

Warum nicht amerikanische Aktien wieder vorn liegen könnten

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Korrelation ist nicht gleich Kausalität.
- Liquidität ist nicht skalierbar.
- Volatilität bedeutet, dass der Markt seine Annahmen ändert.

Zwei Einwände höre ich gegen die Vermutung, dass nicht amerikanische Aktien in den nächsten Jahren wieder vorn liegen werden: die Sonderstellung der USA und die enormen Mittelzuflüsse in passive US-Aktienstrategien. Die Sonderstellung dürfte anhalten, die enormen Mittelzuflüsse aber wohl nicht. Vor allem aber könnte es sein, dass Anleger die Markttechnik zulasten der Fundamentaldaten zurzeit überbewerten.

Korrelation ist nicht gleich Kausalität

Die USA wachsen schneller als der „Rest der Welt“. Unter dem Titel *Der neue Kapitalzyklus stärkt die Sonderstellung der USA* schrieb ich über den Beginn eines lange überfälligen Anstiegs „echter“ Investitionen in den USA. Sie stärken die Konjunktur, beschleunigen die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und sorgen für Preisauftrieb in einer Zeit, in der viele Industrieländer mit schwachem Wachstum zurechtkommen müssen.

Ich finde es also durchaus plausibel, dass die Wirtschaft in anderen Industrieländern schwächer wächst als in den USA. Dabei darf man aber nicht übersehen, dass Wachstum und Aktiengewinne zwei völlig verschiedene Dinge sind. Das BIP ist eine Stromgröße. Es misst, wo in der Vergangenheit in welchem Umfang investiert wurde. Es misst aber nicht das Aktionärsvermögen. Das BIP ist wichtig, und seine Veränderung ist oft positiv mit den Aktienerträgen korreliert. Aber Korrelation ist etwas anderes als Kausalität. So mussten Investoren, die in den letzten 20 Jahren wegen der überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten der Emerging Markets auf deren Aktien gesetzt hatten, viel Lehrgeld bezahlen.

Tatsächlich entsprechen die Aktienkurse dem Kapitalwert einer wahrscheinlichkeitsgewichteten Schätzung künftiger Gewinne, unabhängig davon, wo sie entstehen – zuzüglich dem Liquiditätswert der Unternehmensaktiva wie Immobilien, Fabriken, Maschinen und geistigen Eigentumsrechten. Es sind die Bewertungen, die die Aktienerträge bestimmen, also die Zahlungsbereitschaft der Investoren für ein Anrecht auf künftige Gewinne. Darauf komme ich noch zurück.



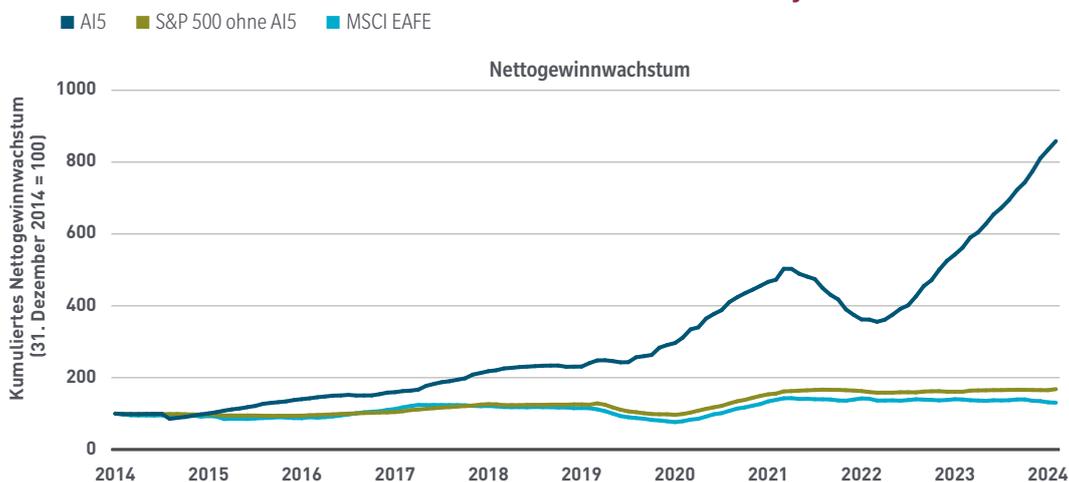
Liquidität ist nicht skalierbar

Internet 2.0 begann in den frühen 2000ern, als aus einfachen Websites mit begrenzten Interaktionsmöglichkeiten immer dynamischere Anwendungen wurden, ermöglicht durch Fortschritte bei Software und Cloud-Computing. Wie in früheren Innovationsphasen auch profitierten davon eine Handvoll Unternehmen, die enorme Gewinne erzielten. Etwa Mitte bis Ende der 2010er-Jahre sorgte der Netzwerkeffekt dafür, dass einige wenige Firmen alles dominierten. Das führte zu einer neuen Phase der Gewinnkonzentration in den USA und damit auch zu stark konzentrierten Aktienindizes.

