

Preisfindung der Finanzmärkte wird durch Massnahmen gegen die Folgen der Pandemie zerstört **SEITE 18**

Die finanziellen Folgen von Scheidungen nach der Pensionierung dürfen nicht unterschätzt werden **SEITE 19**

Knockt das Virus die Value-Strategie aus?

Der Ansatz, vermeintlich günstige Aktien zu kaufen, liefert seit längerem enttäuschende Resultate – die Pandemie hat dies noch verschärft

MICHAEL SCHÄFER

Kaum eine Anlagestrategie ist so bekannt und von so zahlreichen Studien belegt wie die Value-Strategie. Das Problem: Der von vielen Fondsmanagern und Anlagestrategen angewandte Ansatz liefert seit etlichen Jahren enttäuschende Ergebnisse. Durch die Coronavirus-Krise hat sich diese Problematik nochmals verschärft. Immer mehr Investoren wenden sich von der einst gefeierten Strategie ab, und immer öfter wird die Frage aufgeworfen, ob sie jemals wieder an ihre einstigen Erfolge anknüpfen können oder ob es nicht besser wäre, sie zu beerdigen.

Firmen mit Problemen

Im Kern geht es beim Value-Ansatz darum, Aktien von Unternehmen zu erwerben, die gemessen an gewissen Kennzahlen sehr günstig zu haben sind. Zu diesen Indikatoren zählen etwa der Buchwert eines Unternehmens, die Umsätze oder die Gewinne. Mit günstig ist dann beispielsweise gemeint, dass der Aktienkurs 40 oder 50% unter dem Buchwert des Unternehmens liegt. Plakativ wird die Strategie deshalb mit «den Dollar zu 50 Cent kaufen» umschrieben.

Manche Aktien in dieser Kategorie erscheinen jedoch nur auf den ersten Blick billig. In Tat und Wahrheit ist die Bewertung in solchen Fällen wegen einer schwierigen Lage des Unternehmens und düsterer Aussichten gerechtfertigt. Value-Investoren gehen aber davon aus, dass die Titel von etlichen Firmen zu Unrecht an der Börse unter Wert zu haben sind und dass dieser Irrtum vorübergehender Natur ist.

Zwar müssen Anleger wie bei jeder anderen systematischen Anlagestrategie immer wieder mit Durststrecken rechnen. Im Fall der Value-Strategie dauert diese nun aber schon seit der Finanzkrise an. Bis 2014 hielt sich die Underperformance der Substanzwerte gegenüber dem breiten Markt zwar noch in Grenzen, danach öffnete sich die Schere aber immer weiter. Noch eklatanter ist die Differenz gegenüber Titeln, deren Umsätze und Gewinne überdurchschnittlich schnell zulegen, den Wachstumsaktien.



Aus 50 Cent wurden in den vergangenen Jahren eher 40 Cent statt ein Euro.

ILLUSTRATION AUREL MÄRKI

Verfechter der Value-Strategie wie Georg von Wyss von BMW Value Investing weisen gern drauf hin, dass die Value-Strategie über einen langfristigen Horizont von siebzig oder mehr Jahren immer noch sehr gut abschneidet, trotz der verlorenen Dekade. Das nützt aber überspitzt gesagt erst einmal nur jenen Investoren, die von ihren Grosseltern ein Value-Portfolio geerbt haben, das die goldenen Zeiten der Strategie mitgemacht hat.

Wer dagegen in den vergangenen dreizehn Jahren einen Value-Ansatz verfolgt hat, blickt gemessen am entsprechenden Subindex von MSCI noch immer auf Verluste von knapp 18%. Der breite Weltindex hat in der gleichen Periode um 28% zugelegt, der Growth-Subindex aber sogar um stolze 92%. Ist nun der Zeitpunkt gekommen, die Value-Idee für immer aufzugeben?

Intensiv mit dieser Frage befasst haben sich jüngst die Experten des Vermögensverwalters AQR. Sie nahmen fünf Argumente unter die Lupe, die das schwache Abschneiden der Value-Strategie erklären könnten. Erstens habe sie bei Aktien von grossen Konzernen nie so gut funktioniert wie bei jenen von kleinen Unternehmen.

