



Anzeichen spekulativer Tendenzen in bestimmten Segmenten des Aktienmarkts

Wohldurchdachte Asset Allokation entscheidend, um aktuelles Marktumfeld zu navigieren

Summary

Der Aufschwung an den Aktienmärkten dauert nun bereits seit März 2009 an. Während sich vor der Covid-19 Krise die Aktienmärkte auf erhöhten Bewertungsniveaus befanden, gab es nur vereinzelt spekulative Übertreibungen. Seit der massiven Intervention der Zentralbanken zur Bewältigung der Covid-19 Krise seit März 2020 hat sich das Bild an den Kapitalmärkten deutlich geändert. Rasante Aktienkursanstiege, spekulatives Investorenverhalten, äußerst hohe Bewertungen unprofitabler Unternehmen sowie ein hohes Niveau an Emissionsaktivität deuten auf Übertreibungen in bestimmten Marktsektoren hin. Eine wohldurchdachte Asset Allokation ist entscheidend, um das aktuelle Marktumfeld erfolgreich zu navigieren.

Bereiche des Aktienmarktes weisen aktuell typische Merkmale einer Spekulationsblase auf. In bestimmten Marktsektoren wie zum Beispiel alternativen Antriebstechnologien sind in kürzester Zeit erhebliche Kurssteigerungen zu beobachten gewesen. So hatte sich der Aktienkurs des Batterieherstellers Quantumscape seit Übernahme durch ein SPAC (Special Purpose Acquisition Company) von August bis Dezember 2020 verdreizehnfacht. Ähnlich rasante Kurssprünge waren zu beobachten bei den Wasserstoffunternehmen Plug Power oder Ballard Power, die sich in den letzten 2-Jahren um die Faktoren 30x und 9x vervielfacht haben, ohne auf der Umsatzseite nennenswerte Fortschritte erzielt zu haben. Interessant sind auch die Kurssprünge von Nikola und Lordstown Motors, die ohne einen belastbaren Prototypen vorzustellen enorme Kurszuwächse gesehen haben. Aber auch in anderen Sektoren – ob bei SaaS Unternehmen, Lieferdiensten, Cannabisunternehmen – lassen sich enorme Kursanstiege und sehr hohe Bewertungen feststellen.

Ein weiteres typisches Anzeichen für eine Spekulationsblase ist das hohe Level an Emissionsaktivität. Im Jahr 2020 gab es in den USA trotz Covid-Krise insgesamt 480 IPOs verglichen mit dem bisherigen Rekord von 406 Börsengängen im Jahr 2000. Besonders auffällig ist auch die starke Kurssteigerung der Börsengänge nach Handelsaufnahme. Die



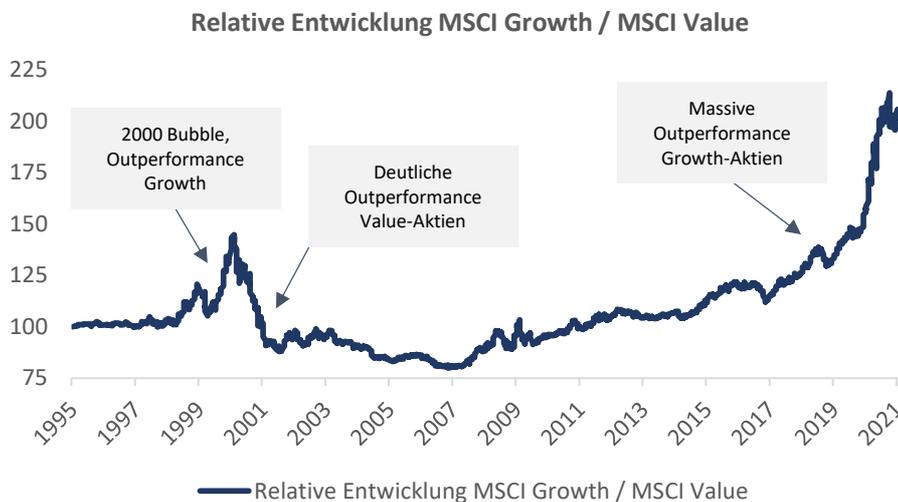
Aktien von Airbnb und DoorDash haben sich seit Börsengang mehr als verdoppelt, die Aktie von Palantir hat sich seit Listing etwa vervierfacht.

