

Interview mit Paul Wick zuerst erschienen in Il Sole 24 Ore – 23. Oktober 2023



Paul Wick, Chief Investment Officer, Seligman Investments, Leiter der Technologiegruppe von Seligman seit 1990 und einer der dienstältesten Tech-Hedgefondsmanager in den USA

1) Wo gibt es im Technologiesektor noch nicht eingepreistes Wachstumspotenzial?

Ein Bereich, der sicherlich positiv überraschen könnte, ist künstliche Intelligenz. Es gibt unzählige Einsatzmöglichkeiten für KI: Verbesserung von Softwarecode, Zusammenfassung langer Dokumente und Präsentationen, Erstellung von Präsentationen auf der Grundlage bestimmter Fakten oder Daten, Generierung von Bildern, Nachbildung von Stimmen und animierten Abbildern, verbesserte Chat- und Suchfunktionen, natürliche Sprachschnittstellen für Autos und viele elektronische Geräte, Gesichtserkennung, Edge-KI wie Sicherheitskameras und Drohnen oder Lernsoftware mit natürlichen Sprachschnittstellen für Studenten und geschäftliche Anwendungen. Die Liste ist sehr lang. Für die Entwicklung und Umsetzung dieser Anwendungen wird in der Industrie ein enormer Bedarf an Rechenleistung entstehen.

2) Was sind die Treiber dieser Trends?

Ich glaube, dass die Industrie zahlreiche KI-Anwendungsfälle aggressiv vorantreiben wird. Der einzige Faktor, der die bereits weitreichende Durchsetzung ausbremsen könnte, wäre eine geopolitische Katastrophe wie eine chinesische Invasion in Taiwan oder ein Angriff Russlands auf einen NATO-Staat.

3) Wie würde sich ein konjunktureller Abschwung auswirken?

Eine weltweite Konjunkturschwäche hätte sicherlich negative Folgen für einen großen Teil der Technologiebranche. Je nachdem, wie sich ein solcher Abschwung auf die verschiedenen Branchen auswirkt, dürfte es zu einer Kürzung der IT-Budgets und möglicherweise auch einer schwächeren Verbrauchernachfrage kommen. Ein rückläufiger Autoabsatz hätte sicherlich Auswirkungen auf viele Halbleiterunternehmen, die Sensoren, Infotainmentsysteme und Batteriemangement-ICs insbesondere für Elektrofahrzeuge liefern. In den letzten zwei Jahren hatten wir in China und Europa jedoch bereits ein sehr schwaches Wachstumsumfeld, und in Bereichen wie Komponenten für PCs und chinesische Smartphones zeichnet sich dank der schlanken Lagerhaltung der letzten Jahre endlich eine Verbesserung ab. Wir sind jetzt endlich an dem Punkt angelangt, an dem die Lagerbestände ihren Tiefpunkt erreicht haben und die Unternehmen wieder mehr Teile bestellen.

4) Welches Technologiesegment ist das aktuell vielversprechendste?

Die Halbleiterindustrie profitiert von vielen der aktuell wichtigsten Trends im Technologiebereich: KI-Computing, Edge-KI für Autos, Unterhaltungselektronik und Wearables, Elektrofahrzeuge, die Chips für die Energieumwandlung und das Batteriemangement benötigen, und die zunehmende Komplexität von Chipdesigns, ein sehr positiver Faktor für Halbleiterausrüster und -tester sowie für die wenigen Unternehmen, die Software für Elektronikdesign anbieten. Außerdem ist es wichtig zu bedenken, dass die Preise für Speicherchips nach einem ausgedehnten zyklischen Abschwung endlich wieder steigen und die Lagerbestände an PC- und Smartphone-Komponenten auf ein so niedriges Niveau gesunken sind, dass die Bestellungen endlich wieder anziehen.

5) Welche unbekanntenen Faktoren gibt es?

Ein offensichtliches Risiko ist das wirtschaftliche Risiko durch die stagnierende Wirtschaft in China und die steigenden Zinsen in den USA und Europa. Die Überschuldung vieler Staaten könnte zu einer restriktiveren Haushaltspolitik in Form von Steuererhöhungen führen, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Dann ist da noch das andauernde geopolitische Risiko durch instabile Länder wie Iran und Nordkorea, Russlands Krieg gegen die Ukraine und Chinas kriegerische Politik gegenüber Taiwan und anderen Ländern wie Vietnam und den Philippinen.

6) Welches sind die aus Anlegersicht interessantesten Märkte?

Die meisten der am besten positionierten KI-Unternehmen befinden sich in den USA. Dazu gehören Cloud-Computing-Schwergewichte wie Alphabet und Amazon, Chiphersteller wie Nvidia und Broadcom und Softwareunternehmen wie Drop Box und Go Daddy, die ihre Produkte mit KI-Technologien leistungstärker und nutzerfreundlicher für ihre Kunden machen.

7) Was sind unsere Kriterien für die Auswahl von Unternehmen?

