



Bringt 3000 Milliarden Dollar Börsenwert auf die Waage: Apple-Chef Tim Cook spricht zu Entwicklern. (Cupertino, Kalifornien, 6. Juni 2022)

«Die US-Börse ist besonders anfällig für Übertreibungen»

Paul Jackson beobachtet die Finanzmärkte seit 36 Jahren. Er mahnt zur Vorsicht bei amerikanischen Aktien. Diese seien viel zu teuer. **Von Markus Städeli**

NZZ am Sonntag: Anleger reden ununterbrochen von der Gefahr einer Rezession, gleichzeitig scheint ihnen dies kaum Sorgen zu bereiten. Sie investieren unverdrossen in Aktien.

Paul Jackson: Befänden wir uns in einem normalen Zyklus, wären jetzt risikoarme Anlagen wie Staatsanleihen besonders gefragt, und Aktien würden stark unter Druck stehen. Dass das nicht passiert, ist effektiv speziell. Natürlich: Wir hatten letztes Jahr eine Börsenkorrektur, so dass wir nun von einem etwas tieferen Kursniveau in diese Phase der Wachstumsverlangsamung kommen. Trotzdem ist die Ruhe an den Märkten ungewöhnlich. Schliesslich gehen die Gewinne der Firmen im Aktienindex S&P 500 bereits seit zwei Quartalen zurück.

Trauen Sie der Ruhe?

Nein, sollte in den kommenden Monaten etwas Unerwartetes geschehen, könnte ohne weiteres etwas Panik aufflackern.

Ist es möglich, dass die Investoren bereits die nächste Konjunkturerholung vorwegnehmen?

Ja, das ist möglich. Allerdings kommt es äusserst selten vor, dass die Aktienkurse wieder steigen, noch bevor die Rezession überhaupt begonnen hat. Dazu kommt, dass der Aktienmarkt nicht besonders billig ist. In gewissen Regionen wie etwa Lateinamerika ja, in den USA aber sicher nicht.

Sie sind in Bezug auf US-Aktien besonders zurückhaltend. Wegen der Wirtschaftsent-

«Ich bin mir ziemlich sicher, dass künstliche Intelligenz die nächste Finanzblase anfachen wird. Das Thema hat alle nötigen Zutaten dafür.»

wicklung oder wegen der Bewertungen?

Natürlich glaube ich zu wissen, wie sich die Wirtschaft entwickeln wird. Gleichzeitig habe ich nur begrenztes Vertrauen in meine eigene Prognosefähigkeit. Ungleich wichtiger ist der Preis der Vermögenswerte, die wir in ein Portefeuille aufnehmen. Denn die Bewertungen sind absolut ausschlaggebend für die mittel- bis langfristige Performance. Sind sie sehr hoch, werde ich in den nächsten 5 bis 10 Jahren wenig verdienen oder sogar Geld verlieren.

Manche Experten warnen schon seit Jahren davor, dass sich US-Aktien schlechter entwickeln würden, weil sie so teuer sind. Geschehen ist eigentlich immer das Gegenteil.

Es gab zwei grosse Performance-Treiber für den amerikanischen Aktienmarkt. Zu Beginn war die Bewertung sehr tief. Im März 2009 lag das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis unter 10. Heute liegt es



Paul Jackson leitet das Asset Allocation Research beim Vermögensverwalter Invesco.

aber bei über 30, so dass es sehr unwahrscheinlich scheint, dass man in den kommenden zehn Jahren viel verdienen wird mit amerikanischen Aktien.

Was war der zweite grosse Treiber?

Seit den frühen 1980er Jahren sind die Zinsen gesunken auf Rekordtiefs, die man sich früher gar nicht hätte vorstellen können. Das hat Wachstumsaktien einen besonders starken Schub verliehen. Weil es an den amerikanischen Börsen nun einmal besonders viele Wachstumstitel gibt, ist völlig klar, wieso sie überdurchschnittlich stiegen. Das ist nun vorbei. Natürlich sinkt die Inflation in den USA wieder, aber die Zinsen werden langfristig erhöht bleiben.

Es ist dennoch schwer vorstellbar, dass amerikanische Titel nun hinter anderen Aktienmärkten zurückbleiben könnten.

All jenen, die nur die Periode von sinkenden Zinsen erlebt haben, fällt es sehr schwer, zu glauben, dass es auch anders sein könnte. Aber es war anders. Als ich meine Karriere Mitte der 1980er Jahre begann, galt es als ausgemacht, dass man mit Value-Aktien am besten fährt. Nur wenige von uns konnten uns damals etwas anderes vorstellen als eine Fortsetzung dessen, was wir in den Dekaden zuvor beobachtet hatten. Und die waren von steigenden Zinsen geprägt.

Damals nahm man auch an, dass die japanische Wirtschaft in den Himmel wachsen wird.

Japanische Aktien stiegen und stiegen. Auch der Black Monday 1987 konnte ihnen nichts anhaben. Allen war klar, dass die japanische Börse sehr teuer war, trotzdem galt es als ausgemacht, dass sie weiter steigen würde. Japanische Aktien erreichten 1989 ein rekordhohes Gewicht von 44% im Weltaktienindex. Dann kam der grosse Absturz. Heute sind in diesem Index amerikanische Aktien extrem stark vertreten, mit rund 70%. Das sollte uns sehr vorsichtig machen.

Letztes Jahr machte es den Eindruck, als würde dieses Gewicht der USA relativ zu anderen Märkten sinken. Doch dann begannen alle von künstlicher Intelligenz zu schwärmen, und US-Aktien legten wieder stark zu.

Die US-Börse ist besonders anfällig für Übertreibungen. Ich bin ziemlich sicher, dass KI die nächste Finanzblase verursachen wird, sie hat alle nötigen Zutaten dafür: Es ist eine gute Geschichte, die uns von einer grossartigen Zukunft träumen lässt - die sich aber überhaupt nicht quantifizieren lässt. Das ist wichtig, denn so können sich Analysten und Strategen gegenseitig überbieten mit aggressiven Prognosen, so dass schliesslich alle Anleger den Eindruck bekommen, die Chance ihrer Lebens zu verpassen, wenn sie nicht in künstliche Intelligenz investieren.

Sie haben wohl eine klare Präferenz für Aktien in Europa, Japan und den Schwellenländern.

Auf jeden Fall. Vielleicht ist es, weil ich aus Yorkshire stamme und daher von Natur aus geizig bin: Ich kaufe auf jeden Fall lieber Aktien, die günstig sind. Nehmen Sie die chinesische Börse, in die derzeit niemand investieren möchte. Noch vor zweieinhalb Jahren wollten alle chinesische Aktien haben wegen der Tech-Konzerne dort. Die Investoren griffen begeistert zu, obwohl der chinesische Aktienmarkt damals viel teurer war als heute. Das ist doch paradox.