

Style Performance

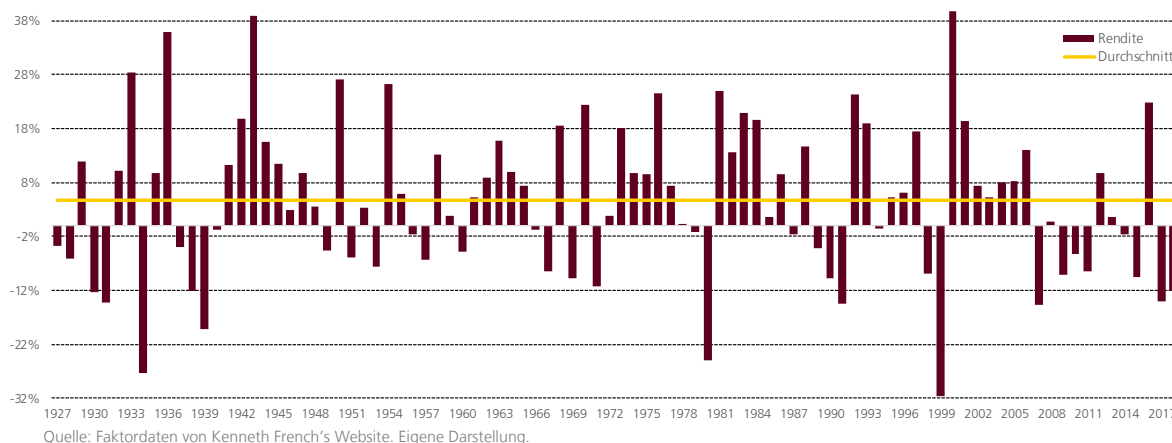
Value Investing?

von René Dubacher und Ivan Petzev¹

Lange Durststrecke

Wertorientiertes Anlegen - auch substanzorientiertes Anlegen oder «Value Investing» genannt - durchlebt seit dem ersten Quartal 2017 weltweit eine Minderperformance gegenüber wachstumsorientiertem Anlegen, wie sie historisch nur sehr selten zu beobachten war. Die Performance von Value-Aktien gegenüber Wachstumstiteln lässt sich mit Hilfe des von Fama und French zur Verfügung gestellten Value-Faktors für die Vereinigten Staaten von Amerika einfach vergleichen. Die beiden Autoren messen die Überrendite der Wertstrategie als Renditedifferenz zwischen Value- und Wachstumsaktien. Die Einteilung in die beiden Kategorien beruht auf dem Buch-Marktwert-Verhältnis.¹

Graphik 1: Jährliche Performance des Fama-French Value Faktors (kapitalisierungsgewichtet)

