

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



5. April 2024

WARUM WIR ZWAR HOHE BEWERTUNGEN SEHEN, ABER KEINE SPEKULATIONSBLASE

Die Parallele liegt auf der Hand, und doch sind die beiden Situationen nicht zu vergleichen. Zur Jahrtausendwende stürzten sich die Anleger massenhaft auf Internet-Aktien und trieben deren Kurse in aberwitzige Höhen. Und auch aktuell scheinen die Zeichen an den großen Aktienmärkten auf „steigend“ zu stehen, und wieder befinden sich Technologie-Titel rund um Digitalisierung und Künstliche Intelligenz im Mittelpunkt.

Auch wenn ein Vergleich der beiden Situationen naheliegend erscheinen mag: Sie haben so gut wie nichts miteinander zu tun. Vor rund 25 Jahren – in den besten Zeiten der damaligen Dotcom-Spekulationsblase und des Neuen Marktes – war die Börsenlage an Absurdität kaum zu überbieten. Bewährte Kennziffern wie die Betrachtung des Cashflows, der Gewinnentwicklung oder des Verschuldungsgrads waren out. Investoren, die an ihnen festhielten, verzweifelten angesichts der riesigen Bewertungen verrückter Geschäftsideen, deren Erfolgchancen nie zuvor am Markt getestet worden waren.

Kennziffern wie die Cash-Burn-Rate – die Schnelligkeit, mit der ein Unternehmen seine Liquidität verprassen konnte – waren dagegen der Maßstab für ein Investment. Das britisch-schwedische Startup Boo.com wollte Mode über das Internet verkaufen und warf 188 Millionen Dollar in nur sechs Monaten zum Fenster hinaus. Nach anderthalb Jahren war der „Nicht-Laden“ (Eigenwerbung) tatsächlich kein Laden mehr, sondern ein Fall für den Insolvenzrichter. Pets.com wollte Tierfutter über das Internet verkaufen und vernichtete 300 Millionen Dollar Anlegergeld. Kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase ging Pets.com im Februar 2000 an die Börse. Im November 2000 kam das Aus, als einem Werbebudget von rund 12 Millionen Dollar Erlöse von nur 619.000 Dollar gegenüberstanden.

Am Neuen Markt an der Frankfurter Börse waren die Pleiten nicht ganz so spektakulär. Aber auch dort wurde über Startups insgesamt rund 200 Milliarden Euro Anlegergeld vernichtet – oder wie es an der Börse gerne heißt: Das Geld ist nicht weg, es ist nur woanders. Gescheiterte Unternehmen wie Brokat, Gigabell, Biodata oder Infomatec standen für den Gründerboom der ersten Internet-Ära.

Spekulationsblasen gehören untrennbar zum Börsengeschehen. Die erste der Neuzeit war die im Februar 1637 geplatze Spekulationswelle mit Tulpenzwiebeln in Holland. Zwiebeln der Frühlingsblume waren so beliebt, dass Spekulantenscharen die Preise in nur sieben Jahren in irrationale Höhen getrieben hatten. Es folgten weitere spektakuläre Spekulationskrisen wie die Mississippi-Blase im Jahr 1720, ausgelöst durch den Zusammenbruch der Mississippi-Kompagnie in der damaligen französischen Kolonie Louisiana, die von Kanada bis an den Golf von Mexiko reichte, oder im selben Jahr das Platzen der Südseeblase in England. Bekannt sind die Eisenbahnspekulationen, die Gründerkrise im Deutschen Reich 1873 oder der Ausbruch der Weltwirtschaftskrise am Schwarzen Donnerstag, dem 24. Oktober 1929. Jüngere Beispiele sind die Silberblase in den 1970er-Jahren, an der die Brüder Hunt maßgeblich beteiligt waren, die Immobilienblase in Japan in den 1980er-Jahren und natürlich die Immobilienblase in den USA, die im Jahr 2007 geplatzt ist, die Investmentbank Lehman Brothers zum Zusammenbruch brachte und eine internationale Banken- und Staatsschuldenkrise auslöste.

