

## ANALYSE

## Diesmal dürfte das Comeback der Value-Aktien nachhaltig sein

Seit Anfang Jahr schlagen Value-Titel die Konkurrenz aus dem Wachstumsbereich. Allerdings ist seit fast zwanzig Jahren jeder Erholungsversuch gescheitert. Diesmal könnte es anders sein.

Gregor Mast

22.05.2025, 22.30 Uhr

Value-Anleger haben eine lange Durststrecke hinter sich. Seit dem Vorabend der globalen Finanzkrise Ende 2006 haben Wachstumswerte die Nase vorn. Während sich Letztere inklusive reinvestierter Dividenden in Dollar seither mehr als verfünffacht haben, hinkt der von MSCI berechnete Value-Index mit einem Plus von nicht ganz 180% deutlich hinterher.

Länger war die Durststrecke für Value-Aktien nie in den fast hundert Jahren, für die die beiden US-Professoren Eugene Fama und Kenneth French Daten erheben. In der Regel schneiden Value-Titel über einen langen Zeitraum besser ab als die Konkurrenz aus dem Wachstumsbereich, wie die relative Performance über rollierende Zehnjahresperioden zeigt:

### Längste Value-Underperformance der Geschichte



Dunkelblau sind Phasen, in denen Value-Aktien über zehn Jahre besser abschneiden als Wachstumswerte.

Seit einigen Monaten scheint sich das Blatt nun aber zugunsten von Value-Aktien zu wenden. Seit Anfang Jahr notieren sie, wieder inklusive Dividenden, 6,5% höher, während Wachstumswerte 0,8% eingebüsst haben. Kein Wunder, wird einmal mehr das Comeback des Value-Stils verkündet – wie schon mehrmals in den fast zwanzig Jahren des Hinterherhinkens. Bisher scheiterte jeder Versuch kläglich.

Das letzte erfolglose Revival datiert von 2022. Damals musste die US-Notenbank wegen der hartnäckig hohen Inflation die Zinsen überraschend schnell anheben, was auch die langen Sätze nach oben gezogen hat. In der Folge verloren die als zinsensitiv geltenden Wachstumsaktien – damals am prominentesten durch die Akronyme Faang und Fangman repräsentiert, die Titel wie Facebook (heute Meta Platforms), Google (heute Alphabet) oder Microsoft enthielten – deutlich an Wert, während Value-Papiere respektabel abgeschnitten haben.

## Der Hype um künstliche Intelligenz vertagt Value-Comeback

Doch dann sank die Teuerung deutlich, die US-Notenbank schritt zu Zinssenkungen, und mit den Verheissungen der künstlichen Intelligenz (KI) war ein neues Narrativ geboren, das eine leicht anders zusammengestellte Gruppe von Aktien befeuerte – die «Magnificent Seven», allesamt aus den USA. In der Folge stieg der US-Anteil in dem von MSCI berechneten Weltaktienindex auf fast 75%; noch nie war ein Land höher gewichtet. Das Value-Comeback wurde einmal mehr vertagt.

Besonders gesucht waren die Titel von Nvidia, die mit ihren leistungsfähigen Grafikchips den KI-Boom überhaupt erst ermöglicht hat. Seit dem Tiefst im Herbst 2022 haben die Valoren mehr als 1000% zugelegt, der Konzern wurde damit zum grössten kotierten Unternehmen der Welt. Nie war ein einzelner Titel in den USA dominanter als Nvidia – auch nicht vor der Grossen Depression der Dreissigerjahre und im Internetboom zur Jahrtausendwende.

### Nie war ein einzelner Titel dominanter als Nvidia



Die Grafik zeigt das Gewicht des grössten US-Titels im Verhältnis zur Marktkapitalisierung des Titels im 75igsten Perzentil.

Quelle: Goldman Sachs, BWM

Eine solch hohe Konzentration war in der Vergangenheit jedoch nie nachhaltig, egal, wie rosig die Wachstumsaussichten des jeweiligen Hypes auch waren, weil gerade im Technologiebereich die Disruptoren oft selbst Opfer von Disruption werden und ihren Wettbewerbsvorteil deshalb nicht verteidigen können. Einen ersten Vorgeschmack lieferte das chinesische Start-up DeepSeek, dessen KI-Assistent offenbar mit viel weniger Rechenaufwand vergleichbare Resultate erzielte wie die etablierten Modelle, was den Kurs der US-Technologieriesen im Januar prompt belastete.

