

# Der Schweizer Aktienmarkt steht vor einem Comeback



**Von Thomas Urs Fischer, CFA**  
Chief Investment Officer / Leiter Anlagestrategie  
Berner Kantonalbank BEKB

## Warten auf ein neues Rekordhoch

Im internationalen Vergleich hatte der Schweizer Aktienmarkt in den vergangenen drei Jahren einen schweren Stand. Das bis Ende 2024 letztmals erreichte Allzeithoch des Swiss Performance Index lag trotz reinvestierter Dividenden im Dezember 2021. Im Gegensatz dazu konnte der US-Aktienmarkt nach der Zinswende getrieben durch einen neuen Technologieboom und von Trump-Optimismus ein Rekordhoch nach dem anderen verbuchen. Gelegentlich machten Ängste ob einer Blasenbildung die Runde. Diese konnten die freundliche Entwicklung jedoch nicht aufhalten. Auch manche europäischen Aktienmärkte erholten sich nach dem Einbruch im Jahr 2022 schneller und stärker als heimische Werte – trotz Krieg, schwacher Realwirtschaft und hohen Energiepreisen. Aussichten auf eine restriktive Handelspolitik der USA unter einer neuen Regierung um Donald Trump konnten diesen Trend bisher nicht brechen: Europäische Märkte konnten seit dem zweiten Wahlsieg Donald Trumps stärkere Kursgewinne verzeichnen als der vermeintlich überlegene US-Aktienmarkt.

Zyniker könnten geneigt sein, dass Donald Trump die Grundsteine seiner Rückkehr bereits 1997 in seinem damals erschienenen Buch «The Art Of The Comeback» umrissen habe. Das Werk ist seit manchen Jahren vergriffen, auf Plattformen wie Amazon werden mittlerweile hohe Preise für gebrauchte Ausgaben verlangt. Überhaupt scheint in den letzten Jahren ein Run auf Sammlerstücke verschiedenster Art stattgefunden zu haben. Die teils hohen Preise notieren massiv über den eigentlichen Fertigungskosten. In Anlehnung an den amerikanischen Ökonomen Milton Friedman könnte man auch den Eindruck kriegen, «zu viel Geld sei auf der Jagd nach zu wenigen Gütern». Wer auf der Suche nach Werthaltigkeit und Substanz ist, muss glücklicherweise momentan gar nicht so weit suchen. Es bieten sich Opportunitäten auch zuhause an: Schweizer Aktien.

## Die Kunst der Bewertung

Obwohl die Methoden eingehend an Wirtschaftshochschulen gelehrt werden, bleibt die Bewertung eine Kunst. Das Treffen von Annahmen und Erwartungen erfordert zahlreiche Zwischen-

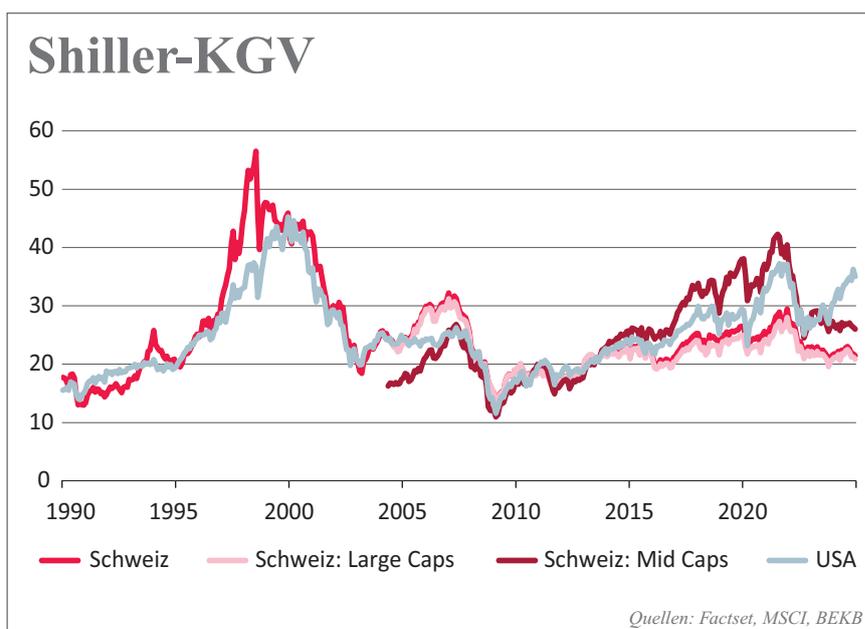
entscheide und kann rasch einer subjektiven Färbung unterliegen. Ebenso verlangen unterschiedliche Anwendungsbereiche differenzierte Herangehensweisen, so zum Beispiel sektor- und länderspezifische Anpassungen. Dies mag auch ein Grund sein, weshalb sich im Anlagegeschäft zahlreiche «standardisierte» Bewertungsindikatoren etabliert haben.

