

Wachstums- oder Substanzaktien: Wer hat die Nase vorn?

Das Börsenjahr 2020 wird als eines der turbulentesten in die Geschichte eingehen. Nachdem noch im Februar viele Aktienmärkte Rekordhochs erreicht hatten, löste die Corona-Pandemie einen der heftigsten Aktien-Crashes aus, den die Börsen je erlebt haben. Mindestens ebenso bemerkenswert ist die Kurserholung, die den größeren Teil der Kursverluste innerhalb weniger Monate wieder aufgeholt hat. Eine Reihe von Aktienindizes kletterte bereits über die Niveaus, die vor dem Corona-Crash erreicht worden waren.

Erst auf den zweiten Blick erkennt man eine ebenfalls bemerkenswerte Entwicklung: Sowohl in der Phase, in der große Sorgen die Aktienkurse stark fallen ließen, als auch in der Phase der Kurserholung haben Anleger sogenannte „Wachstumsaktien“ bevorzugt. Entsprechend deutlich klafft inzwischen eine große Lücke zwischen Aktienindizes für Wachstumswerte und Indizes für sogenannte Substanzaktien. Von Jahresbeginn bis Mitte August weist der weltweite Aktienindex MSCI Growth für Wachstumsaktien ein Plus von 16,1 Prozent aus, während der MSCI Value für Substanzaktien in den gleichen siebeneinhalb Monaten einen Rückgang um minus 11,7 Prozent erlitt. Die Differenz beträgt mithin 27,8 Prozentpunkte. Weitet man den Betrachtungszeitraum auf zwölf Monate aus, beträgt der Vorsprung der Wachstumsaktien sogar 31,6 Prozentpunkte.

Doch was sind Wachstumsaktien, was Substanzaktien? Viele Fondsmanager definieren das unterschiedlich. Sie suchen bevorzugt nach Aktien, die sich sowohl durch ihre hohe Substanz als auch durch überdurchschnittliches Wachstum auszeichnen. Bei der Berechnung von Aktienindizes benötigt man aber eine eindeutige Zuordnung anhand eines objektiven Maßstabes. Aktien werden bei der Berechnung entsprechender Indizes überschneidungsfrei in „Growth“ („Wachstum“) und „Value“ („Wert“) eingeteilt. Dies geschieht über das sogenannte Kurs/Buchwert-Verhältnis, also die Frage, wie weit der aktuelle Börsenwert des Unternehmens über seinem Eigenkapital liegt. Wenn an der Börse eine Aktie mehr kostet als das auf sie entfallende Nettovermögen (Eigenkapital) der Aktiengesellschaft, also mehr als die jetzt vorhandene Substanz, ist dies eine Prämie für die Erwartung zukünftiger Gewinne. Schließlich wird an der Börse die Zukunft gehandelt und der Wert einer Aktie ergibt sich in hohem Maße aus der Erwartung der zukünftigen Gewinne. Die Höhe der Prämie über den Buchwert hinaus zeigt also, welche Entwicklung der zukünftigen Gewinne erwartet wird. Wird ein höheres Wachstum erwartet, ist das Kurs/Buchwert-Verhältnis höher. Die Hälfte aller Aktien mit dem höheren Kurs/Buchwert-Verhältnis gilt somit als Wachstumswert, als „Growth“-Aktie. Die andere Hälfte, die näher an ihrem Buchwert, also ihrer Substanz notiert, gilt als Substanzwert bzw. Value-Aktie. Allein das objektiv feststellbare Kurs/Buchwert-Verhältnis erlaubt somit eine saubere Einteilung jedes beliebigen Anlageuniversums in Substanz- und Wachstumsaktien. In einem „Growth“-Index werden die Aktien mit dem höheren Kurs/Buchwert-Verhältnis zusammengefasst, in einem „Value“-Index die Aktien mit dem niedrigeren Kurs/Buchwert-Verhältnis.

