

# MAKROPERSPEKTIVEN

## „SAFETY FIRST“ – INVESTMENTSTILE FÜR UNRUHIGE ZEITEN

Ein Blick auf die Entwicklung der Aktienmärkte in diesem Jahr macht zwar trotz der jüngsten Rückschläge immer noch Freude. Es fällt aber auf, dass es bei den bisherigen „Investorenlieblingen“, d.h. Werten aus den Sektoren Technologie und Konsumgüter, die oft mit den Investmentstilen „Growth“ und „Momentum“ assoziiert werden, nicht mehr so „rund“ läuft wie noch in der ersten Jahreshälfte.

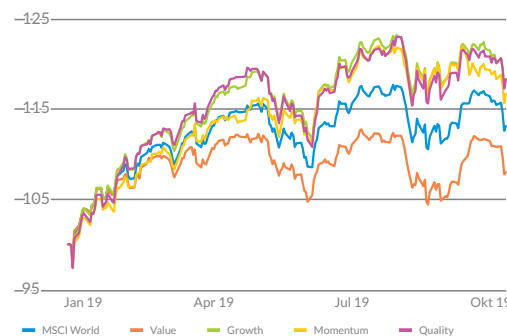
Dies ist umso bemerkenswerter, weil man sich an die nachhaltige Underperformance dieses Segments seit dem Ende der Finanzkrise, aber auch über die letzten 5 Jahre bzw. 12 Monate, gewöhnt hatte (vgl. Grafik 2). Ist diese Rotation wieder einmal nur eine der vielen vorübergehenden „Launen“ der Kapitalmärkte oder steckt tatsächlich mehr dahinter?



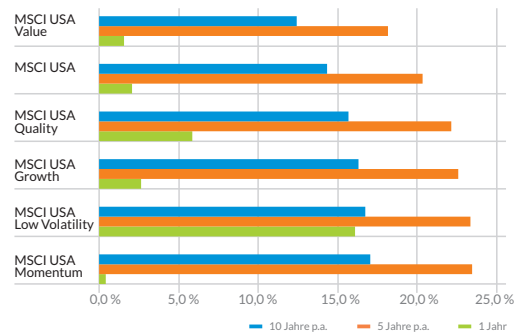
von Dr. Ernst Konrad

Besonders günstig bewertete Aktien, die im Allgemeinen mit dem Attribut „Value“ belegt werden, sind hingegen auf einmal wieder in aller Munde (vgl. Grafik 1).

Grafik 1: „Growth“- und „Momentum“-Aktien zeigen seit einigen Wochen ungewohnte Schwächen



Grafik 2: „Value“ war bislang ein verlässlicher „Underperformer“



### „STIL-ROTATIONEN“ WAREN IN DEN LETZTEN 10 JAHREN NICHT NACHHALTIG

Prinzipiell ist es nicht ungewöhnlich, dass vermeintlich überbewertete Aktien zu Gunsten von „Schnäppchenwerten“ verkauft werden. In beinahe jedem der letzten 20 Jahre gab es mindestens eine solche „Stil-Rotation“ von mehr als 10% in der relativen Wertentwicklung über mehrere Monate. Auffallend ist diesmal aber das Ausmaß und die Geschwindigkeit.

Allerdings sind in den letzten Jahren die Bewertungsunterschiede zwischen „Wachstums- und Momentum-Titeln“ auf der einen und den sogenannten „Value-Stocks“ auf der anderen Seite immer größer geworden und haben im Laufe des Sommers neue Spitzenstände erreicht.

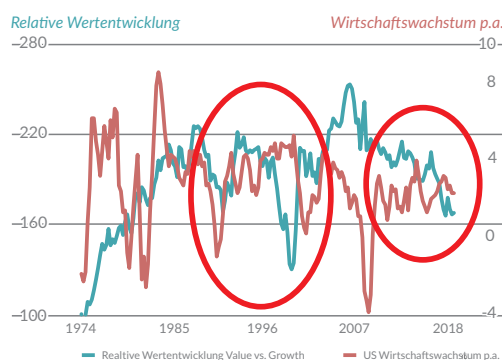
Ähnlich einseitig ist die Positionierung der meisten Investoren: In den USA übersteigt mittlerweile das verwaltete Vermögen der Indexfonds, den Hauptrepräsentanten des „Momentum“-Stils, das der aktiv gemanagten Aktienfonds. Änderungen im makroökonomischen Umfeld, z.B. eine Bodenbildung bei den Anleiherenditen oder den Wirtschaftsdaten, können dann besonders heftige Kursausschläge verursachen, was wir im Folgenden eingehender beleuchten wollen.

