Zwischen hohen Gewinnen und Risiken: Der Check für US-Aktien

Hohe Verschuldung, hartnäckige Inflation und enorme Vorschusslorbeeren für den Tech-Sektor lassen Zweifel aufkommen. Die jahrzehntelange Vormachtstellung der Wall Street steht auf dem Prüfstand. **Von Werner Grundlehner**

Nach fast zwei Jahrzehnten aussergewöhnlicher Outperformance der US-Aktienmärkte ist es an der Zeit, dass Anleger ihre bisherigen Annahmen über die Börsen in den Vereinigten Staaten kritisch überprüfen. Setzt sich der «American Exceptionalism» weiter fort an den globalen Aktienmärkten? Was, wenn es zur Trendwende kommt? Müssten dann alle Anleger reagieren? Denn der globale Finanzmarkt ist sehr einseitig aufgebaut.

Angesichts des inkonsistenten Kurses der US-Geo- und -Wirtschaftspolitik, der hohen Inflation, einer rekordhohen Verschuldung sowie der wahrscheinlichen Investitions- und Bewertungsblase im US-dominierten Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) häufen sich die Prognosen, dass die Dominanz der Vereinigten Staaten an den Finanzmärkten zu Ende geht.

Die USA dominieren seit Jahrzehnten den globalen Aktienmarkt – in Bezug auf das Gewicht in den globalen Indizes und Performance. US-Aktien machen derzeit rund 65 Prozent der globalen Marktkapitalisierung aus, dadurch liegt der Anteil der amerikanischen Valoren im MSCI-World-Index bei über 70 Prozent. Diese Einseitigkeit begründet sich vor allem in der führenden Stellung, die sich die US-Technologie-Gesellschaften in den vergangenen Jahrzehnten erarbeitet haben, sei es bei PC-, Browser-, Suchmaschinen-, Betriebssoftware-, Social-Media- oder zuletzt KI-Technologie. Immer stehen die Konzerne aus der Neuen Welt an der Spitze – oft technologisch, aber sicher punkto Marktkapitalisierung, denn die Finanzmärkte in Nordamerika sind die tiefsten, also sie verfügen über die meiste Liquidität und «machen» so die höchsten Marktkapitalisierungen.

Politik hilft mit

Auch Fundamentaldaten rechtfertigen die bessere Performance der US-Valoren. Das Gewinnwachstum der Unternehmen lässt jenes der Europäer weit hinter sich. Die US-Unternehmensgewinne sind vor allem im letzten Jahrzehnt rasant gestiegen. Die kumulierten Unternehmensgewinne im S&P-500 sind von 500 Milliarden Dollar auf rund 3,3 Billionen im Jahr 2025 geklettert. Während in Europa Industrie-, Energie- und Finanzwerte die höchsten Gewinne erwirtschaften, sind es in den USA Technologiegiganten wie Nvidia, Alphabet und Microsoft – vergleichbare IT-Grössen fehlen in Europa. Zudem verfügen die Vereinigten Staaten über eine stärkere Binnenkonjunktur und eine tatkräftige Hilfe durch die Politik – zuletzt etwa der Inflation Reduction Act, der Chips Act oder der Cloud Act, die US-Unternehmen gegenüber der Konkurrenz bevorteilen.