Und dann kam die Künstliche Intelligenz. Wie zuvor rechneten die Investoren auch jetzt wieder mit einer enormen Konzentration der Gewinne auf wenige Unternehmen (Abbildung 1).

Aber ist das wichtig dafür, warum nicht amerikanische Aktien US-Titel hinter sich lassen könnten? Es ist wichtig, und das sogar sehr. Davon bin ich überzeugt.

Abbildung 1: Kumuliertes Gewinnwachstum der AI5, des S&P 500 ohne die AI5 und des MSCI EAFE in den letzten zehn Jahren



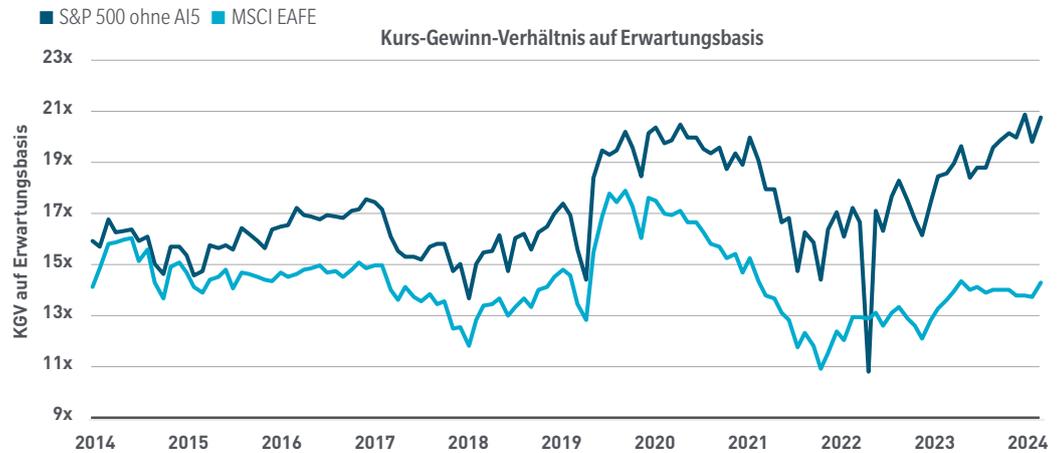
Quelle: FactSet Portfolio Analysis. Monatsdaten vom 31. Dezember 2014 bis zum 31. Januar 2025. AI5 (Artificial Intelligence 5): Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und NVIDIA. S&P 500 ohne AI5: S&P 500 ohne AI5-Aktien. Nettogewinn der letzten zwölf Monate.

Diese Informationen sowie die Nennung einzelner Unternehmen und/oder Wertpapiere sollten nicht als Anlageberatung, Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder als Hinweis darauf verstanden werden, dass für irgendein MFS-Produkt eine Transaktion geplant ist.

Die grüne Linie zeigt die Nettogewinnentwicklung des S&P 500 ohne die AI5; die hellblaue Linie die des MSCI EAFE. US-Aktien ließen den MSCI EAFE zwar nur etwas hinter sich, doch besteht ein großer Bewertungsabstand (Abbildung 2). Ein Grund dafür ist meiner Meinung nach, dass Liquidität nicht skalierbar ist.



Abbildung 2: Wachsender Bewertungsabstand zwischen US-Aktien und nicht amerikanischen Titeln aufgrund mangelnder Liquidität



Quellen: FactSet, FactSet Portfolio Analysis. Monatsdaten vom 31. Dezember 2014 bis zum 31. Januar 2025. AI5 (Artificial Intelligence 5): Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und NVIDIA. S&P 500 ohne AI5: S&P 500 ohne AI5-Aktien. Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der Gewinnerwartungen der nächsten zwölf Monate, berechnet als gewichteter harmonischer Durchschnitt für den S&P 500 ohne AI5. Diese Informationen sowie die Nennung einzelner Unternehmen und/oder Wertpapiere sollten nicht als Anlageberatung, Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder als Hinweis darauf verstanden werden, dass für irgendein MFS-Produkt eine Transaktion geplant ist.

