BANK FÜR VERMÖGEN

November 2021

# CIO VIEW

## Value versus Growth: ein Update

# Das Investment-Research der Bank für Vermögen

**Aktuelle Markteinschätzungen – fundierte Analysen und Hintergründe – kontinuierliches Research für Ihren Erfolg.**

*Ein Service für Partner der BCA-Unternehmensgruppe*

**Dr. Frank Ulbricht**
BfV-Vorstandsvorsitzender

# LIEBE PARTNERINNEN UND PARTNER,

## Growth- oder Value-Aktien?

Diese Frage wurde schon früher oft gestellt. Antworten auf die Frage, ob Growth oder Value, also welche Ansätze bei der Aktienauswahl zu bevorzugen sind, fallen schon deswegen auch weiterhin unterschiedlich aus, weil die Definitionen und Abgrenzungen nicht einheitlich sind. Die ausgeprägte Schwäche klassischer Value-Strategien hat in den vergangenen Jahren zu zahlreichen Neuinterpretationen und Weiterentwicklungen geführt. Auch wenn die daraus entwickelten Bewertungs- und Selektionsmethoden unterschiedliche Namen tragen (u. a. „modern Value", „profitable Value"), haben sie unisono dazu beigetragen, die Abgrenzung von Wachstums- und Qualitätsstrategien weiter aufzuweichen. Inzwischen liegt eine größere Zahl an Ergebnissen der „Value 2.0"-Ansätze vor und erlaubt erste Rückschlüsse.

Vereinzelte Ansätze zu einer Aufholjagd von Value-Aktien waren bereits 2020 zu beobachten. Regelrechte Umschichtungen von Growth- in Value-Aktien setzten aber erste Mitte Februar 2021 ein. Das Ausmaß der Kursverluste bei Wachstumsaktien einerseits bei einer gleichzeitigen Rallye von zyklischen Value-Aktien andererseits lässt Marktbeobachter von einer „(großen) Rotation" sprechen. Die Meinungen gehen weit auseinander bei der Frage, welches Ausmaß diese Rotation hat und wie weit die Aufholjagd der Value-Aktien reicht.

Um diese Frage zu beantworten, dürfte ein Blick auf die Auslöser und die Gründe für die Rotation hilfreich sein. Ein Teil der Einflussfaktoren hat Bestand. Es gibt Argumente sowohl für ein Ende der Rotation als auch für ihre Fortsetzung.

Neben eher taktischen Überlegungen für die kommenden Monate mahnen einige historische Betrachtungen zur Vorsicht. Die Lehren aus den vergangenen zehn Jahren stehen im Widerspruch zu den Lehren aus den vergangenen 150 Jahren. Eine allzu dogmatische Festlegung auf eine bestimmte Strategie ist gerade in dieser Situation gefährlich.

Ihr Dr. Frank Ulbricht

# VALUE UND GROWTH: ABGRENZUNGSFRAGEN

Das klassische Gegensatzpaar unter den Anlagestilen am Aktienmarkt bilden die Value- und die Growth-Strategie. Weil beide nicht einheitlich definiert sind, sondern in unzähligen Variationen auftreten, kann man eher von Strategiefamilien sprechen.

„Value“ (englisch „Wert“) steht für Ansätze, „unterbewertete“ Aktien zu suchen, also Aktien von Unternehmen, die gemessen an ihrer vorhandenen Substanz und der gegenwärtigen Gewinne einen zu geringen Börsenwert aufweisen. Je nach Definition werden weitere Kriterien wie eine

hohe Dividendenrendite, eine gute Wettbewerbsposition, überdurchschnittliche Profitabilität und eine stabile Gewinnentwicklung einbezogen. Value-Ansätze basieren auf der Annahme, dass der Markt den „wahren" Wert von Unternehmen bzw. deren Aktien, auch intrinsischer Wert oder „fair value" genannt, zeitweilig nicht erkennt, früher oder später aber diese „Unterbewertung" durch Kursgewinne schließt. Weil Value-Strategien stärker auf gegenwärtigen Größen, insbesondere der Substanz des Unternehmens, basieren, wird im deutschsprachigen Raum auch von Substanzwerten für Value-Aktien gesprochen.

