PRIVATE CLIENT LETTER

Herausgeberin: Private Client Bank AG, Zürich | T +41 44 253 73 00 | privateclientbank.ch 1. Januar 2025 | Q1/25

MERKWÜRDIGE DOMINANZ

Seit einiger Zeit wird vielerorts das Ende der US-amerikanischen Dominanz ausgerufen. An den Finanzmärkten ist in den letzten zehn Jahren das Gegenteil passiert. Das Ende ist nicht absehbar, auch wenn es Übertreibungen geben mag.

"Donald Trump ist die grösste Gefahr für die Welt» – so überschrieb der britische «Economist» am 18. November 2023 seine traditionelle Publikation «The World Ahead». Die Autoren halten fest, dass in den 38 Jahren ihrer akribisch vorbereiteten Jahresausblicke noch nie eine einzige Person den Blick in die Glaskugel so sehr dominiert habe wie der umstrittene US-Präsidentschaftskandidat an der Schwelle zum nun abgelaufenen Jahr 2024. Entsprechend prangte auf der Titelseite des Wochenmagazins eine blaue Weltkugel, schwarz überschattet vom prägnanten Konterfei des ehemaligen und, wie wir nun wissen, künftigen Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika.

Heute, ein Jahr später, stellen wir fest, dass sich die düsteren Prophezeiungen zumindest bisher nicht materialisiert haben. Natürlich ist die geopolitische Lage weiterhin unerfreulich und verworren. Die grossen Volkswirtschaften der Welt ächzen fast ausnahmslos unter einer kaum mehr tragbaren Verschuldung (Frankreich!) und in Europa lahmt die Wirtschaft, vor allem beim einstigen Zugpferd Deutschland. Auch ist die politische Landschaft in den USA weiter polarisiert und produzierte neben einem gescheiterten Attentat auf den Kandidaten Trump praktisch das ganze Jahr hindurch enormes Wahlkampfgetöse – zur Freude der Medien, aber weitgehend ignoriert von den Finanzmärkten. Diese zeigten im Gegensatz zur allgemeinen Verunsicherung in fast allen Anlageklassen eine unbeeindruckte Aufwärtsbewegung, mit wenigen, kurzen Unterbrüchen, nicht zuletzt gegen Ende Jahr als Reaktion auf eine etwas gedämpfte Kommunikation der US-Zentralbank. Auf das Jahr gesehen wirkt dies jedoch eher als Verschnaufpause, zumal das klare Ergebnis der US-Wahlen im November an den Märkten nochmals einiges an Schub generiert hatte. So konstatieren wir, dass 2024 im Rückblick deutlich besser war als befürchtet. Im Ergebnis schwankt die Stimmung heute nach einem durchaus ansprechenden Jahr an den Finanzmärkten zwischen einer etwas merkwürdigen Akzeptanz der Situation und der gespannten Erwartung, was denn der alte neue Präsident der USA noch alles anstellen könnte.

Höhenflüge, trotz allem

Wer also im vergangenen Jahr alarmiert von Medienberichten über Krisenherde und unerfreuliche Entwicklungen in praktisch allen Weltgegenden die Kurstableaus studierte, stellte erstaunt fest: Es geht aufwärts – zwar nicht überall im gleichen Masse, aber durchaus spürbar. Und die Gazetten titelten regelmässig «Neues Allzeithoch!». Inzwischen ist vom Jahr der Allzeithochs die Rede,

Private Client Bank AG
Alte Börse
Bleicherweg 5 – Postfach
8034 Zürich – Schweiz

T +41 44 253 73 00
F +41 44 253 73 20
info@privateclientbank.ch
privateclientbank.ch

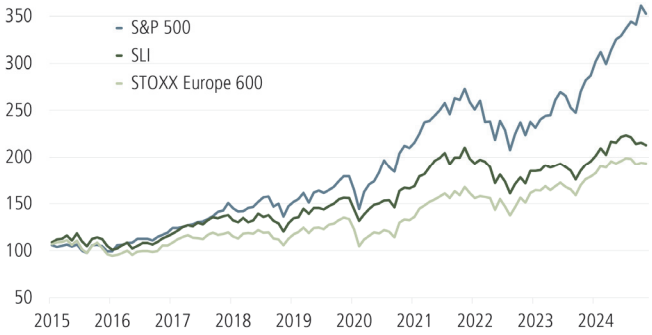
Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Zeichnung von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten oder als Ratschläge oder Empfehlungen in Bezug auf Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu verwenden oder zu betrachten.

das deutsche Finanzportal Wallstreet Online zählte bis Weihnachten alleine für den DAX ganze 42 – ausgerechnet in Deutschland, dem aktuell wohl meistzitierten ökonomischen Jammertal.