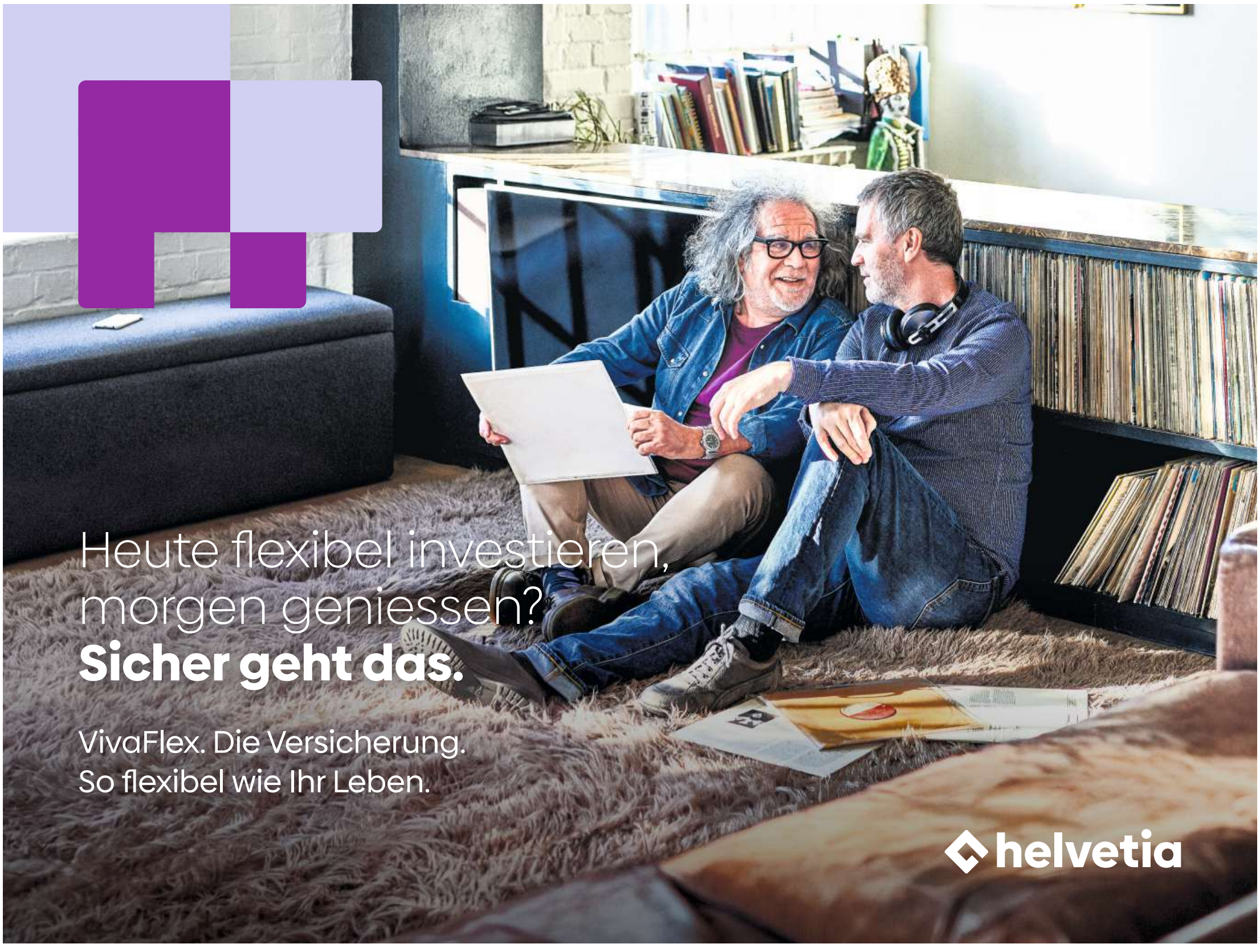
Doch lassen sich die Gewinne und Bewertungen endlos in die Höhe treiben, oder spricht das Gesetz der grossen Zahl gegen den weiteren US-Siegeszug? Um hohe Einnahmen weiter zu steigern, benötigt man höhere Werte; es wird also immer anspruchsvoller. «Bei den technologischen Spitzenreitern der USA greift diese Logik zu kurz. Erstens erschliessen diese Unternehmen durch Innovationen und neue, margenstarke Geschäftsfelder wie künstliche Intelligenz, Cloud-Infrastruktur oder digitale Dienstleistungen kontinuierlich neue Ertragsquellen und erweitern damit ihre Wachstumsmöglichkeiten», sagt Simon Lutz, CIO von Tareno. Zweitens verfügten die US-Unternehmen dank ihrer starken Cashflows über die finanziellen Mittel, Forschung und strategische Investitionen in einem Ausmass voranzutreiben, das vielen Wettbewerbern verschlossen bleibe.

Luca Bindelli, Anlagestratege von Lombard Odier, räumt ein: «Es handelt sich eher um eine Einschränkung als um eine Obergrenze. Ausgehend von hohen Umsätzen, machen Margen und Bewertungen weitere Zuwächse naturgemäss schwieriger, während hohe Erwartungen die Enttäuschung zusätzlich verstärken». Dies gelte insbesondere für die grössten KI-bezogenen Unternehmen, bei denen die Investitionsausgaben enorm seien und zunehmend Nachweise für die Monetarisierung verlangt würden.

