

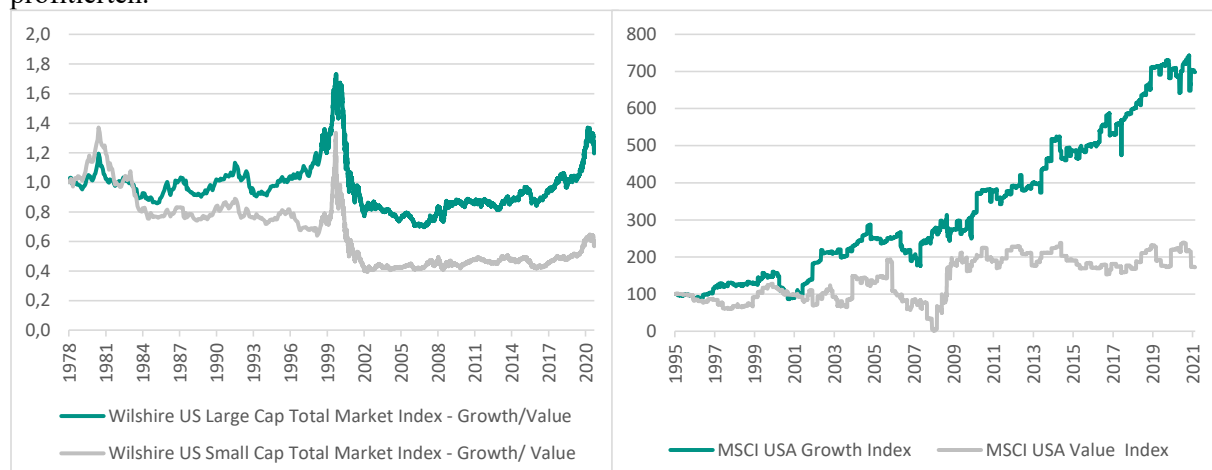
# Die Rotationschraube dreht sich – ist die Ära der Wachstumswerte vorbei?

Mit einsetzender Reflation und der Hoffnung auf ein baldiges Ende der Pandemie haben Aktien aus dem Growth-Segment zugunsten von Value-Aktien seit Jahresbeginn teils kräftige Kursverluste hinnehmen müssen. Viele Investoren beschäftigen sich daher mit der Frage, ob Value-Investing vor einer Renaissance steht. Das sich zügig aufhellende makroökonomische Umfeld und die ambitionierten Bewertungen von Growth-Aktien sprechen durchaus dafür. Dass aber qualitativ hochwertige Wachstumswerte stark ins Hintertreffen geraten, ist jedoch unwahrscheinlich. Denn erfolgreiche und innovative Unternehmen verdienen es, am Aktienmarkt mit einer Bewertungsprämie zu handeln. Somit sollten sich langfristige Investoren von steigenden Inflationserwartungen und Renditen nicht allzu sehr verunsichern lassen.

Im Zuge der Sektor-Rotation an den Kapitalmärkten und der damit verbundene Abverkauf bei den beliebten Growth-Aktien kommen zunehmend Zweifel auf, ob das Wachstumspotenzial die hohen Bewertungen weiterhin rechtfertigt. Somit stellen sich viele Investoren zurecht die Frage, ob die zu Jahresbeginn einsetzende Outperformance von Value-Aktienwerten nur temporär ist oder den Beginn einer länger anhaltenden Rotation einläutet. Anders gefragt, sind die billigen Aktien den teuren Aktien nunmehr vorzuziehen?

## Outperformance von Growth-Aktien war in der vergangenen Dekade stark fundamental unterstützt

Zumindest offenbart der Rückblick in die jüngere Geschichte, dass Phasen der Outperformance von Value gegenüber Growth-Aktien wiederkehrend sind. Zuletzt war diese nach dem Zerplatzen der Dotcom Blase sehr gut zu beobachten, wengleich innerhalb der beiden Aktiensegmente Small Cap und Large Cap große Unterschiede auszumachen sind. So fiel die Outperformance im Small Cap-Bereich zwar sehr stark aus, dauerte aber auch nur zwei Jahre, während sie sich im Large Cap-Segment bis in das Jahr 2007 erstreckte. In den Folgejahren übernahmen hingegen die Growth-Aktien wieder das Zepter, zumal die Unternehmen in der Lage waren, ihren freien Cashflow sukzessive zu steigern, während dieser im Value-Segment seit 2008 im besten Falle stagniert. Mit dem Ausbruch der Pandemie hatte sich die Outperformance zuletzt nochmals beschleunigt, größtenteils angeführt von Tech-Unternehmen, die während der Pandemie als sogenannte Enabler der Digitalisierung sehr stark profitierten.



