

Value-Aktien als Konjunkturindikator

Gastautor Henrik Amilon hat gemeinsam mit dem Research-Team von Sparinvest das Verhalten von Value- und Growth-Werten in zahlreichen Rezessionsphasen analysiert und stellt fest: Wer **frühzeitig erkennen will**, ob ein Wirtschaftsaufschwung bevorsteht, muss die Entwicklung von Value-Aktien aufmerksam verfolgen.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) war Anfang Oktober wohl selbst überrascht von seinen Prognosen. Im aktuellen Bericht hat er die Konjunkturaussichten für 2010 nämlich deutlich nach oben korrigiert: Gerechnet wird nun mit einer Zunahme des weltweiten Wirtschaftswachstums um 3,1 Prozent. Zuvor war der IWF noch von einem Wachstum von 2,5 Prozent ausgegangen. Hätte der IWF die diesjährige Entwicklung der Value-Aktien beobachtet, wäre er vielleicht weniger überrascht gewesen von diesen positiven Entwicklungen.

Untersuchungen, die die Entwicklung von Growth- und Value-Werten der vergangenen 80 Jahre untersuchen, zeigen, dass sich Value-Aktien am Ende einer Rezession schneller und deutlicher erholen. Sobald sich ein konjunktureller Aufschwung abzeichnet, steigt die Value-Prämie, das heißt die Outperformance von Value gegenüber Growth, überdurchschnittlich an. Das bedeutet aber nicht, dass Value-Manager das Ende einer Rezession früher vorhersagen können als andere Volkswirte. In Schweden gibt es das Sprichwort „Was im Schnee verborgen ist, wird beim Tauen aufgedeckt“. Anders gesagt, die Value-Manager sehen zwar als Erste anhand der positiven Entwicklung ihrer Fonds das Ende einer Rezession. Aber zu diesem Zeitpunkt ist der Prozess der Erholung schon unterwegs.

Die Geschichte wiederholt sich, so auch bei der aktuellen Finanzkrise. Die Trendwende an der Börse zeichnete sich ungefähr Anfang März ab. Seitdem verzeichnen die Aktienmärkte deutliche Gewinne. Im Zeitraum vom 9. März bis zum 5. Oktober hat der MSCI-World-Value-Index den MSCI-World-Growth-Index um 18 Prozentpunkte übertrafen (69 Prozent gegenüber 51 Prozent berechnet auf US-Dollar-Basis). Nun zeichnen die makroökonomischen Daten nach, was die Märkte bereits seit sechs Monaten anzeigen: Es geht wieder aufwärts.

Geht Value in jeder Konjunkturphase voran?

Betrachtet man die Entwicklung von Growth- und Value-Werten über den gesamten Konjunkturzyklus, zeigt sich Folgendes: Nur in der Phase des fortgeschrittenen Ab-

schwungs entwickeln sich Growth-Werte besser als Value-Werte – und auch dann nur in geringem Maß (siehe Grafik Konjunkturphasen und durchschnittliche Jahreserträge). In allen anderen Phasen hat Value die Nase vorn. Wir bei Sparinvest glauben, dass sich die Wirtschaft zurzeit in der frühen Aufschwungphase befindet. Durchschnittlich erzielen Value-Werte in dieser Phase eine Performance von rund 57 Prozent. Auch in der Phase des fortgeschrittenen Aufschwungs übertreffen Value-Werte ihre Growth-Kontrahenten um mehr als 20 Prozent.

Und selbst wenn es mit der Wirtschaft wieder bergab geht, verzeichnen Value-Werte mit durchschnittlich minus zwölf Prozent Rückgang immer noch einen geringeren Verlust als Growth-Werte mit minus 13 Prozent. Das langfristige Ergebnis ist eindeutig: Mit der Value-Strategie erzielen Anleger die höheren Erträge.

Warum entwickelt sich Value meist besser?

Wie ergeben sich die höheren Gewinne von Value-Werten? Die Anhänger der „Effizienten Markt“-Theorie erklären die Outperformance von Value-Aktien mit einem höheren Risiko. Solide Value-Unternehmen sind Firmen, die gesunde Bilanzen aufweisen, also Unternehmen mit geringem Verschuldungsgrad, einem geringen Anteil an immateriellen Vermögenswerten und wenigen vertraglichen Bindungen wie Pensionsverpflichtungen oder langfristigen Leasingabkommen.

Meistens handelt es sich zeitgleich um langjährig erfolgreiche



Henrik Amilon
Senior Research Analyst
Sparinvest

Henrik Amilon ist Dipl.-Ing. in Technischer Physik und promovierte im Bereich Finanzwissenschaft an der Universität Lund in Schweden. Bevor Amilon zu Sparinvest kam, war er unter anderem Senior Economist bei der Europäischen Zentralbank und Gastprofessor an der School of Finance and Business an der Technischen Universität von Sydney.

Sparinvest wurde 1968 von einer Sparkassengruppe als erste Fondsgesellschaft in Dänemark gegründet. Sparinvest verwaltet und betreut derzeit ein Anlagevolumen von rund 12,2 Milliarden Euro.