„Growth" (englisch „Wachstum") steht im Gegensatz dazu für Ansätze, Aktien zu suchen, die überdurchschnittliches Umsatz- und Gewinnwachstum aufweisen. Je nach Definition werden auch dabei dem Gewinnwachstum vorauslaufende Kriterien, beispielsweise eine gute Wettbewerbsposition, oder dem Gewinnwachstum tendenziell nachlaufende Kriterien wie das Dividendenwachstum einbezogen. Gemeinsames Merkmal von Growth-Strategien ist, dass stärker auf zukünftiges Wachstum abgestellt wird, weil man annimmt, dass dies zukünftige Kursgewinne begründet. Damit beruhen Growth-Strategien stärker auf Erwartungen an zukünftige Entwicklungen.

Als Begründer des „Value Investing" gilt der US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler und Investor Benjamin Graham, der zusammen mit David Dodd 1934 das Buch „Security Analysis" veröffentlichte. Es gilt auch heute noch als Standardwerk des Value Investing und die Zahl der Fondsmanager, die sich auf die dort beschriebenen Konzepte berufen, ist groß.

Ein zentrales Konzept des Value Investing ist die sogenannte Sicherheitsmarge (englisch „margin of safety"). Dabei wird im Widerspruch zur akademischen Prämisse vollkommener Effizienz an den Kapitalmärkten angenommen, dass es eine Differenz zwischen dem „intrinsischen" oder „fairen" Wert einer Aktie und ihrem Kurs (Marktpreis) gibt. Während sich der Marktpreis aus Angebot und Nachfrage ergibt, lasse sich der innere Wert mithilfe der Fundamentalanalyse ermitteln. Je größer die so ermittelte Sicherheitsmarge ausfalle, desto kleiner sei das Risiko von Kursverlusten für den Aktienanleger. Heute wird die Sicherheitsmarge meist als „Unterbewertung" bezeichnet. Eine möglichst hohe Unterbewertung bietet nach dieser Auffassung ein gutes Chance-Risiko-Verhältnis.

Im weitesten Sinne kann deshalb jeder Ansatz, der einen inneren Wert annimmt und ihn mit dem aktuellen Preis (Börsenkurs) vergleicht, als Value-Ansatz bezeichnet werden.

Welche quantifizierbaren Größen und qualitativen Faktoren letztendlich in die Ermittlung des fairen Wertes einfließen und wie daraus der „fair value" zu ermitteln ist, ist eine vielschichtige Thematik, die verschiedenste, von ihren jeweiligen Vertretern als Value-Ansätze bezeichnete Strategien erlaubt. Insbesondere die Einbeziehung qualitativer Größen wie Geschäftsmodell, Wettbewerbsvorteile und Management unterliegt weitgehend subjektiven Einschätzungen. Damit gibt es keine scharfe Abgrenzung zum sogenannten „Quality Investing", das qualitativen Aspekten hohes Gewicht einräumt.

Somit bestehen sowohl hinsichtlich der verwendeten Kriterien als auch bezüglich der Einzeltitel, die ausgewählt werden, durchaus Überschneidungen zwischen den Strategiefamilien „Value", „Quality" und „Growth".

Wer die Erfolge von Value- und Growth-Strategien vergleichen will, braucht aber eine eindeutige Zuordnung von Aktien zu dem einen oder dem anderen Lager. Schnittmengen aus Aktien, die beiden Ansätzen zugeordnet sind, würden lediglich die Unterschiede zwischen beiden Gruppen statistisch verwässern. Um also eine gegebene Gesamtheit von Aktien eindeutig und überschneidungsfrei aufteilen zu können, wird in der Regel auf ein einziges Kriterium abgestellt: das Kurs-Buchwert-Verhältnis. So erfolgt insbesondere die Zuordnung von Aktien zu Value- oder Growth-Indizes in der Regel dadurch, dass die Hälfte der Aktien mit den niedrigeren Kurs-Buchwert-Verhältnissen den Value-Aktien (Substanzwerte) zugewiesen wird, während sich die Hälfte mit den höheren Kurs-Buchwert-Verhältnissen bei den Growth-Aktien (Wachstumswerte) wiederfindet. Diese Vorgehensweise ist kapitalmarkttheoretisch vertretbar, weil höhere Aufschläge auf den Buchwert ja nur mit höheren Wachstumserwartungen gerechtfertigt erscheinen.