Quelle: linke Grafik – Fred Economic Data, St. Louis Fed/rechte Grafik – Bloomberg

Doch mit der Zulassung scheinbar erfolgreicher Covid-19-Impfstoffe und der Hoffnung, durch eine großangelegte globale Impfkampagne zeitnah wieder in das „normale“ Leben zurückkehren zu dürfen, gerät die nunmehr seit über eine Dekade anhaltende Outperformance zunehmend ins Stocken.

## Das vergangene Jahr war geprägt von einer Übertreibung bei Growth-Aktien

Dabei folgt der jüngste Ausverkauf auf eine Periode von rekordverdächtigen, teils fragwürdigen (SPAC)-Börsengängen und einem sprunghaften Anstieg von Retail-Investoren, die über kostenfreie Trading Apps und sozialen Foren wie Reddits / wallstreet bets zuletzt einen regelrechten spekulativen Hype bei Growth-Aktien auslösten. Insbesondere Aktien von stark wachsenden aber verlustträchtigen „neuen“ Unternehmen, die mit disruptiver Technologie in den Markt drängen, haben Bewertungen erreicht, die an das Niveau der Dotcom-Blase reichen. Sollten die Staatsanleiherenditen weiter nachhaltig steigen und sich die konjunkturelle Lage für andere Branchen vor allem der „Old Economy“ sichtbar verbessern, wird das hohe Bewertungsniveau gehypter Growth-Aktien nur noch sehr schwer zu rechtfertigen sein. Denn zum einen befinden sich die Wachstumserwartungen von Seiten der Investoren bereits auf ambitionierten Niveaus, so dass bereits ein gewisses Enttäuschungspotenzial vorherrscht. Zum anderen haben verlustträchtige wenngleich umsatzstarke Wachstumsunternehmen das Problem, dass der Zeitpunkt bis zum Erreichen der Profitabilität teils weit in der Zukunft liegt. Damit schlägt sich der Diskontierungsfaktor in einem Umfeld steigender Renditen stark negativ in die Aktienkursbewertung nieder.

## Am Ende zählt die Qualität des Unternehmens

Ist also die Ära der Wachstumswerte nunmehr vorbei? Ganz so einfach ist die Frage nicht zu beantworten. Sicherlich zeigt die Vergangenheit, dass nach Phasen langanhaltender Underperformance von Value-Werten, die Erholung von günstigen Aktien massiv und schnell vonstattengehen kann. Für langfristige Investoren sollte jedoch nicht das makroökonomische Umfeld maßgeblich für die Aktienausswahl sein, sondern die fundamentale Stärke der Unternehmen. Vor allem im Large Cap-Bereich lassen sich zahlreiche Growth-Unternehmen finden, die hoch profitabel wirtschaften, Umsatz und Gewinn stetig steigern, einen stabilen freien Cashflow erzeugen und im besten Fall auch noch gering verschuldet sind. Das ist die Rezeptur für nachhaltig erfolgreiche Qualitätsunternehmen, die in der Lage sind, in jedem Zyklus Cash-Reserven aufzubauen, um entweder Dividenden auszuschütten, Aktien zurückzukaufen oder das eigene Wachstum durch M&A oder selbstfinanzierte Investitionen voranzutreiben und somit echten Shareholder Value zu generieren. Zumindest vermittelt der Blick auf die Rendite des Freien Cashflows von Growth- vs. Value-Aktien, dass die Bewertung dem historischen Durchschnitt entspricht und von einer Bewertungsblase wahrlich nicht die Rede sein kann.



Quelle: Bloomberg