



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

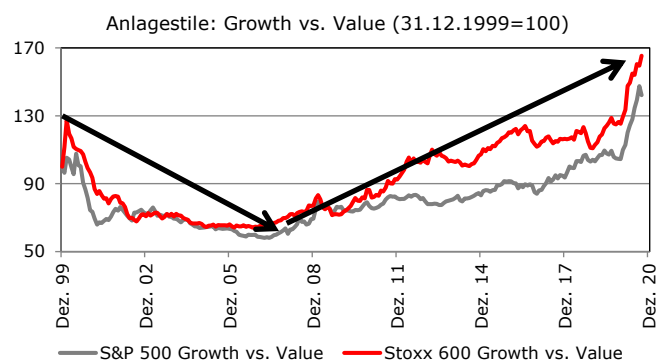
24. September 2020

Schlägt nun die Stunde der Value-Aktien?

Growth versus Value, dieser fast schon epische Kampf zweier Investmentstile, beschäftigt immer wieder die Gemüter der Anleger. In den vergangenen Jahren brachte das Rennen zwischen Growth und Value einen klaren Sieger hervor: Wer als Anleger erfolgreich sein wollte, der musste auf wachstumsstarke Aktien (Growth) setzen, Substanzwerte (Value) hatten seit dem Jahr 2007 in der Regel das Nachsehen. Aber worin unterscheiden sich diese beiden Stilrichtungen überhaupt? Value-Investoren, von denen der US-Amerikaner Warren Buffett wohl der Berühmteste ist, kaufen Aktien, die aus ihrer Sicht unterbewertet sind, deren Kurs also nicht den „wahren“ Wert des Unternehmens widerspiegelt. Dies erkennt man beispielsweise an einem niedrigen Kurs-Gewinn- oder Kurs-Buchwert-Verhältnis oder an einer hohen Dividendenrendite. Für Anleger, die auf Growth-Aktien setzen, spielt die Bewertung hingegen keine Rolle, da diese vor allem auf das zukünftige Gewinn(steigerungs)potenzial eines Unternehmens achten. Diese Aktien weisen in der Regel sogar eine sehr hohe Bewertung auf.

In den vergangenen 20 Jahren lassen sich zwei längerfristige Trends bei der Wertentwicklung von Growth- zu Value-Aktien erkennen. Von Beginn des Jahres 2000 bis Mai 2007 war Value der erfolgreichere Anlagestil, seitdem hat sich aber (von kleineren Unterbrechungen abgesehen) das Blatt zugunsten von Growth gewendet. Eine derart langanhaltende bessere Wertentwicklung eines Anlagestils hat es in der Vergangenheit noch nicht gegeben. Doch nun mehren sich die Stimmen – vor allem aus dem angelsächsischen Raum – die eine

Trendwende zugunsten der Value-Aktien prognostizieren. Für uns Anlass genug der Sache einmal tiefer auf den Grund zu gehen, um zu schauen, ob dahinter vielleicht mehr steckt als ein Marketing-Gag einiger Investmentbanken.



Zunächst aber sollte man einmal klären, in welchen Sektoren man typischerweise Growth- und Value-Aktien findet und ob diese Aufteilung in den USA und Europa identisch oder zumindest ähnlich ist. Hierzu haben wir uns den globalen MSCI World Aktienindex angeschaut sowie seine regionalen Ableger, den MSCI USA- und den MSCI Europa-Index und zwar sowohl seinen „reinen“ Ableger als auch die jeweiligen Growth- und Value-Indizes (also insgesamt neun verschiedene Aktienindizes). Beim MSCI World und beim MSCI USA hat in der Ausprägung „Growth“ wenig überraschend der Technologiesektor das mit Abstand größte Gewicht (35 bzw. 44 Prozent). In Europa hat dagegen der Sektor Consumer Staples (Basiskonsum) mit 22 Prozent das höchste Gewicht im Growth-Index, während der Technologiesektor mit 15 Prozent nur der

