

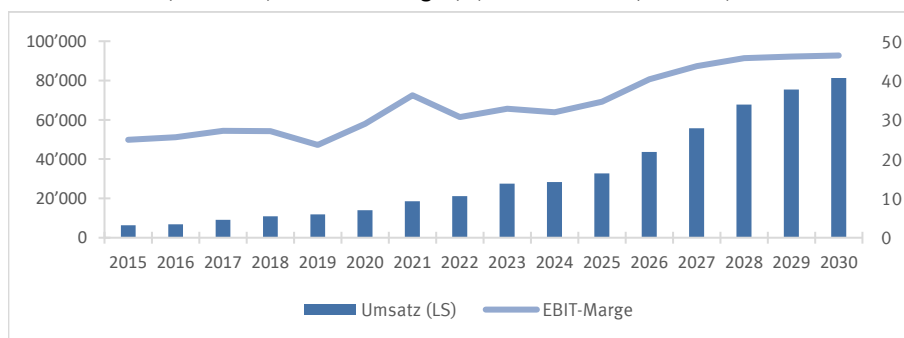
Der September wurde einmal mehr seinem Ruf als volatiler Monat gerecht. Die Politik spielte dabei eine wesentliche Rolle. Aber nicht nur im politischen Bereich herrschte viel Bewegung: Auch bei der Geldpolitik der Zentralbanken kam es zu diversen Änderungen. Einzig die SNB behielt ihren Leitzins unverändert bei 0%. Der Schweizer Aktienmarkt dürfte es ihr danken. Als wirtschaftliche Leitindikatoren überzeugten oder überraschten die Einkaufsmanagerindizes im September schon fast mit ihrer Stärke. Allen voran die Wachstumslokomotive USA, aber auch die europäischen Einkaufsmanagerindizes zeigten nach oben. Dies ist positiv zu werten und dürfte die Aktienmärkte weiter antreiben. Der nächste Test wird die Gewinnberichtssaison Q3 2026 sein, die demnächst startet. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf «Übergewichten».

Marktdaten

Index	Stand 29.09.26	Veränderung seit 30.09.25	Veränderung seit 31.12.25	Markt- P/E-27
New York Dow Jones Ind. Avge	51'350	10.7%	6.8%	20.2x
New York S&P 500	7'671	14.7%	12.1%	19.3x
New York Nasdaq	26'798	18.3%	15.3%	21.2x
Europa Stoxx-50 Euro	6'309	14.1%	8.9%	14.8x
Tokio Nikkei 225	66'754	48.6%	32.6%	21.1x
Schweiz Swiss Perf. Index	19'687	17.5%	8.1%	18.6x
Swiss Bond Index Rendite CHF	0.60%	+169 bps	+85 bps	
USD/CHF	0.83	4.6%	5.1%	
EUR/CHF	0.95	1.4%	1.8%	

Der Schaufelverkäufer im KI-Chip-Boom

ASML: Umsatz (EUR Mrd.) und EBIT-Marge (%) 2015 – 2030 (erwartet)



Wenn künstliche Intelligenz der Goldrausch unserer Zeit ist, verkauft ASML die Schaufeln – und das Geschäft läuft gut. Der niederländische Halbleiterausrüster meldete im Juli 2026 ein starkes zweites Quartal mit einem Umsatz von 9,3 Mrd. (+21%) und einer EBIT-Marge von 37%. Das Management hob die Umsatzprognose für das Gesamtjahr auf 43 bis 45 Mrd. Euro an. Das ist die zweite Anhebung im Jahr 2026 und würde einem Wachstum von rund 35% entsprechen. Der Auftragsbestand liegt bei etwa 38 Mrd. Euro, wobei die Kapazität bis 2027

praktisch ausgeschöpft ist. Der strukturelle Treiber ist klar: Die weltweit führenden Chiphersteller – TSMC, Samsung, Intel – bauen im Eiltempo die Fabriken, die die nächste Generation der KI antreiben werden, und praktisch alle benötigen dafür Maschinen von ASML. Das Unternehmen sollte seine Finanzziele für 2030 früher als geplant erreichen und die Marktführerschaft sollte in der mittleren Frist erhalten bleiben. In Anbetracht der Treiber und des Wachstumspotenzials ist die Aktie aus unserer Sicht attraktiv bewertet.

