

Gute Chancen mit Zyklikern



CHRISTIAN FUNKE

Vorstand Source For Alpha

Christian Funke promovierte am Stiftungslehrstuhl Asset Management der EBS Business School. Ziel von Source For Alpha ist es, Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung für Kunden zu nutzen, um bei der Kapitalanlage Mehrwert zu generieren.



MAX ZELLHUBER

Vorstand Top Ten Financial Network

Max Zellhuber ist Vorstand und Gründungsmitglied des Finanzdienstleisters Top Ten Financial Network. Der Diplom-Betriebswirt verfügt über 30 Jahre Erfahrung in der Finanzbranche. Top Ten Financial Network bietet Asset Management, Finanzpartnerschaften und Fondskonzeption aus einer Hand an.

Angesichts von Nullzinsen und stark schwankenden Aktienmärkten braucht es Strategien, die nun auch in der Breite Privatanlegern zugänglich sind und eine attraktive Wertentwicklung mit einer Stabilisierung des gesamten Depots verbinden. Während zyklische Aktien wie etwa Industrie- und Finanzwerte unter der Marktschwäche seit Anfang 2016 besonders gelitten haben, sind defensive Aktien wie die multinationalen Konsumgütergiganten 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 die langfristigen Renditen dieser Werte: Die entsprechenden Unternehmen bieten in der Regel stabile und gut prognostizierbare Gewinne, wodurch ihre Aktienkurse erheblich geringeren Schwankungen unterliegen. Die empirische Kapitalmarktforschung 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. Es ist innerhalb des Aktiensegments also möglich, die klassische Risiko-Rendite-Beziehung aufzubrechen. Für langfristige Investoren ist es nur konsequent, das zu nutzen und sich überwiegend in defensiven Aktienstrategien zu engagieren.

Dies bedeutet aber nicht, dass Investoren zyklische Titel generell meiden sollten. Denn es gibt immer wieder Zeiten, in denen diese eine deutliche Überrendite gegenüber dem Gesamtmarkt aufweisen. In der Vergangenheit war dies vor allem nach Zeiten extremer Unsicherheit zu beobachten. In Zeiten großer Angst werden riskante zyklische Titel relativ billig, da Investoren sie meiden. 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 wäh-

rend der Eurokrise zu beobachten: Ende Juli 2012 – zum Höhepunkt der Krise – waren riskante Titel im Durchschnitt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von gut zehn bewertet, während defensive Werte ein durchschnittliches KGV von rund 15 aufwiesen.

Deutliche Überrenditen liefern auch zyklische Aktien

Dass die zyklischen Titel so viel günstiger waren, demonstriert die damalige Angst des Markts 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 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, etwa nach dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahre 2009 oder nach Beginn des zweiten Golfkriegs im Jahre 2003.

Auf strategischer Ebene ist es also sinnvoll, vor allem defensive Aktien zu kaufen, um das Portfolio eventuellen Marktturbulenzen nicht voll auszusetzen. Auf taktischer Ebene spricht die hohe Risikoaversion des Marktes jedoch für eine phasenweise Übergewichtung zyklischer Titel, etwa im aktuellen Marktumfeld: Seit Beginn des Jahres hat sich die Bewertungsdifferenz zwischen zyklischen und defensiven Werten deutlich ausgeweitet. Die absolute Höhe der Risikoaversion ist zwar nicht so ausgeprägt wie während der Finanz- oder Eurokrise, aber dennoch sollte eine Normalisierung des Marktsentiments eine erhebliche Überrendite offensiver Aktien mit sich bringen.

Dabei sollten Investoren beachten: Auch wenn zu erwarten ist, dass sich das Marktsentiment 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.