Die Ursachen für nachhaltige „Stil-Rotationen“ liegen also typischerweise in einer veränderten Einschätzung der konjunkturellen und finanziellen Rahmenbedingungen. Die Positionierung der Investoren ist hingegen für das Ausmaß und die Geschwindigkeit der Rotation verantwortlich.

### „VALUE“ IST VERLIERER DER KONJUNKTURSCHWÄCHE UND FALLENDER RENDITEN

Wie der „prudent investor“ weiß, geht jeder Trend einmal zu Ende. Wie stehen also die Chancen auf eine Renaissance der „Value“-Titel? In den USA ist „Value“ in der Vergangen-

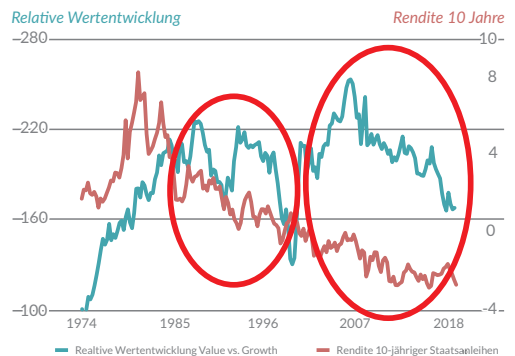
Grafik 3: Bei geringem Wirtschaftswachstum hat sich in den USA „Growth“ besser geschlagen als „Value“



heit immer dann hinter „Growth“ zurückgeblieben, wenn das Wirtschaftswachstum rückläufig, wie z.B. Ende der 1980er Jahre oder auf niedrigem Niveau wie seit Ende der Finanzkrise, war (vgl. Grafik 3).

Gleiches gilt für Phasen fallender Renditen der US-Staatsanleihen in den 1990er Jahren und seit Ende der Finanzkrise (vgl. Grafik 4).

Grafik 4: Fallende Renditen begünstigen „Growth“



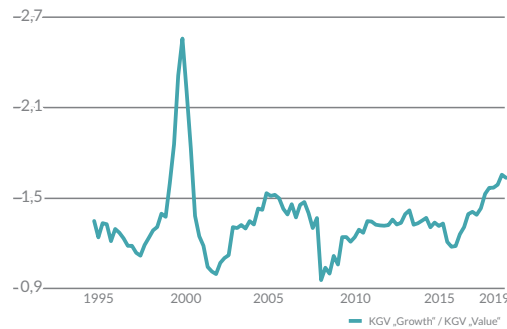
Da uns die unsicheren Konjunkturaussichten, gepaart mit geringer Inflation und niedrigen Renditen, also die klassischen Attribute der „Secular Stagnation“, nach unserer Einschätzung erhalten bleiben, ist aus makroökonomischer Perspektive eine nachhaltige Rotation in Richtung „Value“ unwahrscheinlich.

Wie steht es aber mit dem oft vorgebrachten Argument, dass angesichts der starken Underperformance „Value-Aktien“ im Vergleich zum Gesamtmarkt und relativ zu Wachstums-Titeln viel zu günstig bewertet sind?

### INVESTOREN HONORIEREN IN „MAGEREN ZEITEN“ GEWINNWACHSTUM TROTZ HOHER BEWERTUNG

Zwar ist die relative KGV-Bewertung des „Growth-Segments“ auf den höchsten Wert seit der Technologieblase in den 1990er Jahren gestiegen (vgl. Grafik 5).

Grafik 5: „Growth“ war relativ zu Value in den letzten 25 Jahren nur während der Technologieblase teurer...



Gleichzeitig divergiert aber auch die relative Entwicklung der Unternehmensgewinne aus den beiden Sektoren so stark wie selten zuvor (vgl. Grafik 6).

