

Neue Perspektiven für Substanz- und Wachstumswerte

Der ewige Kampf zwischen Substanz- und Wachstumsaktien, und warum sie sich derzeit so unterschiedlich entwickeln.



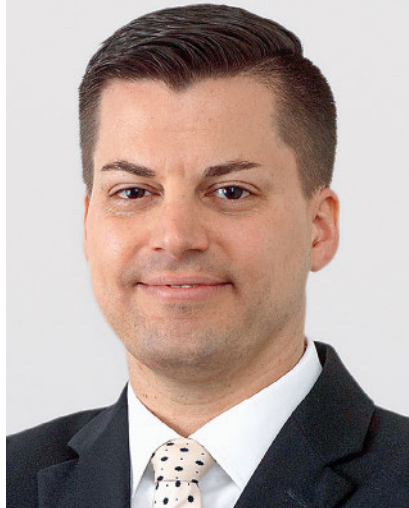
Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Investieren nach Stilrichtung ist beinahe so alt wie das Investieren selbst. Die wohl bekanntesten Stilrichtungen bei Aktien bilden Substanz- und Wachstumswerte – im Englischen Value und Growth.

Substanz- vs. Wachstumsaktien

Substanzwerte sind Aktien, welche günstig bewertet sind. Um beurteilen zu können, ob die Aktie eines Unternehmens im Vergleich zu anderen günstig oder teuer bewertet ist, werden Bewertungskennzahlen berechnet. In der Theorie und Praxis umfassen diese Kennzahlen zum Beispiel das Verhältnis von Aktienkurs zu Buchwert (Price to book), den Gewinn je Aktie (Earnings per share) oder die Dividendenrendite eines Titels (Dividende zum Aktienkurs). Bei erstgenannter Verhältniskennzahl wird eine niedrigere präferiert, bei den letzteren beiden ein höherer Gewinn je Aktie bzw. eine höhere Dividendenrendite bevorzugt.

Im Ergebnis offenbaren sich als Substanztitel tendenziell Aktien von Unternehmen, deren Geschäftsmodell sich im fortgeschrittenen Stadium des Lebenszyklus befindet. Dabei handelt es sich überwiegend um Unternehmen aus dem



und Dr. Uwe Heller, CFA
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Sektor der Basiskonsumgüter, wie Altria und Tesco, Finanztitel wie zum Beispiel BNP Paribas, oder Unternehmen aus dem Industriesektor, wie Mitsubishi oder United Rentals¹.

Wachstumswerte, auf der anderen Seite, sind Aktien von Unternehmen, die substanzuell positive und nachhaltige Cashflows generieren. Sie bestechen durch ein hohes (erwartetes) Wachstum in verschiedenen Bereichen und befinden sich zumeist im frühen Stadium ihres Lebenszyklus. Growth-Unternehmen schütten häufig keine oder nur eine geringe Dividende aus und reinvestieren ihren Gewinn – sofern sie einen erwirtschaften – um das Wachstum zu fördern. Vor allem Unternehmen der «New Economy» zählen zu dieser Kategorie. Sie sind gerne in den Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter (wie Amazon), Informationstechnologie (wie zum Beispiel Apple oder Facebook) oder Kommunikationsdienste (Alphabet [einst Google]) zu finden.

Welche Stilrichtung entwickelte sich besser?

Betrachten wir die Kursentwicklung von Substanz- und Wachstumswerten, so

zeigt sich, dass es Phasen gibt, in denen sich Value-Titel, in anderen hingegen Growth-Aktien besser entwickelt haben. Wachstumsaktien haben die Eigenschaft, dass ihre Kurse steigen, wenn die Wirtschaft floriert. Vor allem in Zeiten eines inflations- und zinslosen Wachstums sind Growth-Titel bei Anlegern sehr begehrt. Sie neigen dazu, aktuelle Gewinnwachstumsraten in die Zukunft fortzuschreiben und greifen tendenziell zu Wachstumsaktien, wenn die Kurse steigen, was einer Trendfolgestrategie entspricht.

Die Wirtschaft und damit die Finanzmärkte folgen einem Zyklus. Zu Beginn und zum Ende eines Konjunkturzyklus verändern Investoren ihre Präferenz zwischen Substanz- und Wachstumswerten. Zu beobachten war dies unter anderem vor der globalen Finanzkrise 2007/08. Wenige Monate vor dem Einbruch der Aktienmärkte stiegen die Kurse von Substanzwerten markant stärker an als diejenigen der Growth-Aktien.

In der jüngeren Zeit sind vor allem Wachstumswerte gefragt. Seit Januar 2019 überflügeln globale Growth-Aktien ihr Pendant (s. Grafik 1) – allen voran Titel des Sektors der Informationstechnologie. Insbesondere in Zeiten der Pandemie profitieren Titel dieses Sektors von Home Office, Cloud Computing und Online-Shopping. Doch woran liegt es, dass Wachstumsaktien gegenüber Substanzwerten in jüngerer Zeit so begehrt sind?