Wir bevorzugen Unternehmen mit bedeutendem, differenziertem geistigen Eigentum und entsprechendem Potenzial für hohe Gewinnmargen und Preismacht. Die Unternehmen, in die wir investieren, haben kompetente Manager und Techniker sowie Weltklasse-Produkte und sind in der Regel führend in ihren Märkten oder dabei, ihren Marktanteil auszubauen. Für die Unternehmen, in die wir investieren, sollten Kunden und Aktionäre klar im Mittelpunkt stehen. Wir halten Ausschau nach Unternehmen mit einer nachweislich soliden Kapitalallokation, die durchdachte Akquisitionen tätigen und zum richtigen Zeitpunkt Aktienrückkäufe tätigen oder Schulden abbauen. Eine konservative Buchführung und ein ethisches Management im Einklang mit den Interessen der externen Aktionäre sind ein Muss. Manche Tech-Unternehmen scheinen mehr Wert darauf zu legen, ihre Beschäftigten mit hohen Gehältern und Aktienzuteilungen zu belohnen, als eine Gesamtrendite für ihre Aktionäre zu erzielen. Schließlich suchen wir nach Unternehmen, die vernünftig bewertet

Für professionelle Anleger

sind, deren aktueller Aktienkurs also gemessen am derzeitigen oder künftigen Ertragspotenzial niedrig erscheint. In der Vergangenheit ist es uns immer wieder gelungen, unterbewertete Unternehmen aufzutun, die später zu Übernahmezielen werden.

8) Welche Unternehmen finden Sie am interessantesten und warum?

Da gibt es derzeit einige. Das erste, **Lam Research**, gehört zu den am besten positionierten Unternehmen, die Fortschritte in der Weiterentwicklung hochentwickelter Mikrochips ermöglichen. Die Ätz- und Abscheidungsgeräte von Lam stehen an der Spitze der Entwicklung hin zu vertikal gestapelten Transistoren und Multichip-Gehäusen, die zunehmend in hoch entwickelten Logik- und Speicheranwendungen, insbesondere in der KI, zum Einsatz kommen. Darüber hinaus war Lam schon immer der dominierende Anbieter von Abscheidungs- und Ätzgeräten für die Herstellung von NAND Flash-Speichern.

Das zweite Unternehmen, das wir aktuell für interessant halten, ist **Broadcom**, eines der besten Unternehmen in der Geschichte der Halbleiterindustrie mit einer unglaublichen operativen Gewinnspanne von fast 60%. Ende Oktober wird das Unternehmen die Übernahme von VmWare abschließen. Wir glauben, dass sich diese Akquisition sehr positiv auf den Gewinn je Aktie auswirken wird, da Broadcom CEO Hok Tan, wie bereits bei früheren Transaktionen, Kostensynergien und Preiserhöhungen vorantreibt.

Außerdem sind wir große Fans von **Bloom Energy**, dem effizientesten Brennstoffzellenunternehmen der Welt. Mit einem jährlichen Umsatz von 1,5 Mrd. USD bei einem Marktwert von lediglich 3 Mrd. USD halten wir Bloom für eines der Unternehmen mit dem besten Risiko-Ertrags-Profil im gesamten Technologiesektor. Die Brennstoffzellen von Bloom erzeugen Primärenergie aus Erdgas, bei einem weitaus geringeren Schadgas- und CO₂-Ausstoß als die meisten Stromnetze. Darüber hinaus haben Engpässe in der Energieversorgung in den USA und Korea große Industriekunden dazu bewegt, für neue Rechenzentren und Produktionsanlagen Bloom anstelle des Stromnetzes zu nutzen. Angesichts des enormen Energieverbrauchs neuer KI-Serverfarmen erwarten wir, dass Bloom eine anhaltende Nachfrage nach seinen Produkten verzeichnen wird und so auf viele Jahre hinaus ein jährliches Wachstum von 20-30 % realisieren können wird. Die Brennstoffzellen von Bloom können Wasserstoff erzeugen und „verbrennen“, um Strom zu erzeugen, und das zu geringeren Kosten als bei anderen Ansätzen.¹

Zusätzliche Fragen:

1. Sehen Sie Anzeichen für eine Tech-Blase, von der immer wieder mal die Rede ist?

Was die Bewertungen angeht, sehe ich ein gemischtes Bild. Einige Unternehmen sind vernünftig bewertet oder unterbewertet, während wir andere für teuer halten. Die sind stark in das Jahr 2023 gestartet. Nach der sehr pessimistischen Stimmung Ende letzten Jahres könnte das zu einer

¹ Die Nennung von Aktien oder Anleihen dient ausschließlich der Veranschaulichung und stellt keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf dar.

