



### ARC ALPHA Equity Story Leaders

#### Wie nachhaltig ist die Growth-to-Value Rotation?

„Endlich!“ scheinen die seit der Finanzkrise gebeutelten Value-Investoren zu rufen. Dabei schien doch 1990 durch Nobelpreisträger Prof. Eugene Fama und seinen Kollegen Kenneth French mit ihren Fama-French-Faktorenmodellen der Mehrwert und damit die Alpha-Tauglichkeit des Faktors „Value“ gegenüber einem Gesamtmarkt bewiesen. Die Finanzkrise aber änderte diese „Regel“. Attraktiv waren nicht mehr günstige, zyklische Unternehmen mit hohem Substanzwert, sondern dynamische Wachstumsunternehmen, oftmals weniger zyklisch. Kapitalströme favorisierten seither nicht mehr den langjährigen Ausbau von Ölfeldern oder Rohstoffminen, sondern den schnelleren Dollar mit Geschäftsmodellen im Internet. In der Folge hat ein Großteil der IT-Unternehmen vor allem in den US-amerikanischen Aktienindizes für das zugegebene beeindruckende Wachstum auch astronomisch hohe Bewertungen erreicht. War die Rotation also überfällig?

Es ist naheliegend, dass das seit 30 Jahren vorherrschende Umfeld sinkender bzw. historisch niedriger Zinsen die Attraktivität von Wachstumsunternehmen relativ begünstigt hat. Bei diesen Unternehmen oftmals weit in der Zukunft liegende Gewinne, konnten mit niedrigeren Zinsen abgezinst werden, was deren Barwert im Vergleich zu klassischen Value-Titeln erhöhte. Die seit Mitte letzten Jahres beobachtete Inflation und in der Folge sich ausprägende Zinserhöhungsängste können durchaus als Katalysator für die einsetzende Rotation verstanden werden. Angesichts sich ändernder Szenarien bei der Zinsentwicklung schien ein „weiter so“ bei den Bewertungen der Wachstumstitel nicht gerechtfertigt.

Nun ist Wachstum nicht gleich Wachstum – der Markt differenziert seither zwischen unterschiedlichen „Wachstumsarten“, welches durch den Verlauf übergeordneter Aktienindizes in großen Teilen verdeckt wird. So legte der US-amerikanische S&P500 im Jahresverlauf 70mal einen neuen historischen Höchststand hin, während bereits ein Drittel seiner 500 Aktien mehr als 20 % von ihrem Höchststand verloren haben, also per Definition in einem Bärenmarkt sind. 40 % aller Unternehmen des mehr als 3.500 Mitglieder zählenden NASDAQ Composite Index haben sogar mehr als 50 % an Wert verloren. Die Indizes hingegen steigen, steigen, steigen und verdecken die seit Mitte letzten Jahres erfolgende heftige Korrektur. Ursache für diese auf aggregiertem Indexniveau als von der Realität losgelösten Entwicklung liegt in der Struktur der Indizes, die Unternehmen rein nach ihrer Marktkapitalisierung zu berücksichtigen.

Blicken wir exemplarisch auf den MSCI Welt, der von vielen Marktteilnehmern als Benchmark genutzt aber auch über ETFs mit dem Ziel eines möglichst breit gestreuten Investments in eine globale Auswahl von Unternehmen investiert wird. Die Wirklichkeit ist in der Tat anders – zwar sind im Index mehr als 1.600 börsennotierte Unternehmen enthalten, den Großteil mit mehr als 70 % stellt aber die USA. Der Rest teilt sich auf Unternehmen westlicher Industrienationen auf, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt – China – spielt keine Rolle. Aber auch die 70 % USA sind alles andere als breit gestreut. Fast 20 % Gewicht des 70%-USA-Anteils wird von lediglich fünf Unternehmen gestellt – Apple, Microsoft, Amazon, Facebook (Meta) und Alphabet. Diese und die Aufsteiger Tesla und Nvidia waren und sind Treiber dieses Index, vielleicht sogar Schicksal des Index, falls die laufende Rotation auf diese größten Titel überschwappt.

