

INTERVIEW

«Der S&P 500 dürfte vor einem verlorenen Jahrzehnt stehen»

Seit Anfang Jahr schneiden Value-Aktien besser ab als Wachstumstitel. Im Gespräch erklären vier Value-Spezialisten, weshalb das Comeback der Substanzwerte diesmal nachhaltig sein dürfte, warum sie Europa bevorzugen und wo die hohen Kursschwankungen Chancen eröffnet haben.

Gregor Mast

27.06.2025, 02.56 Uhr

Das Comeback des Value-Stils ist überfällig. Seit der grossen Finanzkrise von 2009 haben Wachstumsaktien die Nase vorn. Zwar konnten Substanzwerte immer wieder für kurze Zeit aus deren Schatten treten, nachhaltig war der Value-Zyklus aber nie. Das ist atypisch, da Value-Titel langfristig besser abschneiden als Wachstumswerte.

Seit Anfang Jahr liegen Value-Anlagen wieder einmal vorne. Geht es nach den Referenten am kürzlich durchgeführten Swiss Value Day, dürfte das nun auch so bleiben.

Im Gespräch mit The Market erklären die Experten Georg von Wyss, Alex Rauchenstein, Jay Hill und Beltrán Parages, warum der Value-Zyklus definitiv gedreht hat, weshalb die grössten Chancen ausserhalb der USA und dort vor allem in Europa zu finden sind und wo sie während der Liberation-Day-Panik zugekauft haben.

Herr Hill, Value-Aktien haben seit Anfang Jahr gut abgeschnitten. Jüngst haben Technologieaktien aber wieder aufgeholt. Ist das Value-Comeback diesmal wirklich nachhaltig?

Hill: US-Investor Howard Marks hat kürzlich einen Chart präsentiert, der zeigt, dass die Bewertung des S&P 500 im Kaufzeitpunkt und der zu erwartende

Ertrag über die folgenden zehn Jahre negativ korrelieren. Je höher also die Bewertung, desto niedriger ist die Rendite über die folgenden Jahre. Beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 um die 14 oder 15, kann mit guten Erträgen gerechnet werden, kauft man den S&P 500 hingegen beim heutigen KGV von 22 oder 23, resultiert historisch gesehen noch eine Rendite zwischen +2 und -2%. Der S&P 500 und mit ihm viele der hoch bewerteten Schwergewichte dürfte deshalb bis 2035 vor einem verlorenen Jahrzehnt stehen.



Jay Hill, Managing Director bei Tweedy, Browne, Stamford USA

Nur ist die Bewertung der US-Indizes schon lange hoch, und trotzdem haben die dortigen Börsen die meisten anderen während Jahren geschlagen.

Hill: Einige der besten Unternehmen, die schneller wachsen und höhere Kapitalrenditen erwirtschaften als die Konkurrenz, sind in den USA beheimatet. Nur ist das in den Bewertungen abgebildet, sie erlauben keine Enttäuschungen. Der von vielen propagierte US-Exzeptionalismus basiert zudem zu einem guten Teil auf den massiven Budgetdefiziten der letzten Jahre. Zwischen 2021 und 2024 belief sich das US-Defizit auf durchschnittlich 8,5% des Bruttoinlandprodukts, was das US-Gewinnwachstum kräftig unterstützt hat. Nur sind Defizite in dieser Größenordnung nicht nachhaltig.



Georg von Wyss, Portfoliomanager von BWM, Wilen bei Wollerau

Von Wyss: Die Internetblase zur Jahrtausendwende ist auch nicht über Nacht geplatzt. Der Momentum-Trade mag noch nicht vollständig vorbei sein, wir sind aber zuversichtlich, dass es irgendwann so weit sein wird. Und auch wer nicht an das Ende des Momentum-Trade glaubt und teure Aktien kaufen will, weil diese Unternehmen angeblich so grossartig sind, könnte angesichts der vielen Risiken in Betracht ziehen, dem Portfolio

Value-Aktien beizumischen. Wenn nur einige wenige Entscheidungsträger bei den grossen Asset-Managern so denken, hätte das einen spürbaren Effekt auf das Abschneiden von Value-Aktien.