Dazu sind die Wachstumserwartungen im Hype oft derart überzogen, dass die Unternehmen fast nur enttäuschen können. Georg von Wyss vom Schweizer Value-Manager BWM nennt als Beispiel den Netzwerkausrüster Cisco, der den Gewinn auch nach dem Platzen der Technologieblase zur Jahrtausendwende steigern konnte, «aber nie genug, um seine einst überhöhte Bewertung zu rechtfertigen». Deshalb notieren die Cisco-Valoren auch nach mehr als einem Vierteljahrhundert immer noch fast 25% unter dem Höchst aus dem Jahr 2000.

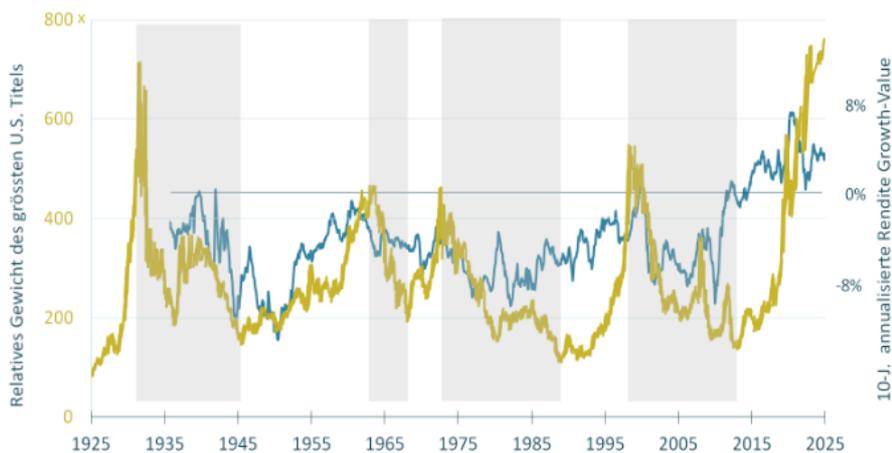
## Handelskonflikt hilft nicht

Nicht helfen dürfte der Handelskonflikt zwischen den USA und China, auch wenn er sich inzwischen temporär entschärft hat. So nahm Nvidia kürzlich wegen schärferer Exportrestriktionen einen Abschreiber von bis zu 5,5 Mrd. \$ auf den Lagerbestand von H2O-Grafikchips vor, die extra für den chinesischen Markt entwickelt wurden, nun aber nicht mehr dorthin verkauft werden können. Solche Überraschungen könnten sich häufen.

Die Kombination aus hohen Bewertungen, übertriebenen Erwartungen, dem Auftreten neuer Wettbewerber und dem

Aufkommen neuer Technologien dürfte der Hauptgrund sein, warum Value-Aktien in Phasen abnehmender Konzentration besser abschneiden als Wachstumstitel (vgl. Grafik). Umgekehrt haben Value-Titel in Phasen mit zunehmender Marktkonzentration das Nachsehen – so wie in den letzten Jahren.