Trotz des besseren Abschneidens von „Growth“-Aktien in den vergangenen Jahren und Monaten möchte die Mehrheit der aktiven Fondsmanager ungern in die Schublade „Growth“ gesteckt werden. Viele Fondsmanager bemühen lieber eigene Definitionen von „Value“ und legen sich, wenn überhaupt, lieber auf „Quality“, also „Qualität“, als auf „Growth“ fest. Das mag eine Spätfolge der schlechten Kursentwicklung von „Growth“ ab dem Jahr 2000 sein. In den späten 1990er Jahren waren vermeintliche Wachstumsaktien aus den Technologie-Branchen stark favorisiert worden. Zu stark, wie sich zeigte, denn ab dem Jahr 2000 erwies sich die Begeisterung für „Technologie, Medien und Telekommunikation“, kurz TMT, als Blase.

Inzwischen hat sich die Schere zwischen Wachstums- und Substanzaktien ähnlich weit geöffnet wie damals. Denn getrieben wurde die Kurserholung dieses Mal vor allem von einer Handvoll US-amerikanischer Technologiekonzerne, den „Fab Five“, den „fantastischen Fünf“: Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft und Facebook. Im Gegensatz zur großen Mehrheit der „Internet-Buden“ vor zwanzig Jahren sind die Geschäftsmodelle bewährt und extrem erfolgreich. Sogar die hohen Bewertungen relativieren sich, wenn man diese Erfolgsgeschichten in die Zukunft fortschreiben kann. Und genau das machen die Marktteilnehmer momentan: Wenn man davon ausgeht, dass diese Konzerne in den 2020er Jahren ihre

Quasi-Monopole halten, ausbauen und nutzen können, ist ein Börsenwert von einer Billion Dollar oder jüngst zwei Billionen Dollar wie bei Apple wahrscheinlich angemessen. Allerdings sollte man das Risiko bedenken, dass auch diese ihre herausragende Position verlieren könnten. Vor zwanzig Jahren war Nokia der Weltmarktführer bei Mobiltelefonen. Heute sind Bedeutung und Börsenwert von Nokia nur noch Bruchteile von damals.

Einen Hinweis auf eine ähnlich gefährliche Haltung vieler Aktienkäufer wie vor zwanzig Jahren gaben jüngst Nachrichten und Kursreaktionen bei Microsoft. Als der Konzern seine Geschäftsergebnisse des zweiten Quartals veröffentlichte und dabei die offiziellen Erwartungen sogar übertraf, reagierte der Aktienkurs nicht mit weiteren Gewinnen, sondern mit einem Rückgang von rund zwei Prozent. Diese Reaktion der Börse werteten manche Beobachter schon als Wendepunkt. Als dann aber die anderen vier „Fab Five“-Konzerne mit ihren Geschäftsergebnissen folgten, bestätigte sich dies nicht. Die Börse honorierte die Zahlen. Amazon, Apple, Facebook und – mit Abstrichen – Alphabet (Google) enttäuschten die Analysten nicht. Erwartungsgemäß ist Amazon der große Gewinner der Corona-Krise. Im zweiten Quartal schoss der Umsatz im Jahresvergleich um 40 Prozent auf knapp 90 Milliarden Dollar nach oben. Den Gewinn konnte der weltweit größte Onlinehändler auf 5,2 Milliarden Dollar etwa verdoppeln.

Aber auch die Microsoft-Ergebnisse gaben eigentlich keinen Grund zur Klage. Im zweiten Quartal des Jahres, das vollumfänglich von den Auswirkungen der Corona-Pandemie beeinflusst war, steigerte der Software-Konzern die Erlöse gegenüber dem Vorjahresquartal um 13 Prozent auf gut 38 Milliarden Dollar. Analysten hatten im Schnitt mit 36,5 Milliarden gerechnet. Der Nettogewinn gab zwar gleichzeitig um 15 Prozent nach. Der Rückgang fiel aber geringer als erwartet aus. Die Corona-Krise beflügelte die Geschäfte von Microsofts Windows- und Notebook-Sparte, mit der Spielekonsole Xbox sowie den Cloud-Diensten. Dass die Microsoft-Aktie infolge der Zahlenvorlage zunächst zwei Prozent verlor, könnte aber ein Hinweis auf die Erwartungshaltung der Anleger sein. Sie brauchen Wachstumsbeschleuniger. Dazu passt, dass eine mögliche Übernahme des US-Geschäfts des chinesischen Social-Media-Dienstes TikTok durch Microsoft mit Kursgewinnen aufgenommen wurde, obwohl der mögliche Kaufpreis gefährlich hoch erscheint.