Erholung des Geschäfts- und Konsumklimas beigetragen und einen positiven Kreislauf in Gang gesetzt haben, der Wirtschaft und Aktienmärkte im weiteren Jahresverlauf nach oben getrieben hat. Und die größten Tech-Schergewichte haben durch die Euphorie über künstliche Intelligenz, von der viele der „Magnificent 7“ in der ersten Jahreshälfte stark profitiert haben, einen kräftigen Schub erhalten. Ich sehe mehrere Faktoren, die für das zuletzt schwierige Marktumfeld verantwortlich sind. Einer ist, dass der Markt und insbesondere Technologieaktien zwischen den Monaten Mai und Oktober in der Regel am schwächsten sind. Traditionell ist speziell der September der saisonal schwierigste Monat für Technologieaktien. Man denke nur an **Apple**. Was macht das Unternehmen jedes Jahr? Es stellt ein neues iPhone vor. Woraufhin die Aktie abstürzt, fast jedes Jahr. So war der Technologiemarkt auch in diesem September wieder schwach. Meiner Ansicht nach gibt es viele Faktoren, die dafür verantwortlich sind. Zum Teil ist es vielleicht nur die saisonale Tendenz. Zum Teil hat es sicherlich mit einem schwachen Konsum, einem höheren Ölpreis, dem Anstieg der 10-jährigen [US-Staatsanleiherendite], Zahlungsausfällen und einer weniger optimistischen Verbraucherstimmung zu tun. Ich denke, alle diese Dinge spielen aktuell eine Rolle, aber ich denke auch, dass wir nicht allzu viel darauf geben sollten, wenn ein gutes Unternehmen, das ganz offensichtlich erfolgreich ist und dessen Ergebnisse die Erwartungen übertreffen, im September einen Kursverlust von 5 oder 6 oder 8 Prozent verzeichnet. Das kommt einfach vor. Das heißt nicht, dass sich dieser Trend im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird.

2. Stellt das Nearshoring bzw. Friendshoring ein Risiko für die Lieferketten dar?

Die in den USA und der EU angelaufene Rückverlagerung kritischer Technologieanlagen braucht Zeit. Der Bau von Halbleiterproduktionsanlagen ist sehr kostspielig und komplex, ganz zu schweigen von der Ausstattung mit den erforderlichen Maschinen und Verfahren für die Herstellung von Chips, die zu den komplexesten Produkten der Welt gehören. Der behördliche Genehmigungsprozess in den USA wird die Inbetriebnahme dieser Anlagen zusätzlich hinauszögern. Außerdem fehlt es an Personal mit Fachkenntnissen in der Halbleiterherstellung - viele dieser Arbeitskräfte sind in Taiwan ansässig. Und auch wenn die Wafer letztlich in den USA und der EU hergestellt werden können, findet der letzte Prozessschritt der Halbleiterherstellung – Zusammenbau, Test und Verpackung (ATP) – weitgehend in Asien statt. Wir halten eine Diversifizierung für klug, um die übermäßige Abhängigkeit von Taiwan in Bezug auf die Halbleiterherstellung zu verringern. Allerdings wird es einige Zeit dauern, bis die Vorteile voll zum Tragen kommen.

3. Sind die Bewertungen in diesem Sektor überreizt?

Die Bewertungen sind sehr unterschiedlich. Es gibt Unternehmen, die meiner Ansicht nach vernünftig bewertet sind, und andere, die überraschend unterbewertet sind. Andere wiederum erscheinen sehr hoch bewertet. Auch denke ich, dass die Abwicklung von SPACs [Special-Purpose Acquisition Companies, auch bekannt als „Blankoscheck-Gesellschaften“] und wirklich minderwertigen Unternehmen, die man als Giftmüll bezeichnen könnte, weiter anhalten wird. Man denke nur an den Absturz der vielen E-Auto-SPACs. Die meisten Quantum-Computing-Titel werden inzwischen ebenfalls für unter einem Dollar je Aktie gehandelt. Positiv zu vermerken ist, dass die Cloud-Ausgaben aufgrund der zunehmenden Cloud-Nutzung und der Notwendigkeit, bestehende und neue KI-basierte Systeme zu unterstützen, weiterhin robust sind. Die neuen KI-Prozessoren sind unglaublich komplex und erfordern mehr Verarbeitungsschritte – insbesondere Ätzung und Abscheidung. Das sollte unseren Positionen in Lam Research und Applied Materials Auftrieb geben.

Für professionelle Anleger

Der PC-Markt, insbesondere das Geschäft mit Unternehmenskunden, scheint die Talsohle durchschritten zu haben. Wenn die IT-Manager in den Unternehmen wieder zu ihrem normalen Aktualisierungsrhythmus zurückkehren und die während der Pandemie gekauften PCs aufrüsten, könnte es hier im Jahr 2024 zu einem Geräte-Refresh-Zyklus kommen. Schließlich liegt der IPO-Markt weiterhin am Boden und es kommen keine neuen Aktien an den Markt. Gleichzeitig wird das bestehende Angebot an börsengehandelten Aktien reduziert – durch Fusionen und Übernahmen, durch Private-Equity-Fonds, die Unternehmen von der Börse nehmen, und durch Unternehmen, die einen bedeutenden Prozentsatz ihrer ausstehenden Aktien zurückkaufen. Das könnte ein günstiges Umfeld für Aktienanleger schaffen.

Für Werbezwecke. Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen beim Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Registernummer B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg. **Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**