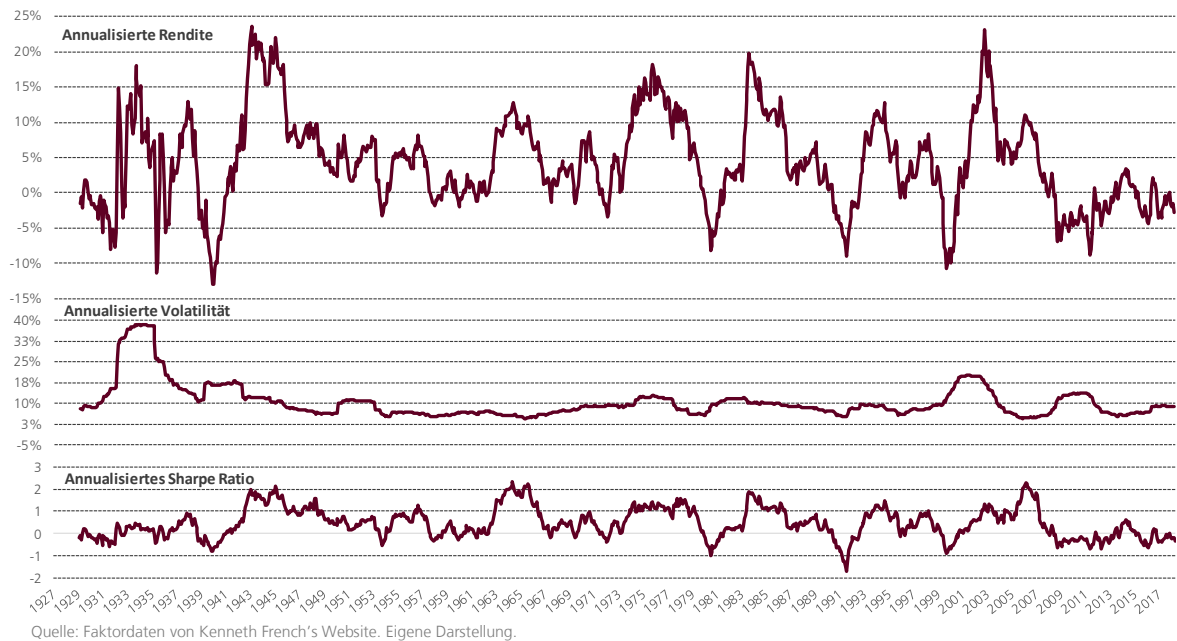


Aus dem umfangreichen Fama-French-Datensatz, welcher Value Faktor-Renditen seit den 1920-er Jahren abbildet, lässt sich ableiten, dass 2017 eines der schlechtesten Kalenderjahre für eine Value-Strategie war; die Minderperformance hat sich bis zum dritten Quartal 2018 ausgedehnt (**Graphik 1**).

Bei genauerer Betrachtung (**Graphik 2**) wird ausserdem klar, dass die unterdurchschnittliche Performance des Value-Faktors bereits seit einigen Jahren zu beobachten ist. Dies zeigt sich auch in der rollierenden Sharpe-Ratio (risiko-adjustierte Performance, berechnet als Durchschnitt der letzten 3 Jahren), welche seit einigen Jahren auf sehr tiefem Niveau seitwärts läuft.

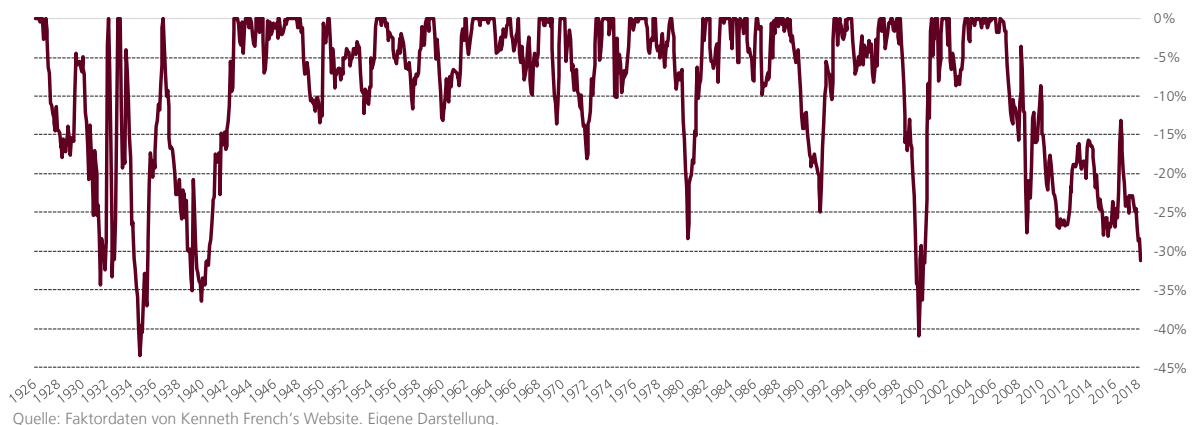
¹ Für Details zur Konstruktion der Faktoren siehe Fama, Eugene F., und Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, Journal of Financial Economics 33, 3-56. Die aktuellen Faktorzeitreihen sind öffentlich auf Kenneth French's Webseite zugänglich (http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html).

Graphik 2: Rollierende Performance, Volatilität und Sharpe-Ratio (3-Jahres-Durchschnitt)



Die Minderperformance wird weiter verdeutlicht, wenn man die folgende «Draw-Down» **Graphik 3** ansieht. Dargestellt wird die Minderperformance von einem historischen Höchststand. Das Niveau vor der Finanzkrise von 2008/2009 wurde bis heute nicht erreicht. Eine Phase der langen Minderperformance, wie es sie nur in den Jahren der Grossen Depression – mit kurzen Erholungen - gegeben hat.