Einerseits haben solide Geschäftsergebnisse Gewinnmitnahmen ausgelöst. Andererseits werden Milliardenausgaben in das schnelllebige Social-Media-Geschäft gefeiert. Beides zusammen erinnert an 1999, als schon einmal nicht mehr konkrete Geschäftsergebnisse, sondern Wachstumsfantasien richtungsweisend waren.

Ähnlich wie damals zeigen Statistiken, die das Investorenverhalten analysieren, dass die Anleger in relativ wenigen, stark favorisierten Aktien überinvestiert sind. Unlängst veröffentlichte die schweizerische Großbank UBS dazu eine Untersuchung, die die Aktien auflistet, die von Investoren gegenüber ihrem Gewicht im Aktienindex am stärksten über- und untergewichtet sind. Als die UBS diese Analyse 2016 zum ersten Mal vorstellte, sollten potenzielle Aktienblasen aufgedeckt werden. Die Überlegung: Stark favorisierte Aktien stellen ein Risiko dar, weil sie anfällig für große Ausverkäufe sind, wenn alle Anleger gleichzeitig verkaufen wollen. Eine Aktie ist in einem Portfolio übergewichtet, wenn sie einen höheren Anteil hat als im Vergleich zum Anteil im jeweiligen Index.

In der jüngst veröffentlichten aktualisierten Liste der UBS belegen „Wachstumsaktien“ der US-Tech-Konzernen Adobe, Alphabet, PayPal, Mastercard, Salesforce und Microsoft Spitzenplätze. Laut UBS gehören dagegen der asiatische Mikrochip-Hersteller Taiwan Semiconductor und der japanische Automobilkonzern Toyota zu den am stärksten untergewichteten Aktien. Dabei sollte man bedenken, dass das Gewicht der stark favorisierten Aktien in den Indizes, mit denen die UBS es vergleicht, in den zurückliegenden Jahre stark erhöht worden ist. Beispielsweise machen die fünf größten Unternehmen im technologielastigen Nasdaq-100-Index fast die Hälfte des Index aus, während sich die anderen 95 Prozent der Aktien zusammen die andere Hälfte des Index teilen müssen.

Fazit: Anhaltende konjunkturelle Unsicherheiten, das beschleunigte Wachstum von Online-Geschäftsmodellen und die auf unabsehbare Zeit verschwundenen Zinsen bilden das Umfeld, von dem Wachstumsaktien wie die „Fab Five“ profitieren. Diese Entwicklung zu verpassen, konnte man sich in den ver-

gangenen Jahren nicht leisten. Alles auf diese Karte zu setzen, ist inzwischen aber riskanter, als es vielen bewusst ist. Sollten sich die Hoffnungen auf eine weitreichende Erholung der Weltkonjunktur bewahrheiten, haben „Value“-Aktien Aufholpotenzial. Anleger sind gut beraten, nicht allein auf Wachstums- oder Substanzaktien zu setzen, sondern besser breit gestreut zu investieren.

Konjunktur-Szenarien aus der „Buchstabensuppe“

Seit im März die weltweiten Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie die Weltwirtschaft zu einer Vollbremsung zwangen, wird viel darüber spekuliert, ob, wann und wie schnell sich die Weltkonjunktur wieder erholt. Um die verschiedenen Szenarien anschaulich abzukürzen, werden für die möglichen Verläufe Buchstaben verwendet.