Die zerstörerische Kraft von Spekulationsblasen übt eine große Faszination auf die Anleger aus – etwa wie der Ausbruch eines Vulkans. Doch nicht jeder rasche Kursanstieg mündet zwangsläufig in eine Übertreibung, die eine Finanzblase entstehen lässt. Untrügliche Kennzeichen sind ein Anstieg der Bewertungen, der sich rational nicht mehr nachvollziehen lässt, eine allgemeine Euphorie über die angeblichen Chancen, an der Börse schnell reich zu werden, und eine stark zugenommene Verschuldung. Dies war beispielsweise ein wichtiger Faktor beim Ausbruch der Finanzkrise von 2008, als der Verschuldungsgrad bei vielen Finanzmarktakteuren schon in den Jahren zuvor rapide gestiegen war.

Auch heute wieder sind die Bewertungen am Aktienmarkt stark gestiegen. Doch wir sind noch weit von den Niveaus entfernt, die beispielsweise während der Dotcom-Blase Ende der 1990er-Jahre erreicht worden waren (siehe Abbildung). Heute liegt das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) aller IT-Unternehmen, deren Aktien im S&P 500 gelistet sind, bei 40,9. Im Jahr 2000 betrug das KGV der IT-Unternehmen im S&P-500-Index 73,4 und war somit fast doppelt so hoch wie heute. Die Eigenkapitalrendite der IT-Unternehmen im S&P 500 liegt aktuell bei 29,8 Prozent durchschnittlich. Im Jahr 2000 betrug der Mittelwert bei der Eigenkapitalrendite der IT-Werte im S&P 500 nur 18,3 Prozent.

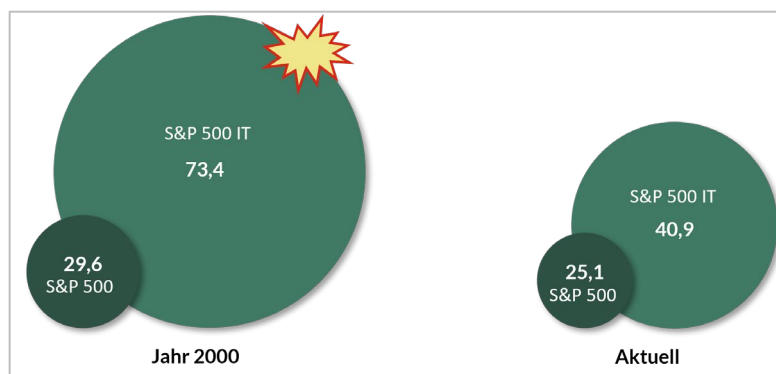


Abbildung: Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) der Aktien des Index S&P 500 und des Teilindex S&P 500 IT, jeweils im Jahr 2000 und aktuell. Quelle: Bloomberg.

Die aktuellen, zugegeben hohen Bewertungen amerikanischer Aktien werden zudem durch das Wachstum des freien Cashflows der Unternehmen unterstützt. In den vergangenen zehn Jahren seit 2014 – wobei der Wert für 2024 auf einer Schätzung der Marktteilnehmer beruht – ist der freie Cashflow für den S&P 500 um das 2,5-fache gestiegen und für die „Glorreichen Sieben“, die gerade besonders den Markt treiben (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla), um das 4,5-fache. Aus diesen Zahlen leiten wir keine generelle Überbewertung des Aktienmarktes an sich ab, sondern die Erkenntnis, dass viele Unternehmen schon so hoch bewertet sind, dass der weitere Kursspielraum kleiner geworden ist. Deshalb investieren wir sehr selektiv in Unternehmen mit einem überzeugenden Geschäftsmodell und einer attraktiven Bewertung.

Dabei beziehen wir durchaus die Möglichkeit eines, möglicherweise auch scharfen, Kurseinbruchs an den Aktienmärkten in unsere Überlegungen ein. Allerdings ist dies nicht unser Hauptszenario, und Schwächephasen würden wir eher dazu nutzen, unsere Positionen am Aktienmarkt zu günstigeren Einstandskursen zu erhöhen.

Jan Viebig

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2024, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.