

Das Jahr danach – ‚Value‘ hat Wert

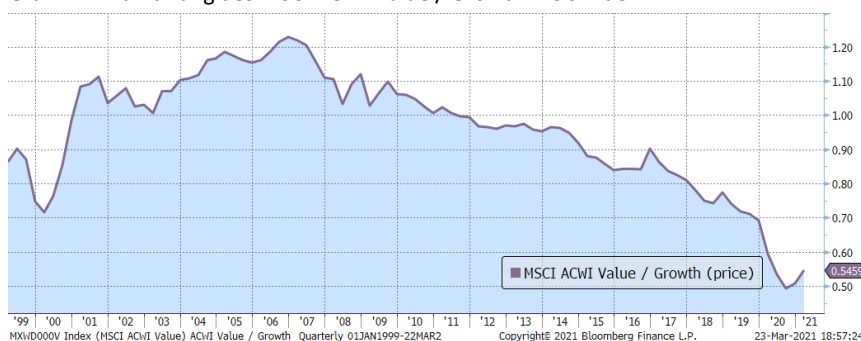
Von Philippe Denef, Head of Quantitative Strategies bei DPAM

Welche Lehren können wir nach einem der volatilsten Jahre an den Finanzmärkten ziehen? Was geschah mit den Aktienmärkten und insbesondere mit den Sektoren, Themen und Stilen? Was waren die Gründe für die Rotation zugunsten von ‚Value‘? **Was können wir in Zukunft noch erwarten? Hat die aktuelle Rotation weiteres Potenzial und wird sich das Momentum zu Gunsten des Anlagestils ‚Value‘ noch verstärken?**

Bereits im Sommer 2019 wiesen wir darauf hin: „[...] Der Value-Stil braucht entweder eine nachhaltige Wiederbeschleunigung des globalen Wachstums oder, im anderen Extrem, eine ausgewachsene Rezession, die eine Neubewertung der Risikoprämien und eine Underperformance des Quality-Momentum-Stils erzwingt [...]. Während der Value-Faktor und -Stil selten so günstig waren, brauchen beide fundamentale Unterstützung durch die Wirtschaft, geringere politische Unsicherheit und steigende Anleiherenditen, um nachhaltig an Dynamik zu gewinnen.“ Seit letztem November sehen wir tatsächlich eine unterdurchschnittliche Entwicklung des Qualitätsmomentums. Die Bedingungen für eine nachhaltige Value-Rallye waren im letzten Jahrzehnt noch nie so positiv wie aktuell.

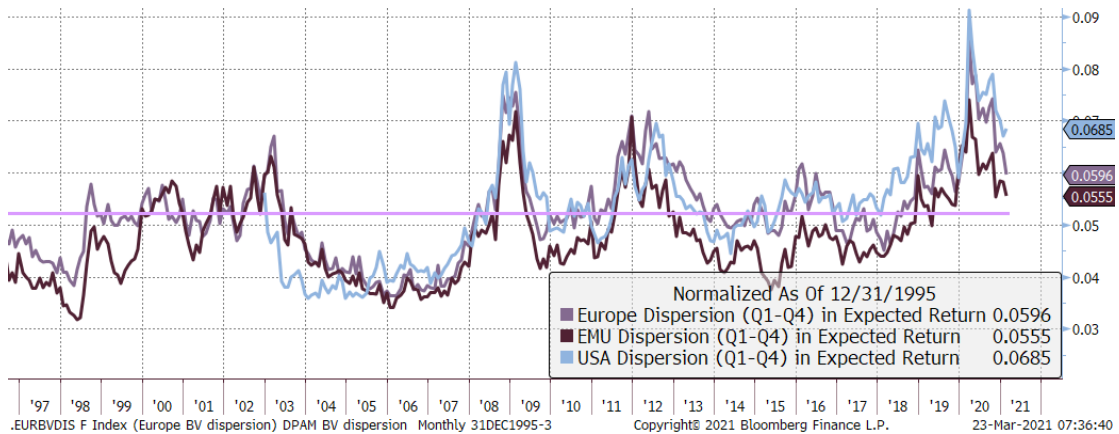
Vor ziemlich genau einem Jahr erreichten die Märkte ihren 2020er-Tiefststand, nachdem sie inmitten der COVID-Pandemie und einer global abgeriegelten Wirtschaft eines der schlimmsten und volatilsten Quartale aller Zeiten erlebt hatten. „Work-from-home, stay-at-home, play-at-home, eat-at-home, buy-at-home, entertain-at-home“ wurden die neuen Mantras. Schnelles Handeln von Regierungen und Zentralbanken beflügelte einen einzigartigen Aufschwung ohne historische Parallele und sorgte für einen kometenhaften Aufstieg von Wachstumsaktien. Während die Anleihenrenditen weiter in den negativen Bereich gedrückt wurden, stießen Anleger niedrig bewertete (Value-) Aktien ab, da viele von ihnen aus zyklischen Branchen oder dem Finanz- und Dienstleistungssektor stammen, die von Schließungen und dem schleppenden globalen Wachstum stark betroffen waren. Gleichzeitig stürzten auch die Ölpreise in den Keller, da die Nachfrage einbrach, während das Angebot durch die OPEC erhöht wurde. Der MSCI ACWI Value-Index geriet stark unter Druck und erreichte am 20. März 2020 ein Achtjahrestief! Bezogen auf das Verhältnis von Growth- zu Value-Index wurde ein 21-Jahres-Tief am 30. September erreicht.