### Phasen mit zunehmender Konzentration sind schlecht für Value-Aktien

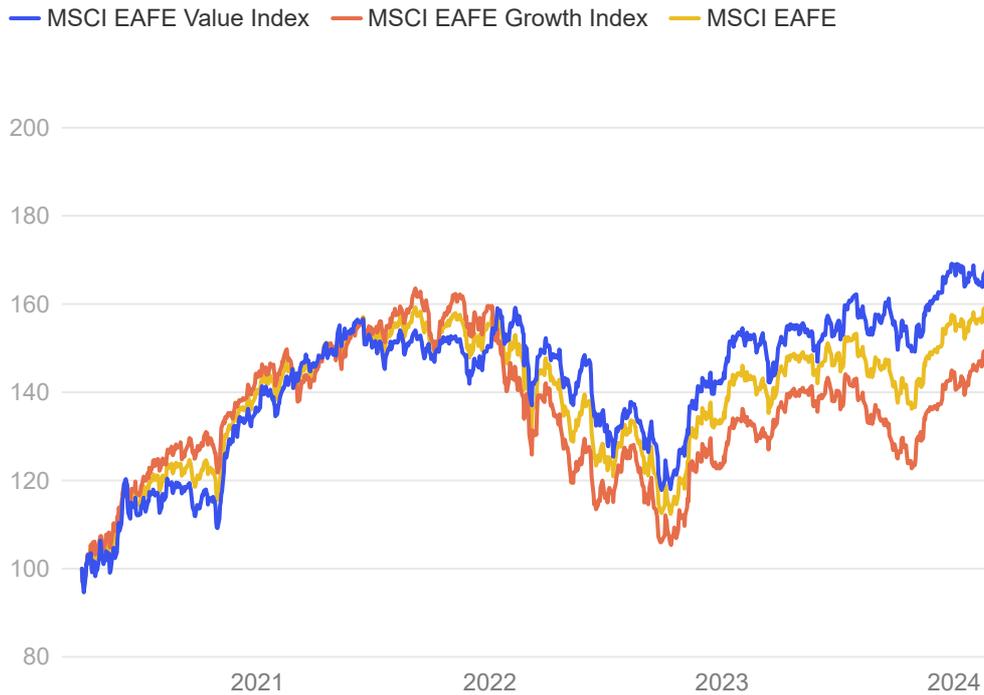


Die linke Skala zeigt das Gewicht des grössten US-Titels im Verhältnis zur Aktie im 75igsten Perzentil (olivgrüne Linie), die rechte Skala bildet die annualisierte Out- respektive Underperformance von Wachstums- zu Value-Aktien ab (blaue Linie).

Quelle: Goldman Sachs, BWM

Allerdings verschleiert die US-Dominanz in den weltweiten Indizes, dass der Value-Stil in anderen Regionen bereits seit längerem gut abschneidet. «Die Value-Renaissance hat vor fünf Jahren begonnen – zumindest ausserhalb der USA», sagt Alex Rauchenstein vom Schweizer Vermögensverwalter SIA. Tatsächlich hat der von MSCI berechnete Welt-Value-Index ohne die USA den Index für Wachstumswerte geschlagen:

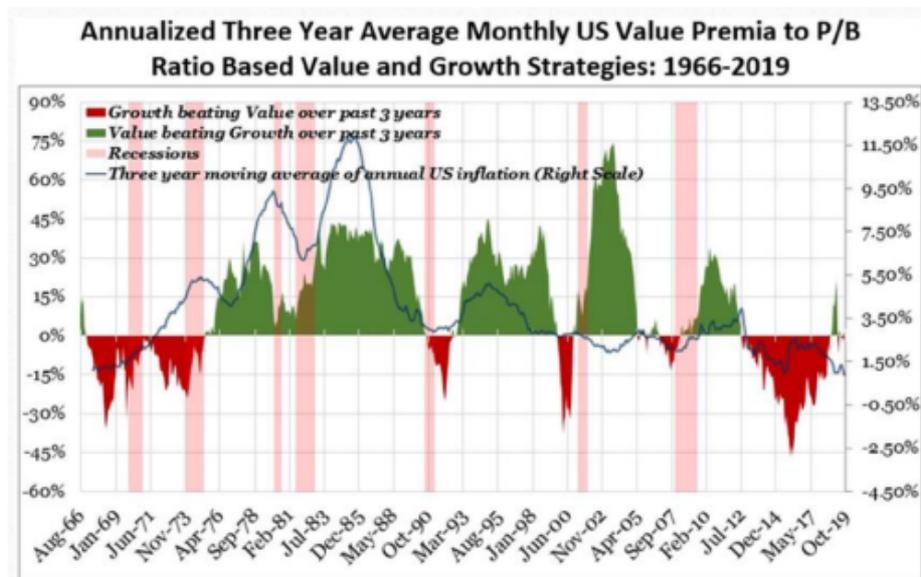
## Ausserhalb der USA schneiden Value-Aktien schon lange gut ab



Total Return Indices in \$, indexed. EAFE steht für Europa, Australien/Neuseeland und

Geht es nach Rauchenstein, wird sich der Value-Stil auch in den USA und damit in den weltweiten Indizes durchsetzen. Ein wichtiger Grund sei die dortige Inflation, die sich von ihren Nach-Corona-Höchst zwar zurückgebildet habe, aber mit 2,3% immer noch hartnäckig über dem Fed-Inflationsziel von 2% liege. «Liegt die durchschnittliche Inflation über drei Jahre höher als 2,5%, übertrifft der Value-Stil den Markt», sagt Rauchenstein mit Verweis auf eine Studie von George Athanassakos vom Ben Graham Centre for Value Investing:

### Value-Aktien schneiden bei hoher Inflation besser ab



Source: George Athanassakos. Ben Graham Centre for Value Investing. October 2021

Auf der linken Skala ist die Out- respektive Underperformance von Value- (grün) gegenüber Wachstumsaktien (rot) dargestellt, die rechte Skala zeigt die Entwicklung des Dreijahresdurchschnitts der US-Inflationsrate (blaue Linie). Rot schraffiert sind Rezessionsphasen.

