

Schroders Talking Point



Aktien-Anlagestile: Die Mischung macht's Justin Abercrombie, Head of Quantitative Equity Products (QEP)

Vieles spricht dafür, bei der Investition in Aktien die Anlagestile zu mischen. Wir zeigen auf, wie Anleger von den für die Aktienmärkte charakteristischen Stilwechseln profitieren können. Aktienanleger lassen sich in puncto Stil häufig in zwei Lager aufteilen: Value (Wert) und Growth (Wachstum). Beide Ansätze haben im Endeffekt ein gemeinsames Ziel: den breiten Markt zu übertreffen, indem man die Diskrepanzen zwischen dem Kurs einer Aktie und den Aussichten des zugrunde liegenden Unternehmens ermittelt. Der Weg zum Ziel und die zeitliche Planung sind jedoch für Value- und Growth-Anleger sehr unterschiedlich. Wir finden, man sollte im Laufe der Zeit von den besten Eigenschaften beider Stile profitieren.

Diagramm 1: Unterscheidung zwischen Value und Growth



Investieren in Value (Wert) ist eine erfolgreiche langfristige Anlagestrategie. Das Team für Quantitative Equity Products (QEP) bei Schroders hat eine Analyse durchgeführt, bei der Value als eine Summe aus Dividenden, Kapitalfluss, Gewinn, Umsatz und Vermögenswerten gemessen wurde. Diese Studie weist darauf hin, dass das Investieren in Value in 36 von 40 Ländern „funktioniert“. Gestützt wird dieser Schluss durch langfristige akademische Untersuchungen, die bis in die 1920er Jahre zurückgehen. Dieses Research führte uns zu der Überzeugung, dass von einer gut durchdachten Value-Strategie Überrenditen von bis zu 3 bis 4 % jährlich zu erwarten sind. Aber Value ist nicht in jedem Jahr erfolgreich, sondern entwickelt sich langfristig eher in zwei von drei Jahren überdurchschnittlich. Was aber passiert in den übrigen Jahren?

Der Anlagestil Growth (Wachstum) wird häufig als Alternative zur Value-Strategie genannt. Aber unserer Ansicht nach ist es sehr viel schwerer, Wachstum zu definieren und vor allem in einem aktiven Portfolio effizient zu nutzen. Growth kann für das neueste Marktthema, z. B. Technologie, stehen oder für eine systematischere Methode der Anlage in hochwertigen Unternehmen, die sich durch Stabilität, stabiles Wachstum und Finanzstärke auszeichnen. Wir bezeichnen die Growth-Kategorie als Quality. Für uns ist Qualität das effektivste Gegenstück zu Wert: Quality ermöglicht ein Engagement in wachstumsstarken Aktien und vermeidet gleichzeitig die Enttäuschung, die sich bei einer Investition in aufregendere Anlage-Ideen einstellen kann.



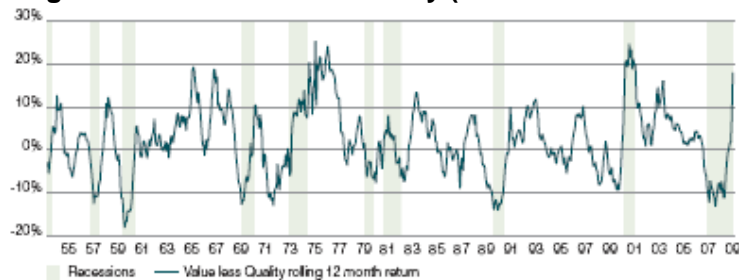
Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Nach unseren Schätzungen können Qualitätsstrategien Überrenditen von 2 bis 3 % jährlich einfahren. Vor allem aber erwirtschaftet man mit Qualität risikoärmere Renditen speziell in Zeiten, in denen sich Value schlechter entwickelt. Damit kann also eine deutliche Diversifikation gegenüber langfristigen Value-Strategien geschaffen werden.

Unserer Ansicht nach ist ein Anleger, der diese beiden Ansätze im Laufe der Zeit geschickt kombinieren kann, gut gerüstet, in vielen verschiedenen Marktumfeldern eine Outperformance zu erzielen.

Diagramm 2: Value minus Quality (rollierende 12-Monats-Rendite, Nordamerika, 1954–2009)



Quelle: Schroders Quantitative Equity Products, Compustat. Rezessionen nach dem National Bureau of Economic Research.

Wie also können Investoren von diesen Stilwechseln profitieren? Und worauf kommt es uns an, wenn wir das Anlagevermögen zwischen Value und Quality verschieben?