Ist der Momentum-Trade wirklich vorbei?

Rauchenstein: Ich bin ziemlich sicher, dass der Momentum-Trade drehen wird, weil die Bewertungen überzogen sind. Die grösste Position im MSCI Welt ist derzeit Microsoft, die zu einem KGV von 37 handelt. Ich mag mich erinnern, wie der US-Value-Investor Gary Brinson in den späten Neunzigerjahren nach Zürich kam und warnte, Microsoft zu einem KGV von 40 zu kaufen. Und zwar nicht, weil Microsoft eine schlechte Firma gewesen wäre, sondern wegen des zu hohen KGV. Microsoft verzeichnete zwischen 2000 und 2011 denn auch ein gutes Gewinnwachstum, doch das KGV sank von 40 auf 9, was das Gewinnwachstum mehr als kompensiert hat. Die Börsen bewegen sich in Zyklen, die hohen Bewertungen werden auch diesmal keinen Bestand haben.



Alex Rauchenstein, Managing Partner von SIA, Lachen



Beltrán Parages, Founding Partner von Azvalor Asset Management, Madrid

Parages: Anleger brauchen einen neuen emotionalen Zugang zum Investieren. Wenn ein Unternehmen eine hohe Kapitalrendite erzielt, interessiert uns die Bewegung des Aktienmarkts nicht, wir verkaufen schlicht nicht. Warren Buffett hat letztes Jahr von Coca-Cola mehr Dividende erhalten, als er ursprünglich für das Investment bezahlt hat. Wir wollen nicht immer zu den Gewinnern zählen, sondern Aktien von guten Unternehmen halten, die in der Lage sind, dank hoher Kapitalrenditen einen Zinseszinsseffekt zu erzielen. Wir halten sie, solange wir keine bessere Alternative finden. So betrachtet, funktioniert

Value-Investing immer.

Welche Rolle spielt der Boom des passiven Investierens?

Hill: Die ursprüngliche Idee eines Indexinvestments war, im Windschatten der fundamentalen Investoren zu segeln. Es waren Letztere, die den Preis ausgemacht haben, der Kurs des Index leitete sich aus ihren Transaktionen ab. Gemäss dem US-Hedge-Funds-Investor David Einhorn machen passive Anlagevehikel und Strategien inzwischen aber mehr als die Hälfte aller Börsentransaktionen aus, was eine grosse Investorengemeinde hervorgebracht hat, der die Bewertung egal ist und die teils nicht einmal weiss, was die Unternehmen herstellen. Das erklärt auch die Überbewertung der US-Indizes. In Europa geschah genau das Gegenteil, dort floss während Jahren Geld ab. In 46 der vergangenen 47 Monate wurden Mittel aus dem britischen Aktienmarkt abgezogen. Wo findet man wohl die grösseren Schnäppchen, in den USA oder in Grossbritannien?

Von Wyss: Und ein grosser Teil der restlichen 50% des Handels dürfte von computergesteuerten Transaktionen bestimmt sein, die auf einfachen Regeln wie Momentum beruhen. Das könnte der Grund sein, warum Technologieaktien nach der anfänglichen Erholung weiter angezogen haben. Ich hoffe, dass es auch ein paar Programmierer gibt, die Value-Kriterien berücksichtigen. Es gibt sie, doch Investoren, die Unternehmen im Detail verfolgen, sind inzwischen sehr rar geworden.

Sie haben Geduld, auf höhere Kurse zu warten, doch wie sieht das bei den Kunden aus?

Parages: Wir setzen auf langfristige Investoren, die das Risiko verstehen, wenn sie bei uns anlegen. Sie müssen bereit sein, zu leiden. Es ist wie beim Rugby: Wer mit einem sauberen Trikot nach Hause kommt, hat nicht Rugby gespielt. Weil die Kunden verstehen, dass schwierige Zeiten für uns Chancen eröffnen, hatten wir trotz der Turbulenzen der letzten Monate keine Abflüsse, sondern sogar Zuflüsse. Die Industrie funktioniert allerdings gerade andersherum.

