

GROWTH BUBBLE ODER TECHNOLOGISCHE REVOLUTION?

FABIAN ACKERMANN / CHRISTIAN HALLER

Growth-Aktien befinden sich seit rund zehn Jahren in einer aussergewöhnlich langen Phase der Outperformance gegenüber Value-Aktien. Wen mag es da verwundern, dass Erinnerungen an die Tech-Blase des Jahres 2000 wach werden?

Auch damals wiesen Growth-Aktien eine ausserordentlich starke Outperformance auf, waren dann aber schlussendlich auch sehr teuer bewertet, sodass die Blase ab März 2000 schliesslich platzte. Erleben wir heute erneut eine Blasenbildung? Oder gilt diesmal «this time is different» mit anderen

Gesetzen durch die Plattform-Ökonomie des Internets?

Growth-Aktien waren nur zu Zeiten der Tech-Blase so hoch bewertet wie heute. Um die Bewertung des MSCI Growth Index zu analysieren, verwenden wir die

P/E-Kennzahl und konzentrieren uns auf den US-Markt. Die P/E Ratio des MSCI USA Growth beträgt aktuell 31.5, jene des MSCI USA Value 16.5. Das P/E Ratio des Gesamtmarkts liegt bei 23. Dass der Growth-Index teurer bewertet ist als der Value-Index, war in der Vergangenheit fast immer der Fall. Warum? Mit der P/E-Kennzahl wird der aktuelle Aktienkurs in Relation zu den aktuellen Erträgen gesetzt. In den aktuellen Erträgen widerspiegeln sich jedoch nicht die generell höheren Gewinnwachstumsraten von Growth-Aktien. Daher vergleichen wir das aktuelle Bewertungsverhältnis mit dem langfristigen Durchschnitt. In der Grafik Seite 21 oben wird über die letzten 25 Jahre die monatliche Bewertung der Growth-Aktien durch die Bewertung der Value-Aktien dividiert. Beim aktuellen Verhältnis von 1.9 (d.h. 31.5 vs 16.5) sind Growth-Aktien gemessen an ihrem P/E Ratio fast doppelt so hoch bewertet wie Value-Aktien. Gegenüber dem historischen Durchschnitt von 1.46 ist das ein Aufschlag von 30%. Es gab in den letzten 25 Jahren nur eine einzige Phase, in der Growth-Aktien noch teurer bewertet waren: Während der Tech-Blase der Jahre 1999/2000.

This time is different ...

Entscheidend ist, ob die überdurchschnittlich hohe Bewertung der Growth-Aktien gerechtfertigt ist. Das führt uns zur Frage, ob heute tatsächlich das «This time is different»-Szenario herangezogen werden kann. Smart, Blockchain, KI oder Cloud sind heute die beliebten Buzzwords und



Fabian Ackermann
Leiter
Systematic
Strategies,
Swisscanto
Invest by
Zürcher
Kantonalbank,
Zürich.

FIRMENMEINUNG

Fünf Gründe, warum Swisscanto heute keine echte technologische Revolution sieht

1. Teure Growth-Aktien finden sich heute nicht nur im innovativen Tech-Sektor und in der Tech-Blase, sondern auch in verschiedenen anderen Sektoren und Industrien.
2. Auch wenn die Aussagekraft von B/P durch die Ausbreitung von bilanzierten immateriellen Werten immer mehr abnimmt, zeigen auch andere, etwa cashflow-basierte Indikatoren oder B/P-Grössen inklusive immaterieller Firmenwerte eine stark gestiegene Bewertung der Growth-Aktien.
3. Die technologische Revolution ist bisher nur eine Phantasie der Märkte ohne Manifestation in den Zahlen. Bisher sind nur die Preise der Growth-Aktien gestiegen, während die Wachstumsraten der Erträge bei den entsprechenden Unternehmen nicht höher sind als in der Vergangenheit.
4. Die tiefen Zinsen sind ein temporärer Vorteil für Growth-Aktien, da ihre

höheren erwarteten Erträge mit einem tieferen Diskontierungssatz bewertet werden. Anders formuliert: das Kapital für Wachstum ist günstiger. Da wesentliche Zinssenkungen mittlerweile ausgeschöpft sind, profitieren Wachstumsfirmen in einer späteren Krise nicht automatisch von noch tieferen Zinsen. Sie bewegen sich folglich auf einem sehr schmalen Grat.