Eine Erklärung könnte zweitens in der starken Zunahme von Aktienrückkäufen in den vergangenen Jahren liegen. Dadurch habe sich die Struktur der Unternehmensbilanzen verändert, und Kennzahlen wie der Buchwert seien weniger nützlich als früher. Drittens hätten durch die zunehmende Bedeutung von immateriellen Gütern Value-Indikatoren, die auf Jahresabschlüssen fusseten, an Aussagekraft eingebüsst. Viertens seien durch die massiven Eingriffe

der Notenbanken seit der Finanzkrise und die künstlich tiefen Zinsen die Vermögenspreise verzerrt, was die Wirksamkeit des Value-Ansatzes schmälere. Und fünftens sei die Value-Strategie unter Anlegern inzwischen viel zu bekannt, als dass sie noch funktionieren könnte.

Um es kurz zu machen: Die Experten von AQR entkräften einen Erklärungsversuch nach dem anderen. Sie kommen zum Schluss, dass Fundamentaldaten, die sich aus den Jahresabschlüssen herauslesen lassen, zwar für die Aktienpreise relevant sind. Allerdings variiere der Grad, in dem solche Informationen von den Marktteilnehmern beachtet würden. In den vergangenen Jahren sei dieser Grad niedrig gewesen, was den Value-Aktien geschadet habe.

In einer anderen Untersuchung zeigt Cliff Asness von AQR, dass sowohl die

historisch eher höhere Profitabilität als auch die eher niedrigere Verschuldung der am tiefsten bewerteten Firmen den gegenwärtigen Kursabschlag nicht rechtfertigten. Investoren zahlten einfach deutlich mehr als sonst für Aktien, die sie liebten (dem einen oder anderen mag hier Tesla in den Sinn kommen), als für solche, die sie hassten. Im AQR-Fazit sind Substanzwerte heute so günstig wie nie zuvor.

Lange fuhr man gut

Aus Sicht von Peter Frech vom Vermögensverwalter Quantex gibt es gleich mehrere Dinge zu relativieren. Das schlechte Abschneiden der Value-Titel müsse im Zusammenhang mit ihrem guten Abschneiden vor der Finanzkrise gesehen werden. Damals seien sie recht teuer gewesen. Zudem gebe es mehrere Ausprägungen des Value-Stils. Wer wie Warren Buffett darunter verstehe, qualitativ gute Unternehmen zu einem fairen Preis zu kaufen, sei damit in den vergangenen Jahren nicht schlecht gefahren.

Bereits vor der Coronavirus-Krise habe sich der Konjunkturzyklus dem Ende zugeneigt. In einer solchen Phase gebe es per se nicht mehr viele günstige Unternehmen. Jene, die dann noch in diese Kategorie fielen, seien oft hoch verschuldet oder mit strukturellen Schwierigkeiten konfrontiert. Frech denkt dabei an manche Bank oder die Betreiber von Shoppingcentern. Wenn dann noch die Konjunktur einbreche wie in den vergangenen Monaten, werde es für solche Unternehmen eng.

Am interessantesten sei der klassische Value-Ansatz am Ende einer Krise. Wenn dann die Wirtschaft Fahrt aufnimmt, profitieren laut Frech zyklische Unternehmen, die meist hinter billigen Aktien stecken, überproportional. Ob das im nächsten Aufschwung wieder und wann das der Fall sein wird, weiss naturgemäss niemand. Es wäre aber nicht das erste Mal, dass Value-Anleger genau dann kapitulierten, wenn diese Strategie vor ihrem nächsten Frühling stehe, schreibt Wyss in seinem Blog. Oder wie Cliff Asness es formuliert: «Wenn Value-Investing wie eine lange Autofahrt mit meinen vier Kindern wäre, dann wären wir schon sehr weit in der <Sind wir schon da?>-Phase der Fahrt.»

WELTWIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

Krisenpakete sorgen für heftige Verzerrungen der Finanzmärkte

Die Massnahmen gegen die Folgen der Corona-Pandemie kommen einer Schuldenmonetisierung nahe

ANDREAS UHLIG

Die Reaktionen von Regierungen und Notenbanken auf die Corona-Pandemie und die Wirtschaftskrise sind beispiellos. Berechnungen der Deutschen Bank zeigen, dass die Bilanzsummen der wichtigsten Notenbanken (G-10) seit Ende Februar um mindestens 4,5 Bio. \$ gestiegen sind und nun 21 Bio. \$ übertreffen. Einschliesslich der grossen aufstrebenden Länder (G-20) addiert sich die geldpolitische Antwort bereits auf 9 Bio. \$ – mit offenem Ende. Die Notmassnahmen der G-20-Regierungen schätzt die Bank auf insgesamt fast 9 Bio. \$.

