

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 32

- 18 Anleihen mit Inflationsschutz
- 19 «Schweiz braucht die Bilateralen»
- 22 «Pfund ist massiv unterbewertet»
- 22 SMI zwischen Stuhl und Bank

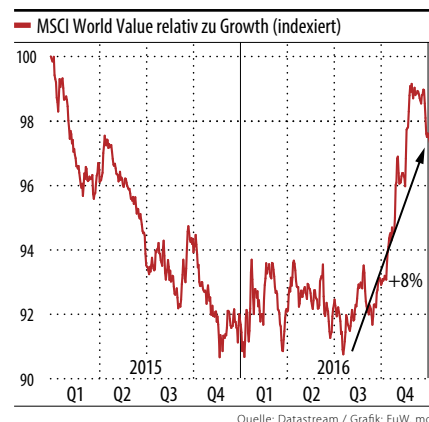
Diese Länder sind günstig bewertet

Die Value-Strategie hat sich 2016 eindrücklich zurückgemeldet. «Finanz und Wirtschaft» präsentiert die attraktivsten Börsen für das neue Jahr.

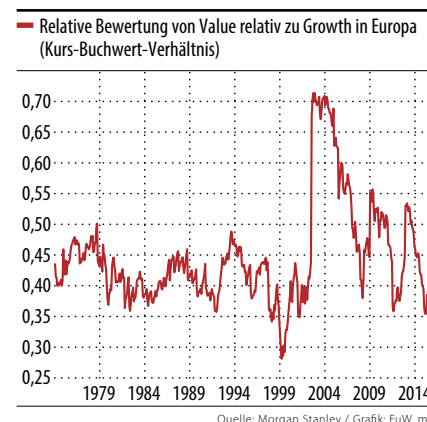


In Russland locken immer noch besonders günstige Aktien.