Im engsten Sinne handelt es sich also nur dann um eine Value-Aktie, wenn ihr aktueller Preis (Börsenkurs) im Verhältnis zu ihrem Buchwert, also dem ausgewiesenen Eigenkapital dividiert durch die Anzahl der Aktien, in einem günstigen Verhältnis steht (beispielsweise unter dem Median der Kurs-Buchwert-Verhältnisse im betrachteten Anlageuniversum oder einem festgelegten Schwellenwert liegt).

Bei Growth-Ansätzen ist dagegen die Frage, zu welchem Aktienkurs (Preis) die (höheren) Gewinnerwartungen gekauft werden, sekundär. Growth-Investoren kaufen Aktien mit überdurchschnittlichem Gewinnwachstum und steigenden Gewinnerwartungen weitgehend unabhängig vom Bewertungsniveau.

# VALUE WIRD NEU INTERPRETIERT

Weil die Betrachtung von Kurs-Buchwert-Verhältnissen allein (wie bei der Bildung von Value-Aktienindizes) nach vorherrschender Auffassung nicht hinreichend ist, erfährt der Value-Ansatz eine ständige Variation und Weiterentwicklung. Im 20. Jahrhundert geschah dies in erster Linie durch Einbeziehung anderer gut quantifizierbarer Größen wie Umsatzerlöse, Cashflow und Gewinn (pro Aktie). Ziel all dieser erweiterten Modelle ist bis heute, eine bessere Indikation für den inneren Wert, den „fair value", zu erhalten.

Insbesondere in den vergangenen 20 Jahren wurden zunehmend auch qualitative Aspekte einbezogen. Dadurch ist die Überschneidung von „Value"-Ansätzen mit dem „Quality Investing" größer geworden, das seinerseits eine große Schnittmenge mit Growth-Anlagestrategien hat. Als Selektionskriterium gewinnen dabei „weiche" Qualitätsmerkmale an Gewicht, darunter ESG-Kriterien wie Governance (Qualität und Glaubwürdigkeit der Unternehmensführung).

Value-Investoren können sich bei der Einbeziehung von qualitativen Kriterien auf Benjamin Graham berufen, der die Qualitätsproblematik bei Aktien bereits in den 1930er-Jahren erkannte und eine Unterscheidung zwischen hochqualitativen und minderwertigen Aktien vornahm. Von ihm stammt auch die Beobachtung, dass die größten Verluste nicht dadurch entstehen, dass Qualität zu einem zu hohen Preis gekauft wird, sondern dadurch, dass man geringe Qualität zu scheinbar günstigen Kursen erwirbt.

Nach dem Platzen der „New Economy"-Börsenblase 2001/2002 und spektakulären Pleiten wie von Enron, Worldcom und Parmalat haben Qualitätsaspekte unter Investoren an Beachtung gewonnen. Die Merkmale sind allerdings noch weniger standardisiert als bei den quantifizierbaren Kriterien; vielmehr entwickeln Fondsmanager bzw. Investoren in der Regel eigene Kriterienkataloge. Erst durch den Bedeutungszuwachs von ESG-Ratings erfolgt zumindest in manchen Bereichen eine gewisse Vereinheitlichung der Beurteilungen. Kriterien, die inzwischen verstärkt Eingang in die Auswahl von Aktien finden, betreffen insbesondere die Finanzkraft (i. d. R. gestützt auf Bilanz- und Finanzkennzahlen), das Geschäftsmodell (u. a. Wettbewerbsvorteile, Verständlichkeit, Transparenz, Profitabilität, Kapitalintensität), das Marktumfeld (u. a. Wettbewerbsgrad, Marktgröße, -struktur und -wachstum) und das Management (Qualität, Fluktuation, Führungsorganisation, Führungsrhythmus, Kommunikation, Shareholder-Orientierung, Investor Relations).

