

# Chancen

Finanzmärkte und Konjunktur

Schweiz –  
Wirtschaft und Anlagen  
im Fokus



Basler  
Kantonalbank

1/2024

«Obwohl die Schweiz weniger als ein Promille zum jährlichen globalen Treibhausgasausstoss beiträgt, kommt ihr bei der Klimapolitik eine wichtige Vorbildfunktion zu.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer, BKB

## Schweiz – Wirtschaft und Anlagen im Fokus



**Dr. Sandro Merino**  
Chief Investment Officer

Liebe Leserinnen und Leser

Geostrategische Spannungen und globale Krisen gehen auch an der Schweiz nicht spurlos vorbei. Die Eidgenossenschaft ist aufgrund ihrer offenen Volkswirtschaft vielmehr stark global vernetzt. Das zeigt sich unter anderem am hohen Anteil der Exporte und Importe in Bezug auf das Schweizer Bruttoinlandprodukt. Mit einem Handelsvolumen von 140% des nationalen BIP zählt die Schweiz heute zu den globalen Handelschampions.

Wir werden deshalb in der aktuellen Ausgabe des Magazins «Chancen» auf einige Themen und Eigenheiten im Zusammenhang mit der Schweiz eingehen. Neben den aussenwirtschaftlichen Verflechtungen greifen wir das Thema der Klimapolitik auf. Die Schweiz dürfte hier – trotz der im globalen Kontext geringen CO<sub>2</sub>-Emissionen – zu den Vorreitern einer nachhaltigen Wirtschaft gehören. Dies gilt auch für unsere international agierenden Konzerne.

Der Schweizer Finanzmarkt weist sowohl bei Immobilien als auch bei Aktien und Obligationen spezielle Charakteristika auf. Diese gilt es sowohl bei privaten Anlagen wie auch bei Investitionen institutioneller Investoren zu berücksichtigen, um langfristig erfolgreich zu sein. In den vorliegenden Artikeln haben wir deshalb einige Aspekte analysiert, die wir als relevant erachten.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre. Auch die aktuelle Ausgabe des Magazins «Chancen» soll Ihnen Orientierung bei Ihren Anlageentscheidungen bieten. Unsere Kundenberaterinnen und Kundenberater sind bei Fragen gerne für Sie da.

Herzlichst

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The signature is written in a cursive, flowing style.

## In dieser Ausgabe



6



18



12



24

3

### Editorial

6

#### Schweizer Energieversorgung auf dem steinigen Weg zu Netto-Null

Bis 2050 soll die Energieversorgung in der Schweiz substanziell umgebaut werden. Die Schweiz könnte zu den Vorreitern einer nachhaltigeren Wirtschaft gehören. Auch multinationalen Schweizer Konzernen wie Nestlé und Holcim kommt eine wichtige Rolle zu.

12

#### Aussenhandel von grosser Bedeutung für die Schweiz

Der Saldo der Schweizer Aussenhandelsbilanz steigt seit der Jahrtausendwende stetig an. Das ist insbesondere dem rasanten Wachstum des Handels mit chemisch-pharmazeutischen Produkten zu verdanken und fusst auf dem offenen Zugang zu den grossen Märkten.

18

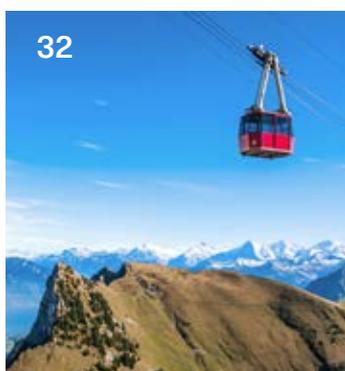
#### Immobilien: Eine wichtige Anlageklasse mit zahlreichen Herausforderungen

Immobilien gelten traditionell als bedeutender Bestandteil des Vermögensaufbaus und der Vorsorge. Gleichzeitig bilden sie eine wichtige Anlageklasse. Dabei stellen sich für Investoren diverse Fragen zu Preisfindung, Risiko oder Nachhaltigkeit.

24

#### Was Schweizer Obligationen für heimische Institutionelle unverzichtbar macht

Obligationen bilden mit ihren stabilen Eigenschaften einen wichtigen Ankerpunkt in jedem Anlageportfolio. Schweizer Obligationen bieten eine hohe Kreditqualität.



26

### **Warum sich Leitindizes unterschiedlich entwickeln und was dies für Investoren bedeutet**

2023 war für die Marktteilnehmer grundsätzlich ein gutes Börsenjahr. Allerdings gab es je nach geografischer Ausrichtung deutliche Unterschiede. Ein entscheidender Grund dafür liegt in der unterschiedlichen Zusammensetzung der Indizes.

32

### **Schweizer Aktienmarkt: Hohe Effizienz hat Konsequenzen für Fondsanleger**

Ein aktiver Fondsmanager, der sich mit dem SPI misst, einen zur Benchmark risikokontrollierten Anlagestil pflegt und eine hohe Stiltreue und Beständigkeit seines Leistungsausweises anstrebt, hat einen stark eingeschränkten Handlungsspielraum.

36

### **Schweizer Aktienmarkt: Langfristige Renditeerwartungen bleiben attraktiv**

Aktien sind die Renditetreiber in den Anlagestrategien. Entsprechend ist es wichtig, sich ein realistisches Bild über das mittel- und das langfristige Ertragspotenzial von Aktienanlagen zu machen.

40

### **Finanzmarktausblick**

Unsere leicht positiven Erwartungen an das weltweite Wirtschaftswachstum für das laufende Jahr haben sich bislang bestätigt. Dennoch rechnen wir in den kommenden Monaten mit etwas höherer Volatilität an den Aktienmärkten.



# Schweizer Energieversorgung auf dem steinigigen Weg zu Netto-Null

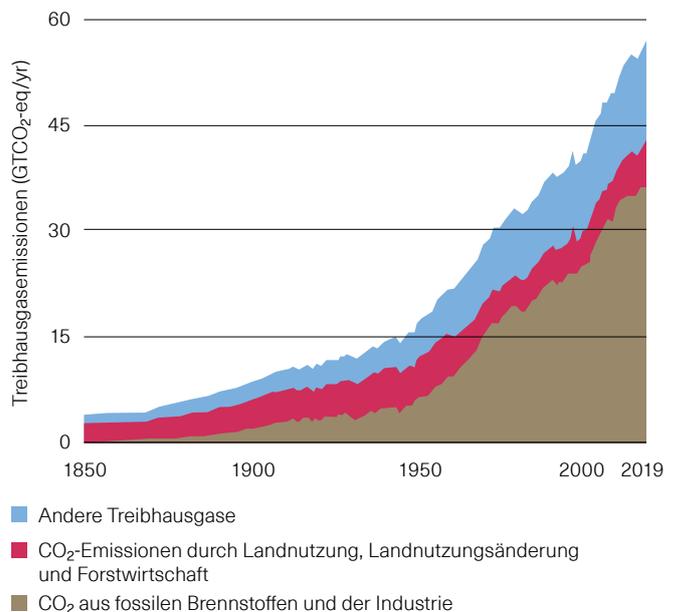
Bis 2050 soll die Energieversorgung in der Schweiz substanziell umgebaut werden: Strom aus inländischen erneuerbaren Energiequellen soll die hohe Abhängigkeit von ausländischem Öl und Gas ablösen. Den Gesetzesrahmen dafür bilden das Energiegesetz sowie das Klima- und Innovationsgesetz. Die Schweiz stösst nur etwa 0.075 % der weltweiten Treibhausgase aus. Sie verfügt dank der Wasserkraft über Standortvorteile bei der Elektrifizierung ihres Energiesystems und könnte zu den Vorreitern einer nachhaltigeren Wirtschaft gehören. Auch multinationalen Schweizer Konzernen wie Nestlé und Holcim kommt eine wichtige Rolle zu.

Für die Gestaltung der künftigen Energieversorgung der Schweiz sind zwei Volksentscheide massgeblich. Am 21. Mai 2017 wurde das Energiegesetz mit 58.2 % der Stimmen deutlich angenommen. Dieses soll zu einer ausreichenden, breit gefächerten, sicheren, wirtschaftlichen und umweltverträglichen Energieversorgung beitragen. Am 18. Juni 2023 wurde vom Schweizer Soverän dem Klima- und Innovationsgesetz mit 59.1 % ebenfalls deutlich zugestimmt. Dieses tritt am 1.1.2025 in Kraft. Es sieht vor, dass die Unternehmen spätestens im Jahr 2050 klimaneutral sein müssen. Das Ziel der Reduktion des Ausstosses von Treibhausgasen auf Netto-Null bis 2050 hat also eine gesetzliche Grundlage. Die Schweizer Energieversorgung befindet sich damit auf einem jahrzehntelangen Pfad hin zu dekarbonisierter Energie ohne Atomkraft. Die Elektrifizierung auf der Basis des Ausbaus inländischer erneuerbarer Energie und der Ausbau sowie die Integration des Stromnetzes in einen europäischen Kontext sind zentrale Umsetzungsaufgaben.

## Globaler Kontext

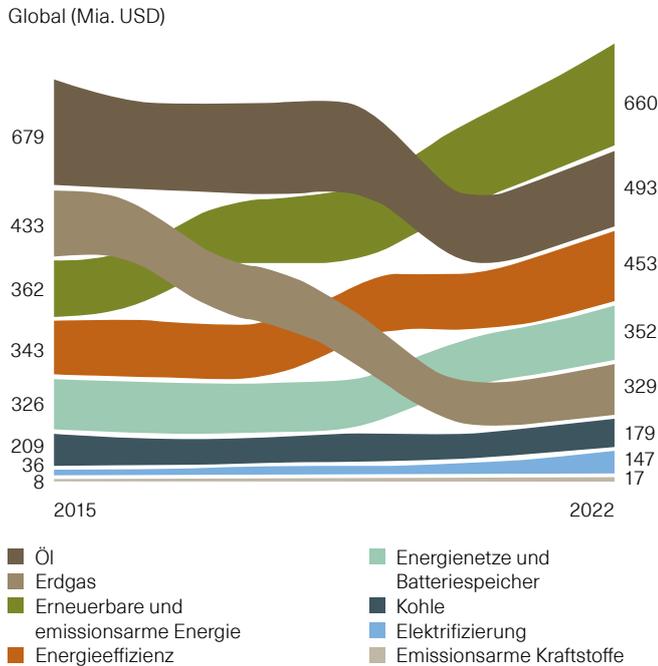
Die Schweiz verursacht aktuell mit rund 42 Megatonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalenten pro Jahr weniger als 0.1 % des weltweiten jährlichen Ausstosses von derzeit fast 60 Gigatonnen (siehe Abb. 1).

**Abbildung 1: Enormer Anstieg der Treibhausgasemissionen seit 1850**



Quelle: IPCC, 2023: Sections. In: Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, p. 43

**Abbildung 2: Die Investitionsflüsse in die diversen Energieträger verschieben sich**

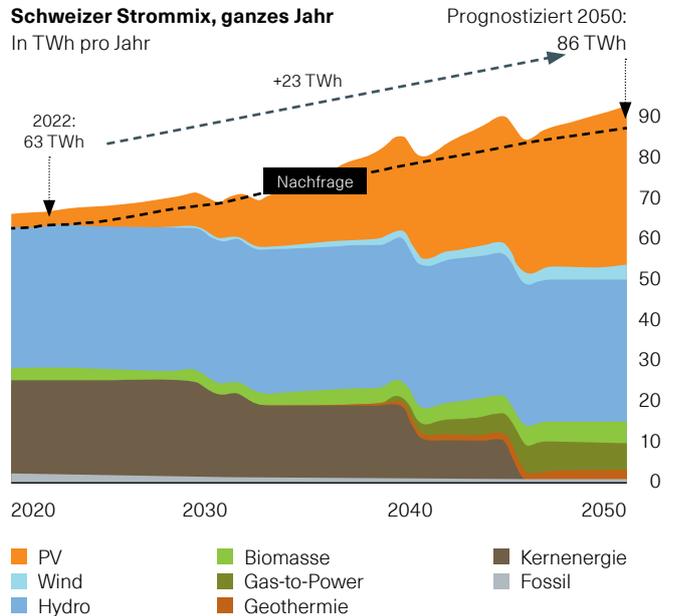


Quelle: IEA World Energy Outlook 2023

Will man eine Klimaerwärmung von über zwei oder gar über drei Grad in der zweiten Hälfte dieses Jahrhunderts verhindern, müsste global der weiter steigende Ausstoss von Treibhausgasen in wenigen Jahrzehnten auf null reduziert sein. Obwohl derzeit wenig dafür spricht, dass die drastische Reduktion der Emissionen global gelingen wird, könnte die Schweiz das Ziel lokal durchaus erreichen. Die Eidgenossenschaft hat strategische Vorteile, die der lokalen Energiewende gute Chancen eröffnen. Inwiefern sich in einer global vernetzten Wirtschaft die Vorreiter einer nachhaltigen Energieversorgung künftig wirtschaftliche Vorteile oder Nachteile verschaffen werden, ist in der Wissenschaft Gegenstand einer lebhaften und dynamischen Diskussion. Die unsichere geostrategische Entwicklung wird massgeblich über die Verteilung von Vor- und Nachteilen zwischen Vorreitern und Nachzüglern entscheiden.

Die Internationale Energieagentur (IEA) prognostiziert bis 2050 eine auf dem heutigen Niveau stagnierende, aber stabile Nachfrage von rund 100 Millionen Fass Rohöl pro Tag.