Ebenfalls hervorzuheben ist das hohe Engagement von Retail-Investoren am Aktienmarkt, das beispielsweise zu einem rasanten Anstieg der GameStop Aktie geführt hat. Der Kurs der GameStop Aktie hatte sich im Januar 2021 zwischenzeitlich verzwanzigfacht. Durch locker, über online Foren koordinierte Käufe von Retail Investoren konnte bei Hedge-Fonds, die die Aktie leerverkauft hatten, ein massiver „Short-Squeeze“ ausgelöst werden. Auch wenn der Short-Squeeze der Retail Investoren eine riskante - aber gut durchdachte - Spekulation war, ist die fast feindselige Einstellung gegenüber kritischen Investoren – in dem Falle Leerverkäufern – ein weiteres typisches Anzeichen einer Spekulationsblase.

Es ist schwierig vorauszusagen, wie lange die teilweise extremen Übertreibungen in bestimmten Segmenten des Kapitalmarkts andauern werden, solange die EZB als auch die FED die Leitzinsen nahe 0% halten und über Aufkäufe von Anleihen die Märkte in großem Umfang mit Liquidität versorgen. Bei der Strukturierung von Portfolios sollte allerdings ein Augenmerk daraufgelegt werden, dass man sich nicht unnötigen Risiken aussetzt, die sich aus spekulativen Übertreibungen ergeben.

Growth vs. Value

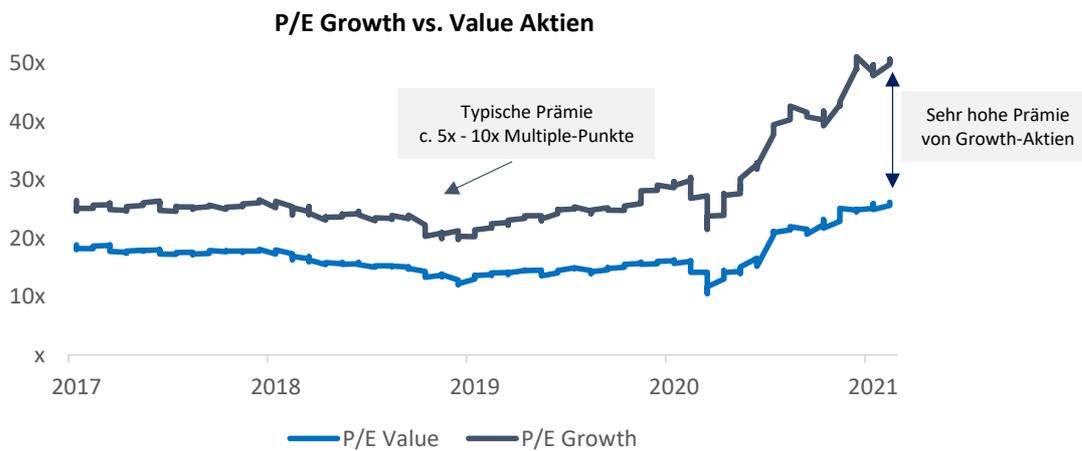
Aktuell ergibt sich am Aktienmarkt eine ungewöhnlich stark ausgeprägte Diskrepanz bei der Bewertung unterschiedlicher Sektoren, Märkte und Unternehmen. Wenn man mit der stark vereinfachten Kategorisierung in „Growth“ und „Value“ Aktien arbeitet, fällt die deutliche Outperformance von Wachstumsaktien während der letzten Jahre auf. Ein Teil dieser Outperformance ist sicherlich zu rechtfertigen aufgrund der sehr guten Wachstumsraten im Technologiesektor, während klassische Value-Sektoren wie z.B. Automobilhersteller, Ölproduzenten oder Banken mit strukturellem Gegenwind zu kämpfen hatten, was sich in einer unterdurchschnittlichen Kursentwicklung widerspiegelt.



