



VALUE IS DEAD, LONG LIVE VALUE

THOMAS ZGRAGGEN

Seit fast einer Dekade hinken Value-Aktien dem Gesamtmarkt hinterher. Investoren mit einer wachstumsorientierten Ausrichtung verdienen mehr. Verstärkt war dies in amerikanischen, aber auch in europäischen und zuletzt auch asiatischen Aktienmärkten zu beobachten. In Asien schnitten günstig bewertete Aktien gemessen an Marktmultiplikatoren bis 2019 besser ab. Doch das laufende Jahr brachte auch in Asien eine Trendwende und die Renditeunterschiede haben sich zu Gunsten des Wachstumssegments global verschärft.

Die Position der Value-Verfechter erscheint dadurch schwieriger geworden, da der Markt ja bekanntlich Recht hat. Des Weiteren sind Karriererisiken ebenfalls nicht zu vernachlässigen. Denn in einem Value-Ansatz ist die Rückkehr von Bewertungskennzahlen zu ihren Mittelwerten in-

härent. Momentan scheint dies zu dauern. Doch gibt es eventuell nachhaltige Gründe und inwiefern sind andere Anlageklassen wie Obligationenmärkte eventuell betroffen und Wertüberlegungen nachrangiger geworden?

Eine erste Hilfeleistung bietet die Segmentierung des Aktienmarktes über Kennzahlen. Vor allem in den USA ist der Einsatz von «Growth»- und «Value»-Indizes weit verbreitet; sie grenzen ein Anlageuniversum ein. Mit Fokus «Value» stehen relative Multiplikatoren wie Preis/Buchwert und zweijähriges zukünftiges Gewinn sowie historisches Umsatzwachstum im Zentrum. Dies führt automatisch zu einem anlageintensiveren, zyklischeren und auszahlungsorientierteren (Dividendenrenditen) Unternehmensmix. Empirisch zeigen Value-Faktoren eine starke Korrelation zu Makro-Faktoren wie Inflationserwartungen und Zinsen – zwei Variablen, welche in den letzten Jahren aber tief blieben. Bei gegebenem Makroklima und geldpolitischer Ausrichtung scheint eine Abkehr wenig wahrscheinlich, wenn auch höhere Inflation ein anvisiertes Ziel ist. Inwieweit sich ein reflationäres Szenario, wie durch die Aufhellung über Impfmittelzulassungen in den letzten Wochen begünstigt, sich in einem nachhaltigen Lebenszeichen für das Value-Segment zeigt, bleibt zu beobachten. Eine strukturelle Abkehr würde zumindest anders aussehen.

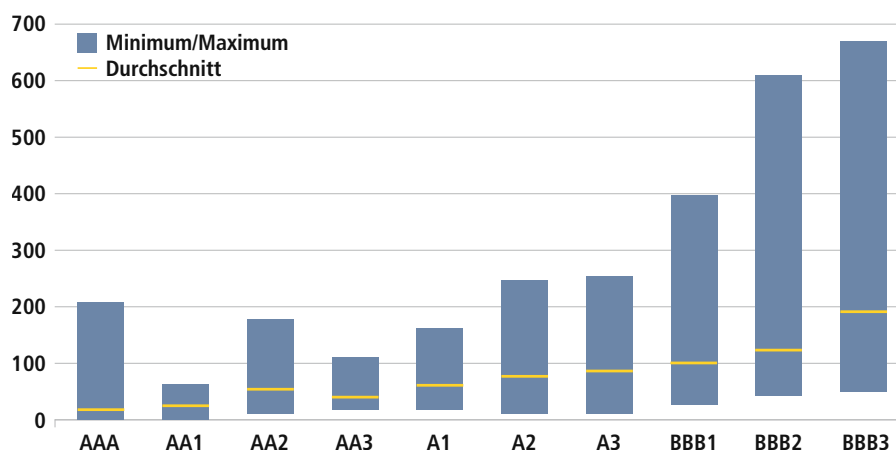
Neben dem anspruchsvollen makroökonomischen Umfeld liegt ein oft gehörtes Argument in den Zuflüssen in passive Anlagevehikel über die letzten Jahre. Passives investieren begünstigt Momentum und Trendfaktoren. Doch ein steter und monotoner Zufluss über die letzten Jahre hätte eigentlich Episoden von «Value»-Rallys, welche durchaus zu beobachten waren, nicht entstehen lassen dürfen.