**Abbildung 3: Veränderung des Schweizer Strommix über die Zeit**



Quelle: [https://powerswitcher.axpo.com/?gclid=EAlaIqobChM\\_tf149K0gQMVEwelCh3TzwTOEAAYASAAEgIElVD\\_BwE](https://powerswitcher.axpo.com/?gclid=EAlaIqobChM_tf149K0gQMVEwelCh3TzwTOEAAYASAAEgIElVD_BwE). Null Dunkelflaute

Das laufend nachgefragte Öl wird praktisch vollständig verbrannt und als CO<sub>2</sub> in die Atmosphäre unseres Planeten freigesetzt, was unmittelbar eine weiter steigende Klimaerwärmung zur Folge hat.

**Globale Investitionsflüsse in erneuerbare Energien**

Dem eher pessimistischen Ausblick auf den künftig erwarteten Verbrauch an fossilen Brennstoffen steht ein optimistischeres Bild gegenüber beim Zuwachs der weltweiten Investitionen in die Infrastruktur zur Erzeugung erneuerbarer Energien. Im vergangenen Jahrzehnt haben diese den Investitionen in die fossile Energie-Erzeugungsinfrastruktur den Rang abgelassen (siehe Abb. 2). Insbesondere China hat hierzu beigetragen.

**Energiequellen für die Schweiz im Wandel**

Bis 2050 soll die Stromproduktion in der Schweiz stark zunehmen und den Grossteil des heute importierten Öls und Gases ersetzen. Neue Atomkraftwerke als Ersatz für die vier bestehenden Schweizer Atomkraftwerke sind nicht





Photovoltaik und Wasserkraft stehen neben der Windenergie im Fokus der künftigen Schweizer Energieversorgung.

### **Stromversorgungssicherheit im Winter**

Die Schweiz hat über das Jahr gesehen nur einen kleinen Bedarf an Stromimporten von ca. 1 TWh. Allerdings importiert sie im Winter ca. 3 TWh und exportiert im Sommer ca. 2 TWh. Mit dem Ausbau der Stromproduktion bis 2050 wird sich der Importbedarf im Winter etwa verdoppeln. Je nach Szenario könnten um das Jahr 2040, wenn die letzten Schweizer AKWs vom Netz gehen, zusätzliche Stromimporte oder Gaskraftwerke und Wasserspeicherreserven notwendig sein, um die Stromversorgungssicherheit zu gewährleisten.

### **Holcim und Nestlé: Zwei Schweizer Konzerne im Wandel**

Holcim und Nestlé gehören zu den bedeutendsten Schweizer Unternehmen und aufgrund ihrer Geschäftsmodelle zu den global grössten Emittenten von Treibhausgasen. Während der Baustoffkonzern mit einem Ausstoss von 130 Megatonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalenten der grösste Emittent ist, folgt Nestlé mit 92 Megatonnen Treibhausgasen (hinter ABB) auf dem dritten Platz. Beide zusammen übertreffen die jährlichen Klimagasemissionen der Schweiz um das Fünffache. Um diese Emissionen einzudämmen bzw. unter dem Strich klimaneutral zu produzieren, haben Nestlé und Holcim konkrete Massnahmen und Zwischenziele bis ins Jahr 2050 definiert.

### **Holcim reduziert Klinkeranteil im Zement, setzt auf alternative Brennstoffe ...**

Beim Baustoffkonzern fallen die klimaschädlichen Gase zum grössten Teil bei der Herstellung von Zement an. Herkömmlicher Portlandzement wird aus Kalkstein, Ton und diversen anderen Zusätzen hergestellt. Dafür ist viel Energie erforderlich, da die Rohstoffe gemahlen und bei über 1400 Grad Celsius zu Klinker gebrannt werden. Zusätzlich setzt Kalkstein beim Brennen CO<sub>2</sub> frei. Deshalb will Holcim den Klinkeranteil schrittweise reduzieren. Es soll vermehrt rezyklierter Bauschutt sowie Gips und Ölschiefer zum Einsatz kommen. Zudem sollen die Öfen zunehmend mit Klärschlamm, Tiermehl, Altöl und Kunststoffen betrieben werden. Letztere setzen pro Wärmeeinheit weniger CO<sub>2</sub> frei als Kohle oder Schweröl.

### **... und setzt auf die CO<sub>2</sub>-Abscheidung sowie die CSS-Speicherung**

Da Holcim ein Zementunternehmen bleiben wird, ist eine Produktion ohne CO<sub>2</sub>-Ausstoss unmöglich. Der Konzern setzt deshalb grosse Hoffnungen auf die CSS-Technologie, also die Abscheidung und Speicherung von CO<sub>2</sub>. Damit kann das freigesetzte CO<sub>2</sub> abgeschieden und im Untergrund gelagert werden, was die Atmosphäre nicht belastet. Dafür wird Holcim bis 2030 weltweit rund CHF 2 Mia. investieren. Ab 2030 sollen damit rund 44% der Emissionsreduktion erreicht werden.

### **Nestlé will die Methangasproduktion massiv reduzieren ...**

Beim grössten Nahrungsmittelkonzern der Welt entsteht ein Drittel der Emissionen bei der Herstellung von landwirtschaftlichen Basisprodukten. So verursacht die Produktion von Milch und Fleisch grosse Mengen des besonders klimaschädlichen Methans. Ungefähr die Hälfte des Methangases, das bei der Produktion von Milch anfällt, entsteht bei der Verdauung in den Mägen der Kühe. Eine Möglichkeit, den Ausstoss von Methan bei den Rindern zu reduzieren, liegt in Futtermittelzusätzen. Diese sollen mit Unterstützung der Wissenschaft (u.a. ETH Zürich) die Methanproduktion in den Mägen der Kühe um bis zu 80 % reduzieren.

### **... sowie das Herdenmanagement optimieren und die Agroforstwirtschaft fördern**

Grosse Einsparungsmöglichkeiten sieht Nestlé auch mit einem optimierten Herdenmanagement und der damit verbundenen höheren Produktivität der Betriebe. So könnten künftig Futterroboter eingesetzt werden, die es den Kühen erlauben, dann zu fressen, wenn es ihnen passt. Den Tieren soll es dadurch besser gehen, sie sind gesünder und haben ein längeres Leben. Da Kühe in den ersten zwei Jahren keine Milch geben, aber Methan ausstossen, sinkt der Klimagasausstoss pro Liter Milch, wenn ein Tier länger lebt. Nestlé setzt zudem auf die Umstellung der konventionellen Landwirtschaft auf Agroforstwirtschaft. Elemente des Ackerbaus und der Tierhaltung werden dabei mit der Forstwirtschaft kombiniert. Dies hilft der Bodenfruchtbarkeit und im Schatten von Bäumen können auch Kaffeesträucher



Futterzusätze sollen die Methanproduktion in den Mägen von Kühen um bis zu 80 % reduzieren.

Bei der Zementproduktion werden dagegen grosse Hoffnungen auf die Abscheidung und Speicherung von CO<sub>2</sub> gesetzt.

und Kakaobäume besser gedeihen. Eine solche landwirtschaftliche Methodik unterstützt zudem die Biodiversität. Zu diesem Zweck treibt Nestlé die Aufforstung kräftig voran.

### **Nestlé: Der erste Meilenstein soll bereits im Jahr 2030 erreicht werden**

Obwohl der Nahrungsmittelkonzern erst in rund 25 Jahren die Klimaneutralität anstrebt, gibt es bereits in rund fünf Jahren eine erste grössere Standortbestimmung mit messbaren Zielwerten. So strebt Nestlé bis zum Jahr 2030 eine Halbierung der Emissionen auf 46.2 Megatonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalente gegenüber 2018 an. Dieser Wert ist kommuniziert – daran wird sich der Konzern messen lassen müssen.

### **Klimapläne mehr als reine Absichtserklärungen**

Trotz der angestrebten Verbesserungen verantworten sowohl Holcim als auch Nestlé in den kommenden Jahren weitere klimaschädliche Emissionen in beträchtlichem Umfang. Es ruht viel Hoffnung auf wissenschaftlichen Durchbrüchen bei Verfahren wie CCS oder den methanreduzierenden Zusatzstoffen in der Viehnahrung. Trotzdem sind die Klimapläne von Holcim und Nestlé mehr als reine Absichtserklärungen. Sie basieren auf den Vorgaben der Science Based Targets Initiative (SBTi). Diese bewertet die Reduktionsziele von Unternehmen und prüft, ob sie mit wissenschaftlichen Szenarien zur Bekämpfung des Klimawandels vereinbar und im Einklang mit dem Pariser Klimaabkommen sind. SBTi gilt mittlerweile als Goldstandard für die externe Prüfung der Klimaziele und auch die Investoren achten immer stärker auf dieses Gütesiegel.



# Aussenhandel von grosser Bedeutung für die Schweiz

Der Schweizer Aussenhandelsbilanzsaldo steigt seit der Jahrtausendwende stetig an. Das ist insbesondere dem rasanten Wachstum des Handels mit chemisch-pharmazeutischen Produkten zu verdanken und fusst auf dem offenen Zugang zu den grossen Märkten. Eine schärfere Konfrontation der geopolitischen Blöcke China, USA sowie EU könnte sich für die Schweiz entsprechend zum Problem entwickeln. Bisher hat die Schweizer Politik jedoch erfolgreich wirtschaftsfreundliche Rahmenbedingungen geschaffen.







## Schweizer Aussenhandel: vom 13. Jahrhundert bis in die Neuzeit

Mit einem Handelsvolumen von 140% des nationalen BIP zählt die Schweiz heute zu den globalen Handelschampions – wie schon seit Jahrhunderten. Dabei waren die Voraussetzungen für das relativ kleine, bergige Land ohne besondere Rohstoffvorkommen und ohne Meerzugang eher hinderlich. Allerdings mangelte es der Schweiz im Mittelalter an Getreide und Salz, deren Importe sie insbesondere mit Exporten von Vieh und Viehprodukten sowie Söldnerdiensten finanzierte. Die Gotthardroute wurde im 13. Jahrhundert als Fördermassnahme für den Export von Vieh in die norditalienischen Städte ausgebaut. Diese Transitstrecke war für das «Heilige Römische Reich Deutscher Nation» so interessant, dass Uri, Schwyz und Unterwalden den reichsfreien Status erhielten – ein wesentliches Element zur Entstehung der Schweizer Eidgenossenschaft.

Weitere historische Entwicklungen begünstigten die Orientierung der Schweiz auf den Handel. Der «Ewige Frieden» mit Frankreich nach der Niederlage in der Schlacht bei Marignano im Jahr 1515 markiert den Beginn der schweizerischen Neutralitätspolitik. Diese bedeutete einen wesentlichen Standortvorteil, da der Verzicht auf kostspielige Expansionskriege die Planungssicherheit und die Investitionsbereitschaft erhöhte und die Steuern tief hielt. Ferner bekam die Schweiz von Frankreich im Gegenzug für das Anwerberecht von Söldnern weitreichende Handelsprivilegien.

Im Zuge der Reformation ab dem frühen 16. Jahrhundert wurde das Umfeld wirtschaftsfreundlicher, und die Aufhebung des Zinsverbots legte den Grundstein für die schweizerische Finanzindustrie. Protestantische Glaubensflüchtlinge wurden zunächst nicht in die Zünfte aufgenommen und durften damit ihre Handwerke nicht aus-

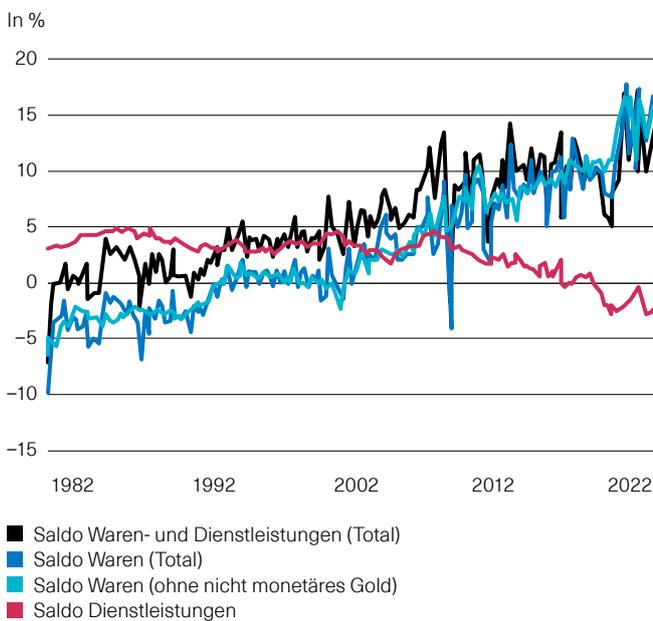
üben, sodass sie sich auf den Handel verlegten. Dabei kam ihnen ihre internationale Vernetzung zugute. Frühe Exportschlager waren Textilien, die man günstig in Heimarbeit spinnen und weben liess, sowie Uhren aus der Westschweiz, die sich aufgrund der hohen Wertschöpfung und des geringen Gewichts besonders für den Export eigneten. Die industrielle Revolution in England zwang die Schweizer Textilexporteure dann zur Rationalisierung, woraus sich die Maschinenbauindustrie entwickelte. Ebenfalls mit der früher dominierenden Textilindustrie verbunden war die Entstehung der chemischen Industrie, die wiederum den Pharmasektor hervorbrachte.