Erfahrene Investoren wissen, dass Allzeithochs an Aktienmärkten nicht aussergewöhnlich sind. Seit 1988 wurde im SMI (Schweiz) und im Stoxx 600 (Europa) im Durchschnitt etwa alle 10 Monate ein neues Allzeithoch erreicht, im S&P 500 (USA) sogar rund alle 8 Monate. Eine wachsende Wirtschaft, die Innovationskraft der Unternehmen und ja, auch die Tatsache, dass Indizes sich aus Gewinnerfirmen zusammensetzen und alleine die Inflation auf lange Sicht die Zahlen grösser werden lässt, sorgen dafür, dass Allzeithochs regelmässig vorkommen (müssen). Sie alleine sind sicher kein Grund, sich verängstigt von Aktienengagements zu trennen. Ausserdem ist der «richtige» Wiedereinstieg mindestens so schwierig wie der Ausstieg.

AKTIENMÄRKTE JANUAR 2015 – DEZEMBER 2024

EINIGE ALLZEITHOCHS



Quelle: Bloomberg, 30.01.2015 = 100.

Abgesehen von der relativen Normalität von Allzeithochs zeigt unsere Grafik noch etwas anderes: Die US-Aktienmärkte entwickeln sich seit Jahren besser als die Märkte in Europa – und notabene auch als der Rest der Welt. 2024 war dieser Effekt besonders deutlich, US-amerikanische Aktienindizes haben drei bis vier Mal besser abgeschnitten als ihre Pendants auf dem alten Kontinent – bei den Technologieaktien sogar nochmals deutlich mehr. In den letzten zehn in vieler Hinsicht durchaus turbulenten Jahren hat der S&P 500 um 250 Prozent zugelegt, in Europa und der Schweiz haben sich die Leitindizes dagegen «nur» knapp verdoppelt.

Amerika dominiert

Das an den Finanzmärkten bei Aktien und Obligationen durchaus erfreuliche 2024 basiert zunächst auf einer global recht soliden Konjunktur und einer allgemein sinkenden Inflation. Die Zentralbanken konnten – manche früher (SNB in der Schweiz), manche später (Fed in den USA) – Zinssenkungen einleiten, wohlgemerkt nicht als Feuerwehrmassnahme gegen die tatsächlich ausgebliebene Rezession, sondern als Reaktion auf wieder stabiler werdende Preise. Das Währungsgefüge blieb weitgehend unverändert, nur der US-Dollar fiel durch eine moderate, stetige Aufwertung auf.

Weiterhin viel Schub gab die mit einiger Phantasie angereicherte Revolution im Bereich künstliche Intelligenz, ausgehend von Amerika. Wie schon im Vorjahr wurde die Performance der US-Märkte wesentlich von den als «Magnificent 7» bekannt gewordenen Technologiefirmen getrieben: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla. Diese alleine stellen bekanntlich inzwischen über 25 Prozent des gesamten Weltaktienmarktes – eine unangenehme Konzentration.

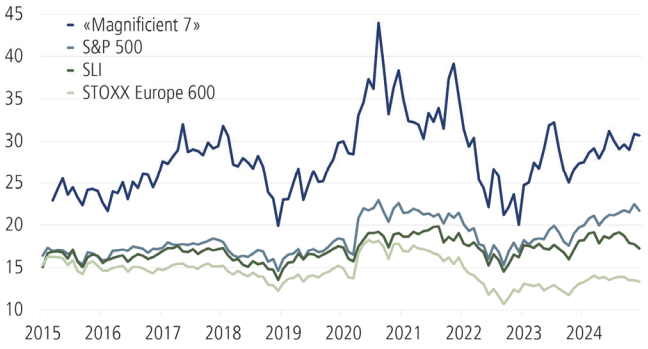
Woher aber kommt die Dominanz und die seit Jahren wachsende Diskrepanz zwischen den USA und dem Rest der Welt? Wir wagen die These: Entscheidend ist nicht, wer Präsident der Vereinigten Staaten ist – bei allem Respekt für die in den Medien inzwischen alle vier Jahre als «historisch» bezeichneten US-Wahlergebnisse. Natürlich, Personen sind wichtig und können etwas bewegen – wirklich wesentlich ist aber anderes: Grösse und Offenheit des Binnenmarktes, Breite und Tiefe der Finanzmärkte, ein möglichst gut funktionierender Rechtsstaat, Schutz des Eigentums, Flexibilität der Arbeitsmärkte, eine möglichst grosse Wirtschaftsfreiheit, klar begrenzte Regulierungen, ein faires, massvolles Steuersystem, erstklassige Ausbildungseinrichtungen, eine funktionierende Gewaltenteilung zwischen Exekutive, Judikative, Legislative und Gliedstaaten, eine möglichst unabhängige Zentralbank mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, ein über Jahrzehnte aufgebauter, solider Kapitalstock, sowie ein funktionsfähiges System für innere und äussere Sicherheit. Diese und sicher noch weitere Faktoren definieren die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Dabei

kommt es nicht auf Perfektion an – es reicht, besser als die Konkurrenz zu sein. Und bei aller Skepsis und Kritik scheint das Bündel an Voraussetzungen in den USA bis auf weiteres besser als in den anderen grossen Wirtschaftsräumen zu sein. Europa, das bei Institutionen und Binnenmarkt ähnliches Potenzial hätte, wirkt dagegen immer schwächer.