Auch ausgewiesene Value-Investoren wie Warren Buffet (Berkshire Hathaway) und Jeremy Grantham (Grantham Mayo Van Otterloo & Co., kurz GMO) haben in den vergangenen Jahren wiederholt auf die Bedeutung von Qualität bei der Aktienselektion hingewiesen und ihre anfängliche Abneigung gegen Aktien, die nach klassischen Value-Kriterien zu teuer erschienen, abgebaut. Grantham warnte 2018 davor, allzu sehr darauf zu vertrauen, dass die Behauptung „This time is different" („Diesmal ist alles anders") immer falsch sei. Es könne sehr gefährlich sein anzunehmen, dass die Dinge nie anders sind. Grantham führte die beständige Höherbewertung amerikanischer Unternehmen über die letzten 20 Jahre auf eine dauerhafte Ausdehnung der Gewinnmarge zurück. Als Grund dafür führt er vor allem die Globalisierung an, die es vielen Unternehmen erlaubt habe, ihre Produktionskosten zu vermindern und sich auf die Entwicklung ihrer Marke zu konzentrieren. Dieses Verhalten habe die Entstehung von Quasi-Monopolen begünstigt, vor allem im Technologiesektor (Alphabet, Amazon, Apple, Facebook, Microsoft und andere). Gleichzeitig habe der Rückgang der kurz- und langfristigen Zinsen es den Unternehmen ermöglicht, sich eine wesentlich höhere Verschuldung zu leisten. Monopolmacht und niedrigere Zinsen seien für die im historischen Vergleich außergewöhnlich hohe Profitabilität verantwortlich, was wiederum das Kursniveau an den Börsen hoch gehalten habe. Grantham ging so weit, dass auch ein Value-Investor anerkennen müsse, dass sich die Welt geändert habe, wenn sich dieser Effekt als dauerhaft erweise.

MAX
VALUE
MIN

# DAS VALUE-COMEBACK: VIEL AUFHOLJAGD

Bei statistischen Auswertungen der Kursentwicklung des 20. Jahrhunderts haben Value-Aktien besser abgeschnitten als Growth-Aktien. Sowohl bei der Anzahl der Jahre, in denen ein Ansatz besser war, als auch bei den kumulierten Wertzuwächsen lag Value langfristig klar vor Growth. Value-Indizes schnitten in nahezu doppelt so vielen Jahren besser ab als Growth-Strategien. Eine Studie von HSBC bezifferte den langfristigen durchschnittlichen Mehrertrag von Value-Strategien gegenüber Wachstumsaktien auf 4,5 Prozent pro Jahr. Im Mittel folgten auf sieben gute Value- nur drei gute Growth-Jahre. Allerdings wechselte die Favoritenrolle in unregelmäßigen Abständen. Obwohl zyklische, also konjunkturabhängige Aktien mehrheitlich Value-Aktien sind, verlief deren Kursentwicklung insgesamt stetiger. Wachstumswerte erleben stärkere Schwankungen in der Gunst der Anleger. Dies korrespondiert mit der kapitalmarkttheoretischen Betrachtung, wonach die Schwankungen der Aktienkurse mit veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer an die Zukunft erklärt werden. Weil in Wachstumsaktien mehr Zukunftserwartungen eingepreist werden, variieren deren Kurse stärker mit sich verändernden Erwartungen. Substanzwerte stützen sich dagegen gemäß ihrer Definition stärker auf die gegenwärtige Substanz, die sich weniger schnell verändert als die Erwartungen an eine fernere Zukunft. Ein eindrucksvolles Beispiel dafür liefert die Bevorzugung von Wachstumsaktien in den späten 1990er-Jahren und ihre Underperformance ab dem Jahr 2000.

Nach der Finanzkrise 2007–2009 ist allerdings eine Umkehrung der Verhältnisse zu beobachten gewesen. Denn seit 2009 haben Substanzwerte deutlich schlechter abgeschnitten als Wachstumswerte. Und die Kursgewinne waren bei Growth-Aktien stetiger als bei Value-Aktien.

*Abbildung: Value- und Growth-Aktienfonds (global), zehn Jahre*
*Quelle: BfV-Research, Morningstar*

Letztere litten mehrfach deutlich stärker unter aufkommenden Ängsten um die konjunkturelle Entwicklung. Die Outperformance des Growth-Ansatzes seit der Finanzkrise wurde bislang nur von kurzen Phasen unterbrochen, in denen Value-Strategien für wenige Monate einen Teil ihres Rückstandes aufholen konnten. Nachdem es 2016 und 2017 zeitweilig wieder so aussah, als würde die Underperformance der Value-Titel enden, folgten mit 2018 und 2019 zwei Jahre, in denen Value erneut zurückfiel. Anfang 2020 unternahmen Substanzaktien einen neuen Anlauf, die entstandene Schere zumindest ein Stück weit zu schließen. Diesen Versuch machte aber die Coronapandemie und der von ihr ausgelöste Crash an den Aktienmärkten zunichte. Angesichts des scharfen Wegbrechens der Weltkonjunktur hatten Anleger einmal mehr Gründe dafür, zyklische Aktien zu verkaufen. Gleichzeitig wirkten die Shutdown-Maßnahmen in den meisten Ländern der Welt wie ein Katalysator für zahlreiche digitale, Internetgestützte Geschäftsmodelle. 2020 wurde somit zu einem Jahr, in dem der Vorsprung der Growth-Aktien unter Führung der großen US-amerikanischen Technologie-Konzerne noch schneller wuchs: Während der MSCI Growth ein Plus von rund 32 Prozent erzielte, wohlgemerkt einschließlich des Corona-Crashs, verblieb beim MSCI Value ein Minus von ungefähr eineinhalb Prozent.

