

America First

Bern, Dezember 2024

Wer in den vergangenen Jahren das Geschehen an den Finanzmärkten verfolgte, kam um den US-amerikanischen Aktienmarkt kaum herum. Auch 2024 spielte die Musik vor allem jenseits des Atlantiks – und die Technologieschwergewichte dabei die erste Geige. Ein mittlerweile bekanntes Muster, das aber nicht nur Chancen, sondern auch Risiken birgt.

Erdrückende Dominanz

Ein Schweizer Anleger, der sein Portfolio gerne mit hiesigen Qualitätstiteln schmückt, kommt wohl spätestens dann ins Grübeln, wenn er am Jahresende Bilanz zieht. Es steht zwar ein solides Plus zu Buche, doch der Vergleich mit anderen Aktienmärkten lässt dann etwas Neid aufkommen. Einmal mehr waren es die US-Börsen, die allen anderen den Rang abliefen. Legte der breit gefasste Swiss Performance Index 4.3%¹ zu, verzeichnete der amerikanische S&P 500 in der gleichen Zeitspanne ein Plus von satten 24.3%. Noch etwas besser lief es dem technologieelastigen NASDAQ 100 Index (+26.5%). Der Fall ist also klar: USA und Tech waren auch in diesem Jahr ein Volltreffer.

Blickt man auf den «Weltaktienmarkt», häufig repräsentiert durch den MSCI All Countries World Index (ACWI), liegt auch dieser mit +17.9% um Längen vor der Schweiz. Dies ist indes nicht weiter erstaunlich, macht doch die USA 2/3 des Index aus.

Breiter abgestützt als gedacht

Auf Einzeltitelebene wird deutlich, dass die Indexschwergewichte (auch bekannt als «Magnificent Seven») wie Nvidia, Tesla oder Amazon innerhalb des US-Marktes zu den grossen Gewinnern zählten. Auch vieles, was in irgendeiner Art und Weise mit dem Trendthema «Künstliche Intelligenz» zu tun hatte, erfuhr nach kurzer Verschnaufpause einen erneuten Boost. Sind KI und Big Tech also die alleinigen Treiber der amerikanischen Traumrenditen? Nicht ganz. Selbstverständlich trug die IT-Branche einen grossen Teil zur US-Dominanz bei, doch auch die meisten anderen Sektoren konnten den Rest der Welt übertrumpfen. Wenn wir zum Vergleich den MSCI All Countries ex USA Index (enthält alle Länder inkl. Emerging Markets aber ohne USA) heranziehen, zeigt sich, dass über die letzten 10 Jahre einzig der amerikanische Energie- und Immobiliensektor hinter den globalen Schnitt zurückgefallen sind. Schaut man sich die letzten 5 Jahre an, war es sogar nur letzterer. Die Outperformance des US-Aktienmarktes ist also breiter abgestützt, als viele vielleicht annehmen.

Gewinnentwicklung als zentraler Treiber

Wenn das starke Abschneiden also nicht bloss ein kurzfristiges, isoliertes Ereignis, sondern ein umfänglicheres und persistenteres Phänomen darstellt, drängt sich unweigerlich die Frage nach dessen Wurzeln auf. Um dies zu beantworten, sollte man bei den Grundlagen beginnen. Was sind die Hauptdeterminanten für den Preis einer Aktie?

1. Unternehmensgewinn: Je mehr Geld das Unternehmen verdient, desto wertvoller ist es (resp. die einzelne Aktie).
2. Gewinnwachstum: Die Aussicht auf höhere (tieferer) Gewinne lassen den Aktienpreis steigen (sinken).
3. Zinsniveau: Zur Diskontierung zukünftiger Gewinne wird ein Zinssatz benötigt – sinkt dieser, steigt die Bewertung des Unternehmens (und umgekehrt).

Beginnen wir mit dem letzten Punkt. Das US-Zinsniveau war in den vergangenen anderthalb Jahrzehnten (mit Ausnahme der letzten 2-3 Jahren) niedrig bis sehr tief und förderte somit hohe Bewertungen. Dies war aber auch in Europa und der Schweiz der Fall. Beim aktuellen Zinssenkungszyklus war die Schweizerische Nationalbank gar die erste wichtige westliche Zentralbank, die die Zinsen nach unten anpasste – die US Federal Reserve gehörte eher zu den Spätzünndern. Trotzdem konnten Schweizer Aktien bei weitem nicht mit US-Titeln mithalten.

Betrachtet man aber die ersten beiden Punkte, zeigen sich dann doch erhebliche Unterschiede zwischen dem alten und dem neuen Kontinent. Sowohl die Höhe der amerikanischen Unternehmensgewinne als auch deren Wachstum haben sich seit über 10 Jahren stark von der Entwicklung in Europa entkoppelt und präsentieren sich um ein Vielfaches höher und robuster. Dies spiegelt sich schlussendlich auch im Kurs- resp. Bewertungsniveau wider.