Überall viel Bewegung

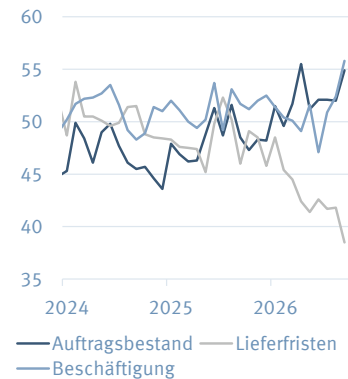
An den Aktienmärkten gilt der September historisch gesehen als schwieriger Monat, und im Jahr 2026 wurde er einmal mehr seinem Ruf gerecht. Dabei spielte die US-Politik eine massgebliche Rolle. Zuerst lieferte sich D. Trump im Handelsstreit einen Schlagabtausch mit Kanada. Wenig später feierte er ein Sicherheitsabkommen mit Grönland und Dänemark, das zwei zusätzliche US-Militärstandorte vorsieht. Das Treffen zwischen Xi Jinping und D. Trump brachte zwar keine umfassende Handelslösung, aber zumindest sind die beiden Nationen wieder im Dialog. Im Irankrieg flammten die gegenseitigen Scharmützel wieder auf und trieben den Brent-Ölpreis in die Höhe auf bis zu USD 109 pro Barrel. Zu guter Letzt scheiterte der Versuch von US-Finanzminister Scott Bessent, die US-Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen zu beeinflussen, kläglich und diese stiegen von 4.8% auf 5.2% (mehr zur US-Staatsverschuldung auf Seite 4). Ganz allgemein herrschte auf der Zinsseite viel Bewegung und die US-Fed, die EZB und die Bank of Japan erhöhten den Leitzins um 0.25%. Die SNB hingegen belass den Leitzins weiterhin bei 0% und trifft sich im Dezember zum letzten Mal in diesem Jahr. Während die Entwicklung an den Aktienmärkten in der ersten Monatshälfte negativ war, erholte sich in der zweiten Monatshälfte vor allem der US-Aktienmarkt. Einmal mehr waren die US-amerikanischen Halbleiter- und Hyperscaler-Aktien massgebliche Treiber für die Gegenbewegung. Auf Seite 3 widmen wir uns diesem Thema. Mit dem Zinsentscheid der SNB dürfte die Frankenschwäche weiter anhalten. Im Schweizer Aktienmarkt haben im September bisher vor allem die grosskapitalisierten Firmen im SMI Index enttäuscht, während sich die KMUs im SPI ex SMI Index halten konnten. Wir erachten die aktuelle Situation als attraktiv und glauben, dass der Schweizer Aktienmarkt Aufholpotenzial hat. Zum einen sind die Bewertungen auf fairen Niveaus, zum anderen führt der schwächere Franken zu einer Margenausweitung, die sich noch nicht komplett in den Aktienpreisen widerspiegelt. (her)

Konjunktur

Die PMI-Daten signalisieren eine weitere Beschleunigung des globalen Wachstums. Nachdem der Globale Composite im Vormonat seinen langfristigen Mittelwert knapp überstiegen hat, wird er nach den bereits vorliegenden Daten im Oktober voraussichtlich nochmals um einen ganzen Punkt steigen. Der Löwenanteil des Anstiegs (ca. 0,7 Punkte) entfällt dabei auf die USA, wo sowohl der Subindex für das verarbeitende Gewerbe als auch jener für den Dienstleistungssektor zulegen. Das stärkere Wachstum ist erfreulich, weil es hohe Gewinnerwartungen unterstützt. Allerdings stellt sich die berechnete Frage, wie stark das Wachstum noch steigen kann, wenn es bereits zu den besten bisher verzeichneten 10%

gehört, und mit welchen Kosten zu rechnen ist. Dass Grenzen erreicht werden, zeigt sich bereits in den Subindizes des PMIs für das verarbeitende Gewerbe. Obwohl die Beschäftigung aufgebaut wird, steigt der unbearbeitete Auftragseingang und die Lieferfristen werden länger (tiefere Index-Werte). Die Wirtschaft operiert an ihrer Kapazitätsgrenze. Aufgrund der bereits tiefen Arbeitslosigkeit sind die Möglichkeiten eines weiteren Kapazitätsaufbaus begrenzt oder ungleich teuer, weil Arbeitskräfte abgeworben werden müssen. Fehlt aber bei ungebrochener Nachfrage das Angebot, dann steigen die Preise. In den USA ist ein Inflationsanstieg sehr viel wahrscheinlicher geworden.