Gemäss Rauchenstein wird die Inflation erhöht bleiben, weil wegen mangelnder Ersatzinvestitionen die Rohstoffpreise mittelfristig anziehen werden. Auch Stefan Rehder von der Münchner Investment-Boutique Value Intelligence Advisors glaubt nicht, dass die Teuerung dauerhaft in den Komfortbereich der Notenbanken zurückkehren wird. Das liege einerseits an der Deglobalisierung, die schon vor Donald Trump eingesetzt habe, durch den US-Präsidenten aber gezielt gefördert werde, auch wenn er bei seiner Zollpolitik wegen der Revolte des Anleihenmarktes einen (temporären) Rückzieher machen musste.

Dazu kämen die weltweite Aufrüstung und die Energiewende, die inflationär wirkten. Auch die Aussicht, dass Fed-Chef Jerome Powell dereinst durch einen Trump-Günstling ersetzt und die Rolle der Notenbank auf das Bereitstellen der vom Schatzamt benötigten Liquidität reduziert wird, dürfte die Inflation

antreiben, fürchtet Rehder. Das gelte umso mehr, als die Verschuldung der USA enorm hoch sei und wegen des in Friedenszeiten beispiellosen Defizits weiter steigen werde.

## Hohe Zinsen belasten Wachstumswerte

Rehder ist deshalb überzeugt, dass der jahrzehntelange Trend fallender Zinsen 2021 gedreht hat (vgl. Grafik). Ein Indiz, das diese These bestätigt, könnte das jüngste Verhalten des Anleihenmarktes während der Zollturbulenzen von Anfang April sein. Entgegen der Usanz bildeten sich die Renditen von länger laufenden Treasuries während des Börsenausverkaufs nicht zurück, um dann nach Entspannung der Lage deutlich anzuziehen. Dauerhaft höhere Sätze würden die Kurse der Börsenlieblinge belasten, deren Bewertung im Zuge der immer weiter sinkenden Zinsen stetig gestiegen ist.

## Der jahrzehntelange Abwärtstrend bei den Zinsen hat gedreht

Rendite zehnjähriger US-Treasuries in %



Obwohl Rehder der gängigen Definition des Value-Stils, die auf Bewertungs Vielfachen wie dem Kurs-Buchwert-Verhältnis basiert, wenig abgewinnen kann, wird er derzeit eher bei Aktien mit tiefem Kurs-Gewinn-Verhältnis fündig. Dies, weil solche Titel Schutz vor hohen oder gar steigenden Zinsen bieten, da die Gewinne weniger weit in der Zukunft anfallen und die Bewertungen deshalb weniger heiße Luft enthalten. Im Jargon spricht man auch von Titeln mit niedriger Duration. Letztere ist eine Risikokennzahl für Bonds und beschreibt die Kursreaktion auf steigende oder fallende Zinsen.

## **Die besten Gelegenheiten finden sich abseits des Mainstreams**

«Ein niedriges KGV ist nicht ein Plus an sich, sondern nur in Kombination mit Preissetzungsmacht und Qualität», gibt Rehder denn auch zu bedenken. Wegen der hohen Bewertung der Börsenlieblinge findet er die besten Gelegenheiten momentan abseits des Mainstreams und da oft bei Unternehmen, die unter temporären Problemen leiden. So mag er den Schweizer Schokoladenhersteller Barry Callebaut, der derzeit wegen hoher Kakaopreise unter Druck steht – ein Problem, das sich dank zusätzlich gepflanzter Bäume dereinst entschärfen dürfte.

## Barry Callebaut N (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/900296-4-1>)

Weitere Marktdaten hier (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/900296-4-1>)



Auch die Produzenten von Speicherchips gefallen ihm, weil den KI-Agenten dieses Jahr der Durchbruch gelingen sollte, was die Nachfrage nach den leistungsfähigeren Chips wegen der höheren benötigten Rechenleistung befeuern würde. Mit den Holding-Gesellschaften Samsung C&T und SK Square können die DRAM-Hersteller Samsung Electronics und SK Hynix, die zusammen mit der amerikanischen Micron Technology ein Oligopol bilden und schon für sich günstig sind, mit grossem Abschlag erworben werden.

Auf kleine Werte setzt aus Bewertungsgründen auch BWM, und zwar bevorzugt auf solche aus Europa. Zwar könnte eine erneute Verschärfung des Handelsstreits auf dem Alten Kontinent eine Rezession provozieren, doch «spätestens 2026 sollte das grosse Konjunkturpaket Deutschlands dies kompensieren», schreibt Georg von Wyss. Er ist mit Verweis auf die historische

Erfahrung zuversichtlich, dass Value-Aktien in einer Rezession oder auch in einer immer noch wahrscheinlichen Stagflation – also der Kombination aus schwachem Wachstum und hoher Inflation – gut abschneiden würden.