Die Schere zwischen Growth und Value hat sich damit weiter denn je geöffnet. Es ist historisch gesehen ohne Beispiel, einen solchen Performance-Unterschied nur dadurch zu schließen, dass die zurückgebliebenen Assets stärker steigen. Vielmehr ist die Gefahr groß, dass es auch zu Kursverlusten bei den lange favorisierten Assets kommt. Statistisch ist deshalb ein Szenario denkbar – und fast schon überfällig –, bei dem es zu regelrechten Umschichtungen von Growth- zu Value-Aktien kommt. Auf den ersten Blick erscheint es unwahrscheinlich, dass die allseits beliebten großen US-Technologieaktien 10 bis 20 Prozent ihres Wertes verlieren, während gleichzeitig zuvor unpopuläre, überwiegend konjunkturabhängige Aktien um einen zweistelligen Prozentsatz steigen. Die Annahme einer früher oder später erfolgenden „Rückkehr zum Mittelwert“ legt aber genau das nahe.

# AUSLÖSER UND GRÜNDE FÜR DIE ROTATION

Das schlechte Abschneiden von Value- gegenüber Growth-Aktien ist maßgeblich von zwei Faktoren begünstigt worden, die seit der Finanzkrise vor 13–15 Jahren die Kapitalmärkte prägen:

**1. Konjunktur- und Krisenängste**
Die schwere Baisse vom Sommer 2007 bis Frühjahr 2009 war die zweite dreijährige Baisse innerhalb eines Zehn-Jahres-Zeitraums: Die bis dahin geltenden, aus Vergangenheitsstatistiken abgeleiteten Risikoszenarien wurden damit Lügen gestraft. Sowohl die „gefühlten" (weil selbst erlebten) als auch die empirisch-statistischen Risiken der Aktienanlage müssten höher angesetzt werden. Zudem verschwanden die Ängste vor neuerlichen Störungen der Weltwirtschaft und neuen Rezessionen nicht. Dies hat innerhalb der Asset-Klasse Aktie zu veränderten Präferenzen geführt: Bevorzugt wurden Aktien von Unternehmen, die als konjunktur- und krisenunempfindlich galten. Investoren waren bereit, für Qualität und Wachstum höhere Prämien zu zahlen, weil sie sich davon geringere Risiken versprachen. Diese Ausrichtung auf Qualitäts- und Wachstumsaktien erlebte zudem jahrelang einen Selbstverstärkungseffekt, weil die gute Performance von Technologie-/Wachstumsaktien diese Einschätzung vermeintlich bestätigte.

**2. Null- und Niedrigzinsumfeld**
Seit der schweren Baisse haben die Notenbanken in den etablierten Volkswirtschaften eine nie zuvor in diesem Umfang praktizierte Null-, Niedrig- oder sogar Negativ-Zins-Politik verfolgt. Rechnerisch ist bei Nullzinsen ein in ferner Zukunft liegender Gewinn genauso viel wert wie ein gegenwärtiger Gewinn. Erst bei steigenden Zinsen werden zukünftige Gewinne durch ihre Abzinsung auf die Gegenwart weniger wert. Bei Growth-Aktien sinkt im Falle eines Zinsanstiegs der Gegenwartswert der für die weitere Zukunft erwarteten Gewinne stärker als bei Substanzaktien. Denn bei Value-Aktien ergibt sich der faire Wert von Aktien aus gegenwärtigen oder für die nahe Zukunft erwarteten Größen wie dem Buchwert oder dem für das laufende Geschäftsjahr erwarteten Gewinn. Nullzinsen begünstigen also Wachstumsaktien und belasten indirekt Substanzwerte. Die Sorge vor irgendwann doch wieder steigenden Zinsen hatte schon in den vergangenen Jahren vorübergehend für Nervosität bei den großen Wachstumsaktien gesorgt.