Der Buchstabe „L“ gibt das pessimistische Szenario wieder. Das „L“ steht mit seiner Form für einen abrupten Absturz der Wirtschaft, die sich dann von dem tiefen Niveau aus nicht wieder erholen kann. Volkswirte nennen eine solche, anhaltende Wachstumsschwäche eine „Depression“. Doch damit rechnete von Anfang an nur eine Minderheit und heute kann dieses Szenario als Schreckgespenst zu den Akten gelegt werden. Es ist schlichtweg nicht eingetreten, denn mit den Lockerungsmaßnahmen begann im zweiten Quartal eine Konjunkturerholung, die sich inzwischen in der Mehrheit der entsprechenden Daten klar niederschlägt.

Im schlechtesten Fall erweist sich die beobachtbare Verbesserung nur als Zwischenerholung, auf die eine neuerliche Schwäche folgt. Dieses Szenario wird mit dem Buchstaben „W“ beschrieben. Danach folgt auf die jetzt laufende erste Erholung ein zweiter Rückschlag und die endgültige Erholung folgt erst später, sodass die Weltwirtschaft frühestens 2022 oder 2023 das Vor-Krisen-Niveau wieder erreichen kann. Dies wäre anzunehmen, wenn eine zweite Welle an Infektionen ähnlich weitreichende Lockdown-Maßnahmen erzwingen würde wie im März und April. Immerhin ungefähr jeder vierte Experte hält dieses W-Szenario für wahrscheinlich.

Weil sich viele Konjunkturindikatoren sehr rasch wieder auf Vor-Krisen-Niveau erholten, darunter die sogenannten Einkaufsmanagerindizes, ist auch das folgende Szenario der Optimisten noch im Rennen: Entsprechend der Hoffnung auf einen V-förmigen Verlauf wird es mit dem Buchstaben „V“ bezeichnet. Demnach bringt bereits das laufende zweite Halbjahr eine so rasche Erholung, dass die Wirtschaftsleistung schon im kommenden Jahr in etwa das Vor-Krisen-Niveau erreichen kann. Dieses optimistische Szenario hat nach Einschätzung von Volkswirten ebenfalls noch eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 bis 30 Prozent.

Doch noch wahrscheinlicher ist, dass auf den abrupten Rückschlag für die Weltwirtschaft eine verzögerte, von regionalen und lokalen Rückschlägen gebremste Erholung folgt – nicht symmetrisch wie bei einem „V“ oder „U“, sondern gestreckter. Einen Buchstaben, der diese Form hat, gibt es nicht. Deshalb ist jetzt zunehmend von „Swoosh“ die Rede: ein nach oben geöffneter Bogen, der schnell abfällt und die Biegung nach oben einleitet, aber nach der unteren Trendwende länger für den Wiederaufstieg braucht. Der Sportartikelhersteller Nike verwendet ein „Swoosh“ als Logo. In diesem Szenario würde die Weltwirtschaft zumindest noch das nächste Jahr benötigen, um sich vom Rückschlag im ersten Halbjahr dieses Jahres zu erholen.

Dieses Szenario gilt unter den meisten Experten als das wahrscheinlichste. Für Anleger dürfte das „Swoosh“-Szenario günstig sein. Der Aufschwung dehnt sich zeitlich aus und dürfte von Seiten der Notenbanken und Regierungen weiter unterstützt werden. Eine allzu schnelle Konjunkturerholung würde dagegen Gefahren mit sich bringen. Die Unterstützung der Wirtschaft mit Maßnahmen der Politik würde geringer werden und die Notenbanken würden ihre sehr lockere Geldpolitik straffen, also weniger billiges Geld zur Verfügung stellen. Bei einer sehr starken Konjunkturerholung würde zudem ein Anstieg des allgemeinen Preisniveaus drohen. Um Inflationsgefahren zu begegnen, müssten die Notenbanken ihre Geldversorgung der Wirtschaft zurückfahren, was die Kapitalmärkte belasten würde. Eine langsa-

mere Erholung der Weltwirtschaft, wie sie jetzt mehrheitlich erwartet wird, dürfte für die Börse günstig bleiben.