Grafik 1: Entwicklung des MSCI ACWI Value / Growth Preis-Index

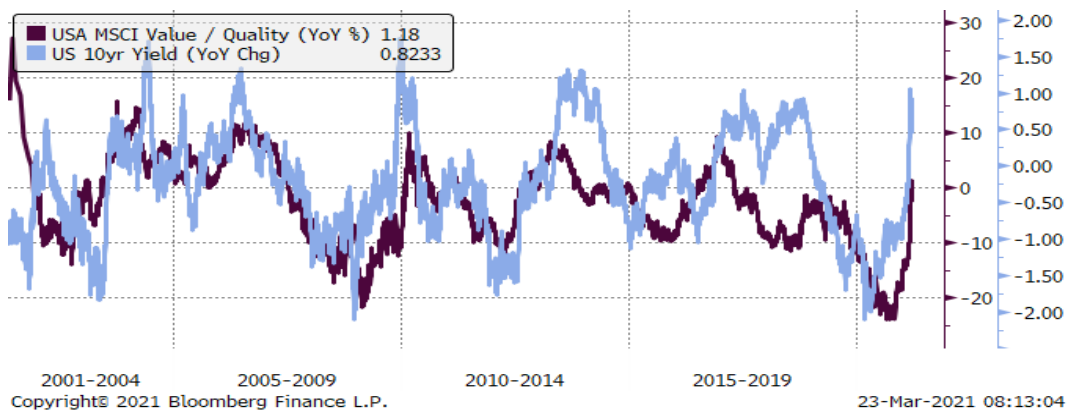


Bis zum Sommer hatten Value-Aktien relative Bewertungsniveaus erreicht, die nur nach Krisen wie 2002 (Grafik 2) oder 2009 zu beobachten waren. Trotz der ungewöhnlich niedrigen Bewertungen bedurfte es eines Auslösers, um die Rotation aus den favorisierten Qualitätswachstums- und ‚Stay-at-home‘-Aktientiteln einzuleiten. Dieser kam Anfang November mit den ausgezeichneten Nachrichten zu den Impfstoffen, der Aussicht auf eine schnelle Wiedereröffnung der Wirtschaft und der Wahl Joe Bidens mit der Perspektive auf einen massiven fiskalischen Stimulus in den USA. Die Anleihenrenditen begannen zu steigen (Grafik 3), die Renditekurven wurden mit der Erwartung einer höheren Inflation, einer sich verbessernden Wirtschaftsaktivität (Grafik 5) und sinkender politischer Unsicherheiten (Grafik 4) sowie geringerer Kreditausfallrisiken noch steiler. Zyklische Sektoren schnitten besser ab und verhalfen den Investment-Stilen Value, Low-Quality und High-Volatility aufgrund des wirtschaftlichen Optimismus zu neuem Glanz.

