

Die hohe Kunst des Timings zwischen «Value» und «Growth»

Von **Andreas Kappler**
und **Dr. Martin Schlatter**
Quantitative Investments, Bank Leu

Als Folge der jüngsten Turbulenzen an den Aktienmärkten werden die beiden Aktienkategorien «Value» und «Growth» in Europa entdeckt. Der erfolgreiche Investor darf sich jedoch nicht allein mit dem Wissen um diese Anlagestile begnügen. Es lohnt sich, durch ein geschicktes Timing Value- oder Growth-Aktien zu bevorzugen.

Investor A geht davon aus, dass die geplatzte Bubble im Technologiebereich ihre negativen Spuren noch über Jahre hinterlassen wird, und lässt deshalb die Finger von Technologieaktien. Teuren Wachstumsaktien geht er aus dem Weg. Angetan ist er von Firmen, die stabile Umsätze und einen positiven Cash-flow erwirtschaften. Beispielsweise sind dies Aktien im Immobilienbereich, die eine Dividende von 5% auszahlen. Eine sichere jährliche Ausschüttung ist ihm lieber als eine Wette auf zukünftiges Wachstum der Firma.



Andreas Kappler

Investor B dagegen mag Unternehmen mit einem hohen erwarteten Gewinnwachstum. Denn schliesslich sind es hohe Gewinnwachstumsraten, welche zu grossen Kursgewinnen der Aktien führen. Daraus leitet er ab, dass er sein Schwergewicht auf Branchen wie IT, Biotechnologie oder Konsumgüter legt. Die hohe Bewertung stört ihn nicht, denn spektakuläre Wachstumsaussichten haben ihren Preis.

Deutliche Rotationen der Styles

Die beiden beschriebenen Investoren stehen stellvertretend für die Anlagestile «Value» (Investor A) und «Growth» (Investor B). Value und Growth sind die klassischen Vertreter des aus dem Angelsächsischen stammenden Begriffs «Style Investing». Für beide Styles gibt es spezielle Indizes, deren Entwicklung in Grafik 1 für Europa abgebildet ist. Ein Anstieg der Linie zeigt eine höhere Rendite der Growth-Aktien an; sobald die Linie abfällt, rentieren die Value-Aktien besser. Die Grafik veranschaulicht, dass es längere Phasen gibt, in denen entweder mit dem «Value»- oder dem «Growth»-Ansatz eine bessere Performance erzielt werden kann. Ebenfalls auffällig ist das deutlich gestiegene Auseinanderdriften der beiden Styles, was zu grösseren Schwankungen der Kurve führt. Wir glauben, dass dieser Zustand anhalten wird. Was bedeutet dies für den Investor? Er muss flexibel auf die Gegebenheiten reagieren und sich nicht auf einen einzigen Style beschränken. Es lohnt sich, durch geschicktes Agieren die mittelfristigen Trends in «Value» und «Growth» auszunützen. Das Timing der Styles gewinnt auch für die europäischen Aktienmärkte immer mehr an Bedeutung.

Anlagestrategie mit Style(s)

Die Bank Leu hat vor drei Jahren ein quantitatives Modell entwickelt, das uns anzeigt, wann welcher Style zu be-



Dr. Martin Schlatter

vorzuzug ist. Das Modell besteht aus Faktoren, welche auf Erkenntnissen aus dem Forschungsgebiet der Behavioral Finance basieren. Zur Charakterisierung der Styles bedienen wir uns selbst konstruierter Style-Indizes. Weshalb wir uns die Mühe nehmen, «Value» und «Growth» nach unseren Kriterien zu definieren, illustrieren wir an Grafik 2. Während sich der MSCI Value-Index sehr unstedt entwickelt (hohe Volatilität), folgt der Leu Value-Index einem konstanteren Aufwärtstrend. Der MSCI berücksichtigt für den Value-Index alle Aktien mit einem tiefen Preis-/Buchwert-Verhältnis. Würde man einen Value-Manager fragen, was er unter «Value» versteht, würde seine Antwort aber differenzierter ausfallen. «Value» bedeutet für ihn, dass der Substanzwert einer Firma bedeutend höher ausfällt, als es die momentane Börsenbewertung ausdrückt.

Dass nicht jede Aktie, die günstig erscheint, viel Substanz besitzt, ist jedem klar, der die dramatische Entwicklung der Telekombranche verfolgt hat. Oft gibt es einen vernünftigen Grund, weshalb eine Aktie billig ist.

Um die Spreu vom Weizen zu trennen, verfolgt die Bank Leu einen selektiven Ansatz: Nur solche Titel werden als billig erachtet, die neben einer günstigen Bewertung der Fundamentaldaten auch einen steigenden Kurstrend aufweisen. Unser Index entspricht somit einem bereinigten, gleichsam «guten Value».