5. Schliesslich zeigt die Geschichte der letzten 100 Jahre, dass das Szenario «this time is different» schon oft heraufbeschworen wurde. Bisher war jedoch die Outperformance von Growth-Aktien immer zeitlich befristet – mal kürzer, mal länger.

Deshalb ist es schwierig zu beurteilen, wann genau Value-Aktien wieder die Oberhand gewinnen werden. Die Geschichte lehrt jedoch, dass es – wenn es denn so weit ist – sehr schnell gehen wird.

dienen der Umschreibung technologischer Umbrüche. Spotify statt Plattenladen, Netflix statt Videoverleih, Uber App statt Taxizentrale, Tesla statt Audi. Dies sind nur die prominentesten Beispiele, welche uns vor Augen führen, wie die Gegenwart mit der Vergangenheit bricht. Netzwerkeffekte werden anstelle von Filialdichte die relevanten Messgrössen. Hinzu kommt die damit einhergehende globale Reichweite. Während früher im lokalen Plattenladen die Musikauswahl überschaubar war, öffnet Spotify auf Knopfdruck die Tür zu unbegrenztem Hörgenuss. Die vielzitierte Plattform-Ökonomie hat nicht nur in der Musikindustrie Einzug gehalten, sondern bestimmt mit Facebook, Snapchat und anderen auch unsere soziale Interaktion. Charakteristisch ist da-

bei die Quasi-Monopolstellung des Branchen-Leaders, der nach immer mehr Kunden- und Datenvolumen strebt. Es scheint, als würden wir gerade Zeugen eines umfassenden Paradigmenwechsels. Konsequenterweise gälte es auch die Regeln, nach denen solche Unternehmen an der Börse bewertet werden, den neuen Gegebenheiten anzupassen.

... oder doch nicht?

Doch handelt es sich bei den bekannten Netzwerken wie Facebook oder Twitter tatsächlich um echte Innovationen? Nüchtern betrachtet geht es schlicht um Plattformen, die auf Software beruhen. Im Vergleich zu den ersten Halbleiterherstellern in den 60er- oder 70er-Jahren stellt dies eine

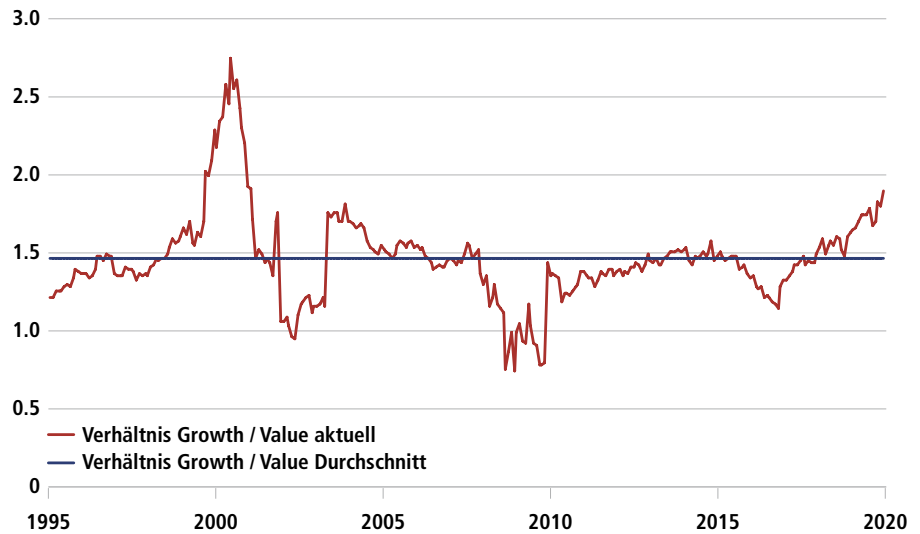
eher bescheidene Leistung dar. Nicht vernachlässigen möchten wir auch die Tatsache, dass technologische Umbrüche oftmals vergleichbaren Mustern folgen. Zu Beginn der vermeintlichen Revolution sind Wachstumsphantasien allgegenwärtig, unter anderem gestützt auf den Zuspruch, den neue Anbieter von einer schnell grösser werden den Kundengruppe erhalten. Sobald dann aber etablierte Unternehmen auf den fahrenden Zug aufspringen, greift der Wettbewerb wieder, und es findet ein Verdrängungskampf statt, dem viele hoffnungsvolle Emporkömmlinge zum Opfer fallen. Derartige Phasen von Innovation und Verdrängungskampf gab es in der Vergangenheit schon oft, wie in der unteren Abbildung rechts ersichtlich ist. Sie zeigt die kumulierten logarithmierten Aktienrenditen von US Value zu US Growth. Für die Klassifizierung der Titel in Value und in Growth wurde die B/P-Ratio¹ herangezogen.

