz an Bedeutung.

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	4	14	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	4	20	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	1	16	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	6	35	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	0	9	CHF	0	0	0	0/+		

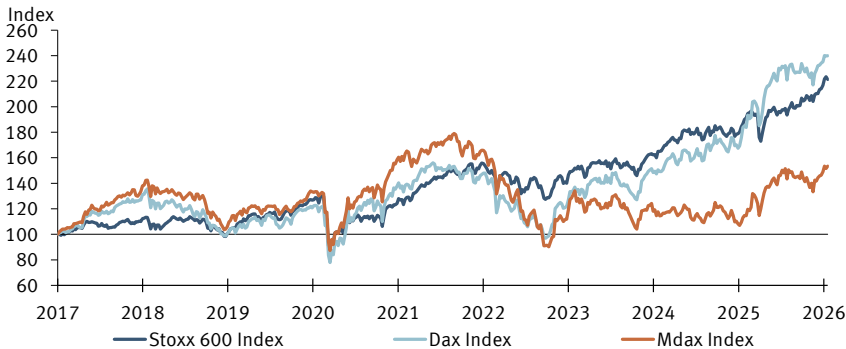
Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	11	17
Grundstoffe	+	+	12	33
Investitionsgüter	0	0	6	27
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	0	4
Nichtzykl. Konsum	+	+	3	9
Gesundheitswesen	+	+	0	8
Finanzwerte	0/-	0/-	-1	18
Info Technologie	0/+	0/+	1	26
Medien/Telekom	0/+	0/+	2	25
Versorger	0/+	0/+	4	25
Immobilien	0	0	0	0

Das Comeback der deutschen KMU-Landschaft

Die Rezession 2023/24 in Deutschland hat vor allem die mittelständisch geprägte Unternehmenslandschaft getroffen. Diese bildet den Kern des Mdax. Die Grafik zeigt dies eindrücklich. Während die Entwicklung der drei Indizes zwischen 2017 und 2020 sehr ähnlich verlief, öffnete sich die Performanceschere mit der Rezession 2023/24 und der Mdax blieb deutlich hinter dem Dax und dem Stoxx 600 zurück. Die Underperformance erklärt sich mit der starken Inlandsabhängigkeit des Mdax, während die internationalen Konzerne im Dax-Index auf globale Märkte ausweichen konnten. Inzwischen hat sich das Umfeld spürbar verbessert. Treibende Faktoren sind die Leitzinssenkungen der EZB von 4% im Mai 2024 auf aktuell 2%, die Fiskalwende, die nun in der Umsetzung befindlichen Infrastrukturprogramme sowie die Rüstungsausgaben. Die Kombination aus tieferen Finanzierungskosten, steigender Bautätigkeit (Baugewerbe PMI 50.3), öffentlichen Investitionen und hohen Verteidigungsausgaben sollte insbesondere den inländisch orientierten Sektoren Auftrieb

Performancevergleich der Indizes Mdax, Dax und Stoxx 600



verleihen. Im Mdax dominiert der Industriesektor (36%), gefolgt von zyklischem Konsum (17 %) und Grundstoffen (12 %). Diese Struktur macht den Mdax zwar zyklischer, gleichzeitig partizipiert der Index direkter an der erwarteten konjunkturellen Erholung. Die Marktstimmung scheint bereits teilweise gedreht zu haben. So hat der Mdax über die letzten 12 Monate 19% zulegen können. Bewertungstechnisch bleibt der Mdax trotz jüngster Kursgewinne attraktiv. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 17 und einem Preis-Umsatz-Verhältnis

von 0.7 liegt der Index unter seinem langfristigen Durchschnitt. Im Vergleich dazu weisen die Dax-Grosskonzerne einen Bewertungsaufschlag und eine fortgeschrittenere Kursentwicklung auf. Risiken bestehen vor allem auf der politischen Seite: Sollten sich die notwendigen Reformen nach dem verpassten "Reformherbst 2025" weiter verzögern, könnte sich die Erholung hinausschieben.
Konklusion: Insgesamt überwiegen die Chancen. Der Mdax bietet derzeit ein attraktives Zusammenspiel aus zyklischem Hebel, fiskalischem Rückenwind und moderater Bewertung. (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