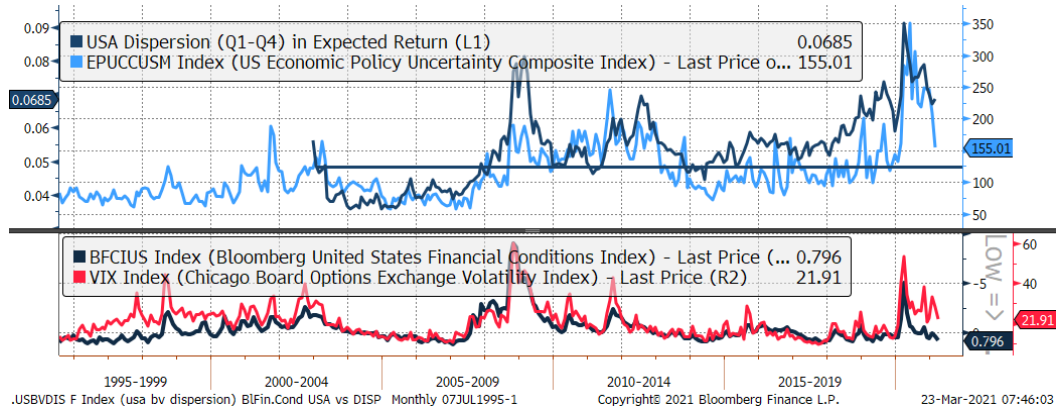
Grafik 2: Streuung der erwarteten Rendite für Behavioral-Value-Strategien (die Streuung wird, Sektor für Sektor, als erwartete Rendite des 1. Quartils / 4. Quartils berechnet und dann für das Universum nach Sektorgewicht aggregiert)



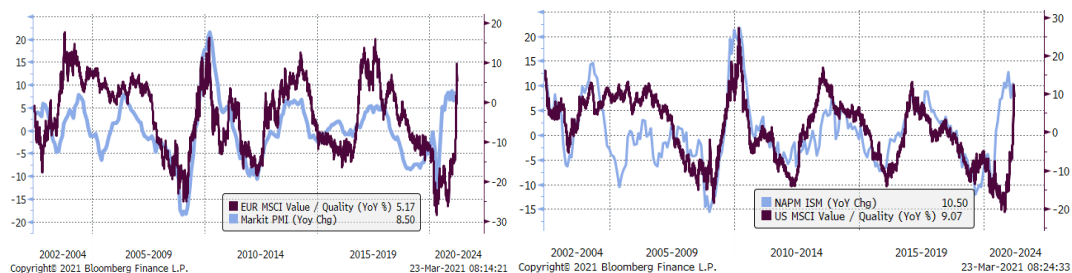
Grafik 3: Steigende langfristige Anleiherenditen haben die Outperformance von Value im Vergleich zu Qualität (oder Wachstum) begünstigt



Grafik 4: Sinkende politische Unsicherheiten, Volatilität und finanzielle Bedingungen unterstützen die Verringerung der Streuung, die Wiedereroberung der Bewertungsprämie und die Lieferung von Überperformance (hier für die USA).



Grafik 5: Verbesserung des PMI (YoY%) unterstützt relative Outperformance von Value vs. Quality (Europa & USA)



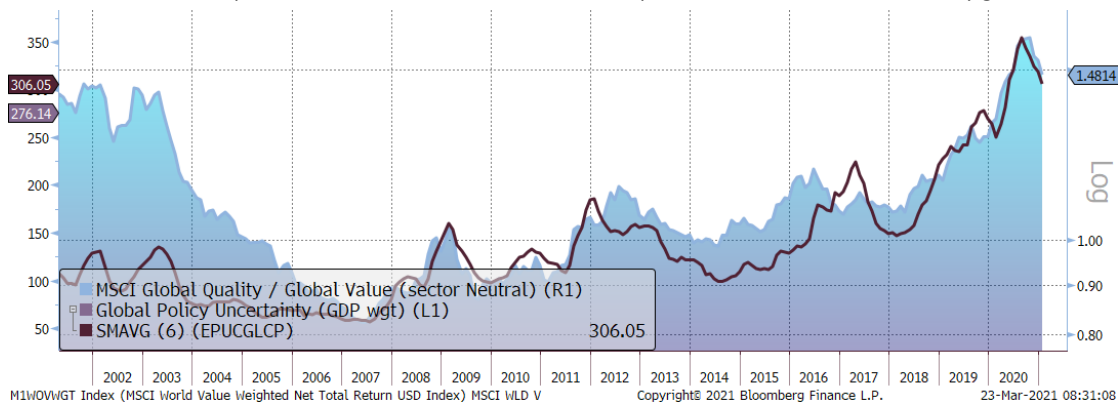
Was können wir von nun an erwarten? **Die Rotation war in Erwartung der globalen Wachstumserholung, die durch massive fiskalische Konjunkturpakete unterstützt und durch immer lockerere Maßnahmen der Zentralbanken und hohe Ersparnisse der Haushalte finanziert wurde, bereits stark.** Obwohl sich einige zyklische Bereiche von ihren Tiefstständen erholt haben (z.B. Automobile, Technologien, Bergbau, Unternehmen mit starkem China-Engagement), gibt es immer noch **Gelegenheiten** bei Themen, die mit der Wiederöffnung in Verbindung stehen, sowie bei Finanzwerten, Energieaktien oder einigen Titeln im Bereich der Verbraucherdienstleistungen. Trotz der spektakulären Erholung des Value-Faktors verläuft diese Bewegung bei zyklischen Titeln stark verzögert. Darüber hinaus ist die Positionierung der Anleger im Value-Stil immer noch gering. Das Momentum der jüngsten Gewinnrevisionen hat sich zugunsten von Value-Aktien gedreht. Zudem wird Value von der relativen Bewertung und den immer noch sehr teuren Wachstums- und Qualitätsfaktoren begünstigt.

