

Risiko und Ertrag von Value-Werten während einer Rezession

Während einer Rezession liefern Value-Werte schlechte Ergebnisse. Das sollte potentielle Anleger allerdings nicht davon abhalten, in Value-Werte zu investieren, weil der Abwärtstrend bereits in den Preisen berücksichtigt ist. Untersuchungen zeigen, dass es folglich auch die Value-Werte sein sollten, die sich am stärksten erholen, wenn die wirtschaftlichen Aussichten besser werden.

Henrik Amilon, Senior Research Analyst von Sparinvest, Mai 2008

Value-Titel, das heißt Aktien mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis, bieten im Durchschnitt einen höheren Ertrag als so genannte Growth-Titel, also Aktien mit einem hohen Kurs-Buchwert-Verhältnis. Was ist die Ursache für diese höheren Erträge? Und warum stellt sich dieser Effekt auch dann noch ein, wenn Anleger diese Situation erkannt haben? Einen Erklärungsansatz hierfür könnte die Behavioral Finance Literatur liefern: Value-Werte sind häufig Unternehmen, die als langweilig und konservativ wahrgenommen werden. Anleger bewerten diese Aktien immer wieder falsch, weil sie sich zu stark von ungünstigen Prognosen leiten lassen. Bemerkten Anleger ihren Fehler, entwickeln sich Value-Werte jedoch besser als der Markt. Genau die gleiche Erklärung, nur umgekehrt, kann für das kontinuierlich unterdurchschnittliche Wachstum der teuren Growth-Werte angeführt werden.

Viele Akademiker sind allerdings der Meinung, dass dieses irrationale Verhalten allein keine ausreichende Erklärung für die Outperformance von Value gegenüber Growth bietet. Stattdessen suchen sie Belege dafür, dass Value-Titel risikoreicher als Growth-Titel sind. Dieses höhere Risiko würde die höheren Erträge logisch und rational erklären. Angenommen zwei Aktien besitzen das gleiche durchschnittliche Risiko. Eine von ihnen ist jedoch in wirtschaftlich schlechten Phasen – also während einer Rezession – risikoreicher und damit weniger attraktiv, denn in diesen Zeiten sind negative Erträge für Anleger besonders schmerzhaft.

Der gleichen ökonomischen Logik folgend, sollte diese Aktie dann auch einen höheren Ertrag liefern. Tatsächlich gibt es aktuelle Untersuchungen, die die Annahme stützen, dass genau dies auf Value- und Growth-Werte zutrifft: Value-Titel erhalten gegenüber Growth-Titeln eine zusätzliche Risikoprämie, da sie in weltweit schlechten Zeiten an mehr unproduktivem Kapital, insbesondere Eigenkapital, gebunden sind. Somit schneiden sie in diesen Phasen, in denen Risiko besonders teuer bezahlt wird, schlechter ab.¹

Was bedeutet das in der aktuellen Situation?

Eine Rezession in den USA wird immer wahrscheinlicher: Bedeutet das für Value-Aktien von jetzt an eine weniger erfreuliche Entwicklung und im Ergebnis, dass man zurzeit solche Werte nicht kaufen sollte? Nicht unbedingt.

Falls Value-Werte in schlechten Phasen mit mehr Risiko behaftet sind, dann müssten sie zu Beginn einer Rezession und bei zunehmender Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer Abkühlung der Konjunktur kommt, am stärksten betroffen sein. Das entspricht momentan ziemlich genau der Realität. Doch der Ertrag von Value-Werten sollte ab diesem Zeitpunkt im Durchschnitt höher sein im Vergleich zu wirtschaftlich guten Zeiten oder auch im Vergleich zu Growth-Aktien. Zum einen muss die gestiegene Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklungsaussichten von Wirtschaft und Finanz-

¹ See Zhang, L., 2005, The value premium, *Journal of Finance* 60, 67-103, und Petkova, R. und L. Zhang, 2005, Is value riskier than growth?, *Journal of Financial Economics* 78, 187-202.

märkten ausgeglichen werden. Zum anderen ist das Risiko gestiegen, dass sich die Situation noch verschlechtern könnte. Anders ausgedrückt: Bemerken Anleger allmählich, dass es zu einer Rezession kommt, wird es zu einem Einbruch bei Value-Aktien kommen, da diese in solchen Phasen anfälliger sind. Wenn das Ende der Rezession vorausgesagt wird, sollten sich Value-Aktien allerdings auch wieder am stärksten erholen.

Das ist eine wichtige Unterscheidung. Wenn man aus heutiger Sicht zurückblickt mit dem Wissen, wann die Rezession begann, dann hätten Value-Werte ab diesem Zeitpunkt hinter dem Durchschnitt zurückbleiben müssen. Doch von dem Moment an, ab dem die Rezession in den Preisen enthalten ist, sollten sie im Durchschnitt besser als der Markt abschneiden. Das ist darauf zurückzuführen, dass der große Einbruch aufgrund des Übergangs in eine schlechte Phase bereits erfolgt ist. Natürlich sollte dabei nicht vergessen werden, dass der von diesem Zeitpunkt an gestiegene erwartete Ertrag ein Ausgleich für ein gegenwärtig höheres Risiko ist. Sollte sich die Rezession verschlimmern, werden Value-Aktien in der Folge erneut am stärksten in Mitleidenschaft gezogen. In solch einem Fall wird sich ein neues Gleichgewicht entwickeln, bei dem für Value-Aktien ein weiteres Mal höhere Erträge eingepreist werden.

Aktienmärkte sind auf die Zukunft ausgerichtet. Der Zeitpunkt, zu dem die Angst vor einer Rezession bei der Bewertung der Aktien im Allgemeinen und Value-Aktien im Besonderen berücksichtigt wird, ist nicht der eigentliche Beginn der Rezession. Häufig dauert es noch viele Monate, bis man diesen Moment überhaupt bestimmen kann. Rechnet man die Aktienerträge auf und vergleicht sie mit dem aktuellen Rezessionsindikator des NBER (National Bureau of Economic Research), ist das Resultat eher unbedeutend. Vergleicht man sie jedoch mit der 4-Monats-Prognose des NBER-Indikators, ergibt sich ein anderes Bild. Der Grund hierfür ist eben, dass die Finanzmärkte häufig eine Rezession vorausberechnen. Wenn also ein baldiges Ende der Rezession erwartet wird, könnten Value-Aktien gut positioniert sein, um davon zu profitieren.

Anzumerken bleibt noch, dass der zusätzliche Ertrag aus einem Value-Investment im Verhältnis gesehen höher ist, als das Risiko, das mit ihm eingegangen wurde. Letztendlich könnte die Erklärung für die beobachtete Outperformance von Value-Werten auch eine Mischung aus Vernunft und irrationalen Anlegerverhalten sein.

Value-Aktien vs. allgemeiner Aktienmarkt in einer Rezession