Konjunktur und Strategie

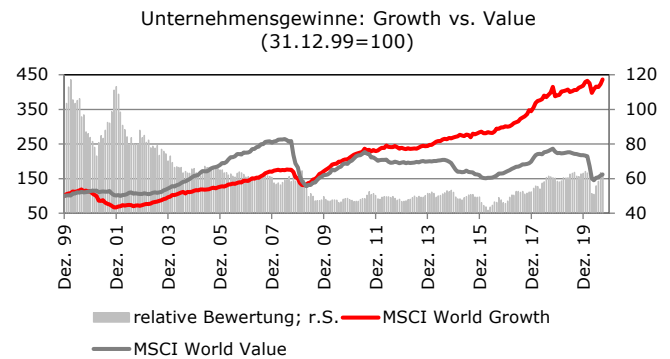
viertgrößte Sektor ist. Weltweit sowie in den USA spielen für Growth zudem die Branchen Health Care und Consumer Discretionary (zyklischer Konsum) eine wichtige Rolle, in Europa dagegen die Industrie und ebenfalls der Gesundheitssektor. Der Value-Sektor wird dagegen weltweit (22 Prozent) sowie in den USA (18 Prozent) und in Europa (25 Prozent) von Finanzwerten dominiert. Daneben spielen für Value aber auch der Industrie- und der Gesundheitssektor eine wichtige Rolle. Dies zeigt, dass es in den meisten Sektoren Unternehmen gibt, die beiden Kategorien, Growth oder Value, zugeordnet werden können. Die einzige Ausnahme stellen die Branchen Energie und Versorger dar, hier gibt es nur Firmen mit Value-Charakter. Aus Anlegersicht lassen sich daraus folgende Schlussfolgerungen ziehen: Wer auch zukünftig auf das Thema Growth setzen will, muss damit vor allem auf US-Technologie- und globale Gesundheitswerte setzen. Wer dagegen Value die größeren Kurschancen einräumt, erwartet eine bessere Wertentwicklung in erster Linie bei europäischen Finanz- und bei globalen Industriewerten.

Sektorgewicht in %	MSCI World	
	Growth	Value
Information Technology	35	8
Consumer Discretionary	15	8
Communication Services	11	7
Health Care	14	13
Industrials	8	12
Consumer Staples	7	10
Financials	4	22
Real Estate	2	4
Materials	3	5
Energy	0	6
Utilities	0	6

Quelle: MSCI Inc., Stand: 31. August 2020

Doch welche Kriterien bestimmen die Kursentwicklung einer Aktie oder eines Sektors? Zu den wichtigsten Einflussfaktoren gehört zuallererst die Gewinnentwicklung. Es zeigt sich, dass die Gewinne und Gewinnerwartungen für die beiden wichtigen Growth-Sektoren Technologie und Gesundheit in den vergangenen 10 Jahren fast stetig angestiegen sind. Selbst der Corona-bedingte Konjunkturerinbruch in diesem Jahr geht an beiden Branchen fast unbemerkt vorbei. Ganz anders stellt sich dagegen die Situation bei den Value-Sektoren dar: Sowohl bei den Finanz- als auch bei den Industriewerten kommt es zu einem signifikanten Gewinneinbruch. Blickt man auf die Erträge der Energieunternehmen sieht es aufgrund des Ölpreiseinbruchs in diesem Jahr

sogar noch schlimmer aus. Nur bei den Versorgern ist mit stabilen Gewinnen zu rechnen. Wer auf die zukünftigen Gewinne setzt, der setzt also weiterhin eher auf Growth- als auf Value-Aktien, die zudem schon seit dem Jahr 2008 eine nur unbefriedigende Ertragslage zu verzeichnen hatten.

