

«Nichts ist günstig» – Sind wir mitten in einer Technologieblase? Eine aktuelle Einordnung



Von Thomas Fischer, CFA, Chief Investment Officer, Berner Kantonalbank BEKB

Die Aktienmärkte scheinen sich nicht aus der Fassung bringen zu lassen. Die aktuelle Bullenphase, die ihren Anfang im Herbst 2022 hat, ist mittlerweile dreieinhalb Jahre alt. Dies entspricht ziemlich genau der durchschnittlichen Dauer, nach welcher Erholungsphasen an Aktienmärkten in der Vergangenheit ins Stocken gerieten.

Es stehen überdies auch enorme Börsengänge bevor von Firmen wie beispielsweise SpaceX. Indizien deuten auf ein ausgesprochen reges Interesse der Anlegergemeinde hin. Die mitunter dürftigen Gewinn- und Cashflow-Ausweise scheinen aktuell wenig zu interessieren. Auch fraglich erscheint der

für die nächsten Jahre angekündigte Kapitalbedarf mancher Firmen im Bereich der Künstlichen Intelligenz.

Überhaupt scheint sich das aktuelle Finanzmarkt-Narrativ stark auf einzelne Firmen zu konzentrieren, wie der Finanzpresse und den Kursentwicklungen zu entnehmen ist. Was für die Geschichtenerzählung hilfreich sein kann, birgt Fallstricke. Einstufungen über Einzeltitle sind greifbarer und sprechen die Emotionen viel stärker an. Doch wie ist die breite Marktlage? Was passiert mit den Zinsen? Kann ich als Anlegerin oder Anleger allenfalls etwas verpassen, falls ich mich im Portfolio von Nvidia & Co. oder von den Mega-Börsengängen fern-

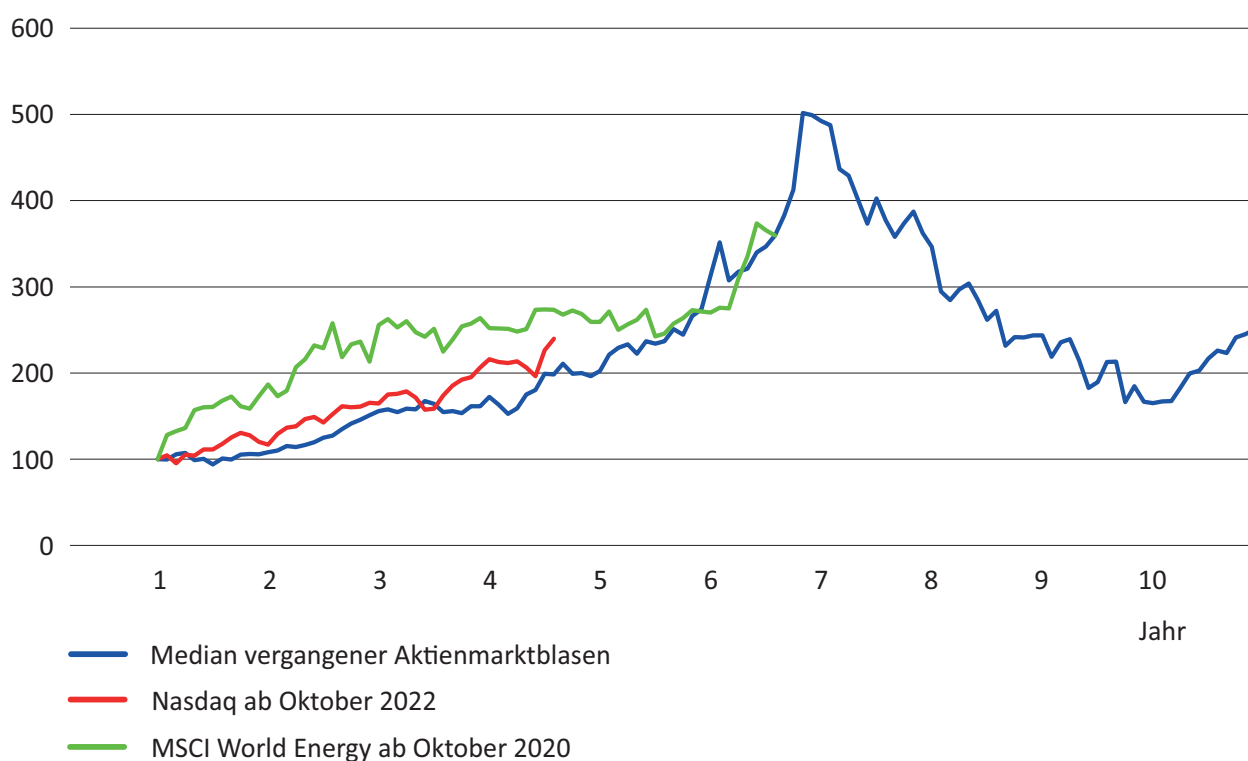
halte? Oder sind wir mitten in einer Aktienblase, die allmählich zu platzen droht? Gerade in einem Umfeld, das kaum mehr günstige Anlagegelegenheiten aufweist und Nullzinsen (in der Schweiz) die Opportunitätskosten erhöhen.