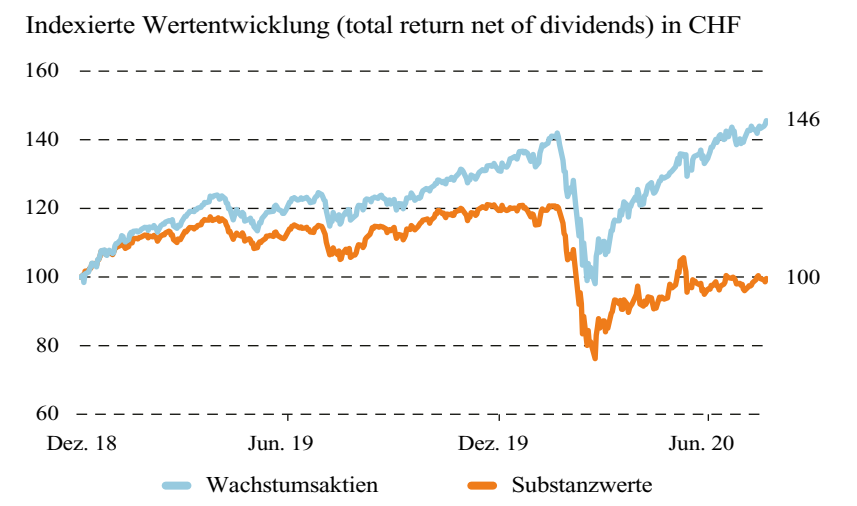
Das wachstumsadjustierte Zinsänderungsrisiko von Aktien

Das Zinsänderungsrisiko, in Fachkreisen auch Duration genannt, ist meist nur aus der Welt der Anleihen bekannt. Doch auch Aktien reagieren unterschiedlich stark auf eine Veränderung der kurz- und langfristigen Zinssätze². Wachstumsaktien besitzen die Eigenschaft, dass sie sich stärker invers zum Zinstrend bewegen. Sinken zum Beispiel die Leitzinsen, steigen die Kurse der Wachstumsaktien stärker als die der Substanzwerte – und vice versa.

Ein Erklärungsansatz dieser höheren Duration von Wachstumsaktien bietet die Discounted-Cashflow-Methode. Ihr zufolge berechnet sich der faire Kurs einer Aktie aus der Summe aller in der Zukunft liegenden Zahlungsströme auf ihren heutigen Wert abgezinst (diskontiert). Bei Wachstumsaktien liegt der Fokus vor allem auf der langfristigen Entwicklung. Höhere künftige Cashflows, welche in weiter Ferne liegen, werden dabei stärker diskontiert. Ceteris paribus reagieren die Kurse von Wachstumsaktien auf eine Veränderung der Zinsen folglich mehr – in die eine oder andere Richtung.

Vereinfacht lässt sich dies anhand der Differenz zwischen dem erwarteten Potenzialwachstum und der Entwicklung zukünftiger Realzinsen verifizieren. In den USA publiziert das Congressional Budget Office (CBO) jedes Quartal das erwartete Bruttoinlandprodukt für die kommenden 10 Jahre³⁾. Unterstellen wir eine unveränderte Preisgestaltungsmacht und Marge der Unternehmen, kann man die Wachstumserwartungen für das erwartete Bruttoinlandprodukt als Ausgangslage für die erwartete Gewinnzunahme verwenden. Dies stellen wir der erwarteten Rendite 10jähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen (Treasury Inflation Protected Securities [TIPS]) gegenüber. Während die Rate des erwarteten Potenzialwachstums mit 2,1% zwar deutlich positiv ist, jedoch nur moderat steigt, kommt die Rendite 10jähriger US-TIPS infolge der Zinspolitik der US-Notenbank seit Jahren zurück. Aktuell ist sie mit einem Wert von –0,7% gar negativ.

Grafik 1: Wachstumsaktien überflügeln Substanzwerte



Im Ergebnis zeigt sich, dass Wachstumsaktien gegenüber Substanzwerten tendenziell dann eine Überrendite erzielen, wenn die Differenz aus erwartetem Potenzialwachstum und der Rendite 10jähriger US-TIPS zu steigen beginnt (s. Grafik 2).

Im Kontext der Discounted-Cashflow-Methode bedeutet dies, dass die zu erwartenden Cashflows zwar wachsen, die Diskontrate jedoch abnimmt. In der Folge steigt der faire Wert von Aktien, insbesondere jener von Wachstumsaktien mit hohen zukünftigen Cashflows.

Welcher Anlagestil in Zukunft dominiert

Welchen Anlagestil Sie präferieren sollten, liegt an Ihrer Erwartungshaltung. Gehen Sie als Anleger davon aus, dass die Zinsen auch in Zukunft auf einem nied-

rigen Niveau verharren und die Wirtschaft langfristig positive Wachstumsraten erzielt, sollten Sie zu Wachstumstiteln greifen. Erwarten Sie hingegen, dass aufgrund der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken die Inflation kurz- bis mittelfristig ansteigt und dieser Entwicklung durch höhere Geld- und Kapitalmarktzinsen entgegengewirkt wird, dürften Substantztitel ihre Renaissance erleben.

Aus unserer Sicht wird das Niedrigzinsumfeld aufgrund der hohen Staatsverschuldungen mittel- bis langfristig bestehen bleiben. Das Wirtschaftswachstum wird während der Corona-Krise vorerst rückläufig sein, ehe es zu alter Stärke zurückfindet, sobald ein Impfstoff gefunden ist.

Aus Gründen der Diversifikation (Geldstreuung) beschränken wir uns jedoch nicht nur auf einen der beiden Anlagestile. Vielmehr verspricht die Mischung den Erfolg. Dabei präferieren wir Wachstumstitel, meiden jedoch exzessiv bewertete Aktien.

- 1) Klassifikation gemäss MSCI Inc.
- 2) Eine Analyse verschiedener Aktienrisikofaktoren auf Basis der Duration bieten Gormsen und Lazarus (2020).
- 3) <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data>.

Literaturverzeichnis

Gormsen, N. J. / Lazarus, E. (2020): Duration-Driven Returns, Working Paper.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch
uwe.heller@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch

Grafik 2: Erwartetes Potenzialwachstum bei sinkenden Renditen als treibende Kraft für Wachstumsaktien