Quelle: Bloomberg

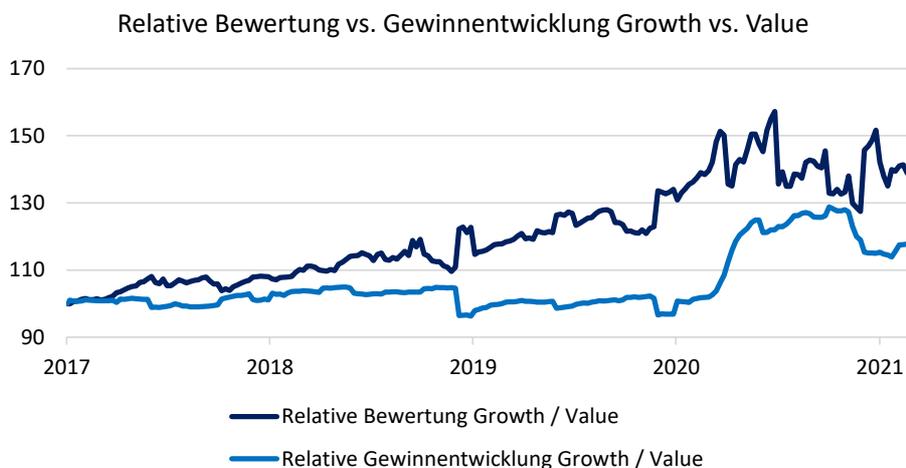


Bei Betrachtung der Kurs-Gewinnverhältnisse von Growth- vs. Value-Aktien fällt eine ähnliche Tendenz auf. Während historisch Wachstumsaktien durchschnittlich eine Bewertungsprämie zwischen 5x – 10x P/E Multiple-Punkten im Vergleich zu Value-Aktien aufgewiesen haben, ist diese Bewertungsprämie nun auf mehr als 20x P/E Multiple-Punkte angestiegen. Die Bewertungsprämie von Growth- relativ zu Value-Aktien befindet sich nahe historischen Höchstständen.



Quelle: Bloomberg, P/E Verhältnis MSCI Growth vs. Value Aktien

Eine Betrachtung des relativen Gewinnwachstums von Growth- vs. Value-Werten zeigt deutlich auf, dass die massive Outperformance von Wachstumsaktien nur zu einem Teil durch überdurchschnittliches Gewinnwachstum erklärt werden kann. Ein großer Teil der Kursteigerung während der letzten Jahre ist auf eine deutliche Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren von Wachstumsunternehmen zurückzuführen.



Quelle: Bloomberg, basierend auf MSCI Growth und MSCI Value Indizes



Handlungsimplicationen für Investoren

Die Konsequenz aus der oben dargestellten Analyse sollte nun keinesfalls sein, klassische Value-Sektoren wie den Öl- oder Automobilsektor deutlich stärker als Technologieaktien zu gewichten. Dennoch lassen sich aktuell sehr hohe Bewertungsunterschiede feststellen, die bei der Auswahl von Investments berücksichtigt werden sollten:

