

Comeback der Value-Strategien

Michael Keppler | New York im August 2018



Die globalen Aktienmärkte stehen derzeit im Tauziehen zwischen Zinserhöhungen der US-Notenbank, Befürchtungen über eine Zuspitzung der US-Handelskriege sowie der stark steigenden Unternehmensgewinne. Die Jahresgewinne der im MSCI All Country (AC) Weltaktienindex enthaltenen Unternehmen stiegen zur Jahresmitte 2018 im Vorjahresvergleich um satte 22,5 Prozent, während sich die Gewinne der Unternehmen im MSCI Emerging Markets Index in den letzten zwölf Monaten um 19,1 Prozent verbesserten. Die derzeit hervorragende Gewinnentwicklung treibt sowohl die Kurse nach oben und sorgt zugleich für eine solide Unterstützung der weltweiten Aktienmärkte.

Die Wertentwicklungen der globalen Aktienmärkte wurden in den vergangenen Jahren weltweit maßgeblich durch mehrere anlagestilbedingte Verzerrungen geprägt, die sich negativ auf die Wertentwicklung des *Kepler-Global Value-INVEST* und des *Kepler-Emerging Markets-INVEST* auswirkten. Dies lag vor allem daran, dass sowohl wichtige Notenbanken als auch Politiker seit der letzten Finanzkrise zunehmend in den marktwirtschaftlichen Prozess eingegriffen haben, was dazu führte, dass Kurse und Preise heute von ihren inneren Werten deutlich abweichen.

Dazu ein paar Beispiele: In den USA wiesen sog. *Small-Cap*-Stocks, also Aktien von Gesellschaften mit einer niedrigen Marktkapitalisierung in den 90 Jahren von 1928 bis 2017 eine jährliche Durchschnittsrendite von 12,1 Prozent auf — um 2,2 Prozentpunkte mehr als die *Large-Cap*-Stocks. Nicht so im vergangenen Jahr, in dem die *Large-Caps* in den USA die *Small-Caps* mit einer Gesamtrendite von 21,8 Prozent um 10,5 Prozentpunkte schlugen. Der *Small-Cap*-Effekt wurde erstmals 1981 in dem bahnbrechenden Aufsatz von Rolf Banz beschrieben¹.

Ebenso lag die Gesamtrendite (Dividenden und Kurssteigerungen) des MSCI AC World *Value* Index 2017 mit 3,9 Prozent um 10,3 Prozentpunkte unter der Gesamtrendite des MSCI AC World *Growth* Index. Diese aus historischer Sicht anomale Entwicklung setzte sich im ersten Halbjahr 2018 fort: Bis Ende Juni lag der Unterschied der Wertentwicklung zwischen dem MSCI AC World *Value* und dem MSCI AC World *Growth* Index bei 7,0 Prozentpunkten zulasten des *Value* Index.

In der Vergangenheit galt über lange Zeiträume genau das Gegenteil: *Value*-Aktien schlugen in den USA in den vergangenen 90 Jahren (1928 – 2017) Wachstumstitel um jährlich 2,1 Prozentpunkte. Weltweit schlugen *Value*-Titel die Wachstumswerte in den vergangenen

¹ Rolf Banz: The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks; Journal of Financial Economics 9 (1981)

43 Jahren von 1975 bis 2017 — so lange stehen uns verlässliche Daten zur Verfügung — jährlich um 1,7 Prozentpunkte. Darüber hinaus wiesen niedrig kapitalisierte Aktienmärkte — gemessen am gleichgewichteten Weltaktienindex — in den 48 Jahren von 1970 bis 2017 jährlich eine um 2,3 Prozentpunkte höhere Wertentwicklung auf als der kapitalgewichtete MSCI Weltaktienindex. Dies liegt an dem in der Literatur vielfach beschriebenen „Small Country“-Effekt², wonach kleine Aktienmärkte stärker wachsen als große. Somit wurden in den vergangenen Jahren mehrere Investitionsprinzipien auf den Kopf gestellt. Diese Anomalien waren in den vergangenen Jahren auch in den Aktienmärkten der Schwellenländer, den sogenannten *Emerging Markets*, zu beobachten.

Umfangreiche Analysen von Keppler Asset Management Inc. lassen jedoch jetzt eine Umkehr dieser Anomalien erwarten, die erstmals nach der Finanzkrise 2008 aufgetreten sind. Die fundamentalen Größen wie Gewinne, Cashflows und Dividenden haben sich zuletzt weltweit ungewöhnlich positiv entwickelt. So erhöhte sich das jährliche Gewinnwachstum der Unternehmen im MSCI AC Weltaktienindex, das Ende 2016 mit minus 4,2 Prozent noch negativ war, auf zuletzt 22,5 Prozent. Die Cashflows steigen derzeit im Vorjahresvergleich um 12,6 Prozent und die Dividenden wurden im Vergleich zum Vorjahr um 11,2 Prozent angehoben. Gleichzeitig reduzierte sich die Ausschüttungsquote der Dividenden im MSCI AC Weltaktienindex seit Ende 2016 von 51,8 Prozent auf 44,9 Prozent. Damit sind die Dividendenzahlungen einerseits sicherer geworden, andererseits eröffnet sich dadurch aber auch ein Spielraum für Erhöhungen der Ausschüttungen bzw. das Potenzial für weitere Aktienrückkaufprogramme. Das derzeitige Kursniveau der Aktien erhält dadurch weltweit eine solide fundamentale Unterstützung.

Derzeit wachsen die Gewinne der im MSCI AC World Value Index enthaltenen Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr mit 21,9 Prozent — also nur um 0,6 Prozentpunkte weniger als im MSCI AC Weltaktienindex (Standard) und sogar um 0,9 Prozentpunkte mehr als die Gewinne im MSCI AC World *Growth* Index. Da jedoch die Bewertung des MSCI AC World *Growth* Index — gemessen an den fundamentalen Größen wie Buchwerten, Cashflows, Gewinnen und Dividenden — doppelt so hoch ist wie die Bewertung des MSCI AC World Value Index, entfällt der Anreiz, Wachstumstitel zu kaufen. Im Gegenteil, die Wachstumsaktien müssten sogar in die halb so teuren *Value*-Titel getauscht werden. Deshalb rechnet Keppler Asset Management Inc. nun mit einer Umkehr zugunsten des *Value*-Anlagestils. Da diese Zusammenhänge sowohl für die *Developed Markets* als auch für die *Emerging Markets* gelten, würden beide Teilfonds — der *Keppler-Global Value-INVEST* und auch der *Keppler-Emerging Markets-INVEST* — von dieser Entwicklung begünstigt.

2 Siehe u.a. Keppler, Traub: The Small Country Effect in: Journal of Investing Fall 1993