



Investmentperspektiven
Value oder Growth: neue
Gedankenansätze

Q3 2021



TELOS GmbH



Value oder Growth: neue Gedankenansätze

Value hat mehr als zehn Jahre lang enttäuscht. Was sollten Investoren jetzt tun? Ist die Zeit reif für eine Stilrotation, oder gibt es sowohl Substanz- als auch Wachstumswerte mit der Aussicht auf verlässlichen Wertzuwachs und laufenden Ertrag?

Im Überblick

- Die immer neuen Mindererträge von Substanzwerten und der beispiellose Mehrertrag von Wachstumswerten in den letzten zehn Jahren führen bei Stilinvestments zu einem Umdenken.
- Man könnte meinen, dass die klassische Stilrotation einfach nur auf sich warten lässt. Andererseits sind die Auswirkungen langfristiger Veränderungen auf die Kurse kaum zu übersehen.
- Disruptive Entwicklungen wie die Digitalisierung und die wachsende Bedeutung immaterieller Wirtschaftsgüter erfordern einen Einzelwertansatz, der den wahren Unternehmenswert erfasst.
- Wer bei Substanz- und Wachstumswerten gleichermaßen nach interessanten Titeln Ausschau hält, kann seine Langfristziele auch ohne Branchenrotation erreichen.



Nisha Thakrar
Client Solutions Specialist
London

1970er

Value und Growth - Substanz und Wachstum - wird zu einem anerkannten Investmentkonzept.

1980er

Russell Investments legt die ersten Stilindizes auf.¹

1990er

Morningstar entwickelt die Style Box. Sie beruht auf der Idee von Fama und French,² dass man nicht nur zwischen, sondern auch innerhalb von Assetklassen diversifizieren kann.

2000er

MSCI entwickelt Stilindizes weiter und führt Faktorindizes ein, damit man sich noch klarer positionieren kann.³

Bei der Einzelwertauswahl ging es schon immer darum, den aktuellen Kurs mit den Fundamentaldaten und Erwartungen zu vergleichen, um zu erkennen, ob er „fair“ ist. Sowohl Value- als auch Growth-Investoren suchen nach unterbewerteten Aktien. Aber es gibt wichtige Unterschiede:

- Klassische Value-Investoren interessieren sich für Titel, die gemessen an Fundamentaldaten wie den Konsens-Gewinnerwartungen „billig“ erscheinen.
- Klassische Growth-Investoren bevorzugen Titel mit der Aussicht auf ein Gewinnwachstum über den Konsenserwartungen.

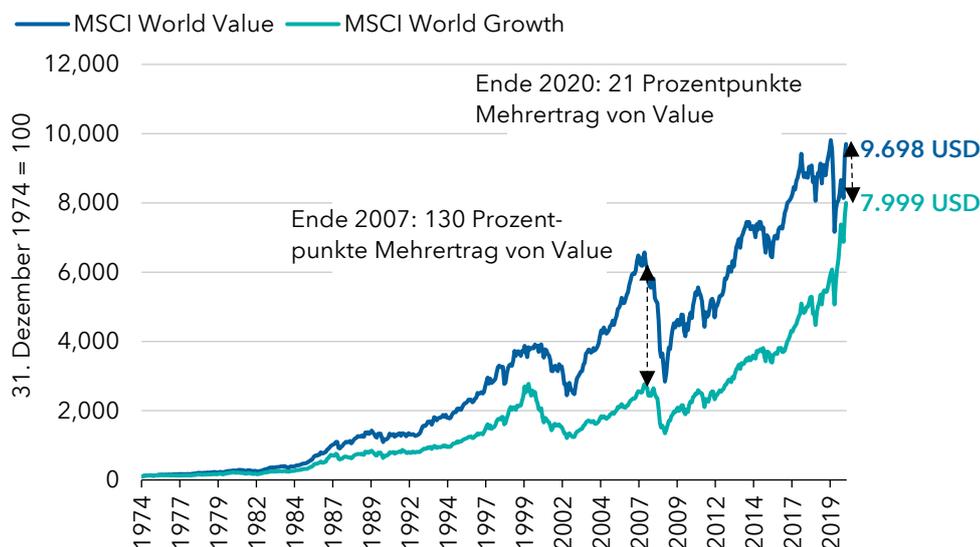
Bei beiden Fällen geht es also um den Gegenwartswert der zukünftigen Gewinne, doch werden die Gewinnschätzungen unterschiedlich genutzt. Value und Growth haben sich so zu zwei eigenständigen Ansätzen entwickelt, mit eigenen Marktindizes und spezialisierten Portfoliomanagern.

Die Zyklizität von Value-Growth-Renditen über verschiedene Zeiträume in der Vergangenheit hat die sogenannte Stilrotation zu einem wichtigen Thema für Investoren gemacht. Doch in letzter Zeit kamen Zweifel auf, ob es so bleiben würde. Müssen Investoren Value und Growth in Zukunft neu denken?

Value langfristig erfolgreich

Bis Ende 2007 lagen Substanzwerte deutlich vor Wachstumswerten. Hätte man am 31. Dezember 1974 100 US-Dollar in den MSCI World Value Index investiert, wären daraus bis zum 31. Dezember 2007 6.123 US-Dollar geworden – 130 Prozentpunkte mehr als bei einer Anlage in den Growth-Index. In den letzten Jahren hat sich der Abstand aber deutlich verringert. Ende 2020 lagen Substanzwerte nur noch um 21 Prozentpunkte vorn.