Umfeld für Mischfonds schwieriger

Zu den beliebtesten Arten von Investmentfonds zählten in den vergangenen Jahren defensive Mischfonds. Weil Anleger inzwischen für klassische Spareinlagen, Termin- und Festgelder keine Zinsen mehr erhalten, versprechen sie sich von defensiven Mischfonds möglichst stetige Renditen ohne nennenswerte Verlustrisiken. Tatsächlich schafften das die meisten Mischfonds in den zurückliegenden Jahren zumindest bei Anlagezeiträumen, die drei Jahre oder mehr umfassen. Wer schon 2014 in solchen Fonds investiert war, profitierte vom Kursaufschwung im zweiten Halbjahr 2014. Mitte 2017 errechnete sich für defensive Mischfonds bei drei Jahren Haltedauer eine durchschnittliche Rendite von 3,6 Prozent pro Jahr, was einer kumulierten Wertsteigerung von 11,3 Prozent über 36 Monate entspricht. Auch wenn dieses Durchschnittsergebnis nicht herausragend gut war, musste man doch schon damals vermuten, dass es der Mehrheit der defensiven Mischfonds angesichts der Richtung Null sinkenden Zinsen schwerfallen dürfte, diese Größenordnung auch für zukünftige Zeiträume abzuliefern.

Tatsächlich wurde das Kapitalmarktumfeld schwieriger. 2018 verloren die defensiven Mischfonds im Durchschnitt mehr als die Zuwächse der beiden Vorjahre, die jeweils nahe zwei Prozent gelegen hatten. Damit drohten auch bei einer Haltedauer von mehr als drei Jahren Verluste. Aber im vergangenen Jahr besserte sich das Bild. Das Börsenumfeld 2019 erlaubte defensiven Mischfonds einen durchschnittlichen Wertzuwachs von 7,5 Prozent. Dieser ging allerdings im Corona-Crash im vergangenen März bei den meisten Mischfonds wieder verloren. Und wer daraufhin Ende März das Vertrauen in defensive Mischfonds verloren hatte, dürfte, je nach Einstiegszeitpunkt, auch nach mehrjährigen Anlagezeiträumen mit unbefriedigenden Renditen nahe oder unter Null ausgestiegen sein.

Dass die meisten Mischfonds den Crash so deutlich zu spüren bekamen, lag am gleichzeitigen Kurseinbruch bei Aktien und Unternehmensanleihen. Allein die unter Renditegesichtspunkten eigentlich unattraktiven Staatsanleihen wirkten stark stabilisierend und boten Fondsmanagern gute Gelegenheiten. Als der Kursrutsch Ende Februar und in den ersten Märztagen begann, schossen die Kurse von US-Staatsanleihen aufgrund von Umschichtungen in diesen „sicheren Hafen“ nach oben. Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen fiel auf zeitweilig nur 0,4 Prozent. In der zweiten Phase des Crashes kamen allerdings Sorgen bezüglich der ausufernden Staatsverschuldung auf und auch die Börsenkurse von Staatsanleihen fielen deutlich, bevor sie sich in der zweiten Märzhälfte wieder erholten.

Ab April ging es dann am wichtigsten Anleihemarkt der Welt, dem Handel mit US-Staatsanleihen, wieder ruhiger zu. Nennenswerte Kursverluste erlitten Anleihen der USA nur noch einmal in den ersten Junitagen, als die Börsen Hoffnung auf eine sehr schnelle Konjunkturerholung hatten. Dies hätte eine Rückkehr zu höheren Zinsen einleiten können. Aber schon nach wenigen Tagen zeigte sich, dass die Zinsen wohl für längere Zeit niedrig bleiben würden. Ähnliche Kursschwankungen zeigten europäische Staatsanleihen wie etwa deutsche Bundesanleihen. In der ersten Crash-Phase Ende Februar und Anfang März verzeichneten sie hohe Kursgewinne, die Mitte März wieder verloren gingen. Darauf folgte eine Kursberuhigung, unterbrochen nur von Kursverlusten in den ersten Junitagen.