Bewertungsrelationen

Gemessen am Preis-Gewinn-Verhältnis ist in den USA mittlerweile fast alles als «teuer» einzustufen. Ausnahmen sind höchstens noch im Energie- oder

¹ Alle Performancedaten per 20.12.2024

Finanzsektor zu finden. Viele Anleger sind also momentan bereit, einen hohen Preis für robustes Gewinnwachstum zu bezahlen.

Dass die US-Aktienmärkte auch im Verhältnis zur Realwirtschaft hoch bewertet sind, manifestiert sich in der Tatsache, dass die Marktkapitalisierung sämtlicher börsenkotierter Unternehmen mehr als doppelt so hoch ist wie das Bruttoinlandprodukt der USA. Dieses Verhältnis liegt aktuell auf einem historischen Höchststand und damit fast 2.5-mal über dem historischen Durchschnitt (seit 1970).

Auch ein anderer Vergleich lässt aufhorchen. Weisen die USA im MSCI ACWI wie eingangs erwähnt ein Gewicht von über 66% auf, trägt die US-Wirtschaft zum globalen BIP «nur» rund 26% bei. Auch hier eine historisch gesehen aussergewöhnlich hohe Diskrepanz.

Chancen – Risiken – Optionen

Die Erwartungen sind ambitioniert, das Potenzial für Enttäuschungen entsprechend hoch – mit den daraus folgenden Kursimplikationen. Können die Unternehmenszahlen nicht mit den Markterwartungen mithalten, dürfte es zu Korrekturen kommen. Aktuell brummt die US-Konjunktur und präsentiert sich deutlich resilienter als in Europa. Wer sich von den hohen Bewertungen nicht abschrecken lässt und sein Exposure in amerikanischen Aktien erhöhen möchte, dem stellt sich unweigerlich die Frage nach der besten Umsetzung.

Generell empfiehlt sich, stets auf Diversifikation zu achten und nicht nur auf einige wenige Einzeltitel zu setzen. Am einfachsten geht dies über Fondsanlagen. Vielfach wird dabei auf kostengünstige, passive Produkte zurückgegriffen, die einen bekannten Index replizieren (z.B. den S&P 500). Doch aufgepasst! Ein Index mit mehreren hundert enthaltenen Einzeltiteln kann gut diversifiziert sein, muss aber nicht. Wie eingangs beschrieben, gewichten viele prominente Indizes die einzelnen Unternehmen entsprechend ihrer Marktkapitalisierung. Der grösste bekommt das höchste Gewicht, ohne Rücksicht auf Bilanzqualität oder Diversifikation. Kommt es an der Spitze nun zu einer derartigen Konzentration einzelner Unternehmen, bilden sich auch in einem Index Klumpenrisiken – sei es auf Einzeltitel- oder Sektorebene. Aktuell ist beim S&P 500 beides gegeben. Die grössten 7 Titel machen 1/3 des Index aus, während der IT-Sektor ebenfalls ein Gewicht von über 30% hat. Das heisst

nicht, dass von passiven Anlageprodukten generell abzuraten ist, doch genaueres Hinschauen ist angebracht.

Zudem bewegt sich der US-Aktienmarkt aktuell auf einem Preis- und Bewertungsniveau, das selektiveres Investieren nahelegen könnte. Vielleicht sind die Zeiten, in denen (fast) alles mit nach oben gezogen wurde auch irgendwann einmal vorbei? Wer so denkt, sollte eher nach einem aktiveren Investitionsansatz Ausschau halten. In unseren Portfolios setzen wir zu diesem Zweck unter anderem den «Vates Aktien USA» ein. Der Fonds nutzt die kollektive Intelligenz von erfolgreichen US-Top-Investoren (u.a. Hedgefonds, Family Offices und unabhängigen Vermögensverwaltern), die Einzeltitel nachweislich besser beurteilen und selektieren können. Es wird somit ein Portfolio zusammengestellt, das mit den aussichtsreichsten Top-Aktien der erfolgreichsten Investoren bestückt ist, deren reale Transaktions- und Positionsdaten verfolgt und ausgewertet werden. Mit dem selektiven Anlageansatz konnte der Fonds in diesem Jahr bis Ende November einen Wertzuwachs von 46% verbuchen und so die gängigen Marktindizes übertreffen.

Schlusswort

Es gibt also durchaus Alternativen resp. Ergänzungen zu den «kopflastigen» Indexlösungen und den Magnificent Seven, ohne dabei die attraktiven Renditen von US-Aktien zu schmälern. Wie auch immer sich die Marktlage im nächsten Jahr entwickeln wird, an den USA ist nur schwer vorbeizukommen. Umso besser ist man beraten, sein Portfolio mit Um- und Weitsicht aufzustellen.

Dies gilt im Übrigen auch für den Rest Ihres Portfolios. Sollten Sie Fragen oder Anregungen haben, beraten wir Sie gerne weiter. Für die kommenden Festtage wünschen wir Ihnen alles Gute, besinnliche Stunden im Kreise Ihrer Liebsten und einen erfolgreichen Start ins neue Jahr.

TRIONINVEST | Sascha Liniger

Dufourstrasse 29
CH-3005 Bern
+41 (0)31 359 30 38
sascha.liniger@trioninvest.ch
www.trioninvest.ch