Im November vergangenen Jahres verstärkten die Nachrichten, dass bald wirksame Coronaimpfstoffe verfügbar sein würden, die Erwartung einer weitreichenden Erholung der Weltkonjunktur im Jahr 2021. Dies führte zu einer Kursrallye bei solchen Aktien, die unter den Lockdown-Maßnahmen besonders gelitten hatten. Auch zyklische, also konjunkturabhängige Aktien profitierten erwartungsgemäß. Wachstums- und Technologieaktien stiegen in dieser Phase zwar nicht so schnell, hatten sich aber zuvor schon zügiger vom Crash im März 2020 erholt. Eine regelrechte Rotation, also Umschichtungen, war zu diesem Zeitpunkt noch nicht zu beobachten.

Dazu kam es ab Mitte Februar 2021. Die Kapitalmarktzinsen waren schon seit dem Sommer 2020 gestiegen, nachdem sie infolge der Coronakrise auf Rekordtiefs gefallen waren. Die Rendite von US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit war von nur 0,5 Prozent schon auf 0,92 Prozent zum Jahreswechsel gestiegen. Auswirkungen auf den Aktienmarkt hatte das noch nicht. Zum Beginn des neuen Jahres wurde aber die Ein-Prozent-Marke übersprungen, der Renditeanstieg beschleunigte sich phasenweise auf über 1,5 Prozent und erreichte Ende März sogar schon 1,75 Prozent. Das war der Trigger, um die Rotation auszulösen. Schon vorher hatten sich viele Fondsmanager festgelegt: Die fallenden Zinsen hatten die Bewertungsausweitung von Wachstumsaktien ermöglicht – frei nach dem Motto: „Je niedriger der Abzinsungsfaktor, desto besser."

In einigen Strategien zieht ein positives Momentum der Value-Aktien prozyklische Investments nach sich. Bei im Durchschnitt ungewöhnlich niedrigen Barreserven der Aktienfonds muss das Geld für den Kauf von Value-Aktien durch Gewinnmitnahmen bei den sehr gut gelaufenen Wachstums- und Technologieaktien freigesetzt werden.

# KURZ- UND LANGFRISTIGE ÜBERLEGUNGEN

Von den möglichen Triggern, die die Hausse der großen US-Technologieaktien beenden würden, galt ein Anstieg der Kapitalmarktrendite als ein wahrscheinlicher Auslöser. Kurzfristig dürfte die Entwicklung von Growth- und Tech-Aktien deshalb weiterhin vom Verlauf der Kapitalmarktzinsen abhängig sein. Die Perspektiven der zyklischen Value-Aktien bleiben naturgemäß mit deren wirtschaftlicher Entwicklung verbunden, also vor allem mit den konjunkturellen Strömungen. Diese dürften sich auf den Zins und die Inflationsneigung auswirken, was weiterhin für eine gewisse Gegenläufigkeit von Value- und Growth-Aktien spricht.

Die Inflationsraten werden kurzfristig auf dem aktuell hohen Niveau verbleiben, was am Rentenmarkt zumindest für anhaltende Nervosität sorgen dürfte. Auch wenn die Notenbanken die Märkte bislang recht erfolgreich beschwichtigen und die Marktteilnehmer mehrheitlich nicht davon ausgehen, dass Inflation auf Sicht mehrerer Jahre ein Belastungsfaktor wird, ist das bei der sich abzeichnenden Dynamik des Konjunkturaufschwungs, insbesondere in den USA, andererseits auch nicht auszuschließen. Viele der deflationär wirkenden Faktoren dürften indes weiterhin vorhanden sein, sodass die vorherrschende Markterwartung eines nur vorübergehenden Inflationsanstiegs durchaus rational erscheint.

Mittel- bis längerfristig ist die noch bestehende Konzentration vieler Anleger auf relativ wenige große, meist US-amerikanische Technologiekonzerne ein von vielen unterschätztes Klumpenrisiko. In der Geschichte der Aktienmärkte gab es immer wieder eine Favorisie-