Jeder zusätzliche Dollar, der über passive Anlagevehikel in Aktien fließt, hat auf sehr liquide Titel nur vernachlässigbare Auswirkungen, vor allem also auf Mega Caps. Bei vielen weniger liquiden Titeln des „S&P 495“ ist das aber nicht der Fall. Die hohe Nachfrage führte daher zu einer höheren Preiselastizität.

Wie wir schon im ersten Semester Volkswirtschaft gelernt haben, steigen die Preise, wenn die Nachfrage das Angebot überschreitet. Viele von uns mussten das zu Beginn der Pandemie schmerzhaft erfahren, als Toilettenpapier und andere Dinge plötzlich sehr teuer wurden. Ganz ähnlich ist es bei diesen Aktien. Die übermäßige Nachfrage passiver Anlagevehikel war einfach zu viel für ihre (eher geringe) Liquidität.

Das wirft eine Frage auf: Was wird die Mittelzuflüsse in passive US-Fonds stoppen oder gar umkehren? Früher war das meist eine Veränderung der Ertragserwartungen für die größten Indexwerte.

Volatilität bedeutet, dass der Markt seine Annahmen ändert

Beim Internet 2.0 waren Netzwerkeffekte der Hauptgrund für die enormen Gewinnsteigerungen einiger weniger Unternehmen. Jetzt aber zeigt DeepSeek, dass KI-Basismodelle eher Massenware als skalierbare Oligopole sind. Für den S&P 500 und hier vor allem für die AI5 besteht deshalb das Risiko, dass der Markt das erkennt und die Kurse fallen.



Hinzu kommt, dass neue Technologien eigentlich immer deflationär wirken. Sie haben Engpässe beseitigt und bewirkt, dass jetzt andere Branchen rentabel waren als vorher. Als etwa die Druckerpresse ihren Siegeszug antrat, hat das die Verbreitung von Informationen enorm vereinfacht. Mehrwert wurde nicht mehr mit zeitaufwendigen Abschriften erzielt, sondern mit auflagenstarken Büchern und Zeitungen. Und auch das Internet hat in den letzten 30 Jahren für neue Ertragsquellen gesorgt.

Das ist auch wichtig für KI. Ob Künstliche Intelligenz zur Massenware wird oder nicht – sie verringert Engpässe bei Kreation und Umsetzung und kann daher zu großen Gewinnverschiebungen führen. Das hat voraussichtlich enorme Auswirkungen auf die künftige Kursentwicklung, weil manche Unternehmen darunter leiden und andere davon profitieren. Schon jetzt sehen wir, dass manche Softwarefirmen und Lösungsanbieter zu den Profiteuren zählen – Firmen etwa, die Datenbanken und Anwendungen bereitstellen. Der Markt interessiert sich auch mehr und mehr für KI-Anwendungen, die Abläufe vereinfachen, die Integration von Geschäftsprozessen verbessern und den Nutzern das Leben erleichtern.

Fazit

Ähnlich wie in früheren Innovationsphasen dürften nur wenige neue Marktführer den Löwenanteil der Gewinne einfahren. Der Aktienmarkt hat einige wenige Unternehmen zu Oligopolisten, wenn nicht Monopolisten gemacht – und das trotz fallender Gewinnerwartungen und der Sorge, dass sich die KI-Basismodelle am Ende recht stark ähneln. Die Technologie gibt, die Technologie nimmt. Das kann die Finanzmärkte auf den Kopf stellen, wenn sich die ursprünglichen Erwartungen als falsch erweisen.

Wenn man am Markt allmählich mit der von mir beschriebenen Zukunft zu rechnen beginnt, könnten die Erträge ganz anders sein als in den letzten zehn Jahren. Vielleicht liegen dann nicht mehr passive, sondern aktive Strategien vorn, deren Manager Aktien untergewichten, die ihren Oligopolstatus verlieren.

Das wird noch eine weitere Konsequenz haben. Vermutlich werden Anleger auch dann wieder in Strategien umschichten, die mit ähnlichen Übergangsphasen in der Vergangenheit besser zurechtgekommen sind. Dann dürften also aktive Manager wieder vor passiven liegen. Passive Anlagevehikel mit symmetrischen Handelsstrategien könnten die Kursverluste wenig liquider Benchmarktitel verstärken. Es käme dann also zur exakten Umkehr dessen, was wir in der Zeit ihres Aufschwungs erlebt haben. Dann dürften auch die eingangs erwähnten Bewertungsdifferenzen nachlassen. Nicht amerikanische Titel lägen vorn. ▲

Standard & Poor's® und S&P® sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Verantwortung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweis für Anleger in Kanada: Herausgegeben von MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.