Value-Strategien, die positiv mit steigenden Anleihenrenditen korreliert sind (im Gegensatz zu Investments in Technologie- und Wachstumsaktien, die von niedrigen Renditen langfristiger Anleihen profitieren), bieten Anlegern eine **natürliche Diversifizierung des Anleihenrisikos und ein Absicherungsinstrument**. Bislang ist der Anstieg der Anleihenrenditen im historischen Vergleich eher gering ausgefallen. Eine weitere Normalisierung ist zu erwarten, jedoch haben Value-Strategien bislang mit dem Anstieg der Renditen nicht mithalten können. Das **Vertrauen hat mit der Wirksamkeit der Impfstoffe** zugenommen und nach und nach wird es den Volkswirtschaften möglich sein, sich wieder zu öffnen. Dies wird einen enormen Nachholbedarf an Konsum und Investitionen freisetzen. Gleichzeitig steigen die Inflationserwartungen, da die Rohstoffpreise in die Höhe schießen und die Verknappung in den Lieferketten den Druck nach unten erhöht. In diesem Umfeld werden steiler werdende Renditekurven unterstützend wirken (Grafik 6), ebenso wie der allgemeine Rückgang der politischen Unsicherheiten (Grafik 7). **Die Aktienrotation wird vom Rückenwind der Anleihenmärkte profitieren. Aktien mit hohem Multiplikator werden unter Beschuss bleiben, da die Renditen ihren Wert erodieren.**

Grafik 6: Steiler werdende Renditekurven (hier deutsche Bundesanleihen 10 vs. 2 Jahre) werden die Outperformance von Value unterstützen



Grafik 7: Abnehmende politische Unsicherheiten werden die Outperformance von Value vs. Quality global unterstützen



Letztlich wird es eine eher technische Unterstützung durch die interne Rotation innerhalb der „rivalisierenden“ Momentum-Aktienkörbe gegeben. Viele solcher Strategien basieren auf Erträgen gleitender 12-Monats-Zeiträume. Jetzt verschiebt sich das Gewicht dieser Körbe in Richtung Value, High-Beta und Aktien mit geringerer Qualität. Diese Verschiebung sollte die **Rotation von Growth zu Value demnächst weiter beschleunigen**.

Alles in allem werden die finanziellen Bedingungen weiterhin risikofreudige Strategien und die relative Outperformance des Value-Stils begünstigen. In jedem Fall werden, wie üblich nach einer Periode starker Sektorrotation, die Bewertungsprämien Branchen übergreifend zurückgehen und dem Faktor Value einen zweiten Schub geben. In Europa wurde das Tempo der Erholung durch eine langsamer als erwartete Einführung von Impfstoffen gebremst, aber die USA treiben ihr Impfprogramm und die massiven fiskalischen Anreize voran. Die USA werden der erste Nutznießer des Reflations-Trades sein und dies auf den Rest der Welt übertragen! **Die lang erwartete Morgendämmerung des Value-Stils ist endlich da!** Passen Sie auf, dass Sie sie nicht verschlafen!