Zuflüsse wären wohl das untrügliche Zeichen, dass der Value-Zyklus nachhaltig gedreht hat.

Hill: Bisher sehen wir keinen Zufluss. Wir versuchen, unseren Kunden beizubringen, dass jede Aktie zwei Preise hat, so wie es uns Value-Übervater Benjamin Graham gelehrt hat: einerseits den aktuellen Kurs, andererseits den inneren Wert des Unternehmens, den wir auch mit Bewertungsvielfachen ermitteln, die bei Übernahmen ähnlicher Unternehmen bezahlt werden. Wir versuchen, grosse Diskrepanzen zwischen den beiden Preisen auszunutzen. Weil Value aber nicht immer funktioniert, wollen auch wir von unseren Neukunden wissen, ob sie bereit sind, drei Jahre lang schlechter abzuschneiden als der Markt. Leider dauert die aktuelle Value-Durststrecke schon mehr als zehn Jahre und damit ungemütlich lange.

Von Wyss: Wir sehen auch noch keinen Zufluss. Nach der langen Durststrecke braucht es ein bis zwei Jahre mit guter Performance, bevor die Investoren zurückkehren – sonst glaubt uns niemand. Das Traurige ist, dass die einfachen Gewinne dann bereits eingefahren sind.

Rauchenstein: Wir verzeichnen seit 2023 Zuflüsse, weil wir im Covid-Low im März 2020 von defensiven in damals sehr günstig gewordene zyklische Titel umgeschichtet und seither gut abgeschnitten haben. Es braucht tatsächlich ein paar Jahre mit guter Performance, bevor die Nachfrage wieder anzieht. Unsere Kernkunden sind Family Offices. Je unternehmerischer diese denken, desto einfacher ist es, ihnen zu erklären, was wir tun, nämlich günstig einzukaufen.

Wie gehen Sie mit dem Lärm um, den die derzeitige US-Regierung produziert?

Parages: Wir lieben Unsicherheit, weil sie einen grossen Einfluss auf die Bewertungen hat. Unsicherheit gilt als negativ, weil das Ergebnis nicht bekannt ist, doch meist ist es gefährlicher, sich zu sicher zu fühlen. Als wir vor Jahren in Uran investiert haben, galt es als gesichert, dass die Atomenergie keine Zukunft hat. Uran war entsprechend günstig, bis Atomenergie dann doch wieder ins Gespräch kam. Es mag Bauchweh bereiten, gegen die herrschende Meinung zu investieren, aber es kann sich auszahlen.

Hill: Die Mehrheit unserer Unternehmen produziert dort, wo die Waren verkauft werden, und ist von den US-Zöllen deshalb wenig betroffen, zumindest nicht direkt. Mehr Sorgen bereiten uns jedoch die Zweitrundeneffekte, die zu einer Rezession führen könnten. Die Zölle werden dem US-Bürger auf zwei Arten verkauft: Erstens sollen sie die Produktion in die USA zurückholen, und zweitens sollen sie das riesige Defizit mildern oder gar finanzieren. Trump behauptet, es seien ausländische Staaten und Unternehmen, die die Zölle bezahlen, und nicht der US-Konsument.

Das dürfte kaum der Fall sein.

Hill: Das ist eine völlige Farce. Alle Unternehmen, mit denen ich spreche, wollen wegen der Zölle die Preise anheben. Es ist der US-Konsument, der dies bezahlen wird. Auch ein Reshoring wird es nicht geben. Auf den Chefetagen wird derzeit nicht diskutiert, wie das eigene Unternehmen wachsen, investieren oder den Wettbewerbsvorteil steigern könnte, sondern wie durch eine Neugestaltung der Lieferketten die Zölle abgemildert werden können.

Das Reshoring ist kein Thema?