Verschiedene Stile für unterschiedliche Märkte

Hochwertige Titel sind in der Regel dann erfolgreich, wenn die Risikoscheu hoch ist, sprich in Zeiten von Konjunkturrückgang oder angespannter Märkte. Im Gegensatz dazu haben es Value-Strategien mitunter schwer, sich in einem solchen Umfeld zu behaupten: Wenn sich der Zeithorizont am Markt verkürzt, steht Value eher auf der Verliererseite.

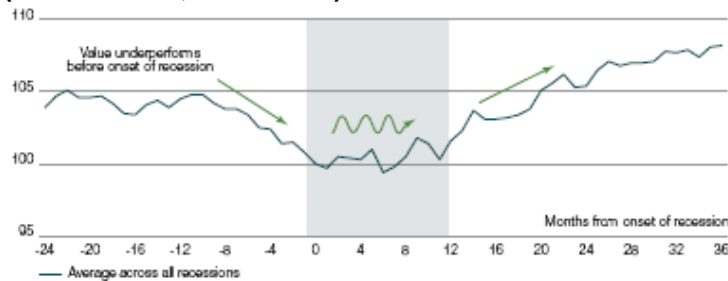
„Preiswerte“ Unternehmen sind oft „notleidender“ als Durchschnittsunternehmen (der Grund, warum der Wertzuschlag oft als Ausgleich für Risiko betrachtet wird). Wertorientierte Strategien entwickeln sich bei Konjunkturrückgang tendenziell schlecht, während Qualitätsunternehmen in solchen Zeiten sehr gefragt sind.

Andererseits können sich in Phasen geringer Risikobereitschaft signifikante Anlagechancen für Value-Strategien ergeben. Aus historischer Sicht folgten solchen Phasen stets Perioden mit sehr hohen Renditen bei Value-Titeln.

Die Renditen von Qualitätstiteln schneiden in Zeiten schwacher oder rückläufiger Konjunktur und besonders in Rezessionen am besten ab. Seit 1954 gab es in den USA neun ausgewachsene Rezessionen (etwa 17 % des gesamten Zeitraums von 1954 bis heute). In diesen Zeiten hinkte Value um 2 % hinter Quality her, während in konjunkturell guten bzw. expansiven Phasen Value um knapp 3 % besser abschnitt als Quality.

Das nachstehende Diagramm zeigt die durchschnittliche Wertentwicklung, die Value im Vergleich zu Quality während dieser Rezessionen in Nordamerika erzielt hat, und vergleicht diese Zahlen mit dem jüngsten Abschwung. Im Durchschnitt entwickelt sich Value in den zwei Jahren vor Beginn einer Rezession um 5 % schlechter als Quality, tendiert aber dazu, sich bereits vor dem eigentlichen Ende der Rezession gut zu erholen. Die Wertentwicklung 2008 war unübersehbar extrem.

Diagramm 3: Value und Quality im historischen Vergleich in Rezessionszeiten (Nordamerika, 1954–2009)



Quelle: QEP, NBER, Compustat, unter Einbeziehung von neun Rezessionen seit 1955.

Aus unserer Sicht, ist es wichtig darauf hinzuweisen, dass wirtschaftliche Indikatoren allein keinen wirklichen Hinweis darauf geben, wann Value in den Keller geht oder sich wieder aufschwimmt. Eher verheißt eine schwache und rückläufige Konjunktur heutzutage Positives für Value, da ihr normalerweise eine wirtschaftliche Erholung auf dem Fuße folgt, was vom Markt im Voraus eingepreist wird. Aus unserer Analyse geht hervor, dass der Renditezyklus Value–Quality der wirtschaftlichen Aktivität tendenziell um ca. ein Quartal voraus ist – was implizit bedeutet, dass es eigentlich gar nicht notwendig ist, die Wirtschaftslage mit großer Präzision vorauszusagen.

Zeitpunkt für den Stilwechsel: der Value-Spread

Der Value-Spread kann als mittelfristiger Indikator für die Rotation zwischen Value und Quality dienen. Er basiert auf der Bewertungsspanne zwischen unseren zugrunde liegenden Value- und Quality-Strategien. Während Value per definitionem immer preiswerter als Quality ist, kann es deutliche Schwankungen beim Ausmaß des Bewertungsunterschieds geben. 2006/2007 war der Spread nach historischen Maßstäben relativ bescheiden, womit Value beim Einsetzen der Kreditkrise das Nachsehen hatte. Im ersten Quartal 2009 kehrte sich diese Lage um und der Value-Spread erreichte eine Rekordhöhe. Damit waren Value-Titel bei Normalisierung der Lage sehr gut aufgestellt.