In der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts beendeten protektionistische Blockaden die intensiven Handelsbeziehungen der Eidgenossenschaft innerhalb Europas. Dank der Abhängigkeit vom Ausland sowie dem Fehlen einer starken politischen Zentralgewalt hielt die Schweiz am Prinzip des Freihandels fest. Die Exporteure richteten sich globaler aus und wandten sich Märkten in Übersee zu. Nach der Gründung des Bundesstaates im Jahr 1848 ging die Kompetenz für Zoll- und Handelsfragen von den Kantonen auf den Bund über. In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts verbesserten die britische Handelsliberalisierung und neue Freihandelsverträge wieder die Handelsbedingungen für die Schweiz in Europa. Auch der Bau des Eisenbahnnetzes, insbesondere des Gotthardtunnels (1872–1880), führte zu einer Reorientierung auf europäische Handelspartner, die bis heute anhält.

Gemessen am Anteil an der Weltbevölkerung (0.1 %) belief sich der Anteil der Schweiz am globalen BIP laut Weltbank im Jahr 2022 auf das Achtfache (0.8 %) und am globalen Handelsvolumen gar auf das Achtzehnfache (1.8 %).

**B**is Anfang der 1990er Jahre verfügte die Schweiz über eine mehrheitlich ausgeglichene Aussenhandelsbilanz. Importe und Exporte aller Waren und Dienstleistungen waren ähnlich gross. Der Saldo des dominierenden Warenhandels war dabei im Gegensatz zum Dienstleistungshandel überwiegend negativ, der Wert der Warenimporte überstieg den Wert der Warenexporte. Seit den 1990er Jahren steigt der Schweizer Aussenhandelsbilanzsaldo dank eines wachsenden Exportüberschusses von Waren stetig an (siehe Abb. 5).

**Abbildung 5: Aussenhandelssaldo in Prozenten des Bruttoinlandprodukts**



Quelle: BKB, SNB. Vierteljährliche Daten von Q1/1980 bis Q4/2023

### Warenhandel: Besonderheiten durch umfangreichen Goldhandel

Die starken Schwankungen des Warenhandelssaldos, die auf die gesamte Handelsbilanz durchschlagen, entstehen insbesondere durch die bedeutenden Ein- und Ausfuhren nicht monetären Goldes. Denn vier weltweit führende Goldraffinerien befinden sich in der Schweiz. Der hohe absolute Wert und die mitunter starke Volatilität des Goldpreises führen zu erheblichen Verzerrungen sowohl auf der Import- als auch auf der Exportseite. So hat Gold über die vergangenen 40 Jahre im Mittel etwa 20%, in Spitzen über 40% des Warenhandels ausgemacht. Zwar gleichen sich Goldimporte und -exporte über die Zeit weitgehend aus, dennoch wird je nach Analysezeitraum meist das «konjunkturelle Handelsvolumen», also das Handelsvolumen ohne Gold, betrachtet.

### Positiver Saldo im Warenhandel dank chemisch-pharmazeutischer Produkte

Der Anstieg des Handelsbilanzsaldos ist insbesondere dem rasanten Wachstum des Handels mit chemisch-pharmazeutischen Produkten zu verdanken. Deren Exporte haben sich von 1990 bis 2022 auf knapp CHF 135 Mia. mehr als versechsfacht, während die Importe dieser Warengruppe im gleichen Zeitraum «nur» um etwa das Fünffache auf CHF 65 Mia. gestiegen sind. Damit kommt den chemisch-pharmazeutischen Erzeugnissen im Aussenhandel der Schweiz eine überragende Stellung zu. Sie machen auf der Exportseite etwa die Hälfte und auf der Importseite mehr als ein Viertel des konjunkturellen Warenverkehrs aus. Die grosse Bedeutung sowohl auf der Export- wie auch auf der Importseite beweist die starke globale Vernetzung der Unternehmen in diesem Sektor.



Chemisch-pharmazeutischen Erzeugnissen kommt im Aussenhandel der Schweiz eine überragende Stellung zu.

Dies gilt auch für die zweitwichtigste Warengruppe im Schweizer Aussenhandel, den Maschinenbau. Dessen Handelsvolumen ist in den zurückliegenden 30 Jahren nur sehr verhalten gewachsen, sodass sein Anteil am konjunkturellen Warenhandel von 27 % (1990) auf 14 % (2022) gesunken ist. Da die Maschinenimporte stärker zugenommen haben als deren Exporte, ist der Beitrag zum Handelssaldo inzwischen negativ. Schweizer Uhren sind seit Jahrhunderten im Ausland sehr gefragt und stehen in der Warenexportstatistik mit CHF 25 Mia. (2022) auf dem dritten Rang. Sie liefern mit CHF 21 Mia. (2022) den zweithöchsten Aussenbeitrag im Warenhandel, gefolgt von Präzisionsinstrumenten. Einen starken Importüberschuss und damit negativen Beitrag zum Handelssaldo verzeichnen dagegen Fahrzeuge und Energieträger (jeweils rund CHF –13 Mia. im Jahr 2022), Textilien und Schuhe (CHF –8 Mia.) sowie Nahrungs- und Genussmittel (CHF –3 Mia.). Langfristig zeigen Schweizer Warenimporte eine hohe Sensitivität zur Binnenkonjunktur der Schweiz, wohingegen die Warenexporte stärker auf das Wirtschaftswachstum der übrigen OECD-Länder reagieren.

#### **Wichtigste Warenhandelspartner sind die Europäer**

Die Hälfte des Warenhandels der Schweiz findet mit europäischen Partnern statt, davon 45 % mit der EU und 16 % mit Deutschland als grösstem Handelspartner. 1990 entfielen noch 74 % auf Europa, 66 % auf die EU und 28 % auf Deutschland. Ein Grund für den starken Rückgang ist ein deutlicher Strukturbruch der Datenquelle: Die aussenhandelsstatistischen Erhebungen des Bundesamtes für Zoll- und Grenzsicherheit zum Warenverkehr nach Handelspartnern weisen erst seit 2012 Daten zum Goldverkehr aus.

Ausserdem haben im Zeitraum der zurückliegenden 30 Jahre andere Handelspartner an Bedeutung gewonnen. So konnten die USA, der zweitwichtigste Handelspartner im Warenverkehr, ihren Anteil von 7 % auf 14 % verdoppeln, und China rangiert heute dank des Anstiegs von 0 % auf 9 % auf dem dritten Platz. Während die Schweiz mit den USA und China einen positiven Warenhandelssaldo erzielt, bezieht sie aus Europa und insbesondere aus Deutschland deutlich mehr Waren, als sie dorthin exportiert.

**Der Anstieg des Handelsbilanzsaldos ist insbesondere dem rasanten Wachstum des Handels mit chemisch-pharmazeutischen Produkten zu verdanken.**

#### **Dienstleistungshandel: Mit wachsender Bedeutung zum negativen Saldo**

Der Anteil der Dienstleistungen am gesamten Schweizer Waren- und Dienstleistungshandel ist über die vergangenen 40 Jahre von etwa 20 % auf über 30 % gewachsen. Während in früheren Jahren der Dienstleistungshandelssaldo positiv war und den negativen Saldo im Warenhandel ungefähr ausgleichen konnte, liegt er heute deutlich im negativen Bereich.

Vor 40 Jahren zählten sowohl auf der Import- als auch auf der Exportseite Tourismus und Transportdienste zu den wichtigsten Sektoren des Dienstleistungshandels. Zwischenzeitlich hat sich ihr Anteil am gesamten Dienstleistungshandel von ehemals jeweils rund 30 % mehr als halbiert. Auf der Exportseite waren zudem Finanzdienstleistungen eine Haupteinnahmequelle. Deren Bedeutung hat jedoch seit der Finanzkrise im Jahr 2008 sowohl absolut als auch relativ eingebüsst und wesentlich zum Rückgang des Dienstleistungshandelssaldos beigetragen.

Stark zugenommen haben dagegen – einhergehend mit dem überragenden Anstieg des Handels mit chemisch-pharmazeutischen Produkten auf der Wareenseite – die Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Ausland. Gleiches gilt für die Auslandsumsätze mit Lizenzgebühren, die sich ebenfalls negativ auf den Saldo der Dienstleistungsbilanz auswirken. Die Zahlungen in diesen beiden Bereichen fließen zum grössten Teil in die USA, während die übrigen Dienstleistungskategorien meist von europäischen Handelspartnern dominiert werden.

### **Abhängigkeit vom Pharma- und Chemiesektor sowie Protektionismus bergen Gefahren**

Zusammengefasst hat der Schweizer Aussenhandel im Zuge seines Wachstums in den vergangenen Jahrzehnten bedeutende strukturelle Änderungen erfahren. Die enorme Bedeutung des chemisch-pharmazeutischen Sektors erinnert an die einstige Abhängigkeit der Schweizer Wirtschaft von Textilexporten und würde im Falle eines Strukturwandels das Risiko schmerzhafter Anpassungen in sich bergen.

Der Belastung durch den starken Franken haben die Schweizer Exportunternehmen in der Vergangenheit dagegen recht gut standgehalten. Das liegt auch daran, dass die ausländische Nachfrage nach den innovativen, spezialisierten und qualitativ hochwertigen Produkten der

Schweizer Exportindustrie eher weniger auf durch Wechselkursschwankungen ausgelöste Preisänderungen reagiert, sondern – insbesondere bei Maschinen und Uhren – mehr von konjunkturellen Schwankungen abhängig ist. Die Frankenstärke ist für die Schweizer Unternehmen vielmehr ein ständiger Antrieb zur Rationalisierung und Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gewesen.

Eine schärfere Konfrontation der geopolitischen Blöcke China, USA sowie EU mit protektionistischen Tendenzen und Sanktionen könnte sich auch für die global aufgestellte Schweiz zum Problem entwickeln. Denn sowohl China als auch die USA haben einen wesentlichen Anteil am positiven Warenhandelsbilanzsaldo der Schweiz. Bislang hat die Schweizer Politik erfolgreich wirtschaftsfreundliche Rahmenbedingungen geschaffen. Dazu zählen wirtschaftliche Offenheit und wettbewerbsfreundliche Regulierung, hohe Rechtssicherheit, international konkurrenzfähige Unternehmensbesteuerung, hohe Verfügbarkeit von Bildung, Forschung, Innovation und damit von qualifizierten Arbeitskräften, ein flexibler Arbeitsmarkt, ein hoch entwickeltes und stabiles Finanzsystem sowie gesunde öffentliche Finanzen und eine effiziente Infrastruktur. Dies gibt Zuversicht, dass die Schweiz dank ihrer Innovationskraft und Flexibilität auch in Zukunft widrige Bedingungen überwinden kann und ein Spitzenreiter im Handel bleibt.



China, USA, EU: Protektionistische Tendenzen und Sanktionen könnten sich auch für die global aufgestellte Schweiz zum Problem entwickeln.





# Immobilien: Eine wichtige Anlageklasse mit zahlreichen Herausforderungen

Traditionell gelten Immobilien als bedeutender Bestandteil des Vermögensaufbaus und der Vorsorge. Gleichzeitig bilden sie eine wichtige Anlageklasse. Dabei stellen sich für Investoren diverse Fragen zu Preisfindung, Risiko oder Nachhaltigkeit. Das Wörterbuch beschreibt Immobilie als «unbeweglichen Besitz». Mittelfristig braucht es einiges, um den strukturellen Veränderungen zu begegnen oder die gesetzlichen Vorgaben im nächsten Vierteljahrhundert zu erreichen und den Wert von Immobilien zu erhalten.

Immobilien betreffen uns alle. Sei es als Mieterin und Mieter oder als Besitzerin und Besitzer der eigenen vier Wände. Viele sind mit hohen Mieten oder astronomischen Kaufpreisen konfrontiert oder interessieren sich für Immobilien als Teil ihrer Vorsorge. Gemeint sind meist Wohnimmobilien, obwohl diese nur ein Segment des Immobilienmarktes darstellen. Viele Flächen in der Schweiz werden gewerblich genutzt.

## **Gewerbeimmobilien: Höhere Renditen bei höherem Risiko**

Der Markt für Gewerbeflächen ist ein sehr heterogenes Sammelsurium. Dieses reicht von Büros, Läden, Fabriken, Lagern und Verwaltungsgebäuden über Hotels und Restaurants bis hin zu Parkplätzen. Dazwischen drängen sich noch zahlreiche Untergruppen. Gleichzeitig sind Gewerbeimmobilien statistisch bei Weitem nicht so genau erfasst wie der Wohnsektor. Informationen über Bestand, Wert und Transaktionen sind oftmals nicht öffentlich zugänglich. Zudem fehlen zentrale Datenquellen.

Statista schätzt den Wert von Gewerbeimmobilien der Schweiz auf über CHF 1000 Mia. und der Bestand wächst über ein Prozent pro Jahr. Zum Vergleich: Der US-Markt für Gewerbeflächen ist rund 23 Mal grösser. Büro- und Verkaufsflächen machen rund die Hälfte des Wertes der Schweizer Gewerbeflächen aus und kommen gemeinsam auf gut 100 Mio. Quadratmeter Nutzfläche. Dies entspricht der aggregierten Fläche der Städte Bern, Genf und Luzern. Der Büromarkt dominiert, dieser ist beinahe doppelt so gross wie der Markt für Verkaufsimmobilien.

