

Defensive Aktieninvestoren sind langfristig im Vorteil

Börsen-Zeitung, 12.3.2016

Während zyklische Aktien wie z. B. Industrie- und Finanzwerte unter der Marktschwäche seit Anfang 2016 besonders gelitten haben, sind defensive Aktien wie Nestlé oder Coca-Cola relativ unbeschadet durch die jüngste Krise marschiert. Dass defensive Titel in turbulenten Marktphasen eine Überrendite aufweisen, überrascht nicht. Erstaunlich sind vielmehr ihre langfristigen Renditen. Die gute Entwicklung defensiver Werte in schwierigen Marktphasen ist intuitiv nachvollziehbar: Die entsprechenden Unternehmen bieten in der Regel stabile und gut prognostizierbare Gewinne, wodurch ihre Aktienkurse erheblich geringeren Schwankungen unterliegen.

Kein Renditemalus

Die empirische Kapitalmarktfor- schung zeigt darüber hinaus: Auch langfristig müssen Investoren für das deutlich geringere Risiko keinen Renditemalus in Kauf nehmen. Im Gegenteil: Aktien mit einem geringen Risiko liefern eine ähnlich hohe bzw. sogar höhere Rendite als Aktien mit einem hohen Risiko – d. h., es ist innerhalb des Aktiensegments möglich, die klassische Risiko-Rendite-Beziehung aufzubrechen. Für langfristige Investoren ist es nur konsequent, diese Situation zu nutzen und sich überwiegend in defensiven Aktienstrategien zu engagieren, anstatt klassische Aktieninvestments mit vollem Kursrisiko zu wählen.

Dies bedeutet aber nicht, dass Investoren zyklische Titel generell meiden sollten. Im langfristigen Durchschnitt weisen riskante Zykliker zwar keine Überrendite auf, sondern eher eine leicht schlechtere Rendite als der Gesamtmarkt – d. h.,

Investoren erhalten für das zusätzliche Risiko keine entsprechende Entlohnung. Aber es gibt immer wieder Zeiten, in denen sie eine deutliche Überrendite gegenüber dem Gesamtmarkt zeigen. In der Vergangenheit war dies vor allem nach Zeiten extremer Unsicherheit zu beobachten. Das ist intuitiv nachvollziehbar: In



Christian Funke

Vorstand Source
For Alpha

Zeiten großer Angst werden riskante zyklische Titel relativ billig, da Investoren sie meiden. In diesen Marktphasen liegen die Bewertungen zyklischer Titel in der Regel deutlich niedriger als die Bewertungen defensiver Aktien. Löst sich die Angst am Kapitalmarkt auf, baut sich die Bewertungsdifferenz stetig ab, bis zyklische und defensive Titel wieder ähnliche Bewertungsniveaus besitzen. Dieser Abbau der Bewertungsdifferenz bedeutet eine deutliche Überrendite der Zykliker.

Exemplarisch war das beschriebene Renditeverhalten unter anderem während der Euro-Krise zu beobachten: Ende Juli 2012 – zum Höhepunkt der Krise – waren riskante Titel im Durchschnitt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von gut 10 bewertet, während defensive Werte ein durchschnittliches KGV von ca. 15 aufwiesen. Dass die zykli-

schen Titel so viel günstiger waren, demonstriert die damalige Angst des Marktes vor einem Auseinanderbrechen des Euro. Aufgrund der danach folgenden, immer lockeren Geldpolitik hat sich die krisenbedingte Unsicherheit stetig abgebaut. Im Zuge dessen löste sich die Bewertungsdifferenz zwischen defensiven und



Max Zellhuber

Vorstand Top
Ten Financial
Network

zyklischen Titeln schrittweise auf, was eine deutliche Überrendite der zyklischen Titel zur Folge hatte. Der Abbau exzessiver Risikoprämien nach der Bereinigung von Krisensituationen hat auch nach anderen „Angstphasen“ deutliche Überrenditen zyklischer Aktien bewirkt. Exemplarisch sind dafür beispielsweise die hohen Renditen zyklischer Titel nach dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahre 2009 oder nach Beginn des Zweiten Irakkrieges im Jahre 2003 zu nennen. In der Vergangenheit war es für Aktieninvestoren somit häufig gewinnbringend, eine hohe Risikoaversion des Marktes zu „bedienen“ und sich in derartigen Situationen verstärkt in zyklischen Titeln zu engagieren.

Auf strategischer Ebene ist es also sinnvoll, vor allem defensive Aktien zu kaufen, um das Portfolio eventuellen Marktturbulenzen nicht voll aus-

zusetzen. Denn ein Blick auf die historischen Renditen defensiver Aktien zeigt, dass Investoren für das deutlich geringere Risiko keinen Renditenachteil in Kauf nehmen müssen. Defensive Aktien konnten in der Vergangenheit eine bessere Wertentwicklung verzeichnen als Aktien mit höherem Risiko. Auf taktischer Ebene spricht die hohe Risikoaversion des Marktes jedoch für eine phasenweise Übergewichtung zyklischer Titel. Denn historisch war es häufig dominant, in Zeiten eines negativen Markt sentiments eine offensive Portfolioallokation zu wählen, da zyklische Werte im Zuge der Krisenbereinigung eine deutliche Überrendite aufwiesen.

Investmentopportunität

Daraus ergibt sich im aktuellen Marktumfeld eine Investmentopportunität. Denn seit Beginn des Jahres hat sich die Bewertungsdifferenz zwischen zyklischen und defensiven Werten deutlich ausgeweitet. Das signifikant niedrigere Bewertungsniveau riskanterer Titel spiegelt eine hohe Angst bzw. Risikoaversion innerhalb des Aktienmarktes wider. Die absolute Höhe der Risikoaversion ist zwar nicht so ausgeprägt wie während der Finanz- oder Euro-Krise, aber dennoch sollte eine Normalisierung des Markt sentiments eine erhebliche Überrendite offensiver Aktien mit sich bringen. Dabei sollten Investoren beachten: Auch wenn zu erwarten ist, dass sich das Markt sentiment auf lange Sicht „normalisiert“, kann sich die Angst im Markt kurzfristig weiter verstärken. Diese potenzielle Sentimentverstärkung stellt bei offensiven Investments ein Risiko im Sinne einer zusätzlichen Minderrendite dar.