## **Bewertung sollte Umschichtungen nach Europa begünstigen**

Die Bewertungen des europäischen Value-Segments seien nach wie vor günstig genug, um Anleger anzuziehen, die nach Alternativen zum immer noch teuren US-Markt suchen, zumal er noch mit der erratischen Politik der US-Regierung zu kämpfen habe. Ein Titel, der sich schon länger im Portfolio von BWM findet, ist der des österreichischen Wasserkraftzulieferers Andritz, der kürzlich auch das Comeback unter die zwanzig günstigsten europäischen Qualitätswerte geschafft hat.

Rauchenstein setzt bei seiner Aktienselektion auf vier Kriterien, die alle das Wort «gut» enthalten: Wenn ein Unternehmen mit einem guten Geschäftsmodell, einem guten Management und einer guten Bilanz zu einem guten Preis – also günstig – zu haben ist, schlägt SIA zu. Zu diesen Werten zählt seit einigen Jahren der dänische Gebäudedienstleister ISS, der sich um die Reinigung, die Technik, die Sicherheit und die Verpflegung von Grosskunden wie Flughäfen, Spitälern oder Büroliegenschaften kümmert und regelmässig einen hohen freien Cashflow erwirtschaftet.

## ISS Rg (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/23834363-12-272>)

Weitere Marktdaten hier (<https://themarket.ch/boerse/aktien/no-region/no-list/23834363-12-272>)



Für das laufende Jahr erwarten die Analysten gemäss dem Datendienstleister Bloomberg von ISS einen Mittelfluss von gegen 3 Mrd. dKr. Bezogen auf den derzeitigen Unternehmenswert von 42,9 Mrd. dKr. errechnet sich eine Rendite des freien Cashflows von fast 7%, ein für ein Qualitätsunternehmen hoher Wert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis des für die nächsten zwölf Monate geschätzten Gewinns liegt bei 10,6 und damit weit unter dem Zehnjahresmittel von 17,5. Zu den grossen Anteilseignern zählen neben SIA auch BWM oder der US-Value-Investor Harris Associates.

Das Value-Comeback, sollte es denn nachhaltig sein, würde sich auch auf die derzeit so beliebten ETF auf den MSCI Welt auswirken, die bei einer Abnahme der hohen Marktkonzentration schlechter abschneiden würden als

Produkte, die jeden Titel gleich oder nach Kriterien wie einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis gewichten. Auch aktives Management, das wegen der Umschichtung in passive Strategien seit Jahren einen schweren Stand hatte, dürfte dann wieder stärker gefragt sein. An günstigen Gelegenheiten scheint es aktiven Fondsmanagern, die von den Indizes abweichen wollen, derzeit nicht zu mangeln.

**ANALYSE****ETF Navigator: Die Welt ist nicht genug**

Für Anleger waren ETF auf den Weltindex lange erste Wahl. Mit der neuen Unberechenbarkeit der Vereinigten Staaten wird das hohe US-Gewicht im Index zum Problem. Wie lässt es sich mindern? Zudem: ETF auf europäische Rüstungskonzerne an der SIX und Wetten gegen Dax-Neuzugänge.

Sandro Rosa 24.04.2025

**ANALYSE****ABB und Nike schaffen den Sprung in die Qualitätsauswahl**

The Market macht sich regelmässig auf die Suche nach vernünftig bewerteten Qualitätsunternehmen. In der Schweiz kommt es zu sechs Ein- und drei Austritten. Auch in Europa und den USA gibt es viele Auswechslungen.

Gregor Mast 08.05.2025





#### ANALYSE

### Andritz ist eine ziemlich grüne Aktie zum Discountpreis

Der österreichische Spezialanlagenbauer wird an der Börse zu Unrecht stiefmütterlich behandelt. Das konservativ geführte Unternehmen profitiert vom Trend zur Nachhaltigkeit und lockt mit überproportional steigenden Serviceumsätzen sowie hohen Kapitalrenditen.

Angela Maier 20.03.2025



#### INTERVIEW

### «Der Kursrückgang bei Kardex ist eine klare Kaufgelegenheit»

Im Interview erklären Kurt Boss und Kaspar Bürge von der Privatbank Baumann & Cie, warum sie Kardex gegenüber Interroll vorziehen, weshalb sie bei den Pharmaauftragsfertigern auf Siegfried setzen, wo sie Gewinne mitnehmen – und welche Titel auf ihrer Watchlist stehen.

Henning Hölder 11.05.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.