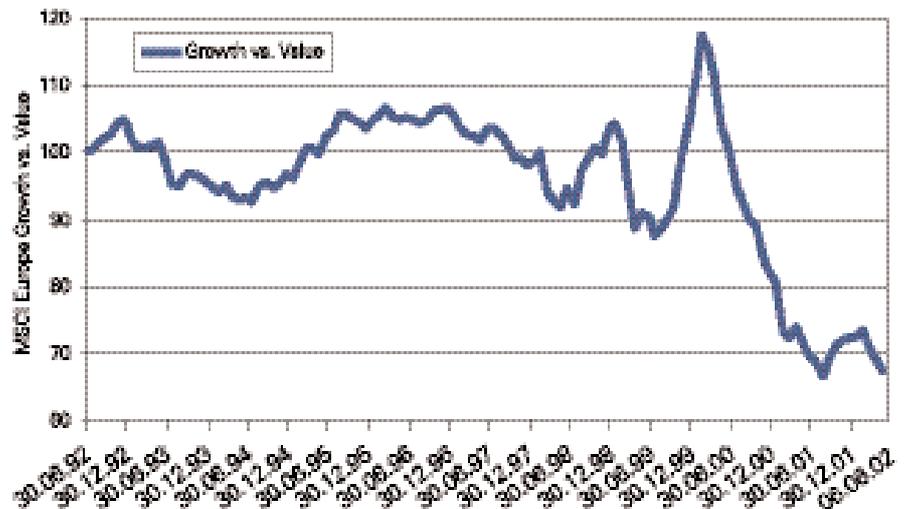
Entsprechend verhält es sich mit dem Growth-Style. Wir achten darauf, dass sich ein hohes Gewinnwachstum nicht nur auf das letzte Jahr bezieht. In diesem Fall würden in Turnaround-Situationen nämlich Firmen als «Growth» klassiert, welche alleine aufgrund der tiefen Vergleichsbasis im Vorjahr ein Wachstum von 50% oder mehr ausweisen.

Style-Rotations-Produkt auf Mandatsbasis

Seit zwei Jahren bietet die Bank Leu auf Mandatsbasis ein Style-Rotations-Produkt mit Anlagefokus Kontinentaleuropa an. Unser Timing-Modell gibt uns je nach Stärke des Signals vor, «Growth» oder «Value» im Verhältnis 2:1 überzugewichten oder uns zu 100% auf einen Style zu konzentrieren.

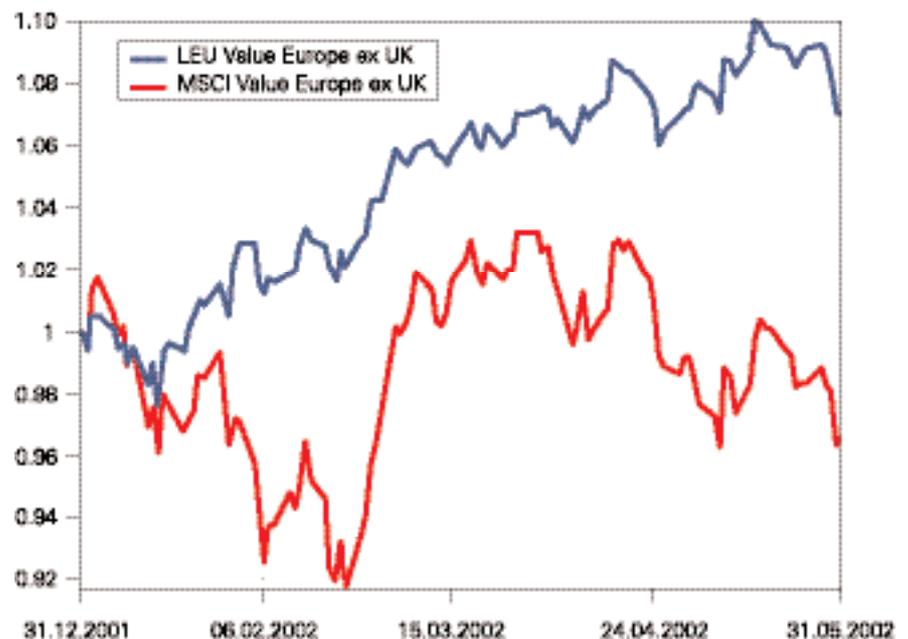
Da unser Timing-Modell die mittelfristigen Trends zu erkennen versucht, sind wir während mehreren Monaten in einem Style übergewichtet oder sogar voll investiert. Dass sich unser Timing-Ansatz bewährt hat, zeigt eine reale Outperformance von über 20% gegenüber dem DJ Euro Stoxx 50, respektive von 19% gegenüber dem MSCI Europe ex UK. ■

1: Growth- und Value-Zyklen der letzten zehn Jahre



Ein Anstieg der Linie zeigt eine höhere Rendite der Growth-Aktien an; sobald die Linie abfällt rentieren die Value-Aktien besser. Die Grafik veranschaulicht, dass es längere Phasen gibt, in denen entweder mit dem «Value»- oder dem «Growth»-Ansatz eine bessere Performance erzielt werden kann.

2: Unterschiedliche Entwicklung von Value-Indizes



Um die Spreu vom Weizen zu trennen, verfolgt die Bank Leu einen selektiven Ansatz: Nur solche Titel werden als billig erachtet, die neben einer günstigen Bewertung der Fundamentaldaten auch einen steigenden Kurstrend aufweisen. Der Bank-Leu-Index entspricht somit einem bereinigten, gleichsam «guten Value».