Anlegerinnen und Anleger suchen bei Gewerbeimmobilien eine höhere Rendite als bei Wohngebäuden. Dafür nehmen sie ein deutlich höheres Risiko in Kauf. Denn Gewerbeflächen reagieren stärker auf Wirtschaftsschwankungen. In Boomphasen arbeiten mehr Menschen, folglich ist der Platzbedarf grösser als in Wirtschaftsflouten. Zudem besteht ein höheres Leerstandsrisiko, da es für diese Flächen meist nur wenige, grosse Mieter gibt. Zusätzlich haben Mietverträge in der Regel lange Kündigungsfristen und sind oft an die Inflationsentwicklung gekoppelt.

Derzeit ist das Segment einem grossen Wandel unterworfen. Seit der Corona-Pandemie arbeiten mehr Menschen von zu Hause aus und bestellen Waren verstärkt im Internet. Dies reduziert den Bedarf an Büro- und Verkaufsflächen deutlich. Darum gibt es weltweit Bestrebungen, ungenutzte Büros in Wohnfläche umzuwandeln. Logistikimmobilien erfreuen sich einer grossen Nachfrage.

### **Wohnimmobilien in der Schweiz:**

#### **Es wird zu wenig gebaut**

Von allen Teilen des Immobilienmarktes ist der Sektor Wohnen statistisch am besten erfasst. 1 785 321 – so viele Gebäude mit Wohnnutzung gab es gemäss dem Bundesamt für Statistik (BfS) 2022 in der Schweiz. Über die Hälfte sind Einfamilienhäuser, ein Viertel sind Mehrfamilienhäuser. Die meisten Wohnbauten stehen in den bevölkerungsreichsten Kantonen Zürich, Bern, Waadt, Aargau und St. Gallen.

Bewohnt werden sie hauptsächlich zur Miete. Von den rund vier Millionen Haushalten in der Schweiz lebt nur ein gutes Drittel im Wohneigentum, davon die Hälfte im eigenen Einfamilienhaus. Es gibt seit den 1970er Jahren eine langsame Tendenz zu mehr Wohnbesitz, vor allem in ländlichen Regionen. In Kantonen mit grossen Städten liegt die Besitzquote deutlich niedriger.

In der Schweiz wird zu wenig gebaut. Mit 10 000 neuen Wohngebäuden im Jahr 2021 ist die Bautätigkeit bei Weitem zu tief. Seit 1990 wurden rund 400 000 Gebäude erstellt. Dabei wurden immer mehr Wohnungen und immer weniger Einfamilienhäuser gebaut. Dies ist ein Ausdruck der voranschreitenden Verstädterung. Generell wird weniger, aber verdichteter gebaut. Es herrscht die Tendenz zu kleinen Wohnungen und Gebäuden mit mehreren Wohnungen. Im Bestand der Wohngebäude gibt es viel Bewegung. In den vergangenen Jahren wurden pro Jahr rund 3 000 Wohnungen verkauft und etwa 55 000 Wohnungen oder 1 % des Bestandes war im Durchschnitt unbewohnt. Ein Zehntel der Bevölkerung zieht im Laufe eines Jahres um, meist innerhalb des gleichen Kantons und häufig in eine grössere Wohnung. Laut BfS wohnen immer weniger Personen in einem Haushalt, während die durchschnittliche Wohnfläche ansteigt.

Die Preise für Wohnflächen werden von anderen Treibern bestimmt als für Gewerbeimmobilien. Insgesamt steigt die Nachfrage, da sich die Bevölkerung der Schweiz durch Zuwanderung der Zehn-Millionen-Marke nähert. Zudem beflügeln eine robuste Konjunktur, eine geringe Arbeitslosigkeit sowie die Tendenz zu Homeoffice die Suche nach mehr Wohnraum. Dämpfend wirken die restriktive Kreditvergabe und der steigende Referenzzinssatz.

Seit der Pandemie arbeiten mehr Menschen von zu Hause aus und bestellen Waren verstärkt online. Dies senkt den Bedarf an Büro- und Verkaufsflächen deutlich.

#### **Immobilien: Ein wichtiger Baustein für Vermögensaufbau und Vorsorge**

Diese Preismechanismen sind für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer wichtig, da viele Gelder der zweiten Säule in Immobilien investiert sind. Doch wem gehören eigentlich die Wohngebäude in der Schweiz? Das sind zuallererst private Haushalte. Sie besitzen rund 60 % der Wohngebäude. Das BfS listet noch vier andere Besitzergruppen auf. Rund 11 % der Wohngebäude gehören juristischen Personen. Dahinter verbergen sich Fonds, Immobiliengesellschaften und Pensionskassen. Dies sind zum einen die grossen Vermieter der Schweiz, zum anderen die Anbieter von Anlageprodukten, die für die Vermögensbildung und die Vorsorge wichtig sind. Die Werte unterscheiden sich stark in den einzelnen Kantonen (siehe Abb. 6).

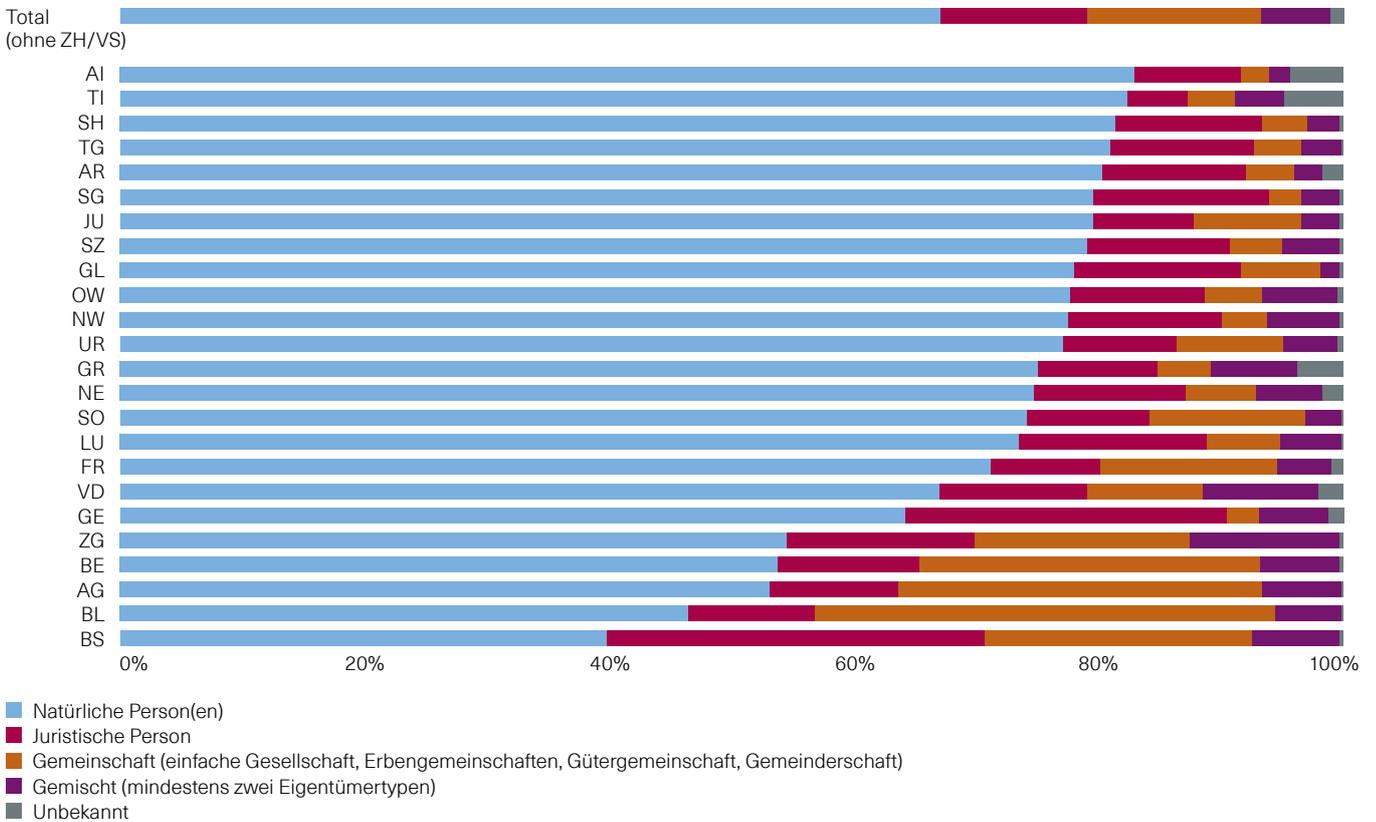
Immobilien als Anlageklasse sind wichtig, da sie langfristig stabil sind. Sie helfen bei der Streuung der Risiken und dienen häufig als Anker in der Anlagepolitik. Sie sind ein wichtiger Baustein sowohl des Wohlstandes als auch der Vorsorge.



Mit der wachsenden Schweizer Bevölkerung steigt auch die Nachfrage nach Wohn- und Gewerbeimmobilien.

**Abbildung 6: Wem gehören die Immobilien in der Schweiz?**

Gebäude nach Eigentübertyp und Kanton, 2022



Die Kantone Zürich und Wallis sind nicht in der Statistik berücksichtigt, weil die Qualität ihrer aktuellen Daten bzw. die Verknüpfungsmöglichkeiten mit dem eidgenössischen Gebäude- und Wohnungsregister (GWR) noch nicht ausreichen.

Quelle: BfS (2023) – Gebäude und Wohnungsstatistik

Pensionskassen haben in den vergangenen Jahren den Immobilienanteil an ihren Gesamtvermögen kräftig ausgebaut, teilweise bis an die gesetzlich festgelegte Obergrenze von 30%. Damit haben sie ihre Anlagen seit 2004 verdreifacht. Sie haben an die CHF 250 Mia. Pensionskassengelder in Immobilien angelegt. Mit den daraus hervorgehenden höheren Ausschüttungsrenditen konnten sie das Niedrigzinsumfeld gut überstehen. Inzwischen zahlt der Markt wieder höhere Zinsen und die Zielgrösse der Immobilienanlage scheint erreicht. Daher kommt kein weiterer Kaufdruck in den Markt. Aber auch keine grosse Notwendigkeit, sich von diesen Anlagen zu trennen. Solange es in der Schweiz einen positiven Zuwanderungssaldo gibt, bleibt die Nachfrage nach Wohnraum hoch und Immobilien eine begehrte Anlage. Aufgrund der Illiquidität der Anlageklasse – der Name Immobilie ist hier Programm – wäre die Rückführung dieser hohen Immobiliengewichtung eine Herausforderung.

#### **Limitierte Liquidität von Immobilienfonds**

Anlageprodukte auf Immobilien sind knappe Güter, was sich auf zwei Arten auswirkt. Zum einen zahlt man beim Fondskauf oftmals einen Preis, der über dem Wert der Immobilien liegt. Dieser Unterschied heisst Aufgeld oder Agio und drückt den Mangel an Angebot oder eine überbordende Nachfrage aus. In Boomphasen wurden sogar 60% mehr als der geschätzte Wert bestimmter Fonds bezahlt.

Je nachdem, ob man kauft oder verkauft, bestehen unterschiedliche Preisvorstellungen. Sind viele Marktteilnehmer vorhanden, liegen die Forderungen beider Seiten eng beisammen, was zu verstärkten Umsätzen mit moderaten Kursbewegungen führt. Dieser Effekt heisst Marktliquidität. Fehlt diese, können einzelne, sehr kleine Transaktionen zu grossen Kurssprüngen führen, ohne dass dies die fundamentale Situation der Produkte ausdrückt. Verglichen mit der Liquidität von Immobilienfonds erscheint ein ausgetrockneter Schwamm als tropisches Feuchtgebiet. Die täglichen Umsätze mancher Fonds sind so gering, dass sie zum Teil die Preisbewegung einer Jahresrendite auslösen.

#### **Von Immobilien(-fonds) und den Denkansätzen bei der Nachhaltigkeit**

Eng verbunden mit dem Immobilienwert ist die Nachhaltigkeit. Was diese für Immobilien oder deren Anlageprodukte genau bedeutet, lässt sich nicht eindeutig beantworten und führt oft zu philosophischen Diskussionen. Ohne Letztere hier aufzunehmen, gibt es für Gebäude und Finanzprodukte feste Eckpunkte. Der Gesetzgeber fordert einen klimaneutralen Wohnungsbestand bis 2050. Neubauten entsprechen in der Regel diesem Standard. Um jedoch die Dimension dieser Vorgabe zu verstehen, muss man genau auf den Bestand schauen. Nur gut ein Fünftel aller Wohngebäude in der Schweiz stammt aus diesem Jahrtausend, ein weiteres Fünftel entstand zwischen 1980 und 2000. Beinahe 60% aller Wohngebäude sind älter als 50 Jahre. Es ist eine Mammutaufgabe, diese flächendeckend auf saubere Energiequellen, effiziente Fassaden und Dächer umzurüsten.



Immobilien sind ein wichtiger Baustein für den Vermögensaufbau. Dies gilt sowohl für den Kauf von Immobilienfonds wie auch für den Erwerb von selbstgenutztem Wohneigentum.

Die Schweiz nutzte 2022 fürs Heizen noch mehrheitlich Öl oder Gas (siehe Abb. 7). Zwar sank der Anteil fossiler Energien seit 1990 um 10%, aber dies ist auf die jüngere Bautätigkeit zurückzuführen. Insgesamt spielen die als nachhaltig eingestufteten Energiequellen wie Fernwärme, Holz oder Wärmepumpen mit einem Drittel bislang eine untergeordnete Rolle.