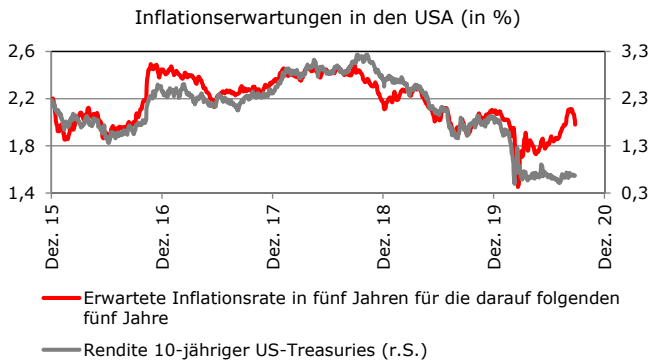


Neben den Unternehmensgewinnen spielt die Zinsentwicklung eine entscheidende Rolle für die relative Attraktivität von Growth- gegenüber Value-Aktien. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Zins als Diskontierungsfaktor verwendet wird, um den Barwert zukünftiger Gewinne, Cash Flows oder Dividenden zu ermitteln. Je niedriger der Zins ist, desto höher ist der abgezinste zukünftige Zahlungsstrom – und umso attraktiver sind Wachstums- im Vergleich zu Substanzwerten. Erwartet man jedoch steigende Zinsen, spräche dies für Value-Aktien. Nun könnte man argumentieren, dass die Zinsen bereits so niedrig sind, dass sie gar nicht weiter fallen können. Da die Weltwirtschaft dabei ist, sich vom konjunkturellen Absturz des zweiten Quartals zu erholen, könnte dies für eine zukünftig weniger expansive Geldpolitik sprechen. Zudem wird die Inflationsrate in den nächsten Monaten ansteigen; hierfür ist vor allem der basisbedingte Anstieg der Energiepreise verantwortlich.

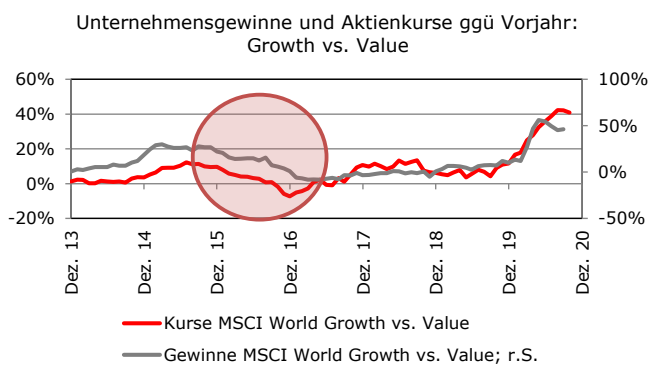
Dennoch spricht aus unserer Sicht wenig für ein Szenario steigender Zinsen. So hat die US-Notenbank mit ihrem geldpolitischen Strategiewechsel den Leitzins für viele Jahre bei null festgeschrieben. Denn zukünftig will sie eine Inflationsrate von etwas mehr als zwei Prozent tolerieren und höhere Zinsen weniger von den Preisen als von der Entwicklung am Arbeitsmarkt abhängig machen. Eine derartig veränderte Reaktionsfunktion der Federal Reserve für die Geldpolitik wird sich auch auf die EZB auswirken, sodass Zinserhöhungen selbst im wahrscheinlichen Falle einer konjunkturellen Normalisierung weder in den USA noch in der Eurozone zu erwarten sind, und das für lange Zeit. Dieser geldpoliti-

Konjunktur und Strategie

sche Paradigmenwechsel könnte beispielsweise dazu führen, dass sich die Zinsentwicklung zukünftig noch stärker von den Inflationserwartungen abkoppelt, so wie dies zuletzt schon beobachtet werden konnte.