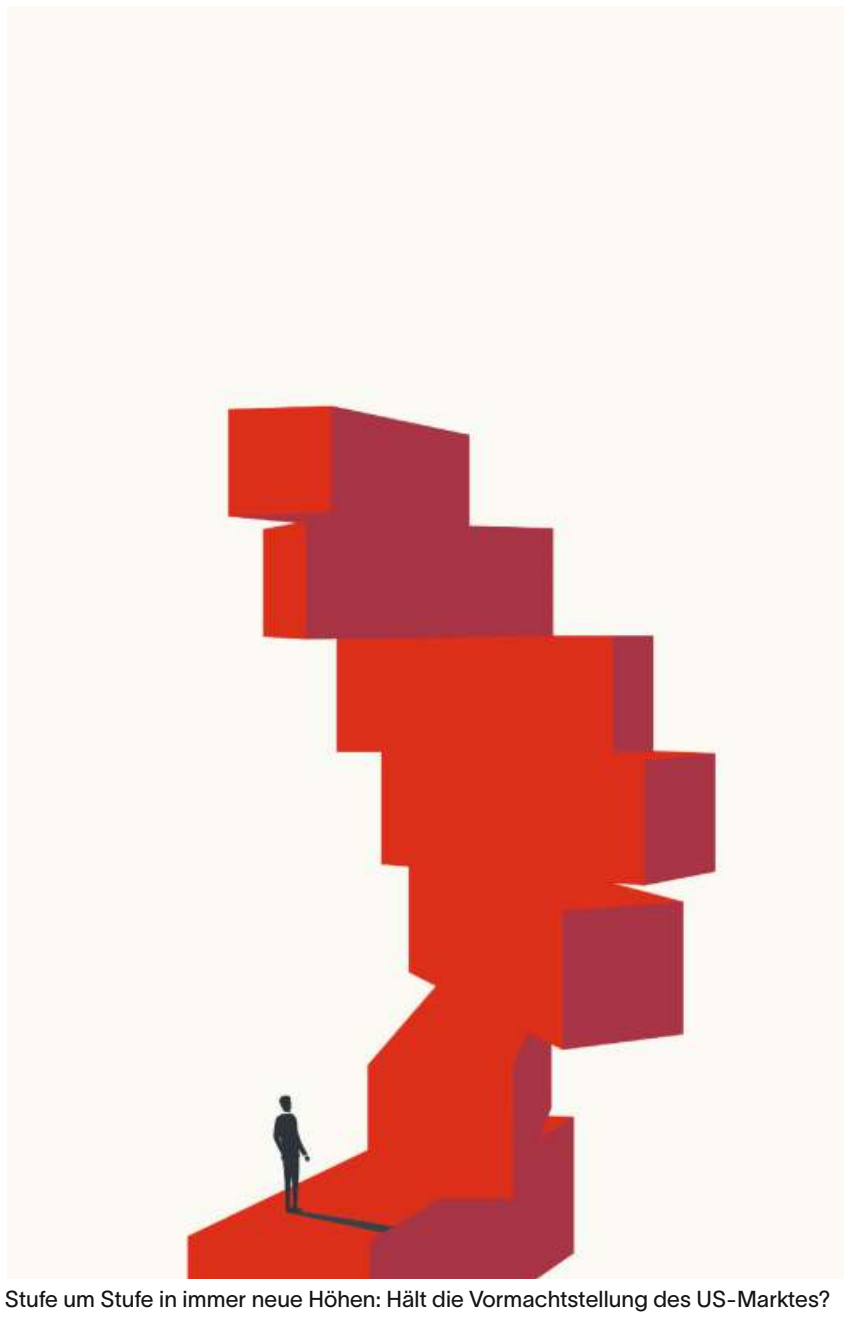
Mit ihrem hohen Gewicht in den Indizes profitieren die US-Aktien auch vom Siegeszug des passiven Anlegens. Bei diesem verzichtet der Anleger auf die aktive Auswahl einzelner Titel, investiert in Indizes, in welchen die US-Aktien ein Übergewicht haben. Damit wird die Dominanz der amerikanischen Valoren mit jedem Kauf eines ETF (Exchange Traded Fund, kotierter Indexfonds) weiter zementiert. Das gilt nicht nur für oben angeführte Anlagen im Weltindex; auch ETFs aus den Bereichen Technologie, Raumfahrt, Social Media, Verteidigung, künstliche Intelligenz, Quantencomputing etc. haben überproportional Gewicht an US-Valoren.

Im Sog der Wechselkurse

Mit Blick auf die überragende Performance an den New Yorker Börsen geht bei Investoren aus der Schweiz aber manchmal der Blick auf die Währung vergessen. Seit der Jahrtausendwende, als er bei über 1.80 Franken notierte, hat der Dollar rund 55 Prozent eingebüsst und ein Niveau von etwas über 80 Rappen erreicht. «Kurzfristig sprechen das



ADOBE STOCK



Stufe um Stufe in immer neue Höhen: Hält die Vormachtstellung des US-Marktes?