Ihr Zuwachs betrug in 32 Jahren nur 14%. Einzig der Anteil der Wärmepumpen ist stark angestiegen. Dagegen sind Holzheizungen rückläufig und Fernwärme nahezu unbedeutend. Es bedarf noch grosser Anstrengungen und Investitionen, um die Immobilien in Einklang mit den Vorschriften zu bringen. Liegenschaften, die dies nicht erreichen, könnten drastisch im Wert fallen. So gelten beispielsweise in den Niederlanden seit 2023 Nutzungs- oder Vermietungsverbote, wenn bestimmte Energieklassen nicht erreicht werden.

**Abbildung 7: Heizen in der Schweiz – deutliche Unterschiede in der Entwicklung der Energiequellen**

	1990	2022	Veränderung
Öl	59 %	39 %	-19 %
Gas	9 %	18 %	9 %
Wärmepumpe	2 %	19 %	17 %
Holz	17 %	12 %	-5 %
Elektrizität	12 %	8 %	-4 %
Fernwärme	1 %	4 %	3 %
Sonstige	1 %	1 %	0 %

Quelle: BfS, BKB

### **Nicht jeder Immobilienfonds erhält ein ESG-Gütesiegel**

Investorinnen und Investoren haben bei Immobilienfonds einen anderen Blickwinkel auf die Nachhaltigkeit. Oftmals reicht ein energie- und umwelteffizientes Gebäude allein nicht aus. Mindestens ähnlich wichtig ist die Lage, dass zur Miete wohnende Haushalte befragt werden, die Infrastruktur einen Wohlfühlfaktor erzeugt und die Fondsgesellschaft sich sowohl sozial als auch korrekt verhält. Nur dann erhält der Fonds ein sogenanntes ESG-Gütesiegel, das zur nachhaltigen Einschätzung berechtigt. Hier kommt viel Subjektivität ins Spiel, weil man für diese Einschätzung auf die unterschiedlichsten Punkte Wert legen kann. Der Einzelne kann dies, auch aufgrund der oft hohen Zahl an Liegenschaften in einem Fonds, kaum allein erfassen. Profis verlassen sich daher auf die Einschätzung von spezialisierten Firmen. Trotzdem bleibt die Lage verworren, da es bald mehr Zertifizierer als gelistete Schweizer Immobilienfonds gibt.

Wir wählen für unsere Einschätzung aus dieser Vielfalt nur Zertifikate aus, die in der Fondslandschaft zum Tragen kommen und wenn möglich einen lokalen Hintergrund haben. Die infrage kommenden Zertifikate stehen für uns gleichberechtigt nebeneinander, da wir akzeptieren, dass es viele Wege nach Rom gibt. Allerdings stellen wir sportliche Hürden an die Noten, die die Fonds in diesen Prüfungen erreichen müssen, bevor wir ein Produkt als nachhaltig einstufen und investieren.



## Was Schweizer Obligationen für heimische Institutionelle unverzichtbar macht

Obligationen bilden mit ihren stabilen Eigenschaften einen wichtigen Ankerpunkt in jedem Anlageportfolio. Insbesondere auf Schweizer Obligationen können hiesige Investorinnen und Investoren nicht verzichten. Unter anderem bieten sie eine hohe Kreditqualität.

Wer sich für eine Anlage in Obligationen entscheidet, kann in aller Regel damit rechnen, dass neben den laufenden Zinszahlungen der Wert der Obligation am Ende der Laufzeit zu 100 % zurückbezahlt wird. Das schätzen sowohl private als auch institutionelle Investorinnen und Investoren. Beispielsweise hält eine Schweizer Pensionskasse durchschnittlich 20 % ihres Vermögens in Obligationen, die auf Schweizer Franken lauten.

Neben Pensionskassen und Versicherungen spielen Banken in der Wertschöpfungskette des festverzinslichen Kapitalmarkts (Geldmarkt und Obligationen) eine grosse Rolle. Sie verhelfen grosskapitalisierten Unternehmen zu Finanzierungen am Obligationenmarkt, d.h. zur Platzierung von Obligationen am Primärmarkt. Zudem sind Banken in den Handel der emittierten Obligationen involviert. Aktuell umfasst der wichtigste Schweizer Obligationenindex, der Swiss Bond Index, ein Emissionsvolumen von rund CHF 500 Mia. – verteilt auf ca. 1500 Anleihen. Das ist weniger als 1 % des Weltmarktes. Der Schweizer Obligationenmarkt ist somit eine sehr lokale Angelegenheit mit lokalen Akteuren.

### Schweizer Obligationenmarkt mit lokalen Eigenheiten

Im Vergleich mit dem ausländischen Obligationenmarkt stechen bei genauerem Hinsehen weitere Eigenheiten ins Auge. In den Swiss Bond Index werden Anleihen über CHF 100 Mio. aufgenommen. Diese Losgrösse ist tiefer als in anderen Ländern und geht mit einer schlechteren Handelbarkeit der Titel einher. Trotz des institutionalisierten Finanzplatzes sind Schweizer Obligationen somit illiquider. Dies äussert sich in einem tieferen Handelsvolumen sowie höheren Geld-Brief-Spannen beim Kauf und Verkauf der

Titel. Weil der Preisfindungsmechanismus zudem tendenziell langsamer abläuft, kommt ein sehr aktiver Anlageansatz im Schweizer Obligationenmarkt schnell an seine Grenzen.

Im Gegenzug dazu ist in der Schweiz die durchschnittliche Kreditqualität der Schuldner höher als im Ausland, weil rund ein Drittel aller Anleihen hypothekarisch besichert ist. Immobilien dienen bei diesen Anleihen als Grundpfand respektive Sicherheit. Diese Anleihen werden von den beiden Schweizer Pfandbriefinstituten («Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG», «Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG») ausgegeben. Das bietet für Anlegerinnen und Anleger und die den Instituten angeschlossenen Banken folgende Vorteile: Die Banken benötigen durch die «Weitergabe» der Hypotheken an den Finanzmarkt weniger Kapital, die Anlegerinnen und Anleger können in Anleihen mit höherer Kreditqualität und somit höherem Kreditrating investieren. Kommt es zu einer gesamtwirtschaftlichen Abschwächung und Zahlungsschwierigkeiten bei den Schuldnern, sinken die Preise von Obligationen mit höherem Kreditrating weniger resp. zeigen Obligationen mit tieferem Rating einen schlechteren Werterhalt.

### Höchste Ratings für Schweizer Obligationen

Wer der Sicherheit oberste Priorität gibt, hat in der Schweizer Obligationenwelt zudem die mit der Bestnote AAA ausgezeichneten Schulden der Schweizerischen Eidgenossenschaft zur Hand. Auch wenn sich der Schweizer Obligationenmarkt als kleine, lokale Randerscheinung beschreiben lässt, findet sich hier eine der höchsten Kreditqualitäten auf dem gesamten Globus wieder. Eine Ausgangslage, die auch zukünftig für Anlagen in Schweizer Obligationen spricht.



Sicherheit, Qualität und Zuverlässigkeit gelten als typische schweizerische Merkmale. Es überrascht deshalb nicht, dass die Obligationen der Eidgenossenschaft die bestmögliche Bonität aufweisen.



# Warum sich Leitindizes unterschiedlich entwickeln und was dies für Investoren bedeutet

2023 war für die Marktteilnehmer grundsätzlich ein gutes Börsenjahr. Allerdings gab es je nach geografischer Ausrichtung deutliche Unterschiede. So lag die Performance der Schweizer Indizes SMI und SPI deutlich unter derjenigen der europäischen und der US-Konkurrenten. Ein entscheidender Grund dafür liegt in der unterschiedlichen Zusammensetzung der Indizes. Erfahren Sie, wie die Performanceunterschiede zustande kommen, und welche Konsequenzen sich daraus für Investorinnen und Investoren ableiten lassen.



Weltweit gibt es rund 2500 tätige, börsenkotierte Grosskonzerne. Diese sind über zahlreiche Länder verteilt, was dazu führt, dass jedes Land über wirtschaftlich stärkere und schwächere Sektoren verfügt. Dies spiegelt sich in der Folge auch in der Zusammensetzung der landeseigenen Aktienindizes. Da sich die Sektoren je nach Konjunkturzyklus unterschiedlich entwickeln, bewegen sich in der Folge auch die globalen Indizes nicht im Gleichschritt.

### Grosse Unterschiede bei der Indexzusammensetzung

Wer die Performances von weltweiten Aktienindizes regelmässig verfolgt, stellt fest, dass sich auch die Leitindizes der diversen Länder nicht immer im selben Ausmass nach oben oder unten bewegen. Das galt auch im Börsenjahr 2023. Für sich allein betrachtet, haben im vergangenen Börsenjahr sowohl der SMI als auch der SPI mit Kursperformances von +7.1 % resp. 6.1 % (siehe Abb. 8) erfreulich abgeschlossen. Im Vergleich mit den Indizes anderer westlicher Länder haben die beiden Schweizer Hauptindizes jedoch deutlich schwächer abgeschnitten. So haben sich der US-amerikanische S&P 500 (+14.9%), der DAX (+13.1 %) und der MSCI Europe (+9.6 %) deutlich besser entwickelt als der SMI resp. der SPI. Dies vor dem Hintergrund hoher Inflation, stark gestiegener Energiepreise, zahlreicher Krisen wie des Ukraine-Krieges, des militärischen Konflikts im Gazastreifen und in Zusammenhang mit Naturkatastrophen wie Erdbeben, Wirbelstürmen und Überschwemmungen. Doch welche Faktoren haben zu diesen markanten Kursunterschieden geführt?

Neben den Entwicklungen u.a. der Währungen und Rohstoffpreise spielen für die Performances von Aktienindizes zwei Faktoren eine entscheidende Rolle: die Zusammensetzung der Indizes respektive die Gewichtungen der Sektoren innerhalb der Indizes.

### SMI: Novartis, Roche und Nestlé geben den Takt vor

Der Schweizer Leitindex SMI umfasst heute 20 Titel von 20 Unternehmen. Im Jahr seiner Gründung (1988) waren es noch 24 Werte von 20 Unternehmen (siehe Abb. 9).



## Die Geschichte der Börsen und Indizes im Zeitraffer

Frühformen von Börsen entstanden im 12. und 13. Jahrhundert in den italienischen und flämischen Handelsmetropolen. Die weltweit erste Börse, ein institutionalisierter Handelsplatz für Wechsel, wurde im Jahr 1409 in Brügge gegründet. Die erste bekannte Aktie der Welt wurde im September 1606 von der niederländischen «Vereinigten Ostindien-Kompanie» ausgegeben. In den USA wurde im Jahr 1790 mit der Philadelphia Stock Exchange die erste Börse gegründet. Die Gründung der Börse in New York folgte 1792. Die erste Schweizer Börse, an der sich Wertpapiere von Kapitalgesellschaften handeln liessen, wurde 1850 in Genf ins Leben gerufen. 1876 und 1884 erfolgten die Eröffnungen der Börsen in Basel respektive Zürich. Mit dem «Dow Jones Railroad Average» wurde am 3. Juli 1884 der erste US-Aktienindex veröffentlicht. In der Schweiz entstanden die heutigen Indizes (SMI, SPI etc.) erst 1988, als sich die drei Börsen von Zürich, Basel und Genf zur SIX Group zusammenschlossen.

**Abbildung 8: SMI und SPI hinkten 2023 anderen Indizes deutlich hinterher**

Index	Bloomberg	2023	2003-2023
S&P 500	SPXT INDEX	14.9 %	397 %
DAX	DAX INDEX	13.1 %	270 %
MSCI Europe	M7EU INDEX	9.6 %	186 %
SMI	SMIC INDEX	7.1 %	338 %
SPI	SPI INDEX	6.1 %	349 %

Quelle: Bloomberg (alle Performances inklusive Dividenden und umgerechnet in CHF)

**Abbildung 9: Ein Vergleich der SMI-Zusammensetzung von 1988 und heute**

<b>Titel</b>	<b>Sektor</b>	<b>übergegangen in</b>	<b>heute im SMI als</b>
Adia I	Personalvermittlung	Adecco	Adecco
Brown Boveri (BBC) I	Technologie	ABB	ABB
Ciba-Geigy I	Pharma	Novartis	Novartis
Ciba-Geigy PS	Pharma	Novartis	Novartis
Sandoz PS*	Pharma	Novartis	Sandoz
Elektrowatt I	Elektrizität	Axpo, Siemens, Landis & Gyr, Pöyry	–
Hoffmann-La Roche GS	Pharma	Roche	Roche
Holderbank I	Zement	Holcim	Holcim
Jacobs Suchard I	Nahrungsmittel	Mondelez	–
Nestlé I	Nahrungsmittel	Nestlé	Nestlé
Nestlé PS	Nahrungsmittel	Nestlé	Nestlé
Oerlikon-Bührle I	Industrie	OC Oerlikon	OC Oerlikon
Pargesa I	Beteiligungsgesellschaft	Pargesa	–
Pirelli I	Reifen	Pirelli	–
Schweiz. Rückversicherung PS	Versicherungen	Swiss Re	Swiss Re
Schweiz. Bankgesellschaft I	Banken	UBS	UBS
Schweiz. Bankgesellschaft PS	Banken	UBS	UBS
Schweiz. Bankverein I	Banken	UBS	UBS
Schweiz. Bankverein PS	Banken	UBS	UBS
Schweiz. Volksbank	Banken	UBS	UBS
Schweiz. Kreditanstalt I	Banken	UBS	UBS
Swissair I	Airline	Konkurs	–
Winterthur I	Versicherungen	AXA Winterthur	–
Zürich I	Versicherungen	Zurich	Zurich Insurance

\* Sandoz ist heute als eigenständiges Unternehmen wieder an der Schweizer Börse kotiert (SPI).