US-Manufacturing PMI-Daten



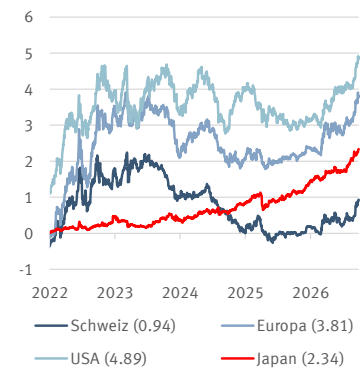
Die Subkomponenten des US Manufacturing PMIs deuten auf Kapazitätsgrenzen der Wirtschaft hin, die eine Ausbreitung der Inflation zunehmend wahrscheinlich machen.

Notenbanken

Die EZB, die Bank of Japan (BoJ) und die US-Notenbank haben im September die Zinsen um je 0.25% angehoben. Da die Inflationsprognose der EZB auch am Ende des Prognosehorizontes noch über dem Ziel der Notenbank liegt, wird ein weiterer Zinsschritt im vierten Quartal als wahrscheinlich erachtet. Die Zinserhöhung der BoJ enttäuscht, weil sie nicht einstimmig erfolgt ist. Man vermutet daher, dass sich weitere Zinserhöhungen verzögern. Die Fed beschreibt ihren Zinsschritt als eine Reduktion der akkommodierenden Wirkung der Geldpolitik. Da eine das allgemeine Wachstum fördernde Geldpolitik bei einer erhöhten Inflation keinen Sinn ergibt, heisst das im Umkehrschluss, dass auch in den USA

weitere Zinsschritte zu erwarten sind. Man kann sogar einen Schritt weiter gehen und behaupten, dass die Geldpolitik bei zunehmend robustem Wachstum insgesamt restriktiv sein sollte. Mindestens zwei Gouverneure der Fed fordern dies bereits. Zwei weitere Zinsschritte können daher nicht ausgeschlossen werden, was wohl, wie gefordert, negativ für die Wachstumsaussichten wäre. Die SNB lässt den Leitzins unverändert. Die spannendste Aussage im Rahmen des Mediengesprächs war, dass sie keine Anzeichen dafür sieht, dass der Franken als Finanzierungswährung für spekulative Geschäfte genutzt wird. Die Frankenschwäche hält sich in einem mit der Zinsdifferenz erklärbaren Rahmen.

Zinserwartungen



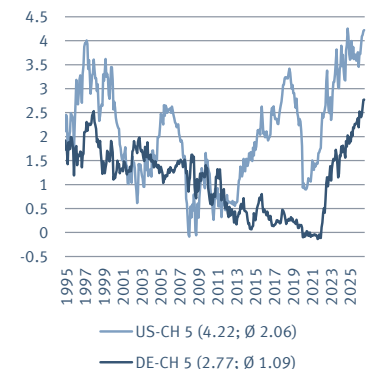
Nach der Zinssitzung ist vor der Zinssitzung. Die Terminalsätze für ein Jahr in einem Jahr zeigen zweifelsfrei, dass die Welt vor einem weitgehend synchronen Zinszyklus steht.

Wechselkursvorteile

Wie von der SNB ausgeführt, erklärt sich die aktuell zu beobachtende Schwäche des Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar in erster Linie durch die Zinsdifferenz. Spekulative Elemente erkennt die SNB auf Basis ihrer Daten nicht. Der Kursverlauf des Franken zum Euro und US-Dollar zwischen der Sitzung der Fed und jener der SNB unterstützt diese Aussage. Nach der Sitzung der Fed war sich der Markt kurzfristig nicht sicher, ob nicht auch die SNB die Gunst der Stunde nutzt, um den Leitzins – gestützt von einem soliden, breit abgestützten Wachstum – im Windschatten der anderen Notenbanken von der Nulllinie zu lösen. Das hätte die Zinsdifferenz reduziert und damit den Franken gestärkt. Die Nachricht zum Null-Entscheid

der SNB und mehr noch die im Mediengespräch zum Ausdruck gekommene Zuversicht, dass weder der schwächere Franken noch das robuste Wachstum die mittelfristigen Inflationsrisiken merklich beeinflussen, haben den Franken entsprechend erneut belastet. Das muss aber nicht unbedingt so bleiben. Da das Wachstum der Schweizer Wirtschaft laut SNB bereits nahe dem Potenzialwachstum liegt und die tiefe Teuerung die Schweizer Unternehmen im internationalen Wettbewerb begünstigt, ist – solange die globale Wirtschaft weiterwächst – eine erhöhte Aktivität in der Schweiz zu erwarten. Entsprechend kann sich die bedingte Inflationsprognose der SNB bis im Dezember durchaus verschieben. (tk)