Die Dominanz der USA zeigt sich nicht nur in der Performance von Aktien, sondern auch in deren Bewertung. Wie in unserer Grafik zu sehen, sind US-Aktien und insbesondere die sieben grossen Technologiefirmen seit Jahren systematisch höher bewertet als der europäische Aktienmarkt. Gleichzeitig fällt auf, dass die Schweiz bei der Bewertung konstant näher bei den USA liegt – das Bündel an Faktoren ist wohl auch bei uns recht attraktiv.

KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSE JANUAR 2015 – DEZEMBER 2024

USA SYSTEMATISCH TEURER



Quelle: Bloomberg. Gezeigt wird die Forward PE Ratio, dem Verhältnis zwischen erwarteten Gewinnen der Unternehmen und Preis basiert.

Grundsätzlich muss eine höhere Bewertung nicht negativ sein – Qualität kann durchaus ihren Preis haben. Dennoch bleibt festzuhalten, dass der US-Aktienmarkt inzwischen gemäss einer Reihe von Indikatoren teuer erscheint. Ende 2024 liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse für den Gesamtmarkt auf historischen Höchstständen – seit 1900 lagen sie nur vor dem Platzen der Dotcom-Blase Anfang 2000 höher. Auch ist da das ausgeprägte Ungleichgewicht bei den grossen Aggregaten: Mit 4 Prozent der Weltbevölkerung stellen die USA knapp 25 Prozent des globalen BIP und fast ein Drittel aller Unternehmensgewinne – aber über 70 Prozent des Weltaktienmarktes. Nicht wenige Auguren bezeichnen dies als «priced for perfection».

Unsicherheit bleibt

Die Erwartungsbildung von Menschen wird durch die jüngere Vergangenheit geprägt, deshalb ist die Extrapolation auch eine beliebte Vorhersagemethode. Naheliegend ist es also, zumindest für die nähere Zukunft weiter von einer Dominanz der USA auszugehen. Entsprechend gehören sowohl amerikanische Aktien als auch Obligationen aus unterschiedlichen Gründen in ein global diversifiziertes Portfolio. In unseren Aktienanlagen sind die USA derzeit mit gut 30 Prozent vertreten. Wir überprüfen diese Quote regelmässig, haben aber auch Respekt vor der Konzentration und den hohen Bewertungen amerikanischer Aktien, nicht zuletzt im Technologiebereich. Entsprechend halten wir auch günstigere Titel aus Europa und der Schweiz. Vor allem aber: Letztlich investieren wir nicht in Länder, sondern in globale Firmen. Diese sind in der Regel ohnehin stark in den USA präsent.

Ähnlich wie vor einem Jahr konstatieren wir insgesamt eine bemerkenswerte Diskrepanz zwischen der positiven Stimmung an den Finanzmärkten und ausgeprägten Unsicherheiten in Geopolitik und Ökonomie, vor allem in Europa und China. Ein Warnzeichen ist der starke Anstieg des Goldpreises, der 2024 in US-Dollar um fast 30 Prozent zugelegt hat. Zentralbanken vor allem von «BRICS»-Ländern wie China kaufen Gold, um die Abhängigkeit vom Dollar zu reduzieren und die Dominanz der USA zu bekämpfen. Unter der Oberfläche rumort es, negative Überraschungen sind an vielen Fronten möglich. Darauf würden die Finanzmärkte wohl heftig reagieren. So gilt es auch Anfang 2025, die Positionierung im Portfolio zu überprüfen und sich zu fragen, ob eine starke Korrektur finanziell und emotional gut überstanden werden könnte.

Immerhin: Der wiedergewählte Präsident Trump dominiert die Glaskugel Ende 2024 nicht mehr alleine. In «The World Ahead» wird er nun vom (politischen) US-Unternehmer Elon Musk begleitet, unter dem Titel «Disrupter-in-chief». Der Ausblick ist weniger düster, betont werden auch die Chancen der Veränderung. Hoffen wir, dass der «Economist» damit richtig liegt.