Quelle: SIX Group

Interessanterweise finden sich heute praktisch dieselben Sektoren wieder wie anno 1988. Einzig die Sektoren Airlines (Konkurs von Swissair), Elektrizität (Aufteilung von Elektrowatt) und Reifen (Dekotierung von Pirelli) sind heute nicht mehr im SMI vertreten. Die Zusammensetzung des SMI ist zwar ähnlich wie diejenige von 1988, doch die Gewichtungen innerhalb des Indexes haben sich im Vergleich zu 1988 deutlich verschoben. Insbesondere der Pharmasektor (Novartis und Roche) vermochte massiv zuzulegen und bildet heute den dominanten Sektor im SMI. Ebenfalls stark vertreten sind die Sektoren Industrie (18.9%), Basis- und Konsumgüter (18.7%) und Finanzen (18.4%) (Stand 15. April 2024). Die drei Konzerne mit den drei grössten Markt-kapitalisierungen im SPI machen gemeinsam 38.4% (Nestlé: 16.3%, Novartis: 11.6%, Roche: 10.4%) der SPI-Marktkapitalisierung aus.

Wer beispielsweise die Zusammensetzung des SPI mit derjenigen des S&P 500 (siehe Abb. 10) vergleicht, stellt fest, dass der Sektor Informationstechnologie im schweizerischen SPI mit gerade einmal 1.7% vertreten ist, während dieser Sektor im S&P 500 knapp 30% und im MSCI Europe immerhin 8.1% ausmacht.

Ist also der Technologiesektor im Aufwind, wie dies 2023 aufgrund des Themas künstliche Intelligenz der Fall war, so steigen Indizes mit einem hohen Technologieexposure stärker als solche mit einem tieferen Anteil an Technologietiteln. Die Gewichtung der Sektoren kann im Langzeitvergleich jedoch auch von Ereignissen wie beispielsweise dem Untergang von grossen Unternehmen (wie in der Schweiz der Credit Suisse oder der Swissair etc.) beeinflusst werden.



SMI: Die heutige Zusammensetzung ist zwar ähnlich zu derjenigen von 1988, doch die Gewichtungen innerhalb des Indexes haben sich deutlich verschoben.

**Abbildung 10: Globale Aktienindizes – Gewichtungen unterscheiden sich teilweise markant**

Sektor	S&P 500	MSCI Europe	SPI
Finanzen	13.0 %	18.4 %	18.4 %
Industrie	8.7 %	16.4 %	18.9 %
Gesundheit	12.6 %	15.4 %	31.4 %
Nicht-Basiskonsumgüter	10.6 %	11.1 %	5.7 %
Basiskonsumgüter	6.0 %	10.7 %	18.7 %
Informationstechnologie	29.8 %	8.1 %	1.7 %
Rohstoffe	2.3 %	7.0 %	2.6 %
Energie	3.7 %	5.4 %	n.v.
Kommunikation	8.9 %	3.0 %	1.0 %
Versorger	2.1 %	3.8 %	0.2 %
Immobilien	2.3 %	0.8 %	1.4 %

Quelle: Bloomberg; Stand 15.04.2024

### Was bedeutet das nun für Anlegerinnen und Anleger?

Wer gleichzeitig sowohl sein Ertragspotenzial erhöhen als auch sein Risiko verringern will, kommt nicht darum herum, sein Portfolio geografisch zu diversifizieren. Das gilt nicht nur für Investoren, die in Einzeltitel investieren, sondern auch für indexaffine Investoren. Denn die unterschiedlich gewichteten Sektoren in den verschiedenen Indizes führen aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklungen in der Regel zu unterschiedlichen Kursentwicklungen. Die Diversifikation bei Aktienindizes kann sowohl durch ETFs als auch durch Fonds erfolgen. Für Fragen rund um das Thema Diversifikation stehen Ihnen unsere Kundenberaterinnen und Kundenberater gerne zur Verfügung.

Wer gleichzeitig sowohl sein Ertragspotenzial erhöhen als auch sein Risiko verringern will, kommt nicht darum herum, sein Portfolio geografisch zu diversifizieren.



# Schweizer Aktienmarkt: Hohe Effizienz hat Konsequenzen für Fondsanleger

Mit dem Wort «Effizienz» wird für gewöhnlich etwas Positives assoziiert. So ist das Erzielen eines bestimmten Ergebnisses unter Einsatz von möglichst wenig Ressourcen effizient. Wenn eine Firma ihre Ressourcen effizienter einzusetzen vermag als die Konkurrenz, ist sie profitabler und weist wegen der höheren Kapitalrentabilität ein höheres langfristiges Wachstumspotenzial auf. Anders an den Finanzmärkten: Effiziente Finanzmärkte sind nicht für alle Marktteilnehmer positiv.

Die Effizienzmarkttheorie geht auf den Ökonomen und Nobelpreisträger Eugene F. Fama zurück. 1965 veröffentlichte Fama einen wissenschaftlichen Beitrag mit dem Titel «Random Walks in Stock Market Prices» («Zufallsbewegungen der Börsenkurse»). Die Effizienzmarkttheorie besagt, dass die Preise an den Finanzmärkten zu jeder Zeit sämtliche veröffentlichten Informationen sowie die Erwartungen der Marktteilnehmer an zukünftige Entwicklungen vollständig widerspiegeln.

Theorien und Modelle vermögen die Realität niemals vollständig zu erklären und darzustellen, denn sie vereinfachen die sehr viel komplexere echte Welt stark. Sie sind jedoch als Basis für weitergehende Überlegungen hilfreich. So kann von der Effizienzmarkttheorie eine Strategie abgeleitet werden, unter welchen Voraussetzungen aktiv verwaltete Fonds oder passive Indexfonds in den unterschiedlichen Anlagekategorien und Marktsegmenten im Vorteil sind. Denn die Märkte werden in der Praxis nie zu 100% effizient sein.

#### **Aktiv oder passiv: Darauf kommt es an**

Je homogener und konzentrierter ein Markt ist und je höher die Informationseffizienz, desto eher sind aktive Anlage-

strategien den passiven Alternativen unterlegen. Warum? Markthomogenität und -konzentration bestimmen den Handlungsspielraum für aktive Anlageentscheidungen. Und die Informationseffizienz beschränkt den möglichen Mehrwert, der durch zusätzliches Wissen aufgrund einer vertieften Fundamentalanalyse erzielbar ist. Der Schweizer Aktienmarkt weist einige dieser Eigenschaften auf, die es aktiven Fondsmanagern besonders schwer machen.

#### **Hohe Effizienz: Schweizer Aktien sind für Fondsmanager ein hartes Pflaster**

Der Swiss Performance Index (SPI) scheint allein aufgrund der Anzahl Aktien (über 200 Titel) ein Index mit grosser Breite zu sein. Ein genauerer Blick offenbart hingegen eine starke Marktkonzentration. Die Top-5-Aktienpositionen machen gut die Hälfte und die 20 grössten Positionen, was dem SMI entspricht, rund 80% des Gesamtindex aus (Stand Februar 2024). Es erstaunt deshalb nicht, dass 2023 die 20 SMI-Aktien über 90% zur Gesamtleistung des SPI beigesteuert haben. Ein aktiver Fondsmanager, der sich mit dem SPI misst, einen zur Benchmark risikokontrollierten Anlagestil pflegt und eine hohe Stiltreue und Beständigkeit seines Leistungsausweises anstrebt, hat vor diesem Hintergrund einen stark eingeschränkten Handlungsspielraum.



Ein aktiver Fondsmanager, der sich mit dem SPI misst, hat einen stark eingeschränkten Handlungsspielraum.



Dazu kommt, dass die für die SPI-Performance so bedeutenden SMI-Titel im Durchschnitt von 25 Finanzanalytistinnen und Finanzanalysten beobachtet werden – ein Hinweis für eine hohe Informationseffizienz. Es ist deswegen davon auszugehen, dass neue Informationen, die die kurz- und langfristigen Geschäftsentwicklungen beeinflussen könnten, von zahlreichen Marktakteuren sehr schnell verarbeitet werden. Es bleiben nur sehr wenig preisrelevante Informationen unentdeckt. Die Wahrscheinlichkeit, dass man mit aktivem Fondsmanagement aus im Vergleich zur Konkurrenz überlegenem Wissen Kapital schlagen kann, ist stark reduziert. Das schlägt sich in einer wenig attraktiven Anlageleistung aktiv verwalteter Aktien-Schweiz-Fonds nieder (siehe Abb. 11).

So fällt die Outperformance gegenüber dem SPI aller Aktien-Schweiz-Fonds über zehn Jahre (2014–2023) vor Fondskosten (TER, entspricht der Gesamtkostenquote) mit durchschnittlich +0.45 % p.a. zwar positiv aus. Dies reicht jedoch meist nicht, um die Fondskosten zu kompensieren. Selbst Pensionskassen werden nur in den seltensten Fällen in einen aktiven Aktien-Schweiz-Fonds investieren können, der mit einer TER von weniger als 0.50 % aufwartet. Gewöhnlich muss man bei privaten Investitionen sogar mit einer wesentlich höheren TER rechnen.

**Abbildung 11: Marktsegmente und Performance des Fondsuniversums**

	<b>Aktien Schweiz</b>	<b>Aktien Schweiz Nebewerte</b>
Benchmark	SPI	SPIEX
<b>Daten zur Marktkonzentration</b>		
Anteil Top 20	~80 %	~50 %
Anteil an der Indexperformance der Top-20-Titel für 2023	~90 %	~60 %
<b>Daten zur Informationseffizienz</b>		
Ø Anzahl Analysten pro Titel	Ø 25 für SMI	Ø 5 für SPIEX
<b>Daten zum Fondsmarkt</b>		
Anzahl Anlagefonds	~240	~80
Fondskosten (TER)		
– günstigster Indexfonds (Retail)	0.10 %	0.18 %
– Ø aktive Fonds	1.00 %	1.10 %
<b>Performance des Fondsuniversums (2014-2023)</b>		
Outperformance aktiver Fonds vs. Benchmark vor TER		
– Ø des Fondsuniversums	+0.45 %	+1.00 %
Outperformance aktiver Fonds vs. Passivanlage nach TER		
– Ø des Fondsuniversums	-0.45 %	+0.10 %
– Oberstes Quartil des Fondsuniversums	> +0.25 %	> +1.0 %

Quelle: BKB, Bloomberg, MorningstarDirect / April 2024

## In der Realität werden Märkte nie zu 100 % effizient sein.

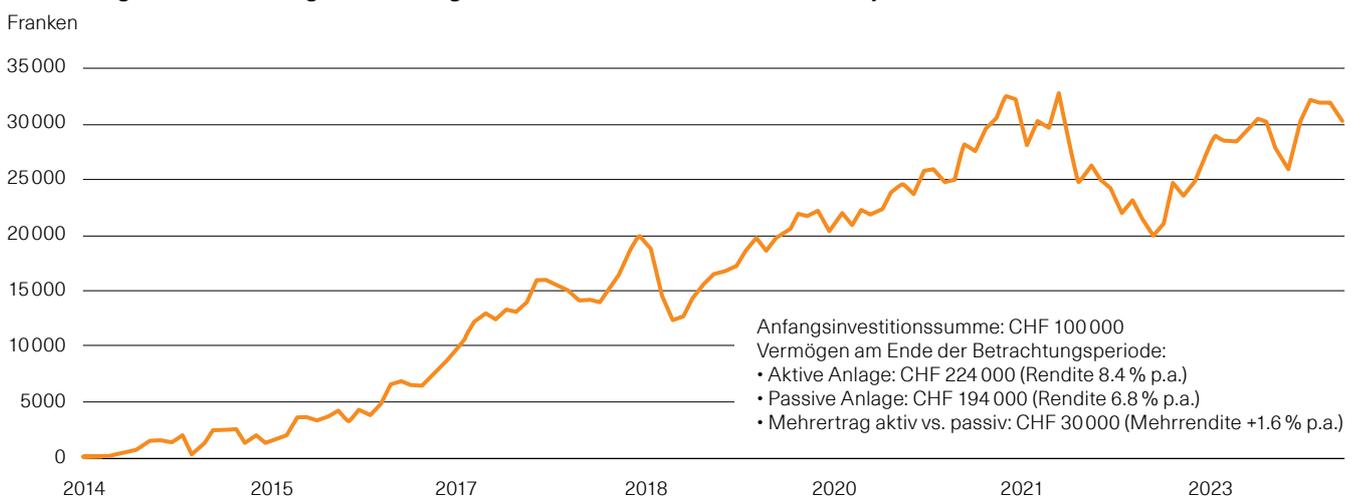
### Chancenreicheres, weil weniger effizientes Nebenwertesegment

Bei den Nebenwerten zeigt sich ein anderes Bild. Die vorteilhaftere Marktstruktur (tiefere Marktkonzentration, geringere Informationseffizienz), gepaart mit einem geringeren Wettbewerb um die besten Anlageideen (deutlich weniger Fonds), erhöht die Chancen eines aktiven Fondsmanagements substantiell. Die durchschnittliche Outperformance gegenüber dem Nebenwerteindex SPI Extra beträgt 1 % p.a. vor Fondskosten. Passive, den SPI Extra replizierende Fonds, weisen im Durchschnitt eine leicht höhere TER auf als vergleichbare Indexprodukte für den SPI. Entsprechend sind die Aussichten günstig, mit einer guten Fondsauswahl einen deutlichen Mehrwert zu erzielen. Zumal überdurchschnittliche Titelselektionsfähigkeiten im Nebenwertesegment überproportional stark entlohnt werden. So vermochte das Top-Quartil der Fonds (d.h. die 25 % besten Fonds im Universum) über einen Zeitraum von zehn Jahren die Benchmark um ~1 % bis ~3 % p.a. zu übertreffen, dies notabene nach Fondskosten.