Hektische Emissionstätigkeit

Diese enormen Summen sind nicht ohne Wirkung auf die Finanzmärkte. Deutlich zeigt dies die Bewertung der globalen Aktienmärkte, die eine heftige Höherbewertung um 15 Bio. \$ erlebt haben. Diese Entwicklung wird manchen

Marktanalytikern unheimlich. Stuart Sparks von der Deutschen Bank spricht von administrierten Märkten, deren Ergebnisse von den Politikzielen und eingesetzten Instrumenten diktiert werden.

Ähnlich desillusioniert äussert sich Michael Hartnett, leitender Marktstratege der Bank of America (BoFA). In einer Marktnotiz schreibt er von «fake-markets», in denen die Eingriffe der Notenbanken die Preise von Regierungs- und Unternehmensanleihen verzerren würden; unter diesen Umständen seien auch keine mit wirtschaftlicher Realität begründbaren Aktienkurse zu erwarten.

Ein Indiz der Blasenbildung an den Märkten ist die hektische Emissionstätigkeit. Seit Jahresanfang sind Unternehmensanleihen mit Investment-Grade im Wert von über 1 Bio. \$ platziert worden. Die Nachfrage war heftig angestiegen worden durch die Ankündigung des Notenbankchefs Jerome Powell im März, zur Stützung des Marktes Unternehmensanleihen zu kaufen. Dass nicht

«Fundamentals» die treibende Kraft der Marktentwicklung sind, zeigen die gleichzeitig explodierenden Tieferebewertungen von anlagewürdigen Anleihen: Die Nettoszahl (Downgrades abzüglich Upgrades) seit Ende Februar betrifft, wie die BofA ermittelt hat, Anleihen im Wert von 1,1 Bio. \$.

Den Notenbanken wird nicht nur vorgeworfen, dass sie an den Finanzmärkten mit ihren Eingriffen die Preisfindung verzerren, sondern auch, dass sie eine Monetisierung von Staatsschulden betreiben. In oberflächlicher Sicht trifft Letzteres zwar nicht zu, denn Notenbanken erwerben Staatspapiere auf dem Sekundärmarkt und nicht direkt von der Regierung im Primärmarkt, und das offizielle Ziel ist nicht eine Finanzierung von Staatsausgaben, sondern eine Unterstützung der Finanzmärkte und der Wirtschaft. Aber die makroökonomischen Effekte des Geschehens und einer Schuldenmonetisierung unterschieden sich grundsätzlich nicht, argu-

mentiert Vicky Redwood, Ökonomin bei Capital Economics. Die Käufe erleichtern die Expansion der Staatsausgaben, entlasten Kapitalmärkte und Investoren und senken die Zinskosten.

Vergessene Maastricht-Grenze

Eine Monetisierung der Staatsschulden stelle nicht notwendigerweise ein grosses Risiko dar, sofern eine hohe Glaubwürdigkeit der Notenbank, eine Begrenzung auf einen kurzen Zeitraum und eine niedrige Inflation bestehe, meint Redwood. Falsch sei aber die These, Schuldenmonetisierung und andere Instrumente wie Helikoptergeld seien als magische Mittel einsetzbar, wenn alle anderen Massnahmen erfolglos geblieben seien. Irgendwann müssten Notenbanken und Regierungen auf die Inflation reagieren, die auf die erhöhte Geldmenge zurückzuführen sei. Die dann auftretende Belastung von Wirtschaft und Finanzsystem könnte die anfangs

erreichte Schuldenerleichterung längerfristig zu einer Illusion machen.

Durch die Konjunkturpakete zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie werden die Staatsschulden überall rasch wachsen. In der Euro-Zone bauen vor allem jene Länder ihre Verschuldung am weitesten aus, die ohnehin schon stark verschuldet sind (berechnet in Prozentpunkten des Bruttoinlandsproduktes, BIP). Nur noch drei Euro-Länder werden dieses Jahr laut Jack Allen-Reynolds von Capital Economics unter der Maastricht-Schuldengrenze von 60% des BIP bleiben: Lettland, Litauen und Luxemburg.

Die Europäische Zentralbank (EZB) kauft gegenwärtig weit mehr Anleihen vor allem von Italien und Frankreich, als dem Beteiligungsschlüssel entsprechen würde. Ein Szenario von Capital Economics sieht die EZB Ende des Jahres im Besitz von 40% aller Staatsanleihen Italiens – was auch eine eklatante Störung der Kursfindung am Kapitalmarkt wäre.