Die grossen Trends wie Social Media oder KI fanden vor allem in den USA statt.

hohe US-Zinsniveau, die robuste Wirtschaft und die Stellung des Dollars als globale Reservewährung für eine anhaltende Nachfrage», prognostiziert Simon Lutz. Mittel- bis langfristig erwartet er allerdings eine Abschwächung. Der Dollar erscheine gemessen an langfristigen Bewertungsmassstäben weiterhin teuer. Hinzu würden die hohe US-Staatsverschuldung und Bestrebungen verschiedener Länder kommen, ihre Abhängigkeit von der amerikanischen Währung zu reduzieren.

Die USA dominieren nicht nur das Angebot auf dem Finanzmarkt, ihre Finanzinstitute bestimmen auch die Nachfrage. Im Investmentbanking führen JP Morgan, Goldman Sachs, Bank of America und Morgan Stanley und lassen ausländische Konkurrenten weit hinter sich. Im Asset Management dominieren BlackRock, Vanguard und State Street. Allein BlackRock verwaltet über 10 000 Milliarden Dollar. Der Siegeszug passiver Anlagestrategien mit indexorientierten ETFs hat diese Dominanz noch verstärkt.

Die starke Stellung amerikanischer Banken und Vermögensverwalter verstärkt gemäss Simon Lutz die Dominanz der US-Kapitalmärkte. «Führende Investmentbanken, Vermögensverwalter und Börsenplätze sorgen für eine hohe Marktliquidität, effiziente Kapitalallokation und einen attraktiven Zugang zu Eigen- und Fremdkapital. Dadurch ziehen die USA Unternehmen und Investoren aus aller Welt an.» Allerdings sei die Stärke der US-Finanzindustrie sowohl Ursache als auch Folge der wirtschaftlichen Bedeutung des Landes. Entscheidend für die langfristige Dominanz des Aktienmarktes sind die Innovationskraft, die Profitabilität und das Gewinnwachstum der amerikanischen Unternehmen.

Asien holt auf

Die USA sind zwar in vielen Bereichen führend, doch andere Länder holen auf. Steht uns also ein Ende der technologischen Führerschaft bevor, das sich auf den Finanzmarkt auswirkt? «Diese Länder werden zu immer wichtigeren Akteuren, ersetzen die USA jedoch noch nicht als Zentrum des Ökosystems», sagt Bindelli. Taiwan und Südkorea spielen eine entscheidende Rolle bei fortschrittlichen Halbleitern und Speicherchips, während Japan von seinem Engagement in den Bereichen KI, industrielle Automatisierung und Unternehmensreformen profitiert. China baut ein inländisches Ökosystem rund um KI-Infrastruktur, die Lokalisierung der Halbleiterproduktion und Cloud-Dienste auf, unterstützt durch Industriepolitik und einen grossen Binnenmarkt. Dadurch verteilt sich gemäss Lombard-Odier-Stratege die technologische Führungsrolle zunehmend über eine globale Lieferkette. Bindelli präzisiert: Die USA seien nach wie vor am stärksten in den Bereichen Plattformen, Hyperscale-Computing, Software und Kommerzialisierung, während Asien viele der grundlegenden Technologien liefert. Lombard Odier sieht durchaus Spielraum dafür, dass beide Ökosysteme nebeneinander bestehen und jeweils in unterschiedlichen Weltregionen stark vertreten sind.

Es liegt im Sinne der Diversifikation, den US-Anteil im eigenen Depot etwas zurückzuschrauben. Doch abschreiben darf man die Vereinigten Staaten nicht – und schon gar nicht den Erfindungsreichtum und den Unternehmergeist der Neuen Welt unterschätzen. Schon oft wurden die amerikanische Wirtschaft, der Dollar und US-Aktien «abgeschrieben». Doch die grossen Trends des vergangenen Jahrzehnts von Social Media, Raketentechnologie, Raumfahrt, Streaming, Biotech, Cloud-Computing und KI fanden schwergewichtig in den USA statt und wurden von NYSE, Nasdaq & Co. am effizientesten in Aktienkursgewinne umgesetzt.

Luca Bindelli sieht das Ende der Dominanz des US-Aktienmarkts nicht als zentrales Szenario: «Höhere Realrenditen und Fragen hinsichtlich der Renditen von KI-Investitionen stellen zwar echte Risiken dar, doch die Führungsrolle der USA wird weiterhin durch ein stärkeres Wirtschaftswachstum, eine überlegene Gewinndynamik und eine aussergewöhnliche Fähigkeit gestützt, technologische Innovationen in Gewinne umzuwandeln». Wichtig sei, dass sich die Gewinnstärke über die Technologie hinaus auf die Bereiche Finanzen, Gesundheitswesen, Versorger, Energie und Industrie ausweite. «Wir würden dies daher eher als eine Weiterentwicklung der Führungsrolle der USA bezeichnen als deren Ende.»