Bislang konzentriert sich die Rotation „raus aus Growth“ vor allem auf jene Wachstumsunternehmen, die aktuell wenig Umsätze und selten Gewinne, meistens kräftige Verluste ausweisen. Diese sind oftmals in Disruptionsbranchen zu finden, wo sich Gewinner und Verlierer erst noch separieren müssen. Der Investmentcase ist eher visionär statt fundamental begründet – der erlebte Abverkauf ist daher rational und folgt einerseits den gesehenen Überbewertungen, andererseits dem potenziell neuen Zinsumfeld. Dennoch erscheinen -50 % bei einigen Titeln schon wieder übertrieben, weshalb es vielleicht nicht zu einer Gegenreaktion, zumindest zu einer selektiven Neubewertung und somit Kursanstiegen kommen könnte. Für den Fall, dass angesichts der sich abzeichnenden weltwirtschaftlichen

Schwäche das Zinsthema wieder etwas abkühlt, könnte eine Erholung auch rasanter erfolgen. Aber die grundsätzliche Schwäche dieser Titel bleibt – das Kurspotential richtet sich eher nach Visionen als nach harten Fakten aus, Volatilität bleibt ständiger Begleiter.

Die zweite Wachstumsgruppe, die teilweise unter der Rotation leidet, sind sogenannte QGARP-Titel (Quality Growth At a Reasonable Price), also Unternehmen hoher Qualität mit hohen Margen, hoher Umsatz- und Gewinntransparenz, die aber teilweise in den Abwärtsstrudel der anderen Technologiewerte geraten sind. Hier zeichnet sich am ehesten eine schnelle Erholung ab, wenn der Markt erkennt, dass selbst erwartete Zinsanstiege von 2 % diesen Unternehmen wenig schaden. In unserer Aktienselektion konzentrieren wir uns vorwiegend auf diese Unternehmen, denn sie haben prinzipiell defensive Qualitäten und das Potenzial in die dritte Wachstumsgruppe hineinzuwachsen.

Die dritte Wachstumsgruppe besteht aus Unternehmen wie Apple, Microsoft, Amazon, Facebook oder Alphabet. Es sind Unternehmen, die in der heutigen öffentlichen Wahrnehmung durchaus mit den „Hübschen 50“, den Nifty-Fifty-Aktien der 70er Jahre verglichen werden können. Die Nifty-Fifty konnten während der Ölkrise den Großteil des Marktes über lange Zeit signifikant outperformen. Ihre Markenbekanntheit und ihre Marktmacht führten zur Wahrnehmung, auch im absoluten Krisenumfeld unverletzlich zu sein. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die Coca-Colas jener Zeit stiegen auf 50-80. In der heutigen Zeit haben wir keine Nifty-Fifty, aber Nifty-Five und diese genannten fünf Unternehmen zeigen vergleichbar hohe Qualitäten wie hohe Bewertungen. Daneben sind diese Unternehmen gleichzeitig Pandemiegewinner, ESG- und ETF-Profitoren, was die Erfolgsgeschichte beschleunigte und stabilisierte. Im Wesentlichen haben diese Unternehmen dazu geführt, dass die Indexniveaus trotz heftiger Verwerfungen und Ungewissheiten weiter stiegen.

Wann wird die Rotation die Nifty-Five erreichen? Die erste Handelswoche im neuen Jahr hat schon gezeigt, dass das Jahr 2022 für die Top5 Unternehmen der Welt nicht zum Selbstläufer wird. Beeindruckt von der bisherigen Rotation gibt es auch bei diesen Titeln erste Umschichtungen, das Ausmaß dürfte aber eher die Wechselwirkung aus kommenden Quartalsberichten, der Zinsentwicklung und – immer wichtiger – das Mittelaufkommen der ETFs bestimmen. Ein weiterer Ausbau des ESG-Hypes kann eine unterstützende Rolle spielen, da diese Werte in den meisten Nachhaltigkeitsportfolios gehalten werden. Daneben spielen auch geopolitische Aspekte eine Rolle. Geopolitik ist die meistgenannte Sorge unter den Anlegern für das Jahr 2022 – wachsende Ungewissheiten könnten den Investmentcase der Top5 durchaus weiter stützen. Ein besonderer Belastungsfaktor hingegen könnte sich aber aus „Regulierung“ ergeben. Nicht zum ersten Mal werden diese Unternehmen Angriffsziel der Administrationen zahlreicher Länder, seien es Aspekte zum Datenschutz, Kartellrecht angesichts nahezu monopolistischer Geschäftsmodelle und natürlich auch Steuerfragen (Stichwort globale Mindeststeuer oder Digitalsteuer). Wir haben daher nur wenige dieser Titel im Portfolio und auch nur mit einem deutlich geringeren Gewicht als im Index MSCI Welt.