—

IA, 31.12.2024

Private Client Bank AG
Alte Börse
Bleicherweg 5 – Postfach
8034 Zürich – Schweiz

T +41 44 253 73 00
F +41 44 253 73 20
info@privateclientbank.ch
privateclientbank.ch

Tektonische Verwerfungen

Gespannt schaut die Welt Anfang 2025 nach Amerika, denn der neue – alte – Präsident ist nach wie vor gewöhnungsbedürftig. Die meisten Auguren hatten sich ja wirklich gründlich verschätzt. Nur ganz wenige sagten einen derart klaren Wahlsieg Donald Trumps voraus. Das «Juste Milieu», die selbstgerechte, selbsternannte politische Kaste dies- und jenseits des Atlantiks, verharrt bis heute im Wunschdenken, dass alles doch noch wie ein böser Traum vorübergehe.

Wird es aber nicht. Trump hat wesentliche Ernennungen getätigt und Themen gesetzt. Der Einfluss des unternehmerischen Extrembergsteigers Elon Musk wird von Tag zu Tag deutlicher. Man muss sich auf wesentliche Veränderungen gefasst machen, wie zähe die dinosaurierhafte US-Administration sich am Ende auch gebärden wird. Immerhin sind heute schon Konturen sichtbar.

Bis jetzt war nichts beständiger als der Wille, das Weltwährungsmonopol zu verteidigen. Nur so ist das gigantische US-Defizit finanzierbar.

So wird die neue US-Regierung rasch den Zeitgeist von «Wokismus» und Diversity-Übertreibungen zu wenden versuchen. Sie hat dabei die Volksmassen im Rücken, ja selbst früher einmal klar benachteiligte Schichten der Gesellschaft. Donald Trump profitierte von ihren Stimmen, denn sie waren von den demokratisch beherrschten Eliten an den US-Universitäten enttäuscht. Schmerzfrei wird der Abschied vom politisch korrekten Denken und Reden aber nicht sein. Denn die Medien sind mehrheitlich anders gepolt. Und sehr viel Geld floss und fliesst zu NGOs und Instituten mit einschlägiger Thematik. Kampflos wird solch einträgliches Terrain gewiss nicht geräumt, und mit «Benachteiligten» lässt sich trefflich kämpfen. Tektonische Verwerfung Nr. 1, Brennpunkt: Universitäten.

Eine zweite tektonische Verwerfung ergibt sich aus der projizierten Ausgabe- und Wirtschaftspolitik. Zwar soll auf Seiten der Verwaltung gespart werden; Elon Musk wurde dazu frühzeitig in Position gebracht. Aber wenn es um die US-Wirtschaft geht, so will man zu einer Industriepolitik nach altem Schrot und Korn zurückkehren, das heisst zur Begünstigung eigener Produktion vor Gütern aus dem günstigeren Ausland. Mit Zöllen (und nichttariflichen Einschränkungen) soll diesem für Trump wichtigen Anliegen Nachdruck verliehen werden. Das Problem: Damit kann die Inflation, soeben etwas gebändigt, zurückkehren. Der tektonische Graben verläuft hier zwischen Regierung und Notenbank Fed, zwischen Trump und Powell. Wenn letzterer verliert, was wahrscheinlich ist, wird ein nachgiebigerer Gouverneur die geldpolitischen Zügel noch stärker lockern. Solches hätte dann das Potenzial zu Verwerfungen an den Bondmärkten.

Bleibt, drittens, der US Dollar als solcher. Er wurde von den Regierungen jeglicher Couleur über die letzten Jahre zunehmend als Mittel zur Erreichung politischer Ziele eingesetzt. Sanktionen mit Kapitalverkehrseinschränkungen hier, Einfrierung bislang unantastbarer Vermögen da, Transaktionskontrollen überall: die Weltwährung mit Monopolcharakter wurde zusehends häufiger ge- oder, wenn man will, missbraucht. Nun wird es spannender, denn die neue Regierung Trump (und hinter dem Einflüsterer Musk wohl halb Silicon Valley) möchte auch Kryptowährungen gewähren lassen. Regierungsgeld als Druckmittel und freies Ausweichgeld – das widerspricht sich. Bis jetzt war nichts beständiger in der US-Politik als der feste Wille, das Weltwährungsmonopol zu verteidigen. Denn nur so ist das gigantische US-Defizit finanzierbar.

Freiheitliche politische Systeme sorgen in aller Regel für einen gewissen Ausgleich. Deshalb liebe ich solche und andere denkbare tektonischen Verwerfungen. Sie werden zu pragmatischen Antworten zwingen, auch und gerade die neue Regierung von Donald Trump, so entschieden sie sich auch heute gibt. Der Alltag wird anders sein.

—

KH, 31.12.2024

Private Client Bank AG
Alte Börse
Bleicherweg 5 – Postfach
8034 Zürich – Schweiz

T +41 44 253 73 00
F +41 44 253 73 20
info@privateclientbank.ch
privateclientbank.ch