rung bestimmter Branchen. Fast immer wird die damit verbundene überdurchschnittliche Bewertung mit der herausragenden, vermeintlich nicht angreifbaren Marktstellung dieser Konzerne und ihrem dauerhaften Wachstum begründet. Der Glaube an dauerhaft hohes Gewinnwachstum erwies sich allerdings über längere Zeiträume ausnahmslos als falsch, ob bei den Übersee-Handelsgesellschaften 1720, bei amerikanischen Eisenbahnaktien Anfang des 20. Jahrhunderts, bei den „Nifty Fifty" (US-Large-Caps der 1960er- und 1970er-Jahre), bei japanischen Konzernen Ende der 1980er oder bei den „New Economy"-Aktien Ende der 1990er. Auch die Quasi-Monopole von Konzernen wie Alphabet, Amazon, Apple, Facebook und Microsoft dürften sich nicht als so unangreifbar erweisen, wie viele heute noch annehmen, und selbst die hohe Gewichtung von US-Aktien im Weltaktienindex ist nicht in Stein gemeißelt: Ende der 1980er-Jahre war die Marktkapitalisierung japanischer Aktien höher als die von US-Aktien. Und Anfang des 20. Jahrhunderts war Großbritannien das Land mit der höchsten Marktkapitalisierung.

Investoren können den Aufstieg ganzer Branchen mit Growth-Strategien nutzen. Allerdings sollten sie sich nicht durch die steigende Marktkapitalisierung verleiten lassen, prozyklisch immer einseitiger auf eine Fortsetzung dieser Trends zu setzen. Langfristig war die „gefühlte Sicherheit" bei Wachstumswerten mit hoher Bewertung höher als die tatsächliche Sicherheit. Der Anteil an Value-Strategien, die antizyklisch auf unpopuläre Werte setzten, sollte deshalb im Rahmen eines ausgewogenen Portfolios nicht zu klein sein.

Risiken:

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u. a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurückerhalten. Die Kosten der Anlage wirken sich negativ auf die Performance aus und werden Ihnen bei Abschluss von Ihrem Berater detailliert dargelegt.

Wichtige Hinweise:

Bitte beachten Sie, dass es sich bei dieser Unterlage um werbliche Informationen allgemeiner Art und nicht um eine vollständige Darstellung bzw. Finanzanalyse eines bestimmten Marktes, eines Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des jeweils aufgeführten Finanzinstruments handelt. Die in dieser Unterlage wiedergegebenen Informationen und Meinungen wurden am angegebenen Datum erstellt. Sie werden zu Informationszwecken als Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung weitergegeben. Sie dienen nicht als Angebot, Anlageberatung oder eine generelle oder individuelle Empfehlung der BfV Bank für Vermögen AG, hier dargestellte Kapitalanlagen zu kaufen, zu halten, zu verkaufen oder in sonstiger Weise damit zu handeln, und begründen kein vertragliches Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Alle Informationen stammen aus bzw. basieren auf eigenen Recherchen. Etwaig dazu verwendete oder enthaltene Daten stammen aus Quellen, die die BfV Bank für Vermögen AG als zutreffend erachtet, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Aktualität aber keine Gewähr übernommen wird. Die BfV Bank für Vermögen AG lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung der in dieser Unterlage gegebenen Informationen ab. Wir weisen darauf hin, dass etwaige enthaltene Finanzanalysen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und keinem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung unterliegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen können schwanken, steigen oder fallen und es besteht die Möglichkeit, dass Sie bei Rückgabe der Anteile nicht den vollen investierten Betrag zurückerhalten bzw. bei bestimmten Produkten die Rückgabe zeitweise nicht möglich ist. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die hier enthaltenen Informationen können eine auf individuelle Bedürfnisse zugeschnittene Beratung nicht ersetzen und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Insbesondere hängt auch die steuerliche Behandlung einer Investition von Ihren persönlichen Verhältnissen ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Bitte beachten Sie, dass für Sie nach Ihren persönlichen Anlagewünschen alternative Anlageformen sinnvoll sein können. Maßgeblich für den Kauf sind allein die jeweiligen Anlage-/Emissionsbedingungen nach den gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese können Sie für die in dieser Unterlage enthaltenen Investitionsmöglichkeiten bei der BfV Bank für Vermögen AG kostenlos erhalten. Diese Unterlage ist zur Verwendung nach deutschem Recht in Deutschland bestimmt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der BfV Bank für Vermögen AG weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden.

Stand: Mai 2019

**BfV Bank für Vermögen AG,** Hohemarkstraße 22, 61440 Oberursel
Tel. +49 (0) 61 71 9150-500, Fax +49 (0) 61 71 9150-501, E-Mail: info@bfv-ag.de, Internet: www.bfv-ag.de