Andererseits – reicht es in dieser Marktphase aus, ein Value-Titel zu sein? Aktuell trägt die Rotation Züge einer Mean-Reversion – Titel mit hohen Gewinn-Multiples werden verkauft, Unternehmen mit günstigem KGV oder Preis-Buch-Verhältnis gekauft. Vor allem Banken, Energie, Rohstoff- und Autotitel gehören zu den Profitoren. Was so einfach aussieht, dürfte sich aber über die kommenden Monate differenzieren. Zum einen wird die Entwicklung der Inflations- und Zinslandschaft deutlicher, zum anderen gewinnen die Anpassungsmechanismen an Corona und Lieferkettenstörungen mehr an Transparenz. Erwähnenswert bleiben auch die von den Regierungen angekündigten aber teilweise noch stockenden Infrastrukturpakete. Daher pauschal auf günstige Branchen zu setzen erscheint uns nicht ausreichend. Vielmehr kommt es auf das Geschäftsmodell jedes einzelnen Unternehmens an, ob es jenseits seiner günstigen Bewertung auch tatsächlich von den weltwirtschaftlichen Entwicklungen, möglichst wenig schwankungsanfällig, profitieren kann. Und da gibt es durchaus Schnittmengen zwischen „Value“ und überzeugenden Wachstumsperspektiven. Diese finden sich bei Rohstoffminen als Bereitsteller von Kupfer für die weltweite Digitalisierung bis hin zum Chemiekonzern, der viele Technologien im Kampf gegen den Klimawandel überhaupt erst ermöglicht – also sogenannte „Enabler“.

Das Jahr 2022 dürfte nach 15 Jahren Fokus auf reine Wachstumstitel einen Mix aus einer Selektion von „Value“ und „Growth“ begünstigen, der trotz gegebener Unsicherheiten am besten von den langfristigen Trends profitieren kann.

## Unser Fonds per 31.12.2021

Die Wertentwicklung unseres auf durchschnittlich 30 Titel konzentrierten Fonds in Höhe von +21,19 % (H-Tranche) für das Börsenjahr 2021 liegt zwischen den Aktienindizes DAX (+15,79 %) und MSCI Welt (+21,82 % in USD, +31,07 % in Euro).

Besonders zufrieden sind wir mit der gegenüber gängigen Indizes sehr niedrigen Volatilität (gemessene Wertschwankungen) unseres Fonds mit lediglich 10,94 %. Damit haben wir unser Investmentziel erfüllt, durch starken Fokus einerseits auf die Ausgewogenheit der Themen und andererseits auf die Qualität der selektierten und allokierten Unternehmen auch in schwierigeren Marktphasen niedrigere Wertschwankungen zu bieten.

Aktuell sind 31 Unternehmen investiert, die sich ausgewogen über globale Trends von Agrarrevolution bis hin zur innovativen Wasserversorgung verteilen, wobei aktuelle Marktführer gegenüber vermeintlich zukünftigen Gewinnern bevorzugt werden. Von der im Sommer letzten Jahres einsetzenden Rotation von „Growth“ in „Value“ Unternehmen waren wir durchaus negativ betroffen, da wir wegen unserer thematischen Zukunftsausrichtung überdurchschnittlich in Wachstumsunternehmen investiert sind. Andererseits konnten aber auch unsere eher „Value“-lastigen Unternehmen aus dem Chemie- und Rohstoffbereich im Portfolio profitieren, die wir nachhaltig als sogenannte „Enabler“ im globalen Digitalisierungs- und Transmissionsprozess einstufen.

Unser Fonds (H-Tranche) konnte im letzten Quartal 6,75 % zulegen.