Graphik 3: «Draw-Down» Performance nach einem historischen Höchststand



Die folgende **Tabelle 1** zeigt, dass es seit 1926 zwar fünf Perioden mit grösserer negativer Performance für die Wertstrategie gab, aber keine war nur annähernd so lange wie diese. Die aktuelle Minderperformance dauert bereits seit Januar 2007, d.h. 142 Monate.

Tabelle 1: Die 10 stärksten «Draw-Down»-Perioden (nach Verlusten)

	Von	Bis	Max. Verlust	Länge in Monate
1	30.09.1933	31.03.1937	-43.5%	43
2	30.09.1998	31.03.2001	-40.9%	31
3	30.04.1937	28.02.1943	-36.4%	71
4	30.06.1927	31.08.1932	-34.3%	63
5	30.09.1932	31.05.1933	-33.2%	9
6	31.01.2007	-	-31.3%	142
7	31.08.1979	28.02.1982	-28.3%	31
8	30.04.1989	28.02.1993	-25.0%	47
9	30.09.1970	30.04.1973	-18.1%	32
10	31.08.1969	30.04.1970	-13.6%	9

Quelle: Faktordaten von Kenneth French's Website. Eigene Darstellung.

Wie ist diese Minderperformance zu deuten? Hierbei lohnt es sich, über die potentiellen Treiber der Value Prämie nachzudenken. Obwohl die langfristige Wirksamkeit von Value-Strategien seit Jahrzehnten bekannt ist, bleibt die Frage nach dem Grund für die Existenz der Value-Prämie bestehen. In der akademischen Literatur gibt es einige prominente Erklärungsansätze.

Einer dieser Ansätze ist, dass die Mehrrendite eine Kompensation für systematische Makro bzw. «Financial-Distress»-Risiken darstellt. Firmen mit niedrigen Bewertungsmultiplikatoren sind hierbei systematisch riskanter, als Firmen mit hohen Multiplikatoren. Folglich sind die erwarteten Renditen dieser riskanteren Firmen höher und die Value-Prämie ist eine Kompensation für das eingegangene zusätzliche Risiko.²

Alternativ könnten Fehlbewertungen bzw. kognitive Verzerrungen im Verhalten der Investoren die Mehrperformance von Value-Aktien erklären. So sind Aktien, die zu niedrigen Bewertungsmultiplikatoren gehandelt werden, in der Regel mit einem Unternehmen oder einer Branche verbunden, deren Fundamentaldaten sich in der Vergangenheit verschlechtert haben. Falls Anleger und Analysten diese vergangenen Wachstumsraten in die Zukunft extrapolieren, kommt es zu Überbewertungen der Wachstumsaktien und Unterbewertungen der Value Aktien.³ Die anschließende Korrektur dieser Übertreibungen erklärt die Mehrperformance von Firmen mit niedrigen Bewertungsmultiplikatoren. Darüber hinaus ist es in Zeiten erhöhter makroökonomischer Verwerfungen, wie beispielsweise einem sprunghaften Rückgang der Rohölpreise, sehr typisch für das Investorenverhalten, sich von günstig bewerteten Aktien in notleidenden Industrien zu jedem Preis trennen zu wollen. In diesen Stressphasen gilt oft nur das Hier und Jetzt und die Marktteilnehmer sind nicht in der Lage, in längeren Horizonten zu denken. In Wahrheit gibt es aber ein «Morgen» und die Aktienpreise erholen sich.

Falls die Value-Prämie einen systematischen, nicht-diversifizierbaren Risikofaktor darstellt, dann sollte sie auch in Zukunft fortbestehen. Ist die Prämie aber in der Fehlbewertungserklärung begründet, dann kann ein aufgrund von übertriebenem Verhalten der Investoren entstandener Faktor weg arbitriert werden.

² Siehe z.B. Fama, Eugene F., und Kenneth R. French, 1995, Size and book-to-market factors in earnings and returns, The Journal of Finance 50, 131-155.

³ Siehe z.B. Lakonishok, J., Shleifer, A., und R. Vishny, 1994, Contrarian Investment, Extrapolation and Risk, The Journal of Finance 44.