Bei der Bewertung von Aktienmärkten in ihrer Gesamtheit dürfte das Kurs-Gewinn-Verhältnis nach der Berechnungsmethode von Robert Shiller, kurz das Shiller-KGV, einer der beliebtesten Indikatoren sein. Bei der Berechnung werden die effektiv angefallenen Gewinne der vergangenen zehn Jahre inflationsbereinigt und gemittelt, womit zyklische Schwankungen geglättet werden. Anschliessend wird diese Zahl in Relation zum ebenfalls inflationsbereinigten Preis gesetzt. Dies hat seine Vor- und Nachteile. Einerseits ist das Shiller-KGV nicht von den mitunter prozyklischen Einschätzungen von Analysten abhängig, sondern verwendet die historischen Gewinne. Damit kann die Stimmungslage an den Finanzmärkten besser separiert werden – sie ist primär im Preis enthalten. Andererseits kann aufgrund der Mittelung einem Regimewechsel weniger gut Rechnung getragen werden. Immerhin wurde dieser Bewertungskennzahl bei einer Aggregation auf den Gesamtmarkt in manchen empirischen Studien bisher eine gute Prognosequalität für Zeithorizonte von 5 bis 10 Jahren attestiert. Hohe Werte des Shiller-KGV weisen auf einen teuren Markt hin, während tiefe Werte auf günstige Kurse hinweisen können. Die Kennzahl wird deshalb gern auch bei anlagestrategischen Überlegungen angewendet und erlaubt Vergleiche sowohl im Lauf der Zeit als auch mit anderen Märkten.

Wenn wir das Shiller-KGV für den Schweizer Aktienmarkt betrachten, fällt auf, dass der Markt heute unter dem Mittelwert der vergangenen 30 Jahre

liegt. Dies steht in einem deutlichen Kontrast zum amerikanischen Markt, welcher überdurchschnittlich hoch notiert. Die Gründe dürften bekannt sein: Nach der Pharma-Euphorie während der Covid-19-Pandemie folgte ein neues Narrativ, welches die Hoffnung auf neue Errungenschaften im Bereich der Halbleiter und künstlichen Intelligenz geschürt und damit einen ganzen Sektor, in welchem die USA führend sind, beflügelt hat. Der defensive Schweizer Aktienmarkt mit seiner starken Ausrichtung auf die Gesundheits- und Nahrungsmittelbereiche geriet mangels grossen Technologiewerten ins Hintertreffen. Dies steht in einem starken Kontrast zur realwirtschaftlichen Entwicklung. Seit nunmehr 10 Jahren ist der Pharmasektor der zentrale Treiber für den markanten Exportanstieg der heimischen Wirtschaft.