Langanhaltende Underperformance der Value-Aktien ist kein Ausreisser

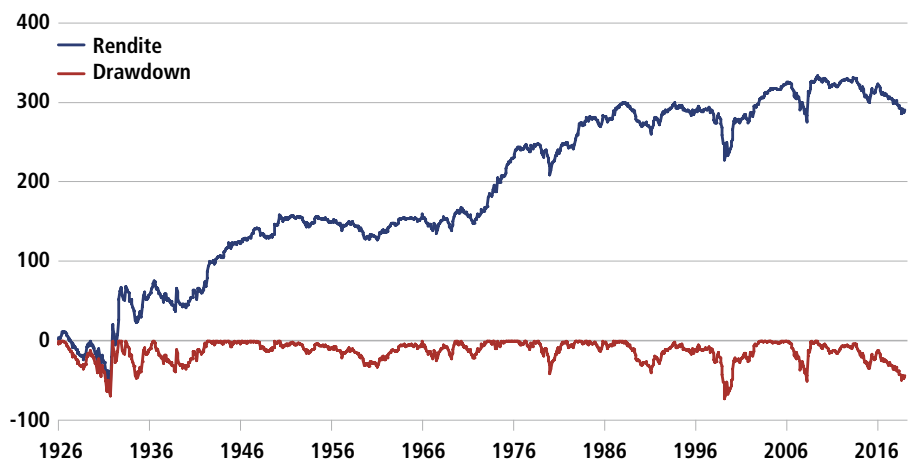
Die rote Linie zeigt den Verlust der kumulierten relativen Performance zwischen vergangener Höchststand und derzeitigem Niveau (Drawdown). Der aktuelle Drawdown ist mit zehn Jahren lang, aber mit -45% nicht aussergewöhnlich hoch. Drawdowns gab es in den letzten 100 Jahren immer wieder, so etwa in den Jahren 1931, 1958, 1976, 1986, 1993, 2001, 2008 und heute. Die langfristige, deutliche Outperformance von Value-Aktien bedeutet im Umkehrschluss, dass Growth-Aktien in der langen Frist bis anhin underperfornt haben und die kurzen Phasen der Outperformance nicht von Dauer waren.

Markant ist auch, dass die Erholung nach dem ausgeprägten Drawdown von Value-Titeln sehr rasch gehen kann. Im Extremfall des Jahres 1932 wurde in fünf Jahren ein akkumulierter Rückgang von 66% in gerade einmal drei Monaten wettgemacht – für die meisten Investoren war dies (und ist es wohl auch heute) eine zu kurze Zeit, um sich umfassend zu repositionieren. 2009 konnte der Drawdown ebenfalls bereits nach acht Monaten wettgemacht werden. Bei den sechs

Verhältnis der P/E Ratio des MSCI USA Growth zur P/E Ratio des MSCI USA Value



Kumulierte relative Aktien-Performance von US Value gegenüber US Growth



grössten Rückschlägen der letzten 100 Jahre dauerte es durchschnittlich fünf Jahre bis zum maximalen Drawdown, während für die Erholung mit 2.5 Jahren gerade mal halb so viel Zeit benötigt wurde.

¹ Die B/P Ratio (book to price respektive book to market ratio) ist ein weit verbreitetes Mass – aber nicht das einzige –, um Aktien in Growth und Value zu klassifizieren. Aktien mit hoher B/P Ratio werden als Value-Aktien, jene mit tiefer B/P Ratio als Growth-Aktien klassifiziert.

Christian Haller
Produktspezialist Aktien und Themen, Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank, Zürich.