Überwältigende Evidenz

Es besteht daher immer die Möglichkeit, dass die Welt sich verändert hat und dass die Bedingungen heute anders sind und damit ein Faktor weg arbitragiert wurde. «Diesmal ist es anders» sind jedoch gefährliche Worte. Einerseits sollte man offen sein für Veränderungen und Neuerungen, aber gleichzeitig ist selten alles anders. Vor allem auch deshalb, weil der Value Faktor schon bekannt war, lange bevor er im Anschluss an die Finanzkrise 2008-2009 ins Trudeln geraten ist und grosse Mengen an Investitionskapital anlockte.

Die empirische Evidenz für die Wertstrategie ist überwältigend. Sie konnte nicht nur in praktisch allen Aktienmärkten der Welt nachgewiesen werden, sie funktioniert in abgeänderter Form sogar bei festverzinslichen Wertpapieren, Rohstoffen, Währungen, etc.⁴

Die Analyse der 90 Jahre anhand von Fama und French Daten zeigt, dass längere Phasen der Faktorminderperformance nicht unüblich sind. Obwohl die langfristige Prämie für die Value-Strategie positiv ist, können Value-Aktien – wie jede Anlage – in einem bestimmten Jahr oder sogar über einen mehrjährigen Zeitraum eine unterdurchschnittliche Performance ausweisen («no style works all the time»). Die Unsicherheit über das Fortbestehen der Value-Faktorprämie nimmt jedoch über längere Zeiträume stark ab. Aufgrund der über viele Jahrzehnte beobachteten empirischen Evidenz ist unser Vertrauen in die Faktorprämie stark und wir sind überzeugt, dass auch in diesem Zyklus die Faktorprämie wieder dominieren wird. Derzeit sehen Value-Aktien aus einer Bewertungsperspektive überaus attraktiv aus und erscheinen weitaus attraktiver, als die überbewerteten Wachstumsaktien, von denen viele die heutigen hohen Erwartungen nicht werden erfüllen können.

Fazit

Aufgrund von akademischer und praktischer Forschung und vielfacher empirischer Bestätigung sind wir überzeugt, dass die Selektion einzelner Aktien mit günstiger Bewertung, gutem Momentum (sowohl beim Aktienpreis, wie auch bei den Fundamentaldaten), geringerem Risiko, hoher Qualität (z.B. Rentabilität, Gewinnmargen, wenig Fremdkapital) und positiven Aussichten in der Beurteilung jener Leute, welche wir als «informierte Investoren» betrachten, zu überdurchschnittlichen Resultaten führen wird. Nur weil sich diese Grundannahmen für eine gewisse Periode nicht durchgesetzt haben, bevorzugen wir nicht plötzlich teure Aktien mit schlechter Gewinndynamik, hohem Risiko, geringer Qualität und negativen Aussichten.

Allerdings sollte man nie die Vorteile der Diversifikation vernachlässigen. Letztlich ist die Performance der Faktoren über die Zeit variabel. Belohnt werden nur jene Anleger, welche die erforderliche Geduld aufbringen und Phasen der Minderperformance durchstehen können. Eine signifikante Faktorprämie wird in der Regel nur über längere Perioden generiert. Es lohnt sich deshalb stets, verschiedene Renditequellen in einem Portfolio zu vereinen und die Faktorexponiertheit moderat zu gestalten.

⁴ Siehe z.B. Asness, C. S., Moskowitz, T. J. und L. H. Pedersen, 2013, Value and Momentum Everywhere, *The Journal of Finance* 68.

SWISS ROCK

Swiss Rock Asset Management (www.swiss-rock.ch)

Swiss Rock Asset Management ist eine bankenunabhängige Fondsleitung nach Schweizer Recht, bewilligt und beaufsichtigt durch die eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA. Swiss Rock ist spezialisiert auf die qualitativ hochwertige Verwaltung von institutionellen Geldern für Banken, externe Vermögensverwalter, Pensionskassen, Versicherungen und Anlagefonds im In- und Ausland. Ihre systematischen Methoden identifizieren aus über 6'000 Aktien und 21'000 Obligationen weltweit die attraktivsten Investments. Diese werden in bestem Kundeninteresse zu optimalen Portfolios zusammengefügt.

ⁱ Dr. René Dubacher, Leiter Forschung & Entwicklung, Senior Portfolio Manager; Dr. Ivan Petzev, Portfolio Manager