Abbildung 1: Langfristige Entwicklung des MSCI World Value Index und des MSCI World Growth Index

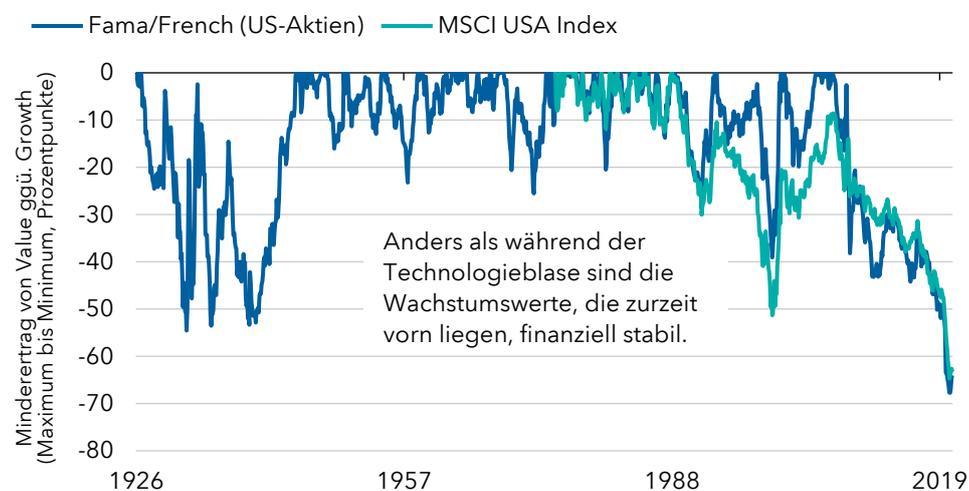


Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Nur zur Illustration. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Angaben in US-Dollar, 31. Dezember 1974 bis 31. Dezember 2020 mit Wiederanlage der Nettodividenden. Die MSCI-World-Stilindizes wurden am 8. Dezember 1997 aufgelegt; ab dem 31. Dezember 1974 liegen Backtestdaten vor. Quelle: Refinitiv

Immer wieder kam es vor, dass Substanzwerte längere Zeit aus der Mode waren. So war es nach der internationalen Finanzkrise, aber auch nach der Großen Depression in den 1930er-Jahren in den USA (laut Fama/French).

Abbildung 2: Minderertrag von Value gegenüber Growth in den USA (Fama/French, MSCI)



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Minderertrag in US-Dollar. Fama/French ab 30. Juni 1926 (NYSE-, AMEX- und NASDAQ-Unternehmen). MSCI USA Index ab 31. Dezember 1974, Stand jeweils 31. Dezember 2020. Quellen: Refinitiv, Ken French Data Library

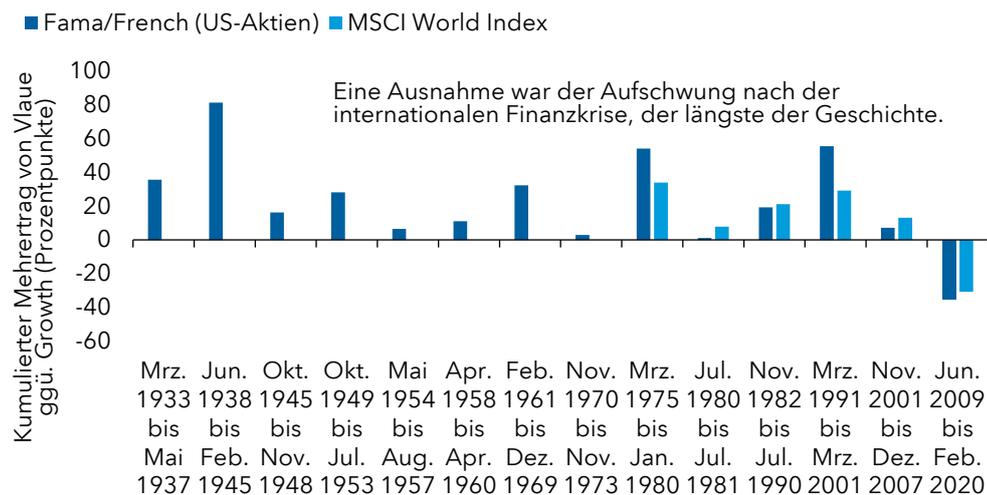
Vom Zweiten Weltkrieg bis zur internationalen Finanzkrise folgten Substanz- und Wachstumswerte Zyklen. Wenn sich die Konjunktur erholte, erholte sich auch Value. Value lag auch nach Aktienmarktblasen vorn, in denen die Kurse deutlich über die Fundamentaldaten gestiegen waren, und in Rezessionen nach einer Baisse.⁴

So lösten in den 1970ern solide Wachstumsaktien wie Pepsi, Gillette, Disney, Wal-Mart und Polaroid die sogenannte Nifty-Fifty-Blase aus. Als sie platzte, lag Value vorn, nicht nur in der Baisse, sondern während des gesamten Marktzyklus, im Abschwung wie in der anschließenden Erholung. Als dann in den späten 1990ern und frühen 2000ern Internetwerte wie Ask Jeeves, Yahoo!, Pets.com und Napster an den Markt kamen, entstand eine neue Preisblase. Das Muster wiederholte sich. Die Gewinne von Value-Unternehmen gingen zurück, und Growth-Unternehmen haben dagegen starke Gewinne erzielt. Viele dieser neuen Technologieunternehmen mussten später aufgeben, und einmal mehr lagen Substanzwerte an der Spitze.

Stilrotationen sind nicht mehr so leicht zu prognostizieren

Während des langen, wenn auch nicht sehr starken Aufschwungs nach der internationalen Finanzkrise lagen Substanzwerte dann seltsamerweise hinten (Abbildung 3). Kann man sich also noch darauf verlassen, dass Value vom Aufschwung profitiert?