Der Schweizer Aktienmarkt weist bereits seit längerem eine erhöhte Marktkonzentration auf. Was heute für den US-Aktienmarkt als Klumpenrisiko erwähnt wird, ist am Schweizer Aktienmarkt schon länger bekannt. Die drei grössten Firmen vereinen seit längerer Zeit rund 40% der Marktkapitalisierung des gesamten Schweizer Aktienmarkts. Es erscheint deshalb sinnvoll, die Betrachtung etwas feingliedriger vorzunehmen. Aufgrund der Datenverfügbarkeit werden grosse, mittlere und kleine Firmen unterschieden. Wie in der Abbildung ersichtlich, wird klar, dass die attraktive Bewertung primär auf die Schwergewichte zurückzuführen ist. Mittlere und kleinere Firmen (Mid und Small Caps) weisen nach dem Kursrückgang der letzten Jahre mittlerweile auch eine moderate Bewertung auf, notieren jedoch über dem Gesamtmarkt und leicht über dem historischen Mittelwert der letzten 20 Jahre. Dabei wird beim Blick unter die Oberfläche jedoch ersichtlich, dass sich bei der Kategorie der Mid Caps in den letzten Jahren ein Regimewechsel abgezeichnet hat. Dieses Segment besteht unter anderem aus international tätigen Firmen aus den Sektoren Industrie und Gesundheit, die auf ihren Fachgebieten oftmals Marktführer sind und dank Innovation und aktiver Produktpflege attraktive Margen aufweisen. Die Mid Caps konnten die Wachstumsrate der inflations- und zyklusbereinigten Gewinne nahezu ver-



doppeln. Während die zyklisch bereinigte Wachstumsrate nach Inflation bei grossen und kleinen Firmen bei rund 2,5% liegt, können die Mid Caps mittlerweile die doppelte Wachstumsrate vorweisen. Eine Fortschreibung starker Wachstumsraten ist oft heikel. Das aktuelle Bewertungsniveau bleibt allerdings auch dann interessant, wenn sich die Wachstumsrate etwas verlangsamt. Insgesamt erscheinen deshalb auch die Mid Caps attraktiv, wenngleich nicht der Substanz, sondern des Wachstums wegen. Eine gekonnte Mischung aus den grossen und mittleren Segmenten dürfte für die nächsten Jahre historisch überdurchschnittliche Erträge abwerfen. Eine im historischen Vergleich überdurchschnittliche Dividendenrendite ergänzt dabei passend das Bouquet.

### Der Beginn der Rückkehr

Beim Anlegen sind für kurzfristige taktische Entscheide fundamentale Bewertungsindikatoren wie das Shiller-KGV oftmals nicht die besten Ratgeber. Stimmungsschwankungen und Änderungen in den Erwartungen an die Zukunft dominieren das Geschehen. Bewertungsindikatoren sollten deshalb primär für mittel- bis langfristige Zeithorizonte (d.h. für die nächsten 3 bis 10 Jahre) eingesetzt werden. Für die Anlagespezialisten der Berner Kantonalbank AG war sodann im Herbst 2024 die tiefe Bewertung von Schweizer Aktien ein zentraler Grund für eine Hochstufung in den Anlagestrategien.

Zum Beginn des Jahres 2025 ist der Schweizer Aktienmarkt bereits stark angestiegen. Dies dürfte allerdings kaum allein auf die tiefe Bewertung zurückzuführen sein. Nebst besseren Konjunkturaussichten dürfte auch eine weniger negative Erwartung in Bezug auf die US-Aussenhandelspolitik eine Rolle gespielt haben. So lässt sich auch der Anstieg von anderen europäischen Aktienmärkten erklären. Dennoch: Ist das Potenzial nach den starken Avancen nun bereits ausgeschöpft? Im relativen Vergleich kann dies verneint werden. Der Bewertungsabschlag des Schweizer zum amerikanischen Aktienmarkt ist weiterhin nahe dem Rekordwert per Ende November 2024. Und auch gegenüber anderen europäischen Aktienmärkten weist die Schweiz eine im historischen Vergleich attraktive Bewertung auf.

Natürlich bestehen Risiken für die breite Marktentwicklung. Ein Handelskrieg und eine Rezession könnten zu einem Kippen der aktuell freundlichen Stimmungslage an den Aktienmärkten führen. Ebenso bestehen Risiken sowohl für Schweizer Aktien als auch die Schweizer Wirtschaft, sollten aus den USA tiefere Eingriffe in den Pharmasektor erfolgen. Der weiterhin hohe Abschlag des heimischen Aktienmarkts entschädigt allerdings für diese Risiken. Kurzum: Schweizer Aktien sind trotz den Kursavancen im Januar 2025 immer noch günstig bewertet.

*thomas.fischer@bekb.ch*  
*www.bekb.ch*