Defensive Mischfonds, die in größerem Umfang in Staatsanleihen investiert waren, konnten aufgrund dieser zu den Aktienmärkten oft gegenläufigen Kursentwicklung die Anteilswertentwicklung ihrer Mischfonds stabilisieren. Im besten Fall konnte man diese Kursschwankungen sogar geschickt nutzen und das erste Halbjahr 2020 mit Gewinn abschließen. Der Durchschnitt der defensiven Mischfonds war in den ersten sieben Monaten dieses Jahres von der Gewinnschwelle aber noch rund zwei Prozentpunkte entfernt. Über die 36 Monate seit August 2017 ist der durchschnittliche Wertzuwachs in der Vergleichsgruppe der Mischfonds auf 3,7 Prozent geschrumpft, was einer jährlichen Rendite von 1,54 Prozent entspricht. Gleichzeitig haben die Kursschwankungen wegen des Corona-Crashes deutlich zugenommen.

Doch das sind Durchschnittsergebnisse. Eine Reihe beliebter defensiver Mischfonds deutscher Anbieter konnte sowohl hinsichtlich des Wertzuwachses als auch der Kursschwankungen überdurchschnittlich abschneiden. Auch in den zurückliegenden Jahren und Monaten war dabei zu beobachten, dass es richtig bleibt, nicht nur auf einen einzigen Mischfonds zu setzen. Bezogen auf die Aktienausswahl schnitten bislang solche Mischfonds besser ab, die vor allem auf sogenannte Wachstumsaktien und Staatsanleihen hoher Qualität gesetzt haben. Manche defensiven Mischfonds haben auch rechtzeitig in Gold investiert und konnten vom Anstieg des Goldpreises profitieren. Fonds, die wenig auf Aktien und stattdessen vor allem auf Staatsanleihen setzen, profitieren eher von einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung, schneiden aber dann schlechter ab, wenn sich die Konjunktur stärker erholt, wie dies beispielsweise im Jahr 2017 der Fall war. Dann zählen vor allem sogenannte „Value“-Aktien zu den Profiteuren.

Fazit: Ein defensives Fondsdepot sollte sich nicht allein auf den einen, vermeintlich besten Mischfonds stützen. Vielmehr bleibt es richtig, über verschiedene Ansätze zu streuen, um die Risiken zu verteilen und die unterschiedlichen Chancen zu nutzen.

Mit freundlichen Grüßen



fondsfeuerle.de | Inhaber Martin Eberhard

Quelle: „GUT ZU WISSEN...“ erscheint bei der Drescher & Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl der von der Drescher & Cie GmbH als zuverlässig eingestufte Quellen und Informationen kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte nicht gehaftet werden. Dies gilt insbesondere für Inhalte, die nicht von der Redaktion der Drescher & Cie GmbH, sondern von Dritten stammen. Inhalte der Redaktion sind anhand der jeweiligen Kürzel am Ende der redaktionellen Beiträge erkennbar, welche sich auf der Internetseite www.investmentredaktion.de/redaktion wiederfinden lassen. Die Inhalte der „GUT ZU WISSEN...“ dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Kein Teil der „GUT ZU WISSEN...“ oder dessen Format darf (auch auszugsweise) ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Drescher & Cie GmbH oder ohne eine entsprechende schriftliche Vereinbarung mit der Drescher & Cie GmbH zur Nutzung der Inhalte und / oder des Formats der „GUT ZU WISSEN...“ (Nutzungsrecht) reproduziert, nachgedruckt oder sonst vervielfältigt oder verbreitet werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie (auch auszugsweise) ohne Nutzungsrecht verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. Regelungen zu einem Nutzungsentgelt im Rahmen einer Einräumung eines Nutzungsrechts bleiben unberührt. (c) 2011 Drescher & Cie GmbH