Unternehmen, die oft über beträchtliche Anlagen wie Bürogebäude oder Produktionsanlagen verfügen. Sie haben durch ihre Kapitalstärke gute Voraussetzungen, Wirtschaftskrisen zu überstehen. Und: Sobald sich das Wirtschaftsklima bessert, sind es diese Value-Unternehmen, die durch die Reaktivierung ihrer Anlagen schneller von der steigenden Nachfrage profitieren können.

Aus Sicht der Behavioural-Finance-Theorie spielt noch ein anderer Faktor eine Rolle. Anleger, die in Value-Unternehmen investieren, konnten in der Krise von der Irrationalität vieler Marktteilnehmer profitieren. Anleger verfallen oft dem Herdentrieb. Entscheidungen werden von der Herde nicht auf Basis rationalen Kalküls, sondern auf Basis von Emotionen gefällt. Das Ergebnis: Anleger stürzen sich auf ohnehin schon beliebte Anlagen – kaufen also teure Growth-Aktien. Fundamentaldaten spielen bei solchen Kaufentscheidungen kaum eine Rolle. Die Konsequenz sind Preisverzerrungen. So bieten sich Kaufgelegenheiten für Value-Investoren. Denn „langweilige Werte“ wurden irrtümlicherweise stark abgestraft.

Value: Performance für Konservative

Bei einer Aufhellung des Wirtschaftsklimas kommt es zu einer Neubewertung. Langfristig stimmen dann Aktienkurse und Buchwerte der Unternehmen wieder überein. Die übersehenen „Langweiler-Aktien“, die überdimensional an Wert verloren haben, verzeichnen nun die höchsten Kurssteigerungen. Damit kann der Anleger die Value-Prämie verbuchen.

Die Strategie von aktiven Value-Investoren ist es, die am stärksten unterbewerteten Aktien auszuwählen – und zwar bevor die Korrektur einsetzt. Zeiträume wie das letzte Quartal 2008, das durch irrationales Anlegerverhalten geprägt war, sind gute Jagdzeiten für Value-Fonds. Dabei gilt es, das gesamte Aktienuniversum zu analysieren und genau jene Titel herauszufiltern, deren Geschäftsmodelle sich in der Vergangenheit bewährt haben, die gegenwärtig jedoch an der Börse unterbewertet sind. Branche, Region oder Land spielen bei der Auswahl nur eine kleine Rolle. Vater der Value-Theorie ist der Wirtschaftswissenschaftler Benjamin Graham. Er hat bereits 1934 erkannt, dass für die Bewertung von Unternehmen grundsätzlich zwei Kennzahlen bedeutend sind: der Marktpreis an der Börse und der innere Wert eines Unternehmens. Letzterer ergibt sich anhand von Kennzahlen wie dem Kurs/Buchwert-Verhältnis, dem Kurs/Cashflow-Verhältnis und der Dividendenrendite. Der Marktpreis und der innere Wert können sich kurz- und mittelfristig unterscheiden. Diesen Unterschied nutzt der Value-Investor zum Einstieg. Denn er kauft nur solche Aktien, deren Marktwert deutlich unter ihrem inneren Wert liegt.

Aus der Differenz zwischen dem aktuellen Börsenkurs und dem inneren Wert ergibt sich die sogenannte Sicherheitsmarge – eine Art Airbag. Je größer die Sicherheitsmarge, desto geringer das Risiko dauerhafter Kursverluste. Natürlich hängt der Erfolg eines Value-Investors auch von seiner Erfahrung ab. Die sorgfältige Auswahl der Aktien ist entscheidend. Ebenso die richtige Bewertung, ob ein niedriger Aktienstand fundamental begründet ist oder ob es sich um ein nur kurzfristig unterbewertetes Unternehmen handelt.

Letztendlich lässt sich festhalten: Die deutliche Erholung der Value-Werte seit März war ein Anzeichen für eine Erholung nicht nur an den Aktienmärkten, sondern der gesamten Weltwirtschaft. Das zeigen auch die Prognosen des IWF. Aktuell können davon vor allem Value-Investoren profitieren. Wenn sich die Geschichte entsprechend wiederholt, sollte eine längere Zeit der Outperformance von Value-Aktien vor uns liegen.

Value, Growth, Zyklus

Bekanntlich nehmen Aktienmärkte Konjunkturentwicklungen vorweg. Weniger bekannt ist, dass die günstigen Value-Aktien die Wertentwicklung anderer Aktien übertreffen, sobald sich das Ende einer Rezession abzeichnet. Während der Konjunkturzyklen zwischen 1926 und 2009 haben Growth-Werte in der späten Rezessionsphase durchschnittlich einen Ertrag von rund elf Prozent erzielt. Value-Werte liegen leicht darunter. In allen anderen Phasen des Konjunkturzyklus liefern Value-Werte die bessere Performance.

Konjunkturphasen und durchschnittliche Jahreserträge