Herausforderungen im Umgang mit Finanzmarkt-Blasen

Während die Kapitalmarktforschung mit quantitativen Kriterien zur Blasen-einstufung hadert und Pragmatiker sich der Diskussion fernhalten mit der Begründung, eine Blase sei erst im Nachgang festzustellen, sind in der Geschichte manche Fälle von spektakulären Kurs-

Vergleich Nasdaq-Index und Erdölaktien mit historischen Aktienmarktblasen seit 1926

Index: Start = 100



gewinnen und Folgeverlusten bekannt. So überrascht es auch nicht, dass im aktuellen Umfeld gerne Parallelen zur Internetblase der späten 1990er Jahre gesucht werden. Im gleichen Atemzug erwähnen die Optimisten denn auch, dass im Vergleich zu damals die Gewinnentwicklung die Kurssteigerung einzelner Firmen deutlich besser rechtfertigen kann. Die Skeptiker hingegen weisen darauf hin, dass sich die Kurs- und Gewinnentwicklung auf wenige Firmen beschränkt und Gewinne auch schnell wieder schwinden können. Überdies seien die gegenseitigen Firmenbeteiligungen (Kreislaufinvestitionen) unter den Superstar-Firmen eine höchst fragwürdige Entwicklung, die überdies durch verkettete Schicksale die Ansteckgefahr einer Abwärtsspirale beträchtlich erhöhe. Sämtliche Argumente vermögen im Einzelnen zu überzeugen. Aus börsenpsychologischer Sicht ist diese Uneinigkeit für Aktieninvestoren immerhin willkommen, wäre doch erst

eine breite Einigkeit ein Indiz für eine bald platzende Blase.

Gerade bei US-Aktien erscheint die Bewertung im historischen Vergleich erhöht. Erhöhte Bewertungen können jedoch über mehrere Jahre andauern, ja gar einen Regimewechsel aufzeigen, wie dies beispielsweise beim Kurs-Gewinn-Verhältnis nach der Methode von Professor Robert Shiller der Fall ist. Das Warten auf einen attraktiven Einstiegszeitpunkt ist kaum zielführend, aus Schweizer Sicht erst recht nicht in Anbetracht der Tiefzins-Situation.

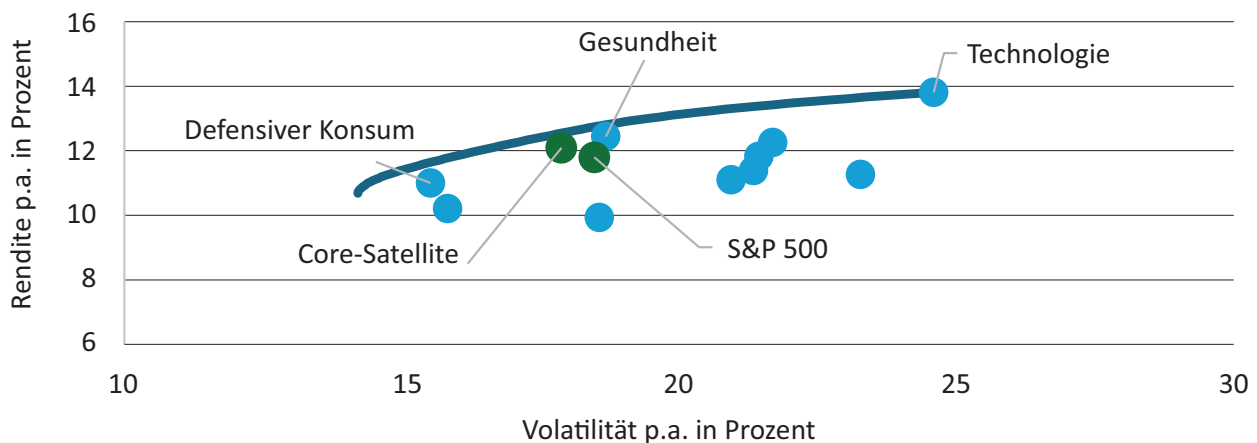
Während die zeitnahe Einstufung einer Blase bereits Schwierigkeiten verursacht, steigt die Herausforderung bei der Bildung von Prognosen zusätzlich. Sollte man eine Blasenbildung prognostizieren? Dies erscheint auf den ersten Blick abwegig. Man solle deshalb in Szenarien denken, so eine verbreitete Auffassung. Doch auch Szenarien stützen sich im Grunde genommen auf (mindestens vage) Prognosen ab, über-

dies sollten sie glaubwürdig sein. Historische Vergleiche können deshalb helfen, allenfalls gar neue Aufschlüsse für aktuelle Einstufungen ermöglichen.