Abbildung 3: Mehrertrag von Value im Aufschwung



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

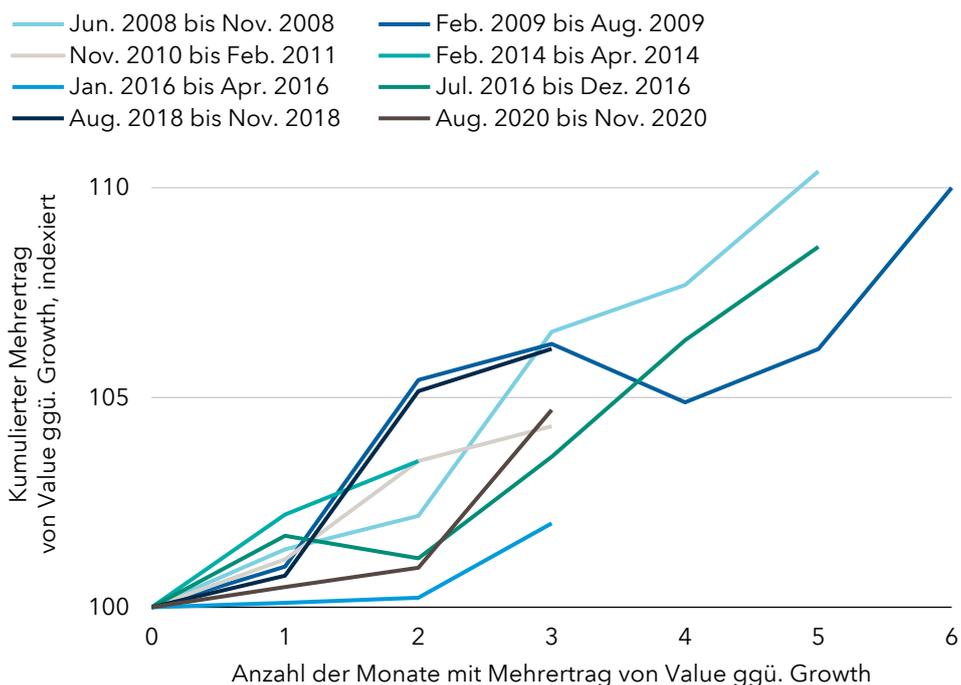
Stand 31. Dezember 2020, Angaben in US-Dollar. Die Monate beziehen sich auf den Beginn und das Ende der Erholungsphasen in den USA nach der Definition des National Bureau of Economic Research (NBER). Die US-Aktienmarktdaten von Fama/French berücksichtigen Unternehmen der NYSE, der AMEX und der NASDAQ. Quellen: Capital Group, Ken French Data Library, Refinitiv, NBER

Wenn sich die Vergangenheit wiederholt, müssten jetzt eigentlich gute Zeiten für Substanzwerte anbrechen, denn

- mittelfristig folgen die Erträge Zyklen, und Value scheint im Vergangenheitsvergleich jetzt sehr günstig,
- am Markt rechnet man mit einer Konjunkturerholung, was meist mit Mehrerträgen von Value einherging,
- Growth könnte aufgrund seiner hohen Bewertungen anfällig sein, wenn die Fundamentaldaten nachgeben.

Wenn Substanzwerte jetzt zu einem Höhenflug ansetzen, wäre das nicht das erste Mal seit der internationalen Finanzkrise. Bisher waren es aber nur Strohfeuer. Auch 2020 war es nicht anders (Abbildung 4).

Abbildung 4: Zeiträume, in denen der MSCI World Value Index vor dem MSCI World Growth Index lag (seit der internationalen Finanzkrise)

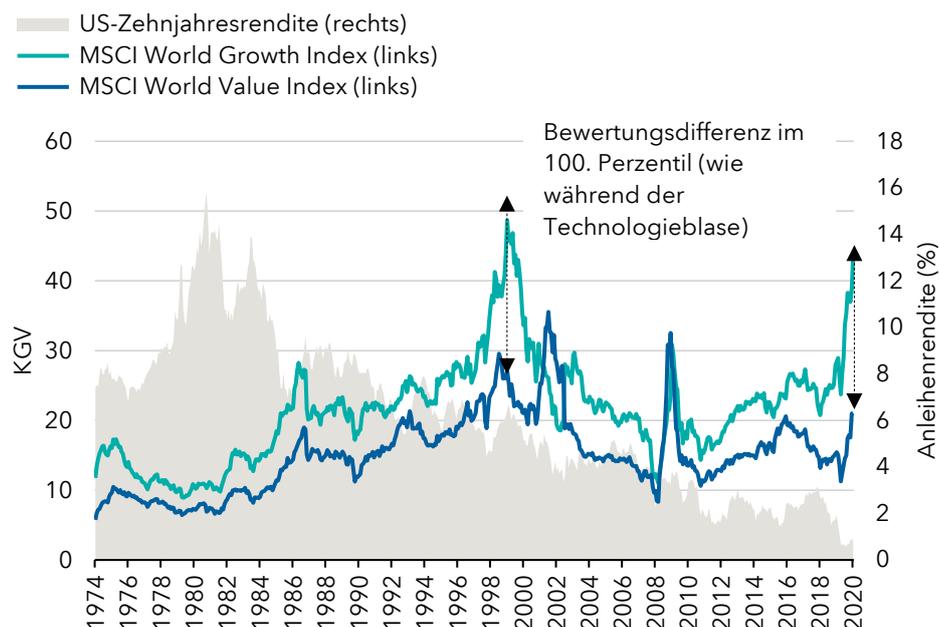


Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Zeiträume von min. einem Monat mit einem kumulierten Mehrertrag des MSCI World Value Index gegenüber dem MSCI World Growth Index. Monatserträge in US-Dollar, umbasiert auf 100 zu Beginn des Zeitraums. Quellen: Capital Group, Refinitiv

Wenn Geld- und Fiskalpolitik expansiv genug sind und ein Ende der Pandemie in Sicht ist, könnte sich das Umfeld für Value schon bald bessern. Allerdings ist der Anteil von Substanzwerten mit hohem Umsatzwachstum seit der internationalen Finanzkrise zurückgegangen.⁵ Diese Knappheit an Wachstum hat zu höheren Bewertungen für wachstumsstarke Unternehmen und damit zu einem erhöhten Bewertungsrisiko geführt.

Abbildung 5: Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) des MSCI World Value Index und des MSCI World Growth Index sowie langfristige Anleihenrenditen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Daten vom 31. Dezember 1974 bis zum 31. Dezember 2020. Quelle: FactSet

Hinzu kommt, dass die Zinsen noch immer deutlich unter ihrem Langfristdurchschnitt liegen. Je niedriger der Zins ist, mit dem zukünftige Gewinne abdiskontiert werden, desto höher ist ihr Gegenwartswert. Wachstumswerte sind Aktien mit einer langen Duration, deren Cashflows im Schnitt später anfallen als die von Substanzwerten. Das macht sie zinssensitiver mit der Folge, dass sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Growth und Value stark auseinanderentwickelt haben (Abbildung 5). Es überrascht daher nicht, dass Investoren nach dem jüngsten Anstieg der Anleihenrenditen fallende Kurse von Wachstumsaktien⁶ fürchten.

Wegen ihrer hohen Bewertungen reagieren Wachstumsaktien auch stärker auf Änderungen der Fundamentaldaten, was Einzelwertanalysen umso wichtiger macht. In einer aktuellen Studie⁷ hat QMA, ein fundamental orientierter Quant-Manager, untersucht, wie stark Bewertungskennziffern auf Veränderungen der Fundamentaldaten reagieren. Die Ergebnisse waren für alle Branchen ähnlich. Stets reagierte Growth stärker als Value. Erklären lässt sich das damit, dass Investoren genau darauf achten, ob Wachstumswerte das erwartete Wachstum auch liefern. Jegliche Abweichung, nach oben wie nach unten, hat große Auswirkungen auf die Bewertung.

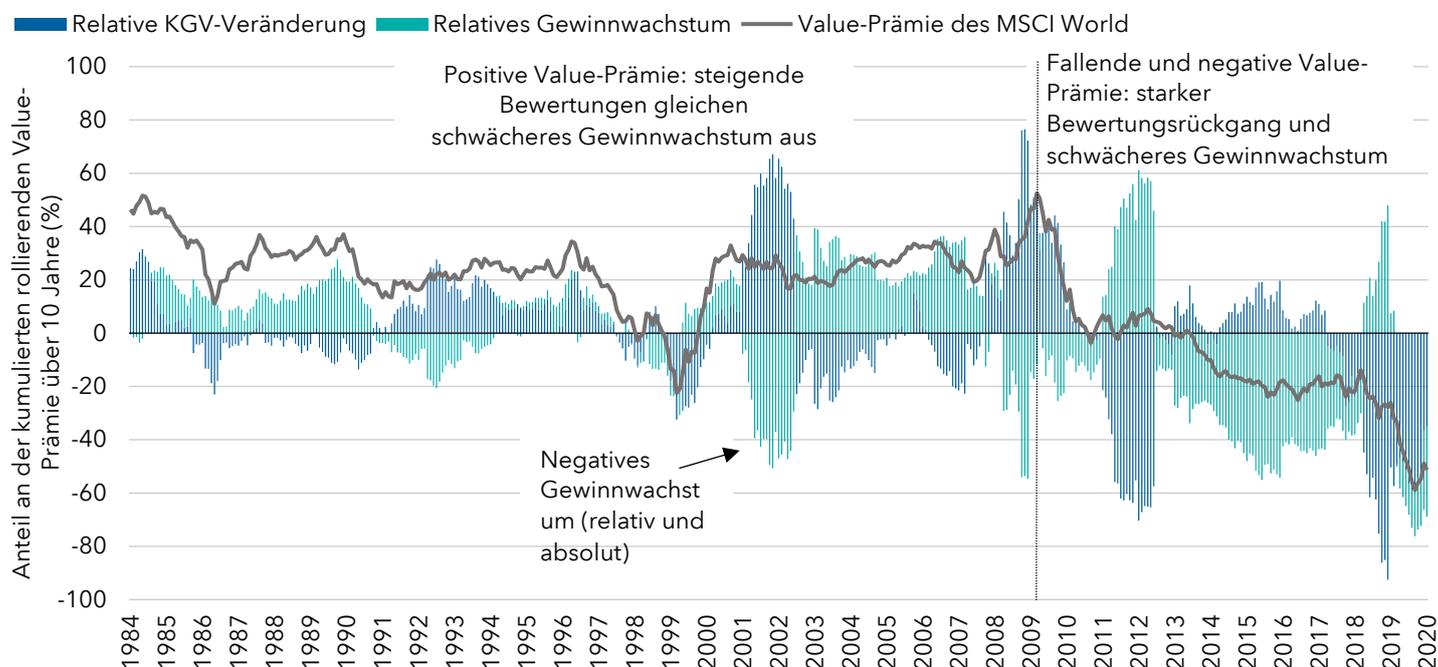
Was also soll ein Anleger tun, damit er bei einer Stilrotation richtig liegt? Muss er warten, bis Value wieder in Mode kommt, um dann von den Substanzwerten in seinem Portfolio zu profitieren? Und würde dies bedeuten, dass man mit Wachstumswerten nichts mehr verdienen kann?

Style Investing ist anders geworden

Wir wollten genauer wissen, wie sich die Performance von Substanzwerten verändert hat. Dazu haben wir die rollierenden Ertragsdifferenzen über zehn Jahre (die Value-Prämie) untersucht. Wir haben die Ertragsdifferenzen in drei Komponenten zerlegt: den Einfluss sich ändernder Bewertungskennziffern (KGV), die Differenz des Gewinnwachstums und Unterschiede bei den

Dividenden. Die Dividenden hatten stets großen Anteil am Mehrertrag von Value (etwa 10% bis 20%). Die Bedeutung der beiden anderen Komponenten schwankte aber. Abbildung 6 zeigt ihre Beiträge.

Abbildung 6: Anteil des Gewinnwachstums und sich ändernder Bewertungskennziffern an den Ertragsdifferenzen des MSCI World Value Index ggü. dem MSCI World Growth Index (rollierend, über zehn Jahre)



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Monatsdaten vom 31. Dezember 1974 bis zum 31. Dezember 2020. MSCI World Value Index ggü. MSCI World Growth Index, in US-Dollar. Value-Prämie definiert als Differenz des Gesamtertrags. Relative KGV-Veränderung. Quellen: Capital Group, FactSet

Trotz weniger hohen Gewinnwachstums bei Substanzwerten, wie während der Technologieblase, blieb die Value-Prämie aufgrund steigender Bewertungen dennoch positiv. Nach der internationalen Finanzkrise war es allerdings anders. Es kam zu zwei bemerkenswerten Veränderungen:

- 1. Schwächeres Gewinnwachstum bei Substanzwerten:** In der Vergangenheit war das Gewinnwachstum von Substanzwerten stabil. In den letzten 20 Jahren hat es aber (gegenüber dem von Wachstumswerten) sehr viel stärker geschwankt.
- 2. Höhere Bewertungen von Wachstumswerten:** Die Bewertungsdifferenzen sind deutlich gestiegen. 2020 erreichten sie einen Extremwert - das 100. Perzentil -, ähnlich wie auf dem Höhepunkt der Technologieblase.

Neue Risiken für das Stilkonzept

In den letzten zehn Jahren gab es einige grundlegende Veränderungen, die Zweifel an der klassischen Einteilung in Value und Growth weckten. Sie erklären sowohl das schwache Gewinnwachstum bei Substanzwerten als auch die jüngsten Bewertungsunterschiede.

- 1. Branchen mit vielen Substanzwerten sind oft strukturell schwach**
- 2. Die Digitalisierung bringt Gewinner und Verlierer**
- 3. Die Branchenvielfalt hat nachgelassen**
- 4. Die wachsende Bedeutung immaterieller Wirtschaftsgüter macht es schwieriger, den inneren Wert zu ermitteln**

1. Branchen mit vielen Substanzwerten sind oft strukturell schwach

Viele konjunktursensitive Substanzwerte finden sich etwa im Banken- und Energiesektor. In beiden gibt es strukturelle Probleme, an denen auch eine Konjunkturerholung nichts ändern dürfte. Seit der internationalen Finanzkrise leidet die Rentabilität der Banken unter den anhaltenden Niedrigzinsen. Ihre Margen – die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen – sind deutlich zurückgegangen. Hinzu kam eine wesentlich strengere Regulierung. Die Banken haben daher ihren Wertpapierhandel zurückgefahren und Risiken abgebaut, um finanziell stabiler zu werden. All dies führte zu Dividendenkürzungen. Wenn die Banken ihr Geschäft diversifizieren und Digitalkompetenz aufbauen wollen, müssen sie sich mit neuen, dynamischeren Wettbewerbern auseinandersetzen, vor allem mit Fintechs. Nur so können sie auf Dauer zu den Gewinnern zählen.

Klassische Energieunternehmen boomten vor 15 Jahren, stehen aber jetzt vor großen Herausforderungen. Die geringere Nachfrage wegen Corona, niedrige Öl- und Gaspreise, geringere Cashflows, Produktionsrückgänge, ein 13-Jahres-Tief bei den Ausgaben für Exploration und Förderung⁸ und hohe Dividenden haben den Sektor in Schwierigkeiten gebracht. Als ExxonMobil im August 2020 aus dem Dow Jones ausschied, war dies nur der Höhepunkt einer zehnjährigen Schwächephase. Hinzu kommt, dass die Investoren immer größeren Wert auf Nachhaltigkeit legen. Dies könnte aber auch bewirken, dass die klassischen Energieversorger zunehmend auf Erneuerbare setzen.

Traditionell sind Versorger eine monopolistische Branche mit stabilen Dividenden und Umsätzen. Aber der Sektor ändert sich. In den letzten zehn Jahren ist die Nachfrage nicht mehr gestiegen, die Preise fielen, und die Energieversorgung wurde dezentralisiert. Durch die steigende Nachfrage nach erneuerbaren Energien wuchs der Anteil von Wind- und Sonnenenergie. All dies hatte zur Folge, dass viele klassische Versorger hinter dem Markt zurückblieben, auch weil sie bei der Dekarbonisierung und dem Elektrizitätsnetzausbau nicht Schritt halten. Wegen des anhaltenden Strukturwandels und der Veränderungen in der Branche muss man Unternehmen finden, die Wert auf saubere Energie legen und auch mit Digitalstrategien auf die Veränderungen reagieren.⁹

2. Die Digitalisierung bringt Gewinner und Verlierer

Professor Klaus Schwab, Gründer des World Economic Forum, hat die heutige Zeit 2016 als Beginn der „vierten industriellen Revolution“ bezeichnet. Er bezog sich auf den grundlegenden Wandel von Produktion, Konsum und Gesellschaft aufgrund wirtschaftlicher Veränderungen, Digitalisierung und eines neuen Umgangs miteinander. Bei einer echten Revolution geht es um mehr als nur Technologie. Es geht um grundlegende Veränderungen in vielen Branchen, wie schon in den drei industriellen Revolutionen zuvor. Manche Firmen profitieren davon und verändern sich schon jetzt. Andere fallen zurück.

Die FAANG+M (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google und Microsoft) haben wichtige technologische Veränderungen möglich gemacht, etwa schnelles mobiles Internet, Künstliche Intelligenz und Automatisierung, die

Analyse großer Datenmengen (Big Data) und die Cloud-Technologie. Durch ihre starken Wettbewerbspositionen und Netzwerkeffekte wurden sie zu treibenden Kräften. Die digitale Transformation hat allerdings gerade erst begonnen. Heute hat der E-Commerce weltweit ein Volumen von 4 Billionen US-Dollar, aber das sind gerade einmal 18% der Einzelhandelsumsätze des Jahres 2020.¹⁰ Für neues Wachstumspotenzial sorgt allerdings Corona. In den letzten zwölf Monaten sind die Onlineumsätze weltweit um 32% gestiegen, doppelt so schnell wie zuvor.¹⁰

Mit zunehmender Digitalisierung könnten auch die Grenzen zwischen den Branchen verschwimmen. Firmen, die schon jetzt außerhalb ihrer traditionellen Geschäftsfelder tätig werden, verbuchen ein 25% höheres Umsatzwachstum als der Branchendurchschnitt.¹¹ Manche Firmen sind also zu disruptiven Veränderungen und Innovationen fähig, ob sie nun als Substanz- oder Wachstumswerte gelten.

3. Die Branchenvielfalt hat nachgelassen

Die Branchenvielfalt ist im Laufe der Zeit kleiner geworden. Abbildung 7 zeigt, dass manche Branchen heute fast ausschließlich entweder aus Substanz- oder aus Wachstumswerten bestehen. In den letzten 20 Jahren haben etwa Banken den weltweiten Value-Index dominiert, auch wenn ihr Anteil von 16,0% auf 10,7% zurückgegangen ist. Ihr Anteil am Growth-Index brach hingegen massiv ein, von 2,5% auf gerade einmal 0,2%. Hingegen ist der Anteil von Technologiewerten am weltweiten Growth-Index von 5,1% auf 9,0% gestiegen, während der Anteil am Value-Index in den letzten zwei Jahrzehnten mit weniger als 1% weitgehend konstant blieb. Dies erschwert nicht nur die Diversifikation von Stilportfolios, sondern spricht auch dafür, dass große Veränderungen auf Branchenebene heute stärkere Auswirkungen auf die Erträge haben.

Abbildung 7: Die fünf größten Branchen des MSCI World Value Index und des MSCI World Growth Index

5 größte Branchen des Value-Index (2000)	Anteil am Value-Index (%)	Anteil am Growth-Index (%)	5 größte Branchen des Value-Index (2020)	Anteil am Value-Index (%)	Anteil am Growth-Index (%)
Banken	16,0	2,5	Banken	10,7	0,2
Öl, Gas und andere Brennstoffe	7,7	2,1	Pharmazie	6,1	4,0
Diversifizierte Finanzdienstleister	7,3	2,5	Versicherungen	5,1	1,1
Diversifizierte Kommunikationsdienstleister	6,8	5,5	Öl, Gas und andere Brennstoffe	4,7	0,4
Versicherungen	6,8	3,4	Elektrizitätsversorger	3,6	0,2
5 größte Branchen des Growth-Index (2000)	Anteil am Growth-Index (%)	Anteil am Value-Index (%)	5 größte Branchen des Growth-Index (2020)	Anteil am Growth-Index (%)	Anteil am Value-Index (%)
Pharmazie	18,0	3,4	Software	12,8	0,7
Kommunikationstechnik	10,7	0,8	Technologie (Speichermedien und Peripherie)	9,0	0,6
Industriekonzerne	6,5	0,8	Interaktive Medien und Dienstleistungen	7,6	0,1
Software	6,3	0,4	Internet und Direktvertrieb	6,9	0,2
Diversifizierte Kommunikationsdienstleister	5,5	6,8	IT-Dienstleistungen	6,6	2,8

Angaben für den 31. Dezember 2000 und den 31. Dezember 2020. Branchen mit geringem Anteil (<1%) sind rot umrahmt. Quelle: FactSet

4. Die wachsende Bedeutung immaterieller Wirtschaftsgüter macht es schwieriger, den inneren Wert zu ermitteln

Durch die Wissensgesellschaft sind immaterielle Wirtschaftsgüter in den letzten 30 Jahren immer wichtiger geworden. In dieser Zeit ist bei US-Aktiengesellschaften der Quotient aus immateriellen und materiellen Aktiva um 40% gestiegen, sodass beide jetzt einen gleich großen Anteil haben.¹² Immaterielle Aktiva sind meist weder Maschinen noch Finanzanlagen. Beispiele sind Markenwert, Kundenbindung und Forschungsergebnisse. Dem gegenüber stehen physische Aktiva wie Lagerhallen und Ausrüstung. So wichtig beide Arten von Aktiva für die Bewertung eines Unternehmens sind, so unterschiedlich werden die oft selbst geschaffenen immateriellen Wirtschaftsgüter im Rechnungswesen behandelt. Buchwerte und Gewinne werden dadurch verzerrt.

Dies macht es Stilinvestoren nicht leichter, den inneren Wert eines Unternehmens zu erkennen. Nicht nur bei Wachstumsunternehmen mit vielen immateriellen Aktiva ist das ein Problem, etwa bei Technologieaktien. Es ist für alle Aktien relevant, für ihre absolute ebenso wie für ihre relative Bewertung. Klassische Bewertungsansätze sind dadurch zwar nicht nutzlos, aber Investoren müssen Anpassungen vornehmen,¹³ um den wahren Unternehmenswert zu erfassen. Einige Branchen haben reagiert und versuchen, diese Anpassungen zu systematisieren, etwa bei Forschungs- und Entwicklungsausgaben. Selbst Teile der laufenden Kosten werden aktiviert. Und doch könnte der Anteil der immateriellen Aktiva am Unternehmenskapital noch immer massiv unterschätzt werden, obwohl er in letzter Zeit so viel wichtiger geworden ist¹⁴ und oft das ist, was die Firma ausmacht. Viele immaterielle Aktiva sind nicht leicht zu messen. Sie sind nicht in den Bilanzen enthalten und müssen anders abgeschrieben werden, z.B. unter Berücksichtigung des erzielten Umsatzes. Ein klassischer quantitativer Ansatz reicht daher nicht aus. Nötig ist ein einzelwertspezifisches Konzept, das die Besonderheiten des Unternehmens und auch qualitative Einschätzungen aufgreift.

Da immer mehr Unternehmen und Branchen neue Technologien nutzen, dürfte der Anteil immaterieller Aktiva größer werden. Eine klassische Zweiteilung in Value und Growth, die Unternehmen nach ihren Bewertungskennziffern sortiert, berücksichtigt nur unvollständig, wie Mehrwert geschaffen wird. Bei der Suche nach den Gewinnern von morgen ist damit nicht geholfen.

Die Unterscheidung zwischen Value und Growth könnte unwichtiger werden

Mit einer sorgfältigen Einzelwertauswahl lassen sich die Risiken von Stilinvestments mindern. Sie allein reicht aber nicht. Durch starke Branchenkonzentrationen haben sich die Indizes, aber auch die Erträge der Portfoliomanager auseinanderentwickelt. Und doch sind die Unterschiede zwischen klassischen Substanz- und Wachstumswerten kleiner, als man meinen könnte.

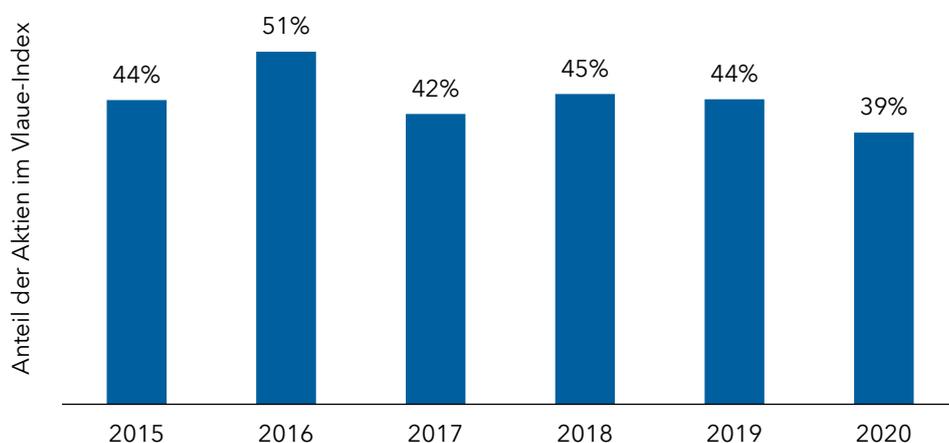
Substanzwerte haben nicht nur niedrigere Bewertungskennziffern, sondern gelten meist auch als stabil und reif, mit soliden Finanzen und langjährigen Dividendenzahlungen. Wachstumswerte gelten als risikoreicher, und man geht davon aus, dass sie mehr Möglichkeiten haben, ihre Gewinne wieder im Unternehmen anzulegen. Da sie ein hohes Umsatz- oder Gewinnwachstum

anstreben, zahlen sie oft keine oder nur niedrige Dividenden. Außerdem ist ihr Verschuldungsgrad meist niedriger, da sie anders als reifere Unternehmen keine so regelmäßigen Cashflows erwirtschaften können und daher weniger kreditwürdig sind.

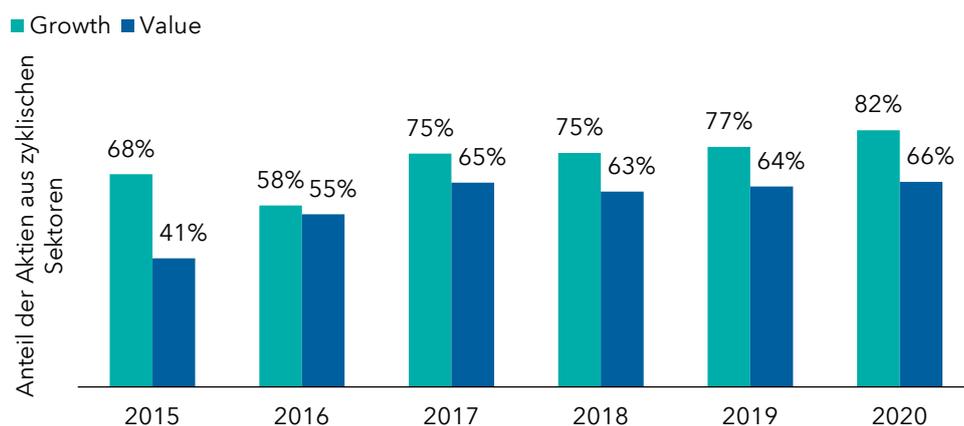
Manchmal könnte man meinen, zwei völlig unterschiedliche Arten von Aktien vor sich zu haben. Bei genauerer Betrachtung zeigen sich aber viele Gemeinsamkeiten (Abbildung 8). Im oberen Teil sieht man, dass man trotz des Mehrertrags von Wachstumswerten mit etlichen Substanzwerten enorm viel verdient hat. Der mittlere Teil zeigt, dass beide Marktsegmente recht konjunktursensitiv sind, und unten sieht man schließlich, dass keineswegs nur Substanzwerte Dividenden zahlen. All dies wirft die Frage auf, ob es heute wirklich noch sinnvoll ist, den Markt so einzuteilen.

Abbildung 8: Eigenschaften der Aktien aus den MSCI-World-Stilindizes

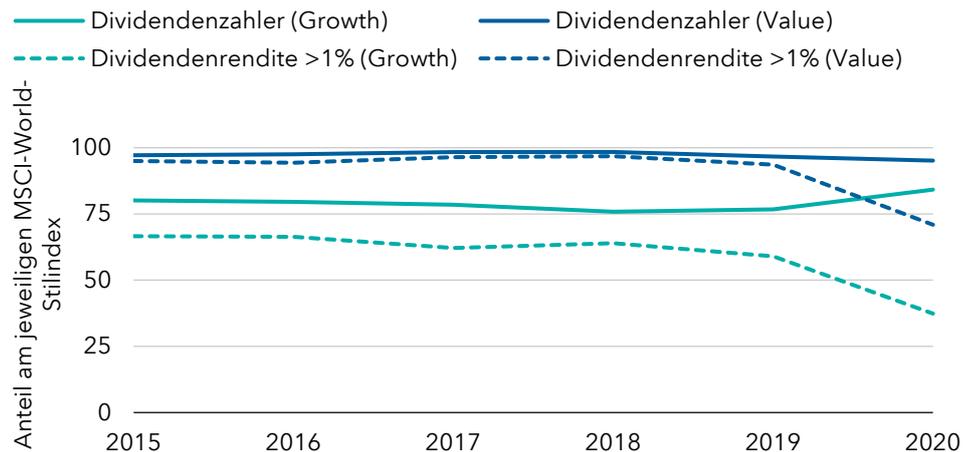
A: Anteil der Aktien im Value-Index mit Mehrertrag ggü. dem Median des Growth-Index, nach Kalenderjahren



B: Anteil der Aktien aus konjunktursensitiven Sektoren (nach MSCI-Definition)



C: Anteil der Aktien mit Dividenden



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Jahresendstände von 2015 bis 2020. Auf Basis der Erträge des MSCI World Value Index (Substanzwerte) und des MSCI World Growth Index (Wachstumswerte). Dividendenzahlende Wachstums- und Substanzwerte sind Aktien, die im jeweiligen Jahr eine Dividende gezahlt haben. Wachstums- und Substanzwerte mit Dividendenrenditen >1% sind Titel, deren Dividendenrendite über 1% liegt. Quellen: Capital Group, Refinitiv

Konsequenzen für langfristige Anleger

In den letzten 100 Jahren haben sich Substanzwerte nach Schwächephasen immer wieder stark erholt. Jetzt gibt es aber Zweifel, ob man sich stets auf ein solches Comeback verlassen kann und gezielte Umschichtungen zwischen Sektoren möglich und sinnvoll sind. Investoren sollten vielmehr im gesamten Anlageuniversum nach Titeln Ausschau halten, die ihren Bedarf nach Wertzuwachs und Dividenden decken. Mehr denn je sollte man dem Rat von Finanzberatern oder Fondsmanagern folgen, die Fundamentaldaten analysieren und dabei neue Entwicklungen wie die Digitalisierung, die wachsende Bedeutung immaterieller Aktiva und die nachlassende Branchenvielfalt berücksichtigen.

Ein Beispiel hierfür ist der - kombinierte - Gesundheits- und Fitnesssektor. Neue Technologien verändern nahezu den gesamten Sport: Daten, Leistung und persönliches Erleben. Die neuen Analysetools von Nike und die Online-Spinningkurse von Peloton sind nur zwei Beispiele. Eine Old-Economy-Aktie wie Nike wurde zu einem New-Economy-Wert. Die Umsatzquellen haben sich verändert, und aus dem Titel ist plötzlich eine Wachstumsaktie geworden. Auch Garmin, ein traditioneller Substanzwert mit niedriger Bewertung trotz guter Fundamentaldaten, hat das Geschäftsmodell geändert und produziert jetzt Smart Wearables wie Fitnessstracker. Diese Beispiele zeigen, dass sowohl Substanz- als auch Wachstumswerte die Gewinner von morgen sein können.

Nisha Thakrar ist leitende Portfoliomanagerin im Client-Solutions-Team der Capital Group. Sie hat 18 Jahre Branchenerfahrung und ist seit 15 Jahren im Unternehmen. Bei Capital hat sie zunächst die Produktentwicklung für Europa gesteuert. Vor ihrer Zeit bei uns arbeitete sie in der Fondsverwaltung und für die FundsNetwork™-Plattform bei Fidelity International. Sie hat einen Master in Elektrotechnik und Informatik vom University College London. Außerdem hat sie das Investment Management Certificate und ist CFA®. Thakrar arbeitet in London.

Anmerkungen

1. Russell Investments hatte 1987 die ersten Stilindizes der Branche aufgelegt, für US-Aktien. Quelle: Russell Investments
2. Vgl. The Cross-Section of Expected Stock Returns, Eugene F. Fama und Kenneth R. French, The Journal of Finance, Juni 1992
3. Auf Basis der Methodologie der MSCI-Stilindizes. Quelle: MSCI
4. Quelle: Value in Recessions and Recoveries, Vitali Kalesnik und Ari Polychronopoulos, Juni 2020
5. Quelle: Bear Essentials: a guide to navigating a bear market, Goldman Sachs, März 2020
6. Die Anleiherenditen sind ein wichtiger Faktor für das Dividend Discount Model von Gordon. Vereinfachte Beispiele für die Auswirkungen von Diskontfaktoränderungen auf den Bewertungsabstand. Kursschätzungen auf Basis des Gordon-Modells unter bestimmten Annahmen für Wachstum, Gewinn je Aktie, Ausschüttungsquote und Diskontfaktor. Auswirkungen eines Rückgangs des Diskontfaktors um 1 Prozentpunkt auf 9% auf die Kurse.

		Wachstumswert		Substanzwert	
		Phase 1	Phase 2	Phase 1	Phase 2
Annahmen	Zeitraum (Jahre)	5	∞	5	∞
	Gewinn je Aktie	1,00 USD	1,00 USD	1,00 USD	1,00 USD
	Ausschüttungsquote	10%	20%	30%	30%
	Gewinnwachstum	25%	8%	6%	6%
	Diskontfaktor	10%	10%	10%	10%
	Aktueller Kurs	21,21 USD		7,95 USD	
Veränderung des Diskontfaktors um 1 Prozentpunkt	Kurs Auswirkungen der Bewertungslücke		43,6 USD 106%		10,60 USD 33%

7. Quelle: Fasten Your Value Belt: Growth Could Take You for a Wild Ride, QMA, Juni 2020
8. Quelle: International Energy Agency
9. Quellen: Deloitte, PwC, Boston Consulting Group
10. Daten von 2015 bis 2020. Quelle: Statista
11. Quelle: Twenty-five years of digitization: Ten insights into how to play it right, McKinsey Global Institute, Mai 2019
12. Quelle: Research Affiliates, Daten von Peter Taylor
13. Unter anderem Beispiele von Research Affiliates und Empirical Partners Research.
14. Quelle: Organizational Capital: A CEO's guide to measuring and managing enterprise intangibles, Baruch Lev, Suresh Radhakrishnan, Peter C. Evans, Januar 2016

Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere oder Anlageinstrumente.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- **Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.**
- **Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.**
- **Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**
- **Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominated sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.**
- **Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-383495 STR DE AT CH (DE) P**