Hill: Von der Rückverlagerung der Produktion in die USA ist auf den Chefetagen keine Rede, und das aus gutem Grund. Es dauert Jahre, bis eine Fabrik erstellt ist, es fehlt an Fachkräften, und sobald die Produktionsanlage in Betrieb gehen könnte, ist ein neuer Präsident oder Kongress gewählt, der die Regeln ändert, und plötzlich wird aus der brandneuen Fabrik eine Produktionsstätte mit zu hohen Kosten. Deshalb wird Trump bei der Umsetzung der reziproken Zölle zurückkriechen. Sie sind primär Verhandlungsmasse.

Wie gehen Sie mit der Unruhe um, die Trump stiftet, Herr Rauchenstein?

Rauchenstein: Die derzeitige Unsicherheit eröffnet grosse Chancen. Aktien von Unternehmen mit breitem Burggraben, die bevorzugt in einem oligopolistischen Markt tätig sind, werden die Preise erhöhen und die Zölle weitergeben können. Kommen solche Valoren unter Druck, greifen wir zu.

Wo haben Sie denn zugekauft?

Rauchenstein: In Schwächephasen bauen wir gerne unsere Positionen in Ölk Aktien aus. Nachgekauft haben wir beispielsweise bei der norwegischen Aker BP, die in der letzten Korrektur eine Dividendenrendite von knapp 15% aufwies und als einer der wenigen Förderer noch in der Nordsee tätig ist. Immer, wenn Rezessionsängste die Runde machen, werden Ölk Aktien abgestossen oder gar leerverkauft, teils computergesteuert.

In einer Rezession dürfte der Ölpreis aber schon korrigieren.

Rauchenstein: Die Ölindustrie warnt vor einem möglichen Engpass in diesem oder nächstem Jahr. Wer hat wohl eher recht? Der CTA-Trader, der verkauft, weil der Ölpreis den gleitenden Durchschnitt nach unten durchbrochen hat, oder die Ölindustrie, die davor warnt, dass wir wegen des Traums von einer kohlenstofffreien Zukunft die Brücke auf halbem Weg abgerissen haben und uns nun fragen, wie wir auf die andere Seite des Flusses gelangen?

Parages: Öl ist ein gutes Beispiel. Unternehmen mit Bezug zum Ölmarkt, die dazu noch hoch verschuldet sind, werden jeweils massakriert, wenn der Ölpreis fällt. Dazu zählen Ölplattformen, die eigentlich eher ein Immobilien- als ein Ölinvestment sind. Es kostet rund 800 Mio. €, eine solche Plattform zu erstellen. Während Covid-19 wurden die Aktien von Plattformbetreibern zu einem Drittel ihrer Erstellungskosten gehandelt, auch die mit guter Bilanz. Wir fragen uns in schwierigen Zeiten immer, ob es das Produkt weiterhin braucht, das die vom Ausverkauf betroffenen Unternehmen anbieten – wenn ja, sind die Aktien ein Kauf.

Wie haben Sie die Liberation-Day-Panik ausgenutzt, Herr Hill?

Hill: Wir halten Winpak, eine kanadische Firma, die Plastikverpackung vor allem für die US-Nahrungsmittelindustrie herstellt. Ihr wichtigstes Produkt sind Verpackungen für Speck. In Kanada liegt Winpaks Marktanteil in dieser Nische bei 100%, in den USA sind es 60%. Das Unternehmen hat einen fantastischen langfristigen Erfolgsausweis. Allerdings stammen 80% der

Einnahmen aus den USA, während die Verpackungen hauptsächlich in Kanada hergestellt werden. Deshalb kamen die Titel unter Druck, als Trump Zölle gegenüber Kanada und Mexiko angekündigt hat, obwohl die Produkte von Winpak gemäss dem bestehenden Handelsabkommen zwischen den drei Ländern von den Zöllen ausgenommen sind.

Sie haben also zugekauft?

