

Bewertung von Faktoren

Die Attraktivität von Faktoren ist nicht konstant

von Martin Schlatter und Arno Grüter¹

Faktor-Investing ist populär

Durch das Aufkommen sogenannter „Smart Beta“-Strategien ist in den vergangenen Jahren das Faktor-Investing einer breiteren Öffentlichkeit bekannt und zugänglich gemacht worden. Die Wissenschaft beschäftigt sich seit gut 25 Jahren mit dem Phänomen, dass es an den Finanzmärkten Faktoren gibt, welche die Performance von Wertpapieren ökonomisch erklären und nachhaltig positiv beeinflussen.

Viele der Faktoren werden direkt aus der Bilanz und dem Gewinnausweis einer Firma abgeleitet, können aber auch Schätzungen von Analysten oder Daten von Social Media wie Twitter berücksichtigen. Typische Beispiele sind das Kurs-Gewinnverhältnis, der Kurs-Buchwert einer Firma oder der Preistrend einer Aktie. Faktoren mit einer ähnlichen Charakteristik werden häufig zusammengefasst und bilden dann einen Investmentstyle oder auch Style.

Die meisten Investoren verfolgen explizit oder implizit einen oder eine Mischung aus mehreren Anlagestilen. Der wohl bekannteste und seit den 1930-er-Jahren angewandte Stil ist das Value Investing. Daneben haben im Laufe der Zeit Stile wie Growth (Aktien mit relativ hohen Wachstumszahlen), Quality (arrivierte Firmen mit einem soliden Geschäftsmodell und einer ebenso soliden Bilanz) und Momentum (Titel, welche in der unmittelbaren Vergangenheit eine starke Wertentwicklung gezeigt haben) Bekanntheit erlangt.

Die von Swiss Rock Asset Management angebotenen Aktienstrategien wenden das «Style Investing» bei der Selektion von Aktien seit mehr als 17 Jahren erfolgreich an. Diese Expertise über Zyklen hinweg hat es uns erlaubt,

die Modelle stets zu verfeinern und weiter zu entwickeln. Swiss Rock nutzt die Korrelationen der Stile und der verbundenen Faktoren dazu, mit dem „Alpha-Modell“ im Aktienuniversum von rund 6'000 Aktien die erfolgsversprechenden Titel zu selektionieren. Die robuste risiko-adjustierte Mehrrendite der durch uns verwalteten Portfolios sowie eine Vielzahl akademischer Studien bestätigen, dass das Faktor-Investing eine erfolgreiche Analyse- und Selektions-Methode ist.

Stil-Selektion bringt Mehrwert

Die verschiedenen Stile sind ebenfalls Zyklen unterworfen und es ist daher nicht immer gleich interessant, in einen isolierten Stil zu investieren. Die entscheidende Frage ist also:

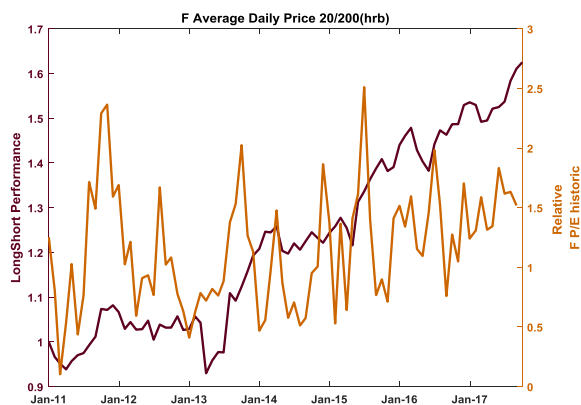
Wann sollen welche Stile über- oder untergewichtet werden?

Verschiedene Studien zeigen, dass es in Analogie zur Aktienselektion auch bei den Stilen zu Über- resp. Unterbewertungen kommen kann und «teure» Stile eine unterdurchschnittliche Rendite erwarten lassen. Swiss Rock hat deshalb eine proprietäre Methode zur Bewertung von Stilen entwickelt. Legt man den Fokus nun auf die europäischen Aktienmärkte, zeigt sich das im Folgenden beschriebene Bild.

