

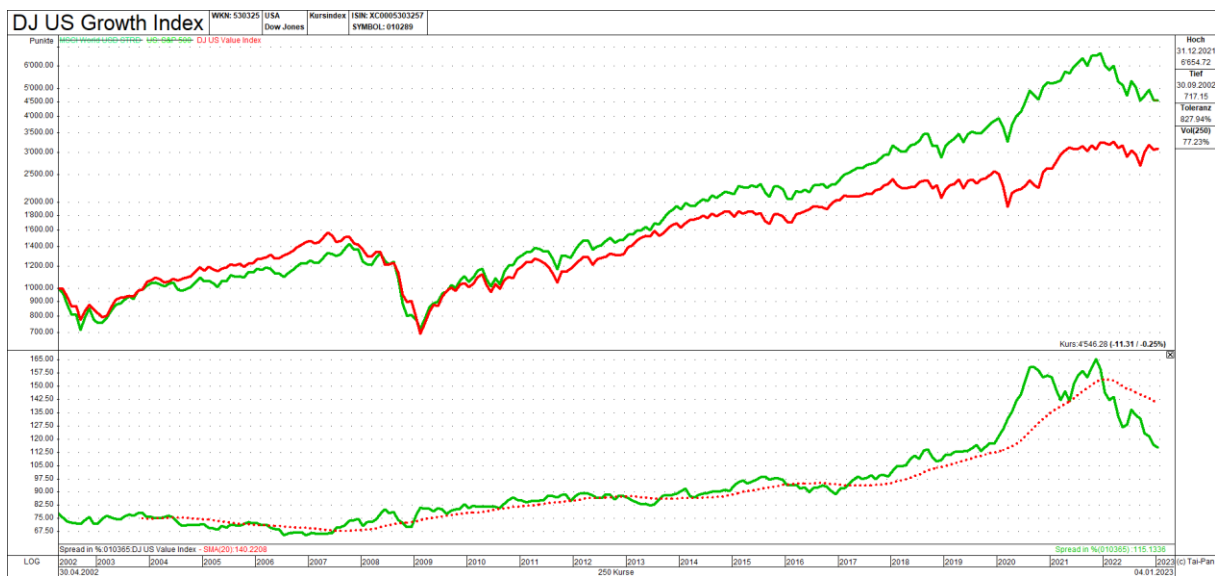
Newsletter Januar 2023

## Die Renaissance der Bewertungen

In diesem Newsletter bringe ich meine Überzeugung zum Ausdruck, dass Bewertungen wieder ein zentraler Baustein des Anlageprozesses geworden sind. Und wie begründe ich das? Mit relativem Momentum. Die Herstellung eines Gegensatzes zwischen Bewertung und Momentum ist künstlich. Momentum zeigt, welcher Ansatz erfolgreich ist. Dank Momentum wusste man, dass man während Jahren Bewertungen zwar zur Kenntnis nehmen, aber nicht darauf setzen sollte. Jetzt ist es anders.

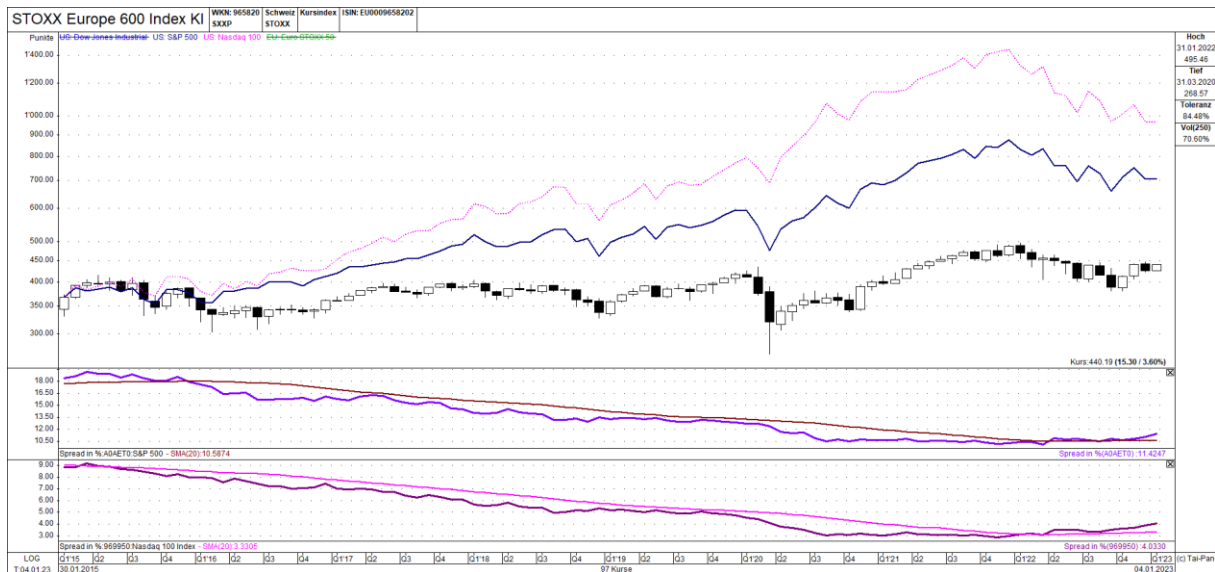
Während Jahren nahmen die Akteure am Markt nur am Rande Notiz von Bewertungen. Das hat insbesondere ab 2018 zu einer Ausweitung der Bewertungsdifferenz zwischen Wachstumsaktien und so genannten «Value»-Titeln geführt.