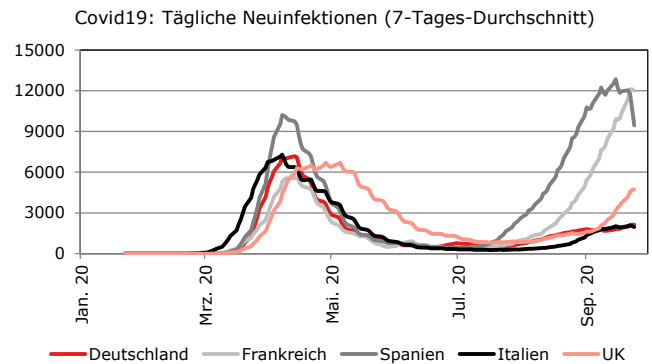
Zudem ist es kaum vorstellbar, dass die Notenbanken selbst einen nur geringfügigen Renditeanstieg zulassen werden, wissen sie doch genau, welche Auswirkungen höhere Zinsen auf die stark angestiegene Verschuldung haben. Nicht umsonst hat sich die US-Notenbank keinerlei Beschränkungen für ihr OE-4ever-Programm auferlegt, und auch die EZB wird über kurz oder lang eine Anpassung ihres PEPP-Notfallankaufprogramms vornehmen. Aber nicht nur die Notenbanken kaufen große Mengen an Staats- und Unternehmensanleihen auf, auch die Geschäftsbanken sind ein großer Käufer von verbrieften Schulden. Denn Banken schwimmen aufgrund der Geldpolitik in Überschussliquidität, zumal sie sich bei der Kreditvergabe immer noch zurückhalten. Bestes Beispiel hierfür ist das jüngste dreijährige Refinanzierungsgeschäft, bei dem die EZB die Geschäftsbanken mit knapp 175 Milliarden Euro an zusätzlicher Liquidität versorgt hat. Darüber hinaus sorgt die Regulierung dafür, dass Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen weiterhin in den sauren Apfel niedrigster Zinsen beißen müssen.



Alles in allem sind wir also nicht überzeugt davon, dass eine Phase einer nachhaltig besseren Wertentwicklung

von Value-Aktien zu erwarten ist. Der einzige Hoffnungsschimmer für Value ist aus unserer Sicht der, dass sich die *relativen* Gewinnerwartungen gegenüber Growth zuletzt verbessert haben. Eine derartige Entwicklung war das letzte Mal zwischen September 2016 und Juni 2017 zu beobachten; damals kam es auch zu einer temporär besseren Wertentwicklung des Value-Index gegenüber Growth.

Damit sich der positive Trend bei den Value-Gewinnen fortsetzt, muss aber eine entscheidende Voraussetzung erfüllt sein: Es darf zu keinen umfangreichen neuen wirtschaftlichen Lockdowns aufgrund der Corona-Pandemie kommen. Vor allem in Europa geht der Trend bei den Neuinfektionen derzeit leider in die falsche Richtung. Besorgniserregend sind vor allem die hohen Zahlen aus Frankreich, Großbritannien und Spanien, wobei sich dort der Anstieg zuletzt wieder abgeflacht hat. Auch in Deutschland und in Italien sind die Fallzahlen in den letzten zwei Monaten kräftig angestiegen, wenngleich sie in beiden Ländern immer noch deutlich niedriger sind als im Frühjahr. Zudem ist bislang nicht zu beobachten, dass die Zahl der an Corona Verstorbenen deutlich ansteigt.