Zu den Jahresgewinnern gehörten Alphabet (USA) mit +80,66 %, Generac (USA) mit +68,61 % und Microsoft (USA) mit +66,73 %. Zu unseren Jahresverlierern gehörten Ping An Insurance (China) mit -34,63 %, Tencent Holdings (China) mit -16,16 % und Compugroup Medical (Deutschland) mit -8,80 %. Insbesondere die oft als China-Proxys gehandelten Ping An und Tencent litten unter dem Ausverkauf der chinesischen Börse im letzten Jahr und haben sehr attraktive Bewertungsniveaus erreicht, sodass wir an diesen Positionen festhalten.

Unsere fünf größten Portfoliogewichte zum Jahresende 2021 waren: Microsoft (USA) 4,4 %, Alphabet (USA) 4,2 %, Schneider Electric (Frankreich) 4,2 %, Thermo Fisher (USA) 4,1 %, Linde (mittlerweile Großbritannien) 3,8 %.

*Frankfurt am Main, 19. Januar 2022, Thomas Böckelmann*

## Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Werbemitteilung. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Die Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH übernimmt keine Gewähr dafür, dass eventuell im Rahmen des Fonds-Insights abgegebene Marktprognosen erzielt werden. Das Urheber- bzw. Leistungsschutzrecht bleibt bei der Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH. Die Veränderung und Bearbeitung außerhalb der Grenzen des Urheberrechts in anderen elektronischen oder gedruckten Publikationen ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Autors nicht gestattet. Die durch uns erstellten Inhalte und Werke auf diesen Seiten unterliegen dem deutschen und internationalen Urheberrecht. Alle auf den verschiedenen Seiten genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Kennzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Marken- und/oder Kennzeichenrechts sowie den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass die jeweiligen Marken- oder Kennzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Alle hier abrufbaren Inhalte werden Ihnen lediglich als werbliche Information zugänglich gemacht. Die Artikel dienen ausschließlich der unverbindlichen werblichen Information und stellen weder ein Angebot noch eine Beratung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder einer Finanzanlage noch eine Bestätigung von Bedingungen eines Geschäfts dar. Sie können eine anleger- und anlagegerechte Beratung durch Ihre Bank oder einen anderen unabhängigen Finanzberater vor dem Abschluss eines Wertpapiergeschäfts nicht ersetzen. Diese Information stellt keinen Prospekt dar und ist nicht als Entscheidungsgrundlage für die Beurteilung einer hierin beschriebenen Anlagemöglichkeit gedacht. Den Chancen eines Finanzinstruments stehen stets auch entsprechende Risiken wie z. B. Kursschwankungen oder Ausfallrisiken gegenüber. Die in Bezug genommenen Wertpapiere können im Wert steigen oder fallen. Potenziellen Anlegern wird daher empfohlen, sich vor einer Anlageentscheidung eingehend über die Wertpapiere und die damit verbundenen Risiken zu informieren.

Verkaufsunterlagen und weitere Informationen zu in Bezug genommenen Wertpapieren (insbesondere Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, aktuelle Jahres- und Halbjahresberichte und wesentliche Anlegerinformationen) können Sie in deutscher Sprache unter [www.euroswitch.de](http://www.euroswitch.de) abrufen.

Alle Inhalte wurden nach bestem Wissen und sorgfältiger Prüfung erstellt. Gleichwohl können wir Irrtümer oder Druckfehler nie völlig ausschließen. Auch ist die Gültigkeit der Informationen auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser werblichen Information beschränkt. Die aktuelle politische oder wirtschaftliche Entwicklungen der Märkte, die Änderung gesetzlicher Bestimmungen oder andere wesentliche Umstände können dazu führen, dass die hier dargestellten Informationen, Daten und Meinungsäußerungen gegebenenfalls auch kurzfristig ganz oder teilweise überholt sind. Änderungen dieses Dokuments bleiben daher ebenfalls vorbehalten.

## Kontaktdaten

Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH  
Schwindstraße 10  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 33 99 78 - 25  
[info@euroswitch.de](mailto:info@euroswitch.de) | [www.euroswitch.de](http://www.euroswitch.de)