Grafik 6: ...allerdings haben „Growth“-Aktien seit der Finanzkrise ihre Gewinne besonders dynamisch gesteigert



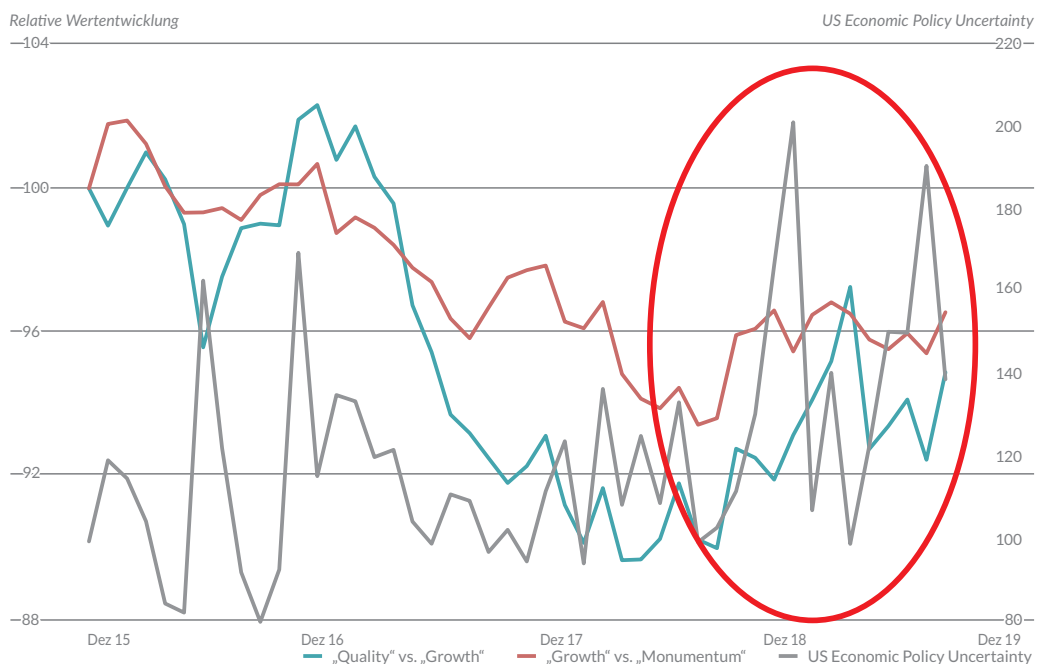
Investoren sind scheinbar bereit, in unsicheren Zeiten für Wachstum angesichts seiner Knappheit deutlich mehr zu bezahlen, als in einem normalen Umfeld. Trotz-

dem sollte man das Bewertungsargument nicht vollständig unberücksichtigt lassen. Hierzu bieten sich Titel an, die zwar einerseits wenig konjunkturabhängig überdurchschnittlich ihre Gewinne steigern können, aber nicht so sehr von Phantasie und Kursmomentum abhängig sind wie die klassischen Wachstumsaktien und deswegen auch deutlich günstiger bewertet sind. Diese Merkmale assoziiert man typischerweise mit dem Investmentstil „Quality“.

### „QUALITY“: MISCHUNG AUS STABILITÄT, WACHSTUM UND VERTRETBARER BEWERTUNG

Neben den bereits genannten Eigenschaften sind Aktien aus dem „Quality“-Segment meist nur gering verschuldet und ihre Kurse schwanken auch weniger stark. Dies macht sie relativ robust gegenüber externen Schocks, sei es von den Anleihemärkten oder den berüchtigten „Volatility-Spikes“, die meist ihren Ursprung in einem plötzlichen Ausbruch von Panik auf der Investorenseite haben. Gerade in einer konjunkturellen Schwächephase und geringer (wirtschafts-)politischer Transparenz sind diese Merkmale gefragt (vgl. Grafik 7).

Grafik 7: In unsicheren Zeiten lieber auf „Quality“ setzen



#### FAZIT:

Solange wir uns in der „Secular Stagnation“ befinden, besteht keine Veranlassung, unsere Portfolios stärker zyklisch auf „Value“ auszurichten, auch wenn weitere Zwischenerholungen jederzeit möglich sind. Unsere „Schumpeter“-Aktien verfügen größtenteils über die genannten Qualitätsmerkmale, die sie verhältnismäßig robust gegenüber makroökonomischen oder finanzmarktinduzierten Schocks machen. Trotzdem ist es ähnlich wie beim Ausbruch einer Grippewelle: Der Geimpfte wird zwar wahrscheinlich auch erkranken, da der Impfstoff auf historischen Erfahrungen beruht und sich das Virus ständig verändert. Der Verlauf der Erkrankung wird aber weniger schwer sein, d.h. die Kurse fallen weniger stark und erholen sich auch schneller wieder.

#### DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.