Da es mittlerweile weltweit fast 200 Impfstoffprojekte gibt, die an einem wirksamen Schutz vor Covid-19 forschen und von denen sich schon neun in der sogenannten „Phase 3“ befinden, könnte eine Zulassung schon bis Ende des Jahres erfolgen. Auch wenn die Produktion und Verteilung des Impfstoffes erst noch geregelt werden muss, dürfte eine solche Nachricht den Börsen nachhaltigen Auftrieb verschaffen. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass uns das Thema „Corona-Virus“ im nächsten Jahr wahrscheinlich wesentlich weniger beschäftigen wird als es 2020 der Fall war und ist. Zumindest bis ein Impfstoff gefunden ist, sind Growth-Aktien vielversprechender als Value-Titel.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	24.09.2020 17:54	17.09.2020 -1 Woche	21.08.2020 -1 Monat	23.06.2020 -3 Monate	23.09.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	26795	-4,0%	-4,1%	2,4%	-0,6%	-6,1%
S&P 500	3248	-3,2%	-4,4%	3,7%	8,6%	0,5%
Nasdaq	10729	-1,7%	-5,1%	5,9%	32,3%	19,6%
Value Line Arithmetic	6048	-5,5%	-5,1%	1,2%	-3,4%	-9,2%
DAX	12607	-4,6%	-1,2%	0,7%	2,1%	-4,8%
MDAX	26424	-4,3%	-3,1%	1,0%	3,2%	-6,7%
TecDAX	3011	-2,9%	-2,5%	0,3%	6,5%	-0,1%
EuroStoxx 50	3159	-4,7%	-3,1%	-4,2%	-10,7%	-15,6%
Stoxx 50	2887	-3,7%	-2,4%	-5,6%	-10,4%	-15,2%
SMI (Swiss Market Index)	10212	-2,9%	-0,1%	-0,3%	2,1%	-3,8%
FTSE 100	5823	-3,8%	-3,0%	-7,9%	-20,5%	-22,8%
Nikkei 225	23088	-1,0%	0,7%	2,4%	4,6%	-2,4%
Brasilien BOVESPA	97043	-3,1%	-4,4%	1,1%	-7,3%	-16,1%
Russland RTS	1189	-4,4%	-5,8%	-7,2%	-13,4%	-23,2%
Indien BSE 30	36554	-6,2%	-4,9%	3,2%	-6,5%	-11,4%
China Shanghai Composite	3223	-1,4%	-4,7%	8,5%	8,3%	5,7%
MSCI Welt (in €)	2306	-2,1%	-2,7%	0,1%	-1,0%	-5,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1078	-1,5%	-0,4%	3,1%	0,0%	-6,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	174,21	-5	-289	-140	-33	372
Bobl-Future	135,11	-2	7	42	-42	148
Schatz-Future	112,29	0	21	21	4	39
3 Monats Euribor	-0,50	0	-1	-9	-10	-12
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,51	-1	-3	-6	4	0
3 Monats \$ Libor	0,23	0	-3	-7	-188	-168
Fed Funds Future, Dez 2020	0,08	0	1	3	-116	-1
10-jährige US Treasuries	0,67	-1	4	-4	-104	-125
10-jährige Bunds	-0,50	-1	4	-7	8	-32
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	0	-2	1	23	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,45	3	5	-8	38	2
US Treas 10Y Performance	729,99	0,1%	-0,3%	0,7%	13,2%	14,8%
Bund 10Y Performance	680,89	0,1%	-0,1%	0,9%	-0,6%	3,4%
REX Performance Index	498,99	0,2%	0,1%	0,5%	-0,5%	1,2%
IBOXX AA, €	0,17	2	2	-15	5	-13
IBOXX BBB, €	0,94	3	0	-39	15	3
ML US High Yield	6,12	25	13	-55	-11	8
Wandelanleihen Exane 25	7860	0,0%	1,3%	3,4%	4,2%	2,7%
Rohstoffmärkte						
MG Base Metal Index	311,71	-1,0%	0,5%	12,6%	5,5%	3,9%
Rohöl Brent	41,65	-4,0%	-6,2%	-2,6%	-35,3%	-37,2%
Gold	1868,03	-4,1%	-3,7%	5,7%	22,5%	22,9%
Silber	23,08	-14,2%	-13,8%	28,8%	24,4%	28,8%
Aluminium	1714,76	-1,5%	-0,7%	8,8%	-2,8%	-3,7%
Kupfer	6617,10	-2,8%	1,6%	12,3%	15,1%	7,6%
Eisenerz	124,79	-1,4%	1,6%	21,3%	33,5%	36,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1426	10,2%	-3,7%	-11,8%	-32,4%	30,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1659	-1,2%	-0,9%	3,0%	6,1%	3,8%
EUR/ GBP	0,9153	0,4%	1,6%	1,1%	3,5%	8,0%
EUR/ JPY	122,92	-0,4%	-1,3%	1,5%	4,1%	0,8%
EUR/ CHF	1,0801	0,5%	0,5%	0,9%	-0,8%	-0,5%
USD/ CNY	6,8273	0,9%	-1,3%	-3,3%	-4,1%	-2,0%
USD/ JPY	105,39	0,6%	-0,4%	-1,1%	-2,0%	-3,0%
USD/ GBP	0,7852	1,7%	2,6%	-1,7%	-2,4%	4,0%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.