Daraus leiten sich für Investorinnen und Investoren zwei Handlungsempfehlungen ab:

1. Für eine Fondsanlage in Schweizer Nebenwerten sind aktiv verwaltete Fonds gegenüber Indexfonds zu bevorzugen. Dies gilt besonders im Falle eines langen Anlagehorizontes.
2. Es lohnt sich, innerhalb einer generellen Aktien-Schweiz-Allokation die einzelnen Marktsegmente mit unterschiedlichen Fondstilen abzudecken, auch wenn bisher im Nebenwertesegment nicht dezidiert angelegt wurde. Eine bestehende Position in einem SPI-Indexfonds kann wie folgt tranchiert werden: 80 % mittels eines kosteneffizienten Indexfonds für Blue-Chip-Aktien, der entweder den SMI oder den SPI 20 Index repliziert, und 20 % mittels aktiver Aktien-Schweiz-Nebenwertefonds. Das Engagement im Schweizer Markt bleibt damit gleich (vergleichbares Risiko), man erhöht hingegen das Renditepotenzial (siehe Abb. 12).

**Abbildung 12: Mehrertrag einer Anlage in aktiven Nebenwertefonds vs. passive Alternativen\***



\* Die Abbildung zeigt den Mehrertrag, der sich im Aktien-Schweiz-Nebenwertesegment durch die Wahl eines aktiven Anlagefonds anstelle einer passiven Alternative historisch hätte realisieren lassen können. Annahmen: Anfangsinvestitionssumme CHF 100 000, Investitionszeitraum zehn Jahre, Verwendung der vom Fondsselektionsteam der BKB präferierten Schweizer Nebenwertefonds (nach Fondskosten).

Quellen: BKB, MorningstarDirect / April 2024



# Schweizer Aktienmarkt: Langfristige Renditeerwartungen bleiben attraktiv

Aktien sind die Renditetreiber in den Anlagestrategien. Je höher die Rendite der eigenen Anlagestrategie sein soll, desto mehr Aktien werden in der Regel im Portfolio beigemischt. Je höher der Aktienanteil, umso höher aber auch das Risiko von Kursschwankungen und -einbrüchen. Entsprechend ist es wichtig, sich erstens ein realistisches Bild über das mittel- und langfristige Ertragspotenzial von Aktienanlagen zu machen. Und sich zweitens darüber im Klaren zu sein, dass es lange Phasen geben kann, in denen die Renditen die eigenen Erwartungen und die historischen Durchschnittswerte nicht erreichen. Im Folgenden wird dies anhand des breiten Schweizer und des US-Aktienmarktes aufgezeigt.

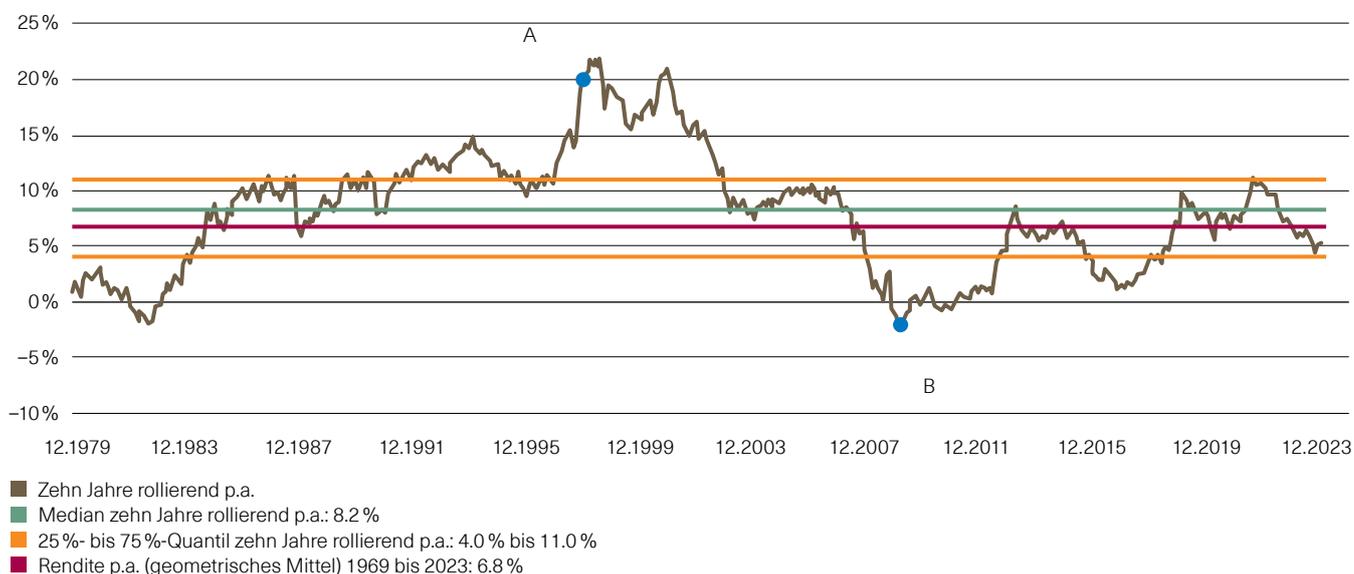
**B**eim Investieren in Aktien ist man bereit, ein nicht unerhebliches Risiko in Kauf zu nehmen. Im Fall von Einzeltiteln kann dies bis zum Totalverlust der eingesetzten finanziellen Mittel führen. Beim Engagement in breite Aktienmärkte – beispielsweise mittels eines Fondsinvestments – kann ein substanzieller Teil des Kapitals kurzfristig verloren sein (Technologieblase, Finanzkrise). Anlegerinnen und Anleger, die breit diversifiziert investiert haben, sollten in Stresssituationen an den Börsen einen kühlen Kopf bewahren und an den Anlagen festhalten. Voraussetzung dafür ist, dass sie sich der Risiken von Aktienanlagen bereits zu Beginn des Engagements bewusst sind und neben der Risikofähigkeit auch die entsprechende Risikobereitschaft mitbringen. Zudem empfehlen sich ein ausreichend langer Anlagehorizont und realistische Erwartungen an die erzielbaren Erträge.

## **Ertragserwartungen basierend auf historischen Renditen: MSCI Schweiz und MSCI USA im Vergleich**

Auch wir stellen uns im Rahmen der jährlichen Strategieüberprüfung die Frage nach den zu erwartenden Aktien-

marktrenditen. Dabei orientieren wir uns an historischen Daten. Als Basis dafür dienen breit diversifizierte, repräsentative Aktienindizes, die über vergleichsweise lange Zeitreihen verfügen und eine hohe Datenqualität aufweisen. Für den Schweizer Markt und die USA bieten sich die Indizes von MSCI an. Die langfristigen geometrischen Durchschnittswerte (12.1969 bis 12.2023) liegen dabei für den Schweizer Markt bei 6.8%, für den US-Markt bei 6.2% (in Schweizer Franken).

Neben diesen langfristigen geometrischen Durchschnittswerten interessieren uns auch kürzere Zeitperioden, beispielsweise die vergangenen zehn Jahre. Zehn Jahre sind oftmals die Periode, die man Anlegerinnen und Anlegern als Mindesthaltedauer bei einem Engagement in Aktien empfiehlt. In aller Regel reicht sie aus, um grössere Kursrückschläge an den Börsen zu verdauen und am Ende ein positives Ergebnis – also einen Gewinn in Form von gestiegenen Kursen und/oder Dividendenerträgen – zu erreichen. Für die Analyse ist es hilfreich, wenn man die Wertentwicklung rollierend betrachtet.

**Abbildung 13: Rollierende Renditeentwicklung Schweizer Aktien (MSCI Schweiz) mit deutlichen Schwankungen**

Quelle: BKB, Bloomberg

Bei der rollierenden Betrachtung der Zehnjahresperioden fällt auf, dass es zeitweise sehr deutliche Abweichungen zum langfristigen Durchschnitt geben kann (siehe Abb. 13). Dabei zeigt jeder einzelne Punkt in der Grafik (braune Linie), welchen durchschnittlichen Ertrag man in den vorhergehenden zehn Jahren mit Schweizer Aktien erzielen konnte. Für den 31. Dezember 1997 (Punkt A) bedeutet das beispielsweise, dass man von Ende 1987 bis Ende 1997 durchschnittlich jedes Jahr eine Rendite von rund 20% erzielen konnte. Ende März 2009 (Punkt B) war der Wert dagegen für die

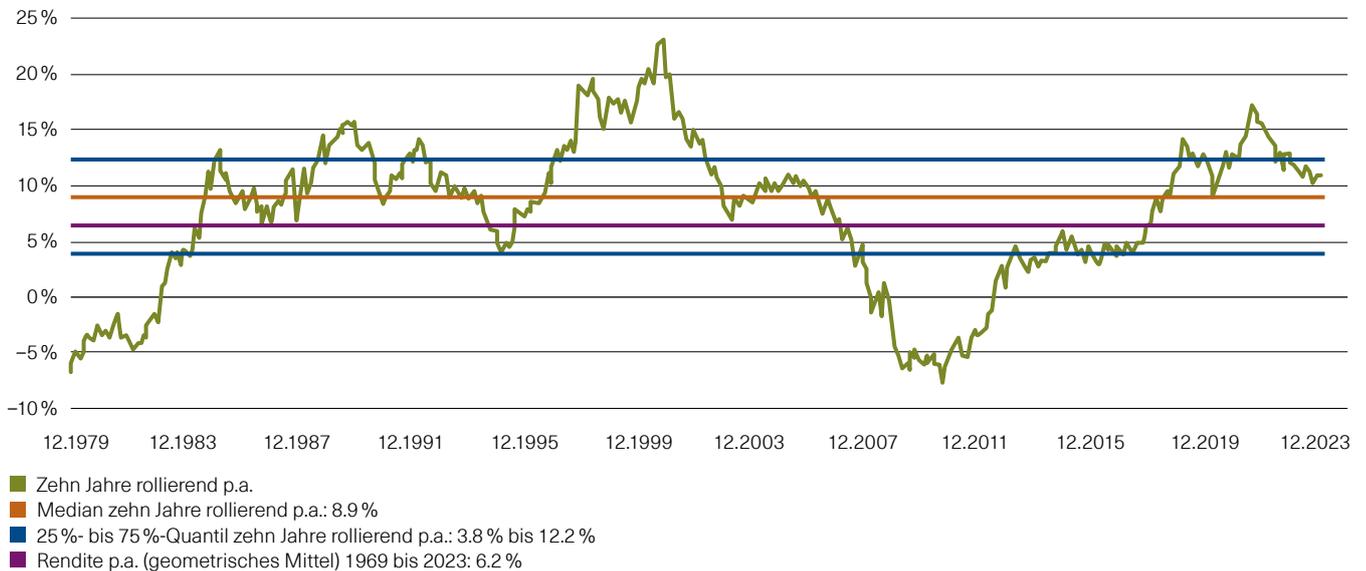
Zehnjahresperiode (Ende März 1999 bis Ende März 2009) kurze Zeit negativ. In diesen Zeitraum fielen mit dem Platzen der Technologieblase und der globalen Finanzkrise zwei einschneidende Ereignisse, die zu sehr deutlichen Kurseinbrüchen geführt hatten.

Die Entwicklungen des Schweizer und des US-Aktienmarktes (siehe Abb. 14) sind auf den ersten Blick ähnlich, unterscheiden sich bei genauerem Hinschauen jedoch durchaus deutlich voneinander.



Schweizer und US-amerikanische Aktienmärkte verfügen langfristig über attraktive Renditeaussichten.



**Abbildung 14: Historische Renditeentwicklungen am Beispiel des MSCI USA (in CHF)**

Quelle: BKB, Bloomberg

### Schweizer Aktienmarkt aktuell hinter US-Markt – langfristig aber ähnliche Renditeaussichten

In den vergangenen zehn Jahren hat sich der Schweizer Aktienmarkt mit rund 5 % p.a. eher unterdurchschnittlich entwickelt. Er liegt mit diesem Wert unter dem historischen Durchschnitt und unter dem Median der rollierenden Zehnjahresrendite. Im Vergleich dazu erreichten US-Aktien mit einem Plus von gut 10 % eine doppelt so hohe Performance in Schweizer Franken, die Performance liegt damit auch über dem langfristigen Durchschnitt. Ein Grund hierfür liegt sicherlich in der unterschiedlichen sektoralen Zusammensetzung der Märkte.