Historische Aktien-Blasen und Ableitungen für heute

Vereinzelt wird in der Kapitalmarktfor-schung die Blasenbildung mit einer Kursverdoppelung über ein Jahr definiert. Diese Definition greift jedoch zu kurz. Wie ein Blick in die Vergangenheit zeigt, können Phasen, die von erhöhten Aktienbewertungen geprägt sind, über einen mehrjährigen Zeitraum andauern, weshalb davon abgeleitet auch für Blaseneinstufungen ein längerfristiger (strategischer) Zeithorizont eingenommen werden sollte. Ein solcher langfristiger historischer Vergleich soll hier dargestellt werden. Dabei wurden allgemein anerkannte Aktienblasen der letzten 100 Jahre ausgewertet und gemittelt. Unter den Phasen befinden sich die späten 1920er Jahre, Erd-

Portfolio-Optimierung mit Sektoren



ölkarten der 1970er Jahre, japanische Aktien der 1980er Jahre (in US-Dollars), der Nasdaq-Index in den späten 1990er Jahren sowie US-Immobilienentwickler in den 2000er Jahren. Interessanterweise scheinen sie sich sowohl bei der Zeitdauer als auch beim Kurswachstum in den Grundzügen zu decken. Eine Verfünfachung der Kurse innert sechs Jahre (bei einigermaßen normalen Teuerungsraten) kann dabei als strategisches Warnsignal beigezogen werden.

Setzen wir nun den Nasdaq-Index seit Herbst 2022 in den Vergleich, scheint trotz Bewertungen das Kriterium noch nicht ganz zuzutreffen. Für die Szenarienbildung könnte deshalb als Gehstock dienen, dass Technologie-Aktien bis ca. 2028 eine Verdoppelung erfahren könnten, bevor aufgrund allfälliger Finanzierungsengpässe und höherer Zinsen eine Schwächephase einsetzen könnte. Was auf den ersten Blick als sehr gewagte Prognose erscheint, würde sich jedoch mit historischen Blasenbildungen decken. Überdies kann auch abgeleitet werden, dass es noch zu früh ist, Technologie-Werten zu entsagen. Ist es allenfalls gar so, dass der Erdölsektor Blasenrisiken aufweist? Die Kursentwicklung seit 2020 würde dies jedenfalls unterstellen.

Die obigen Ausführungen sollen nicht als Loblied auf den Technologie-Sektor verstanden werden. Vielmehr sollen sie eine Einordnung der aktuellen Entwicklung unterstützen und Anleger

rinnen und Anleger davon abhalten, allfällige ungünstige Allokationen aus eindimensionalen Gründen zu verhindern.

Die (historisch) optimale Sektorallokation

Die Aussage wird erhärtet, wenn man die vergangenen 100 Jahre auf Sektorebene betrachtet (bis 1993: nur USA, ab 1994: globale Aktienmärkte). In diesem vergleichsweise langen Zeitraum haben mehrfach grössere technologische, gesellschaftliche und politische Umbrüche stattgefunden. Die drei Sektoren Lebensmittel, Gesundheit und Technologie wiesen dabei die besten Verhältnisse zwischen Rendite und Risiko auf. Dies ergibt auch finanzökonomisch Sinn: Firmen in den Bereichen Technologie und Gesundheit erweitern das Leistungsspektrum der Menschen, während Lebensmittelwerte in turbulenten Phasen eine erhöhte Krisenresistenz aufwiesen. Alle drei Sektoren haben auch ihre eigenen Blasen erlebt, jedoch nicht gleichzeitig: Gesundheitswerte in den 1950er Jahren, Konsumgüter in den 1980er Jahren und Technologiewerte in den 1990er Jahren. Eine austarierte Mischung dieser drei erwähnten Sektoren lieferte jedenfalls in der Vergangenheit über mehrere Zeitperioden das beste Rendite-Risiko-Verhältnis – wohlwissend, dass sich Einstufungen im Zeitablauf auch markant geändert haben. Weil der Schweizer Aktienmarkt traditionell bei den Lebensmittel- und Gesundheits-Bereichen hohe Gewichte

aufweist, mag dies übrigens mit ein Grund sein für das im internationalen Vergleich überdurchschnittlich starke Abschneiden.

Konsequenzen für heute

Es ist denkbar, dass die bevorstehenden Mega-Börsengänge ein Anzeichen für den Eintritt in eine spätzyklische Bullenphase darstellen. Vor lauter Einzeltitle-Berichten sollte jedoch das Gesamtbild nicht vergessen gehen: Die Gewinne im Technologiebereich sprudeln, insbesondere auch bei etablierten Firmen. Technologiewerte gehören deshalb weiterhin in ein Portfolio. Die Regel der Diversifikation und damit verbundene Gewinnmitnahmen gehören dabei dazu, damit das Wahrnehmen von Chancen nicht in eine Akkumulation von Risiken mündet.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch