

VALUE ODER GROWTH? VALUE UND GROWTH!

Seit 2008 haben Wachstumswerte an den globalen Aktienmärkten deutlich stärker zugelegt als Substanzwerte. Daran ändert auch die phasenweise Renaissance von Value-Aktien während des mittlerweile abgeschlossenen Leitzinserhöhungszyklus nichts. Bei regionaler Betrachtung zeigt sich jedoch, dass der Siegeszug der Wachstumswerte inzwischen ein weitgehend US-amerikanisches Phänomen geworden ist, während Value Investing außerhalb der USA durchaus funktioniert. Durch diese Entwicklung ist es möglich geworden, den vermeintlichen Widerspruch zwischen Value und Growth zu versöhnen. Wer global diversifiziert investiert, kann von den Vorteilen beider Stile profitieren.

Value Investing ist eine der ältesten und intuitiv am leichtesten verständlichen Anlagestrategien am Aktienmarkt. Die Grundidee ist, dass Anleger vor allem in Aktien investieren sollen, die günstig bewertet sind. Das Motto von Warren Buffett „Price is what you pay, value is what you get“ ist einer der Grundpfeiler des Value Investing. Am Aktienmarkt entspricht der Preis dem Kurs einer Aktie, während der Wert am Buchwert des Vermögens oder an der Höhe der erwarteten Gewinne gemessen werden kann. Eine Aktie ist dann günstig, wenn das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) besonders niedrig ist.

Günstige Bewertungen sind aber nur dann ein Kaufsignal, wenn der Markt die zukünftigen Gewinne oder den Wert der Aktiva eines Unternehmens unterschätzt. Nur dann besteht die Chance, mit Value Investing auch eine **Value-Prämie** zu verdienen. Diese entsteht, wenn der Markt die Fehlbewertung irgendwann korrigiert, was manchmal sehr lange dauern kann. Für den Erfolg des Value Investing sind also zwei Dinge entscheidend. Die Unterbewertung eines Unternehmens muss nicht nur ungerechtfertigt, sondern auch vorübergehend sein. Ist beides nicht der Fall, tappen Anleger in die „Value-Falle“: Sie kaufen Aktien, die nur scheinbar günstig sind.

Funktioniert Value Investing in der Praxis? Das lässt sich am besten im Vergleich zum **Growth Investing** herausfinden, das praktisch das Gegenteil des Value Investing ist. Wachstumsaktien sind in der Regel hoch bewertet und versprechen ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum. Vergleicht man den globalen Aktienindex MSCI World Value mit dem MSCI World Growth, so liegt die kumulierte Überrendite von Value gegenüber Growth seit 1974 bei rund 28 Prozent. Bis zur globalen Finanzkrise 2008 war die Outperformance von Value noch deutlich höher. Seither scheint der Stil aber nicht mehr zu funktionieren. Wachstumswerte haben Substanzwerte seit 2008 deutlich geschlagen.

MSCI World Value vs. MSCI World Growth

(Kumulierte Outperformance; Dez. 1974 = 100)



Die **globale Finanzkrise**, die 2008 begann, markierte aus mehreren Gründen einen Wendepunkt in der Beziehung zwischen Value und Growth. Die Zentralbanken reagierten auf die Finanzkrise mit massiven Leitzinssenkungen und Wertpapierkäufen, was die Kapitalkosten für Unternehmen senkte und damit insbesondere wachstumsstarken Unternehmen zugute kam. Gleichzeitig erhöhten die gesunkenen Zinsen den Barwert zukünftiger Gewinne, was insbesondere den Wert von Wachstumsunternehmen steigerte. Das Jahr 2008 markierte aber auch einen technologischen Wendepunkt. Das iPhone von Apple setzte sich auf breiter Front durch, soziale Netzwerke eroberten die Welt und der Online-Handel begann zu florieren. Davon profitierten vor allem die US-Wachstumswerte.