Momentum relativ teuer

Der Faktor Momentum war bei den Investoren im letzten halben Jahr sehr beliebt, was die Bewertung des Faktors entsprechend in die Höhe getrieben hat. In Graphik 1 ist die Renditedifferenz zwischen den besten 50 Europäischen Momentum Titeln und den schlechtesten 50 Titeln abgebildet. Seit Mitte 2013 haben die besten Momentum Titel eine um 60%

bessere Rendite als die Titel mit tiefem Momentum.



Graphik 1: Performance und Bewertung der europäischen Momentum-Portfolios

Gleichzeitig (allerdings mit grossen Schwankungen) haben sich die Price/Earnings-Ratios (Kurs/Gewinn-Verhältnis: zeigt die Bewertung der Firma im Verhältnis zum Gewinn an) der Titel mit hohem Momentum im Verhältnis zu denjenigen mit tiefem Momentum aber deutlich erhöht (orange Linie, rechte Skala).

Die Rendite wurde mehrheitlich durch eine Ausweitung des Price/Earnings-Ratios erreicht, was die Frage nach der fundamentalen Unterstützung für die Entwicklung rechtfertigt. Unserer Ansicht nach ist beim Faktor Momentum mittlerweile eine gewisse Vorsicht angebracht.

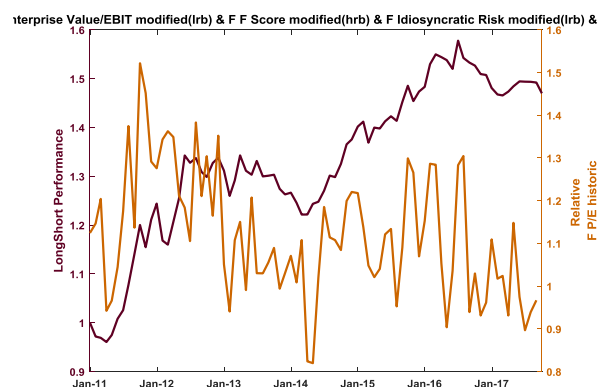
Growth ist moderat bewertet

Der Faktor Growth hatte im letzten Halbjahr ebenfalls eine gute Performance gezeigt, im Gegensatz zu Momentum ist aber keine P/E-Expansion zu verzeichnen, was die Bewertung dieser Strategie attraktiv macht. Offenbar ist es den wachstumsorientierten Unternehmen gelungen, die Erträge im Gleichschritt mit der Aktienkursentwicklung zu steigern.

Low Vol wird attraktiver

Der Faktor „Low Volatility“ hatte von Anfang 2014 bis Mitte 2016 eine starke Entwicklung

gezeigt. Seither jedoch scheinen Titel mit einer tiefen relativen Volatilität etwas ausser Mode gekommen zu sein.



Graphik 2: Performance und Bewertung der europäischen Low Volatility-Portfolios

Wie die rechte Skala in der Graphik 2 zeigt, ist der Low Volatility-Faktor also relativ gesehen eher wieder günstiger geworden und sollte im Falle einer nachhaltigen Kurskorrektur an den Märkten profitieren können, da Titel dieses Stils in Phasen der Unsicherheit gesucht sind.

Zusammenfassung

Swiss Rock hat im Faktor-Investing jahrelange Erfahrung. Mittels dem wissenschaftlich fundierten „Alpha-Modell“ werden aus über 6'000 Aktien Stil-Portfolios gebildet, welche risiko-adjustiert ein überdurchschnittliches Renditepotential bieten.

Die Attraktivität der verschiedenen Stile kann anhand ihrer Bewertung beurteilt werden.

Steigt die Bewertung rasch an, ist mit einer Konsolidierung zu rechnen und der entsprechende Stil wird zukünftig eher enttäuschen. Daher sind diese Stile bei der Titelselektion zu meiden. Aktuell sind wir in Europa bei Momentum vorsichtig und erachten Growth sowie Low Volatility als interessant.

ⁱ Dr. Martin Schlatter, Leiter Aktien, Swiss Rock Asset Management; Arno Grüter, Leiter externe Vermögensverwalter, Swiss Rock Asset Management