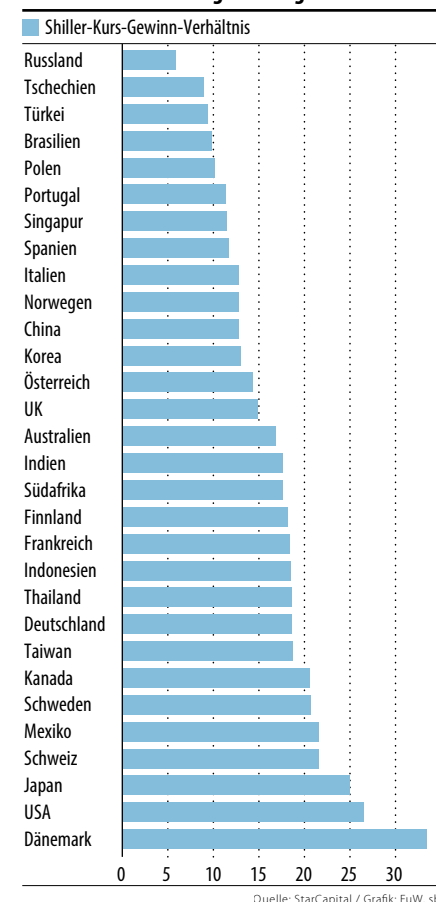
1 Value feiert Comeback



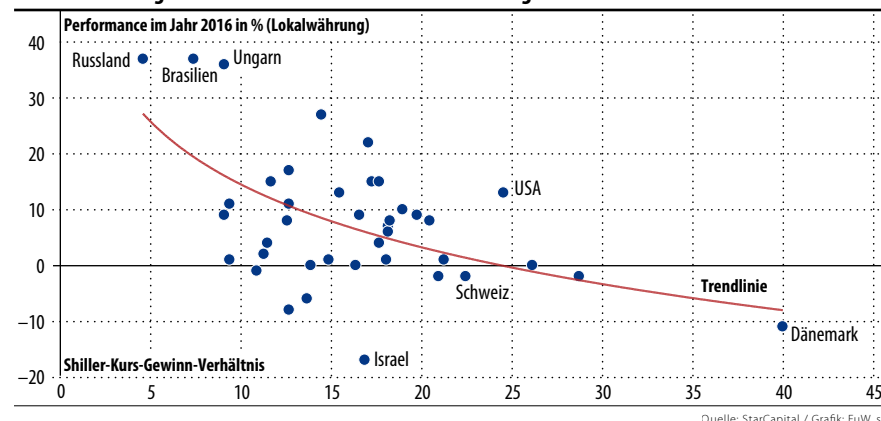
2 Value ist nach wie vor attraktiv



4 Russland am niedrigsten eingestuft



3 2016 war ein gutes Jahr für Märkte mit tiefer Bewertung



SANDRO ROSA

Value ist zurück – und wie. Seit Sommer 2016 zeigt der Trend von Substanzaktien steil nach oben. Weltweit haben sie die Wachstumstitel, die lange in der Gunst der Anleger standen, in den vergangenen sechs Monaten um nahezu 8% geschlagen (vgl. Grafik 1). Damit hat Value nach einer Durststrecke von rund zehn Jahren endlich wieder die Nase vorn. Hoffnungen auf ein Anziehen der Weltwirtschaft sorgten für Rückenwind, dominieren in den Value-Indizes doch tendenziell konjunktursensitive Werte wie Banken, Energiefirmen oder Autobauer.

Dadurch rückte das Sicherheitsbedürfnis der Anleger zuletzt wieder in den Hintergrund. Der Bewertung – und somit dem Value-Stil, bei dem es darum geht, in Unternehmen zu investieren, deren wahrer Wert deutlich unter dem Marktwert liegt – wurde wieder mehr Beachtung geschenkt (vgl. Textkasten). Die jüngste Value-Performance ist beeindruckend – und schürt gleichzeitig Befürchtungen, die Aufholjagd könnte schon bald wieder zu Ende sein. Zwar wäre eine Verschnaufpause keine Überraschung, doch gibt es gute Gründe, weshalb Value-Titel über weiteres Potenzial nach oben verfügen.

Denn es wäre höchst unüblich, wenn die zehnjährige, massive Underperformance durch eine Gegenbewegung von wenigen Monaten bereits wieder kom-

pensiert wäre. Laut Graham Secker von Morgan Stanley dauerten die Phasen der Value-Outperformance im Schnitt über zwei Jahre und resultierten in einer Mehrrendite von fast 30%. Zudem sind Substanzwerte im Bewertungsvergleich nach wie vor günstig (vgl. Grafik 2), wobei sich gleichzeitig ihre Gewinnaussichten merklich aufgehellt haben. Höhere Zinsen und Inflation sorgen – primär bei Banktiteln – ebenfalls für anhaltenden Rückenwind.

Ansatz hat 2016 funktioniert

In der Praxis setzen Anleger häufig auf Aktien, die etwa gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), dem Kurs-

Buchwert-Verhältnis (KBV) oder einer Kombination mehrerer Kennzahlen besonders günstig erscheinen. Dieser Ansatz lässt sich auch auf Länderebene umsetzen: Anstatt in die günstigsten Einzelaktien zu investieren, setzen Anleger hierbei auf die attraktivsten Länderindizes.

Im vergangenen Jahr hat diese Strategie funktioniert. Die teuren Länder blieben klar hinter den günstigsten zurück. So zeigt eine Auswertung Norbert Keimlings vom deutschen Vermögensverwalter StarCapital, dass die zehn Länder, die Anfang 2016 am günstigsten bewertet waren, im Jahresverlauf eine Rendite von durchschnittlich 15% abwarfen. Zur Bewertung der Länder stützt sich Keimling

auf das Shiller-KGV, das den aktuellen Kurs eines Index mit den durchschnittlichen inflationsbereinigten Gewinnen der vergangenen zehn Jahre vergleicht.