Technologieaktien haben in den letzten Jahren sehr stark zugelegt. Ein gutes Beispiel liefert der aktuelle Hype um die künstliche Intelligenz. Allein 2023 wies der technologie-lastige Nasdaq 100 eine Wertentwicklung von über 40 % in CHF auf, in den letzten zehn Jahren stiegen sie fast 18 % pro Jahr. In den breiten US-Indizes, also auch im MSCI USA,

sind Technologieaktien heute mit fast 30 % gewichtet, in der Schweiz liegt ihr Anteil deutlich unter 5 %. Entsprechend ist die unterschiedliche Wertentwicklung der vergangenen zehn Jahre nicht verwunderlich. Wir empfehlen aufgrund dieser strukturellen Unterschiede schon seit vielen Jahren Anlegerinnen und Anlegern mit Fokus auf den Heimatmarkt Schweiz eine moderate Beimischung von Technologieaktien in Form eines aktiven Fonds oder eines ETFs auf den Nasdaq 100.

Langfristig wird die Zeit der Schweizer Aktien wieder kommen. So verspricht das geometrische Mittel eine Wertentwicklung von fast 7 %. Die Abbildungen zeigen aber sowohl für den Schweizer wie auch für den US-Markt, dass die Zeit einer unterdurchschnittlichen Rendite länger andauern kann. Wir erachten es deshalb als sinnvoll, Aktieninvestments nicht nur über eine grössere Zahl von Titeln, sondern auch über Sektoren und Regionen hinweg breit zu diversifizieren.

# Finanzmarktausblick

Unsere leicht positiven Erwartungen an das weltweite Wirtschaftswachstum für das laufende Jahr haben sich bislang bestätigt. Auch für die kommenden Monate zeichnet sich eine unterdurchschnittliche, aber positive Entwicklung des globalen Bruttoinlandprodukts ab. Die Inflationsraten haben weiter nachgegeben und die SNB hat im März eine erste Leitzinssenkung vorgenommen – noch vor der US-Notenbank und vor der EZB. Nach einem sehr guten Jahresstart hat die Volatilität im April wieder zugenommen. Wir rechnen auch in den kommenden Monaten mit etwas höheren Schwankungen an den Aktienmärkten. Aktien bleiben aber ein wichtiger Baustein in den Portfolios.



Einen wichtigen Beitrag für die globale Konjunktur lieferte bislang die US-Wirtschaft. Die Prognosen für das Bruttoinlandprodukt (BIP) der USA für 2024 wurden in den vergangenen Monaten stetig nach oben revidiert. Ende April wurde die Konsensprognose für das US-BIP mit etwas mehr als 2% angegeben. Dies entspricht dem Durchschnitt seit Beginn des 21. Jahrhunderts. Dagegen wächst die chinesische Wirtschaft auch im laufenden Jahr deutlich unter dem Durchschnitt der vergangenen 23 Jahre von 8.3%. Im Jahr 2024 wird allgemein nur mit einem Anstieg des BIP um 4.7% gerechnet und auch für die kommenden Jahre dürfte die Dynamik weiter sinken. Ursachen hierfür sind die anhaltende Krise in Chinas Immobiliensektor und die verhaltenen Konsumausgaben der privaten Haushalte. Mittel- und langfristig belastet auch der Rückgang der chinesischen Bevölkerung seit 2021. Obwohl die Ein-Kind-Politik mit Beginn des Jahres 2016 offiziell beendet wurde, gehen die Geburtenraten weiter zurück, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf das zukünftige Wachstumspotenzial. Dies ist auch für die globale Konjunktur bedeutsam, da China heute rund 18% zur weltweiten Wirtschaftsleistung beiträgt. Damit ist das Land des Drachen im laufenden Jahr für einen Grossteil des unterdurchschnittlichen globalen BIP-Anstiegs verantwortlich.

Die Analyse der im Informationssystem Bloomberg erhältlichen Prognosen (Stand Ende April 2024) für das Wirtschaftswachstum und für die Teuerungsrate stützt nach wie vor unsere Erwartungen an eine zwar unterdurchschnittliche, aber positive Konjunktorentwicklung. Der Median der Prognosen liegt bei der Wachstumsrate des realen BIP (YoY, in %) für 2024 für

- die USA bei +2.4% (Bandbreite: +0.2% bis +3.3%),
- die Eurozone bei +0.5% (Bandbreite: +0.1% bis +1.0%),
- die Schweiz bei +1.2% (Bandbreite: +0.7% bis +2.0%).

Dabei sind die Erwartungen an die USA für das zweite Halbjahr etwas gedämpfter. Im vierten Quartal 2024 wird hier nur noch mit einem Anstieg des BIP um 1.5% (QoQ, annualisiert) gerechnet. Das Risiko negativer Wachstumsraten in den kommenden Quartalen und damit die Gefahr einer zumindest technischen Rezession (zwei aufeinanderfolgende Quartale mit negativen Wachstumsraten) ist aber aus den aktuellen Prognosen nicht ableitbar.

An der Preisfront ist mit einer weiteren Beruhigung zu rechnen. Die US-Teuerungsrate sollte gemäss den Prognosen im Laufe des Jahres unter 3% sinken. Und in der Eurozone rückt die 2%-Marke zunehmend näher. In der Schweiz lag die Inflationsrate im März sogar bei nur noch 1.0%. Die Inflationsziele der US-Notenbank und der EZB wären damit noch nicht vollständig erreicht, die Preissteigerungsraten bewegen sich aber in die richtige Richtung.

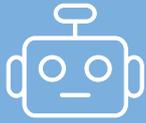
### Aktien

Für die kommenden Monate ist mit etwas volatilieren Finanzmärkten zu rechnen. Dem grundsätzlich soliden konjunkturellen Umfeld, der Hoffnung auf tiefere Leitzinsen und den gesunkenen Inflationsraten stehen gestiegene Bewertungen und geopolitische Risiken gegenüber. Zudem könnte der US-Wahlkampf noch zur einen oder anderen Irritation an den Märkten führen. Trotz dieser Unwägbarkeiten bleiben Aktien ein zentraler Baustein in einem gemischten Portfolio. Wichtig ist für uns, dass die Anlagen sowohl über Regionen als auch über Sektoren mittels Fondsinvestments breit gestreut sind.

### Obligationen

Die Schweizerische Nationalbank ist mit ihrer Leitzinssenkung im März vorgeprescht und hat damit ihre Unabhängigkeit einmal mehr unter Beweis gestellt. Begründet haben die SNB-Offiziellen die Zinssenkung mit den gesunkenen Inflationsraten. Für den weiteren Jahresverlauf werden am Markt noch ein bis zwei weitere Zinsschritte eingepreist und entsprechend wird mit tieferen Obligationenrenditen am kurzen Laufzeitende gerechnet. Für die Renditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen gehen wir dagegen über die kommenden Monate per saldo eher von einer Seitwärtsbewegung aus.

Generell halten wir an unserer Empfehlung einer breit diversifizierten Anlagestrategie fest. Aktienfonds bleiben dabei ein wichtiger Baustein in der Portfoliokonstruktion. Sie liefern trotz ihrer Schwankungen wichtige Renditebeiträge in einer mittel- und langfristig ausgerichteten Strategie. Anlegerinnen und Anleger mit Fokus auf Schweizer Obligationen raten wir weiterhin zu einer Beimischung von Unternehmensanleihen mittels eines Fondsinvestments.



### Technischer Fortschritt und Digitalisierung

Partizipieren Sie am technologischen Fortschritt mit einem ETF auf den NASDAQ 100 (IE00B53SZB19) oder dem aktiv verwalteten Fidelity Global Technology Fund (LU1560650563).

# Best-in-Class-Fonds und eigene Fondsprodukte – eine Auswahl



### Nachhaltigkeit

Investieren Sie in unsere breit diversifizierten nachhaltigen Anlage-lösungen und den Schweizer Aktienfonds BKB Sustainable - Equities Switzerland (CH0496872323). Auch bei nachhaltigen Anlagen in Schweizer Aktien hat es sich in der Vergangenheit ausbezahlt, einen aktiven Small & Mid-Cap-Fonds wie den Vontobel Fund - Ethos Equities Swiss Mid & Small (CH0023568022) beizumischen.

Der Fonds BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar (CH1185050486) stellt unseres Erachtens eine sinnvolle Ergänzung in einem nachhaltigen Portfolio dar.

«Schweizer Anlagen sind attraktiv.  
Dennoch raten wir unseren Kundinnen  
und Kunden, ihre Portfolios auch  
geografisch breit zu diversifizieren.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer, BKB



## Disclaimer

### Allgemein

Die BKB hat in Übereinstimmung mit den geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen (bzw. den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und der Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. In diesem Rahmen trifft die BKB insbesondere die geeigneten Massnahmen, um die Unabhängigkeit und die Objektivität der Mitarbeitenden, die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt sind oder deren bestimmungsgemässe Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfängerinnen und Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, sicherzustellen.

### Verbot bestimmter Mitarbeitendengeschäfte

Die BKB stellt sicher, dass ihre Finanzanalytistinnen und Finanzanalysten sowie die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligten Mitarbeitenden keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen, bevor die Empfängerinnen und Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit zu einer Reaktion hatten.

### Hinweis auf Bewertungsgrundlagen und -methoden – Sensitivität der Bewertungsparameter

Die Analysen des Investment Research der BKB im sekundären Research beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden. Zur Unternehmens- und Aktienbewertung werden Methoden wie Discounted-Cashflow-Analyse, KGV-Analyse sowie Peer-Group-Analyse angewandt. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind das Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Die Einschätzung der zugrunde liegenden Parameter wird mit grösster Sorgfalt vorgenommen. Dennoch beschreibt das Ergebnis der Analyse immer nur eine aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen. Es ist die Entwicklung, der das Investment Research der BKB zum Zeitpunkt der Analyse die grösste Eintrittswahrscheinlichkeit beizmisst.

### Hinweis auf Empfehlung

Die in den Empfehlungen des Investment Research der BKB enthaltenen Prognosen, Werturteile oder Kursziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung der Verfasserin oder des Verfassers dar. Die verwendeten Kursdaten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, soweit nicht anders angegeben.

### Hinweis auf Zuverlässigkeit von Informationen und Veröffentlichung

Diese Veröffentlichung ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe. Alle Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, welche die BKB für zuverlässig hält, ohne aber alle diese Informationen selbst verifiziert zu haben. Eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit wird insofern seitens der BKB sowie der mit ihr verbundenen Unternehmen nicht übernommen. Die Veröffentlichung dient lediglich einer allgemeinen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Sie ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberaterinnen und -berater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Haftungsansprüche aus der Nutzung der dargebotenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschliesslich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise ihres Inhalts ergeben. Eine Vervielfältigung oder Verwendung von Grafiken und Texten in anderen elektronischen Medien ist ohne ausdrückliche Zustimmung der BKB nicht gestattet. Eine inhaltliche Verwertung ist nur mit Quellenangabe zulässig, wobei um vorherige Übersendung eines Belegexemplars gebeten wird.

### MSCI ESG Research – Hinweis und Disclaimer

Zu den Emittenten, die in den Materialien von MSCI ESG Research LLC erwähnt werden oder darin enthalten sind, können MSCI Inc., Kundinnen und Kunden von MSCI oder Lieferantinnen und Lieferanten von MSCI gehören, und sie können auch Research oder andere Produkte oder Dienstleistungen von MSCI ESG Research erwerben. Die Materialien von MSCI ESG Research, einschliesslich der Materialien, die in MSCI-ESG-Indizes oder anderen Produkten verwendet werden, wurden weder bei der United States Securities and Exchange Commission noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht, noch von dieser genehmigt. MSCI ESG Research LLC, ihre verbundenen Unternehmen und Informationsanbieterinnen und -anbieter geben keine Garantien in Bezug auf solche ESG-Materialien. Die hierin enthaltenen ESG-Materialien werden unter Lizenz verwendet und dürfen ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ESG Research LLC nicht weiterverwendet, verteilt oder verbreitet werden.

### Aufsicht

Die Basler Kantonalbank unterliegt der Aufsicht durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Bern.

Basler Kantonalbank, Postfach, 4002 Basel  
Telefon 061 266 33 33, [welcome@bkb.ch](mailto:welcome@bkb.ch), [www.bkb.ch](http://www.bkb.ch)

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken. Die Basler Kantonalbank (BKB) übernimmt keine Gewähr für deren Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Sie stellen weder ein Angebot noch eine Empfehlung dar, noch sind sie als Aufforderung zur Offertstellung zu verstehen. Bevor Sie Entscheidungen treffen, sollten Sie eine professionelle Beratung in Anspruch nehmen. Die jederzeitige Änderung der Angebote bzw. Leistungen der BKB sowie die Anpassung von Preisen bleiben vorbehalten. Einzelne Produkte oder Dienstleistungen können rechtlichen Restriktionen unterworfen sein und sind daher unter Umständen nicht für alle Kundinnen und Kunden bzw. Interessentinnen und Interessenten verfügbar. Die Verwendung von Inhalten dieser Broschüre durch Dritte, insbesondere in eigenen Publikationen, ist ohne vorgängige schriftliche Zustimmung der BKB nicht gestattet.

600 9671 Redaktionsschluss: Freitag, 26. April 2024. Änderungen sind jederzeit möglich.  
Bildauswahl: Glutz Kommunikation AG, Basel, und Marketing der Basler Kantonalbank. Gedruckt auf 100%-Recyclingpapier.

# Exzellentes Private Banking. Auch 2024.

**BILANZ**

**AUSGEZEICHNET**

Basler Kantonalbank

---

Private-Banking-Rating  
2024



Ihr Private Banking  
in Basel.

[www.bkb.ch/private-banking](http://www.bkb.ch/private-banking)



**Basler  
Kantonalbank**