Diagramm 4: Weltweiter Bewertungsspread – Value-Werte gegenüber gesamtem Anlage-Universum



Quelle: Schrodgers Quantitative Equity Products, Standardabweichungen (Unterschied zur historischen Entwicklung).

Mischung in der Praxis

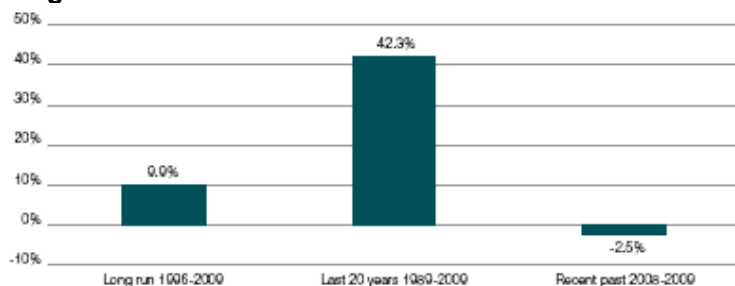
Natürlich sind das nicht die einzigen Faktoren, die wir berücksichtigen. Wir machen uns auch Gedanken über die tatsächliche Zusammensetzung des Portfolios und das Verhalten von Value- und Quality-Portfolios – schließlich investieren wir in Aktien und nicht in Schlangenlinien. Einige der Eigenschaften und Prinzipien, die wir bei einer dynamischen Allokation zwischen Value und Quality zugrunde legen, zeigt die nachfolgende Tabelle.

Merkmal	Beschreibung
Korrelation	Die Veränderung und die Stärke der Korrelation zwischen Value und Qualität bestimmen das Risiko, das mit dem Verlassen einer neutralen Position verbunden ist
Volatilität/Beta	Weist Value eine überdurchschnittlich hohe Volatilität/Beta auf, kann das eher zu einer Korrektur der Positionen führen als zum maximalen Engagement
Thematische Anlagen	Ein höheres Engagement in thematischen Sektoren wie Rohstoffen kann zu einer Anpassung der dynamischen Allokation führen
Währungsrisiko	Ein hohes Engagement bei einer bestimmten Währung kann die Portfoliositionierung bremsen
Größe/Liquiditätsrisiko	Die Kontrolle des Größen-/Liquiditätsrisikos im gesamten Zyklus ist ein wichtiger Gesichtspunkt
Aktuelle Renditen/Gewinnmitnahmen	Wenn eine der beiden Strategien aktuell unverhältnismäßig hohe Renditen erzielt hat, sind Gewinnmitnahmen auf dieser Seite des Portfolios erwägenswert

In den 20 Jahren vor der Kreditkrise war die Beziehung zwischen Value und Quality relativ ungewöhnlich. Die Korrelation zwischen den beiden Strategien war sehr viel größer (42 %) als im langfristigen Durchschnitt (10 %) – dementsprechend brachte eine Streuung in dieser Zeit wenig ein.

Wir erklären uns dies damit, dass eine relativ freundliche wirtschaftliche Phase zu einem gewissen Maß an Selbstgefälligkeit führte. Anleger achteten nicht mehr auf die wichtigsten Merkmale für Qualität wie Finanzstärke oder Stabilität. In letzter Zeit sind diese Eigenschaften natürlich sehr viel wichtiger geworden und die langfristige Korrelation spielt wieder eine Rolle.

Diagramm 5: Wert und Qualität in Korrelation – US-Aktien 1954–2009



Quelle: Schroders Quantitative Equity Products, NBER, Compustat, unter Einbeziehung von neun Rezessionen seit 1954.

Die Zukunft

Der heutige Markt stellt sich freundlicher dar, als es in den letzten Jahren der Fall war – einer Phase, die durch enorme Schwankungen in Stimmung und Möglichkeiten gekennzeichnet war. Der Value-Spread ist auf ein weniger extremes Niveau zurückgegangen und die Weltwirtschaft scheint sich auf dem Weg der Erholung zu befinden. Die interessanteste Entwicklung, die wir zurzeit auf Portfolioebene beobachten, ist die ungewöhnlich hohe Überschneidung zwischen Value- und Quality-Titeln. Das kann bedeuten, dass sich die Renditeunterschiede in nächster Zeit beruhigen. Es kann aber auch ein Zeichen dafür sein, dass ein Value-Portfolio im aktuellen Umfeld weniger riskant ist als in jüngster Vergangenheit und dass sich damit nun eine ungewöhnliche Chance bietet, gute Value-Titel mit Quality-Eigenschaften zu erwerben.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Justin Abercrombie, Head of Quantitative Equity Products (QEP), und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.