Zinsvorteile



Die SNB führt den schwächeren Franken auf die hohen Zinsdifferenzen zurück. Mit Blick auf die Vergangenheit stellt sich die Frage, wie stark diese noch steigen können.

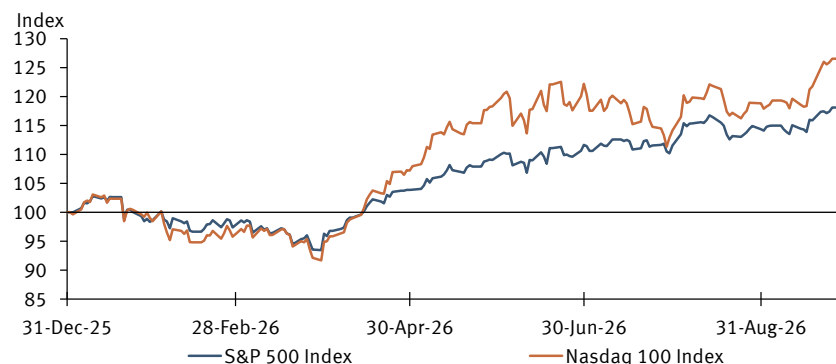
Der KI-Investitionszyklus befindet sich im zweiten Drittel

Der von den USA ausgelöste Investitionszyklus bei der künstlichen Intelligenz (KI) breitet sich zunehmend nach Europa und Asien aus. Firmen können es sich weltweit nicht leisten, abseits zu stehen, während Staaten die "strategische Autonomie" fördern. Diese beschreibt den globalen Trend, dass ein Staat eine gewisse Unabhängigkeit anstrebt bei Energie, Rohstoffen, KI/Robotik und in der Halbleiterindustrie, um in Krisen und geopolitischen Konflikten die eigene Handlungsfähigkeit zu wahren. Die Investitionen auf Firmen- sowie auf Staatsebene sind damit zu einem erheblichen Teil konjunkturunabhängig und die Wahrscheinlichkeit für einen global verlängerten Wirtschaftszyklus steigt. Dies auch deshalb, weil wir uns schätzungsweise im zweiten Drittel des KI-Investitionszyklus befinden. Ein Indikator hierfür ist, dass die Investitionen von US-Hyperscalern und anderen in der Wertschöpfungskette eingebundenen Techfirmen ungebrochen ist. Beim Potenzial der Entwicklung und der Einbindung von KI-Agenten in betriebliche Firmen-Prozesse stehen wir erst am Anfang und die Nachfrage nach Rechenkapazität dürfte damit hoch bleiben. Je nach Quelle betragen die aggregierten KI-Investitionsschätzungen für 2026 rund USD 800 Mrd. und für 2027 rund USD 1100 Mrd. (Grafik 2). Ein weiterer Indikator sind Statistiken, die zeigen, dass sich die meisten Firmen bei der KI noch immer in der Experimentier- und Pilotphase befinden. Sprich, erst ein kleiner Teil der Firmen hat KI auf Unternehmensebene eingeführt und befindet sich damit in der Skalierungsphase. Drittens haben die Gewinn- und Umsatzzahlen von Nvidia und anderen Techfirmen im zweiten Quartal 2026 gezeigt, dass die Auftragsbücher voll sind und nach wie vor Engpässe herrschen bei Chips, HBM-Speichern und anderen technischen Modulen. Dies stützt die Margen und die Gewinndynamik über die nächsten paar Quartale. Zu guter Letzt sind die Hyperscaler und grossen Techfirmen nach wie vor praktisch schuldenfrei (Grafik 3), auch wenn sie vermehrt an den Kapitalmarkt gelangen müssen, um ihre Investitionen in die KI-Infrastruktur tätigen zu können.