Hill: Dank der Angst vor den Zöllen konnten wir die Titel zum sechsfachen Ebitda nachkaufen, während bei Übernahmen vergleichbarer Unternehmen der zehnfache Ebitda bezahlt wird. Für uns war die Schwäche eine fantastische Gelegenheit, die Position aufzustocken.

Von Wyss: Eine unserer günstigsten und frustrierendsten Aktien ist Kelly Services, ein Vermittler von temporären Arbeitskräften. Er ist hauptsächlich in den USA tätig, eine US-Rezession würde ihn also belasten. Die Bilanz ist aber gesund, und die Aktien handeln zum vierfachen Ebitda in einer Branche, in der der achtfache Ebitda günstig ist und in guten Zeiten auch schon der zwölfwache Ebitda bezahlt worden ist. Kelly ist also lächerlich günstig. Ja, die Gewinne können über die nächsten zwei Jahre sinken, wer weiss das schon. Was man aber mit Bestimmtheit weiss: Sobald die schlechten Zeiten vorbei sind, werden die Gewinne hoch genug sein, damit sich ein Investment auszahlen wird. Man muss einfach Geduld haben und warten.

Viele Experten setzen derzeit auf Europa. Ist diese Hoffnung gerechtfertigt, oder wird der Alte Kontinent die Probleme auch diesmal nicht an der Wurzel packen?

Von Wyss: Es ist offensichtlich, dass Europa mehr für die Verteidigung ausgeben muss, auch wenn das viele immer noch nicht wahrhaben wollen. Deshalb dürfte ein grosser Teil der gesprochenen Gelder auch ausgegeben werden. Die riesigen Fiskalpakete sind aber nur einer der Gründe, warum Europa attraktiv ist. Ein anderer ist die Bewertung; viele Firmen sind nicht nur günstig, sondern auch qualitativ hochwertig. Offenbar empfiehlt ein US-Broker seinen Kunden, sich in Europa umzusehen, weil in den USA die

günstigen Gelegenheiten rar geworden sind. Das ist ein weiteres anekdotisches Beispiel, dass das Interesse an Europa langsam zunimmt, auch wenn Deutschland das Geld langsamer ausgeben sollte als erhofft.

Hill: Die meisten meiner Freunde sind Value-Investoren und denken wie ich. Sie glauben an den Unterschied zwischen einem grossartigen Unternehmen und einem grossartigen Investment, der darin besteht, was man für das Unternehmen bezahlt. Fündig werden meine Kollegen und ich fast ausschliesslich ausserhalb der USA. Ich habe den 529-Plan meines Sohnes, mit dem man in den USA steuereffizient für die College- oder eine andere höhere Ausbildung sparen kann, zu 100% in Aktien ausserhalb der USA angelegt – und das nicht einmal in Tweedy-Aktien, weil im 529-Plan keine Tweedy-Fonds zur Auswahl stehen. Witzigerweise ist es bei unseren europäischen Kunden genau umgekehrt, sie rufen uns an und wollen mehr US-Exposure. Ich finde das völlig ironisch.

Rauchenstein: Wir versuchen die Politik zu umgehen, indem wir auf Unternehmen setzen, die davon weniger beeinflusst werden. Das ist natürlich nicht immer einfach. Wir mögen Lachsfarmen, die an den wenigen Orten, an denen Lachszucht möglich ist, ein Oligopol bilden. Werden die Farmen zu profitabel, drohen aber Spezialsteuern. Europa ist auch darum günstig, weil deutsche Pensionskassen durchschnittlich nur rund 6% in Aktien halten. In der Schweiz sind es 40 bis 45%, was einen Teil der Bewertungsdifferenz zwischen den beiden Märkten erklärt. Noch belastender sind europäische Regeln wie Mifid, die uns zwingen, für Research zu bezahlen. Deshalb werden viele der von uns gehaltenen Unternehmen von den Bankanalysten nicht mehr abgedeckt. Für mich ist jetzt schon klar, dass wir in zehn Jahren zurückschauen und sagen werden, warum es eindeutig war, dass Stockpicking ein Revival erleben wird – weil sich schlicht niemand mehr darum gekümmert hat.