1. Die meiste Zeit sind Bewertungen an den Aktienmärkten recht effizient und die Bewertungen verschiedener Aktien relativ zueinander plausibel nachvollziehbar. Da dies aktuell nicht der Fall ist, ergibt sich die Chance durch die Auswahl weniger ambitioniert bewerteter Aktien das Portfolio deutlich robuster aufzustellen, was sich insbesondere bei einer Marktkorrektur als vorteilhaft erweisen sollte. Der Chart zur relativen Entwicklung von Growth- und Value-Aktien zeigt eine deutliche Outperformance von Value-Aktien nach Platzen der Spekulationsblase im März 2000.
2. Die hohen Bewertungen unprofitabler Unternehmen werden oft gerechtfertigt durch das niedrige Zinsniveau, das zu einem höheren Barwert der Cashflows führt, die erst in ferner Zukunft anfallen werden. Auch wenn ein Szenario höherer Zinsen kurzfristig sehr unwahrscheinlich erscheint und die FED angekündigt hat, die Zinsen frühestens im Jahr 2024 anzuheben, könnte eine dauerhafte Inflation deutlich über dem angestrebten Niveau von 2% die Zentralbanken dazu veranlassen, bereits früher zu einer Politik höherer Zinsen überzugehen. Dies würde wahrscheinlich die Bewertung von Unternehmen deutlich negativ beeinflussen, deren erwarteten Cash-Flows relativ weit in der Zukunft liegen, während Unternehmen, die jedes Jahr attraktive Cash-Flows für ihre Aktionäre erwirtschaften, von diesem Effekt deutlich weniger getroffen werden sollten. Der Bankensektor sollte in einem gewissen Umfang von höheren Zinsen direkt profitieren, da Barmittel nicht mehr zu negativen Zinsen bei der EZB geparkt werden müssen.
3. Wenn man die Bewertungen verschiedener Aktienmärkte anschaut, fällt im internationalen Vergleich auf, dass insbesondere US-Aktien sehr hoch bewertet sind, während Aktien in Europa, Japan oder in den Emerging Markets relativ attraktiv bewertet sind. Insbesondere relativ zu den sehr niedrigen Zinsniveaus in Europa und Japan sind die Risikoprämien von Aktien attraktiv. Auch wenn es schwierig ist an rasanten Aktienkurssteigerungen spekulativer Unternehmen, die sich vor allem in den USA beobachten lassen, nicht zu partizipieren, ist das Risiko langfristiger Kursverluste deutlich niedriger, beim Kauf attraktiv bewerteter Unternehmen.
4. Zusätzlich sollte man sich genau überlegen, über welche Aktien man bestimmte Trends abbildet:
 - a. Möchte man zum Beispiel den Bereich Electric Vehicles (EVs) lieber über Tesla abdecken, die mit dem 15-fachen des erwarteten Umsatzes bewertet sind oder über Volkswagen, die mit dem 0,3-fachen des Umsatzes bewertet



sind und Chancen haben in den kommenden Jahren zum größten globalen EV-Produzenten zu werden?

- b. Den Trend zu steigender Endverbraucher-Logistik kann man abdecken über DoorDash, die mit dem 16-fachen des erwarteten Umsatzes bewertet sind oder mit einem eher „langweiligen“ Investment wie der Deutschen Post, die mit dem 15-fachen des erwarteten Gewinns bewertet ist und eine Dividendenrendite von 3,4% bietet.
- c. Der Trend zu Wasserstofftechnologie kann abgedeckt werden über PlugPower, die mit mehr als dem 200-fachen des Umsatzes bewertet sind oder über ein Unternehmen wie Linde, das mit dem 24-fachen des Gewinns bewertet ist. Linde ist Weltmarktführer bei Industriegasen und erzielt bereits jetzt mehr als zwei Milliarden Dollar Umsatz pro Jahr mit Produktion, Vertrieb, Speicherung und Anwendung von Wasserstoff.
- d. Aber auch innerhalb des Technologiesektors lassen sich Beispiele für extreme Bewertungsdiskrepanzen finden. Chewy ist der US-Marktführer für eCommerce von Tierbedarfsartikeln, während zooplus in Europa die klare Nr. 1 im Onlinehandel von Tierbedarfsartikeln ist. Allerdings ist Chewy mit dem 5,3-fachen des erwarteten Umsatzes bewertet, während zooplus lediglich mit dem 0,7x-fachen des Umsatzes bewertet ist und dabei eine höhere Profitabilität aufweist.



Rechtlicher Hinweis

Bei dieser Veröffentlichung handelt es sich um eine Marketingmitteilung und sie stellt keine Empfehlung zur Investition in bestimmte Anlageklassen, Wertpapiere oder Strategien dar. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Herausgebers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen unter anderem keine individuelle Anlageberatung und sollten nicht als Grundlage für eine Investitionsentscheidung verwendet werden.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

© 2021 Spinoza Capital SICAV und Spinoza Capital GmbH. Alle Rechte vorbehalten.