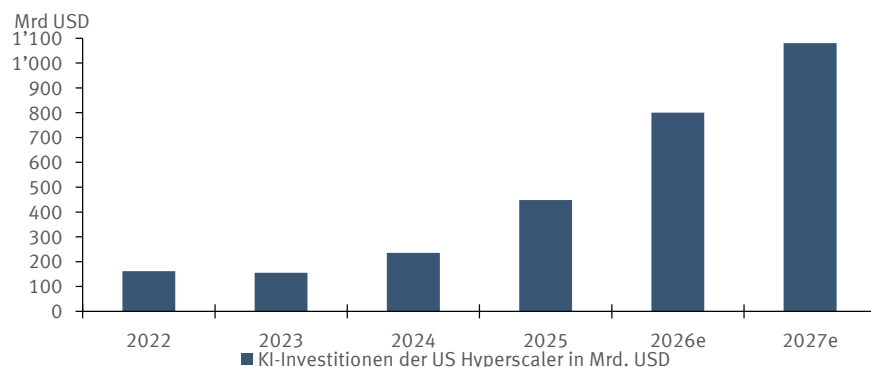
Vorsicht vor Scheindiversifikation

Die globalen Wachstumsindikatoren sprechen für eine solide Weltwirtschaft. Getragen wird sie von den USA, dem KI-Investitionszyklus und der weiterhin

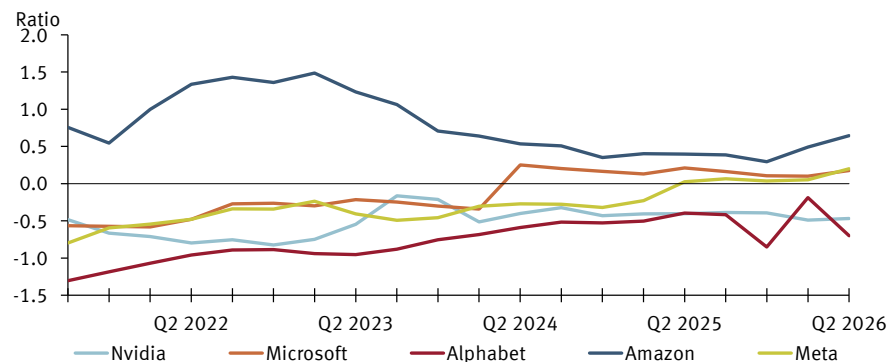
Grafik 1: Performance S&P 500 und Nasdaq seit Jahresbeginn



Grafik 2: Aggregierte Investitionen der US-Hyperscaler (Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta und Oracle)



Grafik 3: Schuldenratio Nettoschulden / Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen



positiven Gewinnentwicklung der Unternehmen. Die Aktienmärkte folgen diesem Szenario und blenden Risiken wie steigende Anleiherenditen, die globale Verschuldungsdebatte oder die noch offene Frage der langfristigen KI-Monetarisierung weitgehend aus. Für ein direktes Engagement in KI- und Technologieaktien führt für Anlegerinnen und Anleger kaum ein Weg an den Aktienmärkten der USA, Südkorea und Taiwans vorbei. Indirekt profitieren jedoch auch Schweizer Unternehmen vom KI-Zyklus. Dazu zählen insbesondere Halbleiterausrüster wie VAT, Comet und Inficon, die weiterhin sehr hohe Auftragseingänge verzeichnen. Bei der ganzen KI-Diskussion

und Jagd nach Performance können die nötigen und stabilisierenden Portfolio-komponenten jedoch gerne vernachlässigt werden. Anlegerinnen und Anleger können auf Einzeltitelebene zwar breit diversifiziert sein, bleiben aber auf Themenebene stark konzentriert. Der Schweizer Aktienmarkt eignet sich deshalb gut als stabilisierendes Element. Dazu gehören Pharmatitel wie Roche und Novartis, die für das erste Halbjahr 2026 ein solides Umsatzwachstum rapportierten. Des Weiteren sorgen Schweizer Dividendenzahler aus der Versicherungsbranche für zusätzliche Stabilität, damit in einem Portfolio auch eine echte Diversifikation stattfindet. (her)

Übersicht

Ein ausgewogenes Portfolio sollte derzeit breit diversifiziert sein – nicht nur

auf Titelsebene, sondern auch auf Themenebene.