Die Wertfrage bleibt herausfordernd

Vielleicht ist nicht der Wert, sondern die Wertmessung an und für sich das Problem. In den letzten Jahren hat die Wichtigkeit von immateriellen Werten durch

Spannbreite options-adjustierter Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen

Innerhalb einer Rating-Klasse können die Differenzen gross sein



Quelle: Bloomberg, Investment Grade-Anleihen in USD (November 2020)

starkes Wachstum der digitalen Ökonomie zugenommen. Der durch die Corona-Pandemie beschleunigte Trend zur Digitalisierung hat einen weiteren Schub an Investitionen wie etwa Datenmanagement und geistiges Eigentum ausgelöst. Immaterielle Werte können in der Bilanz aber nur schwer aktiviert werden und finden in Buchwerten kaum Niederschlag. Ein Programmierer wird in der Regel ausschliesslich über Lohnkosten abgebildet.

Neben der Aktivierungsproblematik bleibt eine wesentliche Krux die Schwierigkeit, zukünftige Erträge abzuschätzen. Und da spielt der tiefe Zins wieder eine Rolle. Waren in der Vergangenheit Diskontierungssätze ein «reinigender» Faktor für die Prognoseunsicherheit von weiter weg liegenden Schätzungen, führen tiefe Sätze zu grösserem Einfluss und strukturelles (ferneres) Wachstum erscheint günstiger und zyklischer teurer. Ein gerechneter heutiger Unternehmenswert kann bei simplen Cashflow-Modellen leicht zu 95% vom Wert in fünf Jahren erklärt werden. Selbst bei der hier aufgezeigten Neigung, strukturelles Wachstum zu überschätzen, zeigt ein vereinfachtes Beispiel die Schwierigkeit von Prognosen. Amazon wurde im Jahr 2007 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 82.7 gehandelt. Mit dem realisierten Gewinnwachstum von

29% hätte der faire Multiplikator bei 526 liegen müssen, bei welchem eine Überrendite nicht möglich und die Aktie effizient bewertet gewesen wäre. Vor diesem Hintergrund werden auch die grossen Bewertungsunterschiede zwischen Growth und Value erklärbarer.

Ein Blick auf die Obligationenmärkte

Wie stehen klassisch wertgetriebene Anlageklassen wie Obligationen dabei im Bezug? Der Wertfaktor «Zins» scheint weiterhin eine zentrale Wertgrösse zu bleiben und zu funktionieren. Das manifestierte sich auch wieder in diesem Jahr, da Staatsanleihen mit tieferer relativer Verzinsung trotz weltweiten Zentralbankinterventionen schlechter abschnitten. Trotzdem stieg das Volumen negativ verzinsten Obligationen jüngst zu neuen Rekordständen auf über 17 Bio USD. Eine Erklärung könnten unterschiedliche Betrachtungswinkel bzw. unterschiedliche Anlageziele liefern, welche im Obligationenmarkt im Vergleich zu Aktien heterogener zu sein scheinen. Unterschiedliche Investoren wie Banken, Lebensversicherer, Pensionskassen oder Privatanleger haben oft sehr divergierende Anlageziele. Institutionelle Investoren arbeiten oft innerhalb strikter Vorgaben in Bezug auf Laufzeiten, Ratings, Risikogewichtungs-Klassifizierungen und Verbindlichkeiten. Um regulatorische Be-

schränkungen oder Einschränkungen zu erfüllen, können Renditeziele – und die damit einhergehenden klassischen Wertüberlegungen – zweitrangig erscheinen. Die «Fallen Angels»-Anomalie ist zum Beispiel, obwohl weitherum bekannt, nach wie vor zu beobachten.

Wir sehen in unserer täglichen Arbeit in den Obligationenmärkten immer wieder Opportunitäten, und um diese zu erkennen, bleiben Wertüberlegungen zentral. Wir setzen deshalb unsere eigenen relativen Bewertungsmodelle seit jeher gewinnbringend ein. Letztendlich geht es darum zu entscheiden, ob eine Anleihe bei gleicher Qualität eine höhere Verzinsung kaufenswert macht oder ob die höhere Kompensation eine Ratingverschlechterung vorwegnimmt (vgl. dazu Abbildung Seite 26 oben).

Sind Überlegungen zur Bewertung bzw. zum Value-Ansatz obsolet geworden? Natürlich nicht, aber das Tiefzinsniveau sowie der Trend zur Digitalisierung stellen Herausforderungen dar. Eine systematische Analyse im Anlageprozess bleibt zentral und Eintittswahrscheinlichkeiten sowie der Fokus auf die zukünftige Cash-flow-Generierung und Unternehmensqualität wichtig. Wir nutzen jedenfalls Bewertungsprinzipien weiterhin mit Erfolg, unabhängig einer Marktsegmentierung und Anlageklasse.

**Thomas
Zgraggen**

Head
Portfolio
Management
Genf & Zürich
bei EFG Asset
Management.