Je intensiver das Thema diskutiert wurde, umso stärker beschleunigte sich das Momentum beispielsweise des DJ US Growth zum DJ US Value:



Abgebildet ist seit April 2002 grün der DJ US Growth, rot der DJ US Value und im unteren Fenster das relative Momentum des DJ US Value zum DJ US Growth mit – gestrichelt – dem 20-Monate-Durchschnitt. Das untere Fenster zeigt deutlich, wie sich das Momentum des DJ US Growth zuerst ab 2017 und dann erst recht ab Ende 2018 beschleunigte. Das war gerade die Zeit, als die Diskussion um die Bewertungsdifferenz eskalierte und die dabei das Gegenteil einer Korrektur bewirkte. Diese setzte dann erst vor rund einem Jahr ein.

Die Verdrängung von Bewertungsfragen wirkte sich auf die Entwicklung des DJ Stoxx Europe 600 zu S&P und Nasdaq 100 aus:



Die obige Abbildung stellt den DJ Stoxx Europe 600 dar seit dem 31.12.2014. Die blau durchgezogene Linie repräsentiert den S&P 500, die gestrichelte rosarote Linie den Nasdaq 100. Im ersten unteren Fenster sieht man das relative Momentum des DJ Stoxx Europe 600 zum S&P 500 und im zweiten das relative Momentum zum Nasdaq 100.

Dieses relative Momentum wurde für den Stoxx 600 als repräsentativsten europäischen Index ab November 2015 zunehmend negativer. Das lag ganz einfach daran, dass die Wachstumsindustrien vorwiegend in USA lokalisiert wurden. Die Momentumdifferenz zwischen Wachstums- und «Value»-Aktien führte auch zu einer zunehmenden Differenz in der Kapitalisierung der beiden «Familien».

### Cluster signalisieren emergente Chancen

Das hat sich nun geändert. Der Stoxx 600 hat einen positiven relativen Trend zu S&P 500, Nasdaq 100 und MSCI Welt eingeschlagen. Die Marktbreite in Europa ist, wie anderswo auch, immer noch niedrig, aber tendenziell steigend. In einzelnen Industrien hat eine Cluster-Bildung begonnen, die sich insbesondere in Europa zunehmend durchsetzt.

Clusterbildung ist ein wesentliches Element bei der Selektion und Interpretation von Informationen in interaktiven sozialen Systemen, welche die Aktienmärkte aufgrund ihrer Kommunikationsintensität sind. Das hat Nobelpreisträger für Ökonomik Thomas Schelling mit seinem Segregationsmodell in «Micromotives and Microbehavior» eindrücklich dokumentiert.

Während Jahren haben fundamentale Analysten immer wieder nicht nur auf die zunehmende Bewertungsdifferenz zwischen «Growth» und «Value» hingewiesen, sondern auch auf die niedrige Bewertung europäischer Aktien im Vergleich zu nordamerikanischen. Während Jahren war es falsch, in der Anlagedisposition darauf zu reagieren, weil Bewertungen grundsätzlich keine bedeutende Rolle spielten. Das hat sich meiner Meinung nach geändert. Man sieht es exemplarisch an der relativen Stärke über lange Zeit schwach gewesener Industrien wie zum Beispiel des DJ Stoxx Europe Bank gemessen am DJ US Bank und am DJ Stoxx Europe 600:



Es ist an dieser Stelle daran zu erinnern, dass Bankaktien in den USA von 2013 bis 2019 eine leichte relative Stärke zum S&P 500 aufwiesen, während sie in Europa mit den amerikanischen Konkurrenten nicht mithalten konnten und ab Februar des letzten Jahres nur knapp mit dem Stoxx 600 mitzogen.

### Das Paradigma gegenseitiger Beeinflussung winkt

Aus meiner Sicht ist die Renaissance von Bewertungen als zentrales Element bei der Selektion von Aktien keine Eintagsfliege. Es hat sogar das Potential zum neuen Narrativ zu werden.

Liest man die Positionierung institutioneller Anleger, sieht es so aus, dass grosse Geldbeträge auf Konten in Erwartung günstigerer Kurse liegen. Wenn bislang niedrig bewertete Industrien auf breiter Front anziehen – eben: sich als Cluster spontan organisieren – wird damit der weitverbreitete Pessimismus vor der Notwendigkeit, sich dem Marktprozess anzupassen, kapitulieren. Damit werden nicht nur Gelder in Aktien fließen, sondern auch Gedanken in den Köpfen erwachsen, dass es mit der konjunkturellen Entwicklung nicht so negativ kommen werde wie gedacht. Das wäre einmal mehr eine Bestätigung des von George Soros

aufgestellten Paradigmas, dass Aktienkurse und Konjunktur sich über die Entwicklung von Perzepten gegenseitig beeinflussen.

Unifinanz Trust reg.  
Alfons Cortés  
Senior Partner

### Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer  
Dienstleistungspalette auf  
[www.unifinanz.li](http://www.unifinanz.li)