Während der Corona-Krise erlebten Value-Aktien eine **kurze Renaissance**. Die steigende Inflation zwang die Zentralbanken, die Leitzinsen kräftig anzuheben. Davon profitierten phasenweise insbesondere Value-Aktien. Spätestens mit der aufkommenden Euphorie am Aktienmarkt rund um das Thema Künstliche Intelligenz hatten jedoch wieder Growth-Aktien die Nase vorn. Eine Studie von Dimensional Fund Advisors zeigt jedoch, dass Growth-Aktien im vergangenen Jahr nur in den USA eine Outperformance erzielen konnten. In den anderen Regionen schnitten Value-Titel dagegen im Durchschnitt

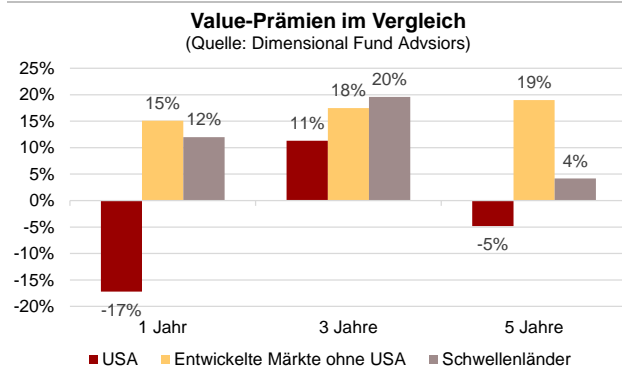
besser ab. Value Investing scheint also eine Strategie zu sein, die vor allem außerhalb der USA funktioniert.

Die Grundidee des Value Investing ist trotz der Rallye der US-Wachstumswerte nach wie vor überzeugend. Dies gilt insbesondere, wenn man Value anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses misst. **In Japan notiert die Hälfte aller börsennotierten Unternehmen unter ihrem Buchwert.** Grundstücke werden in den Bilanzen teilweise zu Preisen bewertet, die seit mehr als hundert Jahren nicht nach oben angepasst wurden. Ob, wann und in welchem Umfang diese stillen Reserven jemals realisiert werden, ist jedoch in vielen Fällen ungewiss.

Der MSCI World Value erscheint derzeit mit einem KBV von 2,07 im Vergleich zum MSCI World Growth mit einem KBV von 6,98 stark unterbewertet. Berücksichtigt man jedoch, wie die Analysten von Morgan Stanley, zusätzliche Bewertungskennzahlen wie das Forward-KGV und das Kurs-Umsatz-Verhältnis, liegen die Bewertungen der großen US-Technologiewerte nur geringfügig über dem durchschnittlichen historischen Niveau. Für den europäischen Markt ergibt sich ein anderes Bild. **In Europa ist das aktuelle Bewertungsniveau im historischen Vergleich extrem niedrig.** Auf Basis von sechs fundamentalen Kennzahlen notieren europäische Aktien momentan auf dem tiefsten Stand seit 1970. Nicht nur japanische, sondern auch europäische Aktien erscheinen also derzeit günstig bewertet.

Die Outperformance von Wachstumsaktien seit 2008 hat die **Zusammensetzung der globalen Aktienindizes** deutlich verändert. Traditionelle Value-Sektoren wie Energie, Banken, Rohstoffe und Telekommunikation

haben an Bedeutung verloren, während das Gewicht von Wachstumssektoren wie Gesundheit, Medien und Technologie stark zugenommen hat. Im internationalen Vergleich sind die USA zum dominierenden Markt für Wachstumswerte geworden, während Value-Werte die Aktienmärkte in Europa und Japan dominieren.



Diese Entwicklung bedeutet aber auch, dass ein reiner Value-Stil mittlerweile auf eine starke regionale Konzentration hinausläuft. Wer auf eine regionale Diversifikation nicht verzichten will, muss auch in US-Aktien investieren und damit in einen relativ hoch bewerteten Markt, der von Wachstumstiteln dominiert wird. **Globale Diversifikation ist also mittlerweile auch eine Stil-Diversifikation.** Die Versöhnung der vermeintlichen Antipoden Value und Growth scheint dadurch möglich geworden zu sein. Zu den besten Märkten zählen in diesem Jahr nicht nur die Wachstumstitel in den USA, sondern auch die Value-lastigen Aktienmärkte in Deutschland und Japan. Davon profitieren Anleger, die auf ein global breit diversifiziertes Aktienportfolio setzen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2024

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.