Regionen / Währungen

Aktionen - 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	14	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-2	14	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	0	15	USD	0/+	0/+	0/+	0	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	1	50	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	-2	18	CHF	0	0	0	0/+		

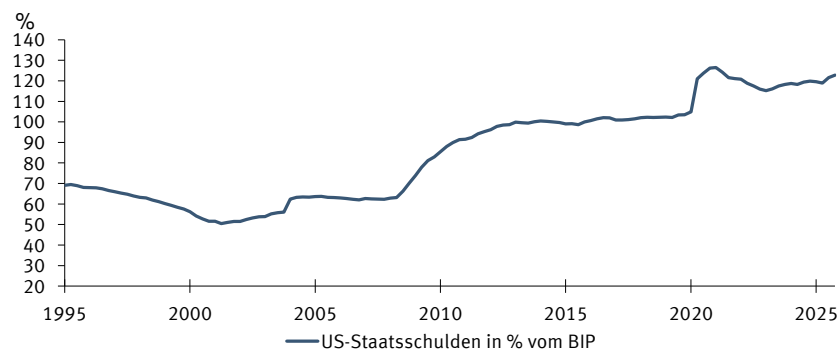
Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	0/-	-2	36
Grundstoffe	0	0	-7	15
Investitionsgüter	0/+	0/+	-4	10
Zyklischer Konsum	0	0	-7	-7
Nichtzykl. Konsum	0/+	0/+	-3	3
Gesundheitswesen	0/+	0/+	-1	16
Finanzwerte	0	0	-5	10
Info Technologie	0	0	4	30
Medien/Telekom	0	0	3	8
Versorger	0/+	0	-5	-1
Immobilien	0	0	-6	-3

Die US-Schuldenlast ist tragbar, aber nicht nachhaltig

Grundsätzlich kauft das US-Finanzministerium längerfristige US-Staatsanleihen zurück, um die Marktliquidität in diesem Segment zu verbessern. Die jüngsten Käufe von Finanzminister Scott Bessent zielen jedoch darauf ab, die Finanzierungskosten für Firmen und Immobilienkäufer am langen Ende der Zinskurve zu senken. Solche Aktionen mögen der Trump-Administration mit Blick auf die Zwischenwahlen kurzfristig helfen, die wirtschaftlichen und politischen Folgen höherer Renditen abzufedern. Dass dies nicht nachhaltig ist und nichts gebracht hat, zeigt die kürzliche Entwicklung. Die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen sind inzwischen auf 5.2% gestiegen. Das US-Finanzministerium hat nicht die nötigen Mittel, um nachhaltig am Markt intervenieren zu können. Unbeschränkte Mittel hätte nur der US-Notenbankchef Kevin Warsh, der der Marktunabhängigkeit verpflichtet ist. Ein Käuferstreik der Anleiheinvestorinnen und -investoren wäre das einzige wirksame Korrektiv gegen eine ausufernde Fiskalpolitik. Dass diese dennoch gelassen bleiben, liegt daran, dass sie auf die US-Notenbank als Käuferin letzter Instanz vertrauen,

US-Staatsverschuldung in % des BIP seit 1995



wie während der globalen Kreditkrise und der Pandemie geschehen. Über kurz oder lang wird aber eine sich weiter verschlechternde Finanzlage die US-Regierung zu einem Umdenken zwingen. Je nach Situation könnte auch die US-Zentralbank mit Finanzrepression ihren Beitrag leisten müssen. Das erste Opfer wäre der US-Dollar und die ersten Verlierer wären Schweizer Investorinnen und Investoren von nicht währungsgesicherten USD-Obligationen. Für eine Stresssituation bei der US-Verschuldung ist es aber noch zu früh. Erstens ist das Nominalwachstum in den USA höher als der

durchschnittliche Schuldzinssatz, zweitens ist die Schuldenquote von rund 120% des Bruttoinlandsprodukts noch verkraftbar, und drittens fließt weiterhin Kapital in die USA aufgrund ihrer wirtschaftlichen Kraft und Dominanz bei der KI. Nichtsdestotrotz hat Scott Bessents Aktion zu Reaktionen an den Finanzmärkten geführt. Allen voran ist der Goldpreis innert kurzer Zeit um 15% gestiegen. Inzwischen hat Gold zwar korrigiert, der Preis liegt aber immer noch 8% höher als vor Bessents Intervention. Damit hat Gold einmal mehr seinen Mehrwert in Portfolios bewiesen. (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 stichtagsbezogen. 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