Attraktive Schwellenländer

Russland, Brasilien und Ungarn schwan- gen einem Zuwachs von jeweils rund 37% in Lokalwährung obenaus (vgl. Grafik 3). Bei den erstgenannten beiden Ländern konnten sich die meisten ausländischen Anleger zudem über einen positiven Währungseffekt freuen: In Dollar gerechnet warfen sie 58 (Russland) und 67% (Brasilien) ab. Die zehn teuersten Länderbarometer hingegen brachten es lediglich

auf eine Rendite von 3% – in Dollar resultierte gar ein Verlust von 1%.

Welches sind Anfang 2017 die attraktivsten Länder? Gemäss Norbert Keimling sind vor allem Schwellenländer auf den vorderen Rängen anzutreffen. Das überrascht wenig, haben sich doch zuletzt wieder viele Anleger wegen des stärkeren Dollars und der zunehmenden politischen Risiken aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgezogen.

Von den zehn günstigsten Märkten sind deren sechs Schwellenländer, wobei sie die Plätze eins bis fünf belegen (vgl. Grafik 4). Russland liegt mit einem Shiller-KGV von weniger als sechs – wie im Vorjahr – einsam an der Spitze, gefolgt von Tschechien (Shiller-KGV von rund 9) und der Türkei, die es mit einem Wert von 9,4 ebenfalls noch auf das Podest schafft. Von den Industrieländern reicht es Portugal (11,3), Singapur (11,4), Spanien (11,7) sowie Italien (12,7) für die Top Ten.

Diese Märkte mögen angesichts der negativen Nachrichten auf viele Anleger abschreckend wirken – aber das ist genau der Grund für die attraktive Bewertung. So wusste bereits John Maynard Keynes, dass es sich lohnt, gegen die herrschende Meinung zu investieren: «Denn sind sich alle über die Vorzüge einer Anlage einig, ist sie unweigerlich zu teuer und deshalb unattraktiv.» Zu letzteren zählen laut StarCapital Dänemark, Irland, die USA – und die Schweiz.

Worum geht es beim Value-Investieren?

Mit der Publikation des Standardwerks «Security Analysis» legten Benjamin Graham und David Dodd 1934 den Grundstein fürs Value-Investieren. Bei dieser Anlagephilosophie geht es darum, Unternehmen zu finden, deren tatsächlicher Wert deutlich unter dem Marktwert liegt – es wird also versucht, den Franken für 50 Rappen zu kaufen. Dann heisst es zuwarten, bis sich die Schere zwischen dem fairen Wert und dem Börsenkurs schliesst. Value-Investoren fokussieren oft auf Titel, die anhand gewisser Bewertungskennzahlen attraktiv erscheinen.

So selektiert der Indexanbieter MSCI für seine Value-Indizes diejenigen Aktien, die gemäss Dividendenrendite, Kurs-Buchwert- sowie Kurs-Gewinn-Verhältnis besonders günstig bewertet sind.

Bei Wachstumstiteln (Growth) hingegen spielt die Bewertung eine untergeordnete Rolle. Der Fokus liegt vielmehr auf dem Gewinn- und dem Umsatzwachstum. MSCI wählt für ihre Growth-Indizes diejenigen Unternehmen aus, die bei dem erwarteten und dem historischen Gewinnwachstum sowie bei der langfristigen Um-

satzentwicklung am besten abschneiden.

In der Vergangenheit waren Value-Strategien äusserst erfolgreich. Wer konsequent auf die 20% der Aktien mit dem niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) gesetzt hätte, hätte gemäss Barclays die teureren Wachstumswerte in den USA seit 1926 pro Jahr um rund 11% geschlagen. Diese Value-Prämie ist weltweit zu beobachten, wie zahlreiche akademische Untersuchungen belegen. Der Value-Effekt ist allerdings nicht konstant, sondern ist Zyklen unterschiedlicher Länge unterworfen.