



Sparinvest: Value-Investments in Zeiten der Konjunkturerholung

Bekanntlich nehmen Aktienmärkte die Konjunkturerholungen vorweg. Weniger bekannt ist, dass die günstigen Value-Aktien die Wertentwicklung anderer Aktien übertreffen, sobald sich das Ende einer Rezession abzeichnet. Das ist das Ergebnis einer Studie von Dr. Henrik Amilon, Senior Research Analyst bei der dänischen Sparinvest. Amilon hat gemeinsam mit dem Research-Team von Sparinvest das Verhalten von Value- und Growth-Werten in zahlreichen Rezessionsphasen analysiert. Für Amilon gibt es nur eine logische Konsequenz: „Wer frühzeitig erkennen will, ob ein Wirtschaftsaufschwung bevorsteht, muss die Entwicklung von Value-Aktien aufmerksam verfolgen.“

Von Senior Research Analyst, Henrik Amilon Ph.D., aktualisiert im Oktober 2009

Was ist das Geheimnis erfolgreicher Investmentstrategien? Dieser Frage ist Dr. Henrik Amilon, Senior Research Analyst bei Sparinvest, nachgegangen. Um dem Erfolgsgeheimnis des Value-Investing auf die Schliche zu kommen, hat er die Wertentwicklung von Value- und Growth-Aktien in den vergangenen 80 Jahren beobachtet. Dieser Zeitraum ist gespickt mit zahlreichen kleineren und größeren Rezessionsphasen. So konnte Amilon analysieren, wie sich Konjunkturrückgänge auf die Wertentwicklung der beiden Anlagestile auswirken. „Value-Aktien können sich während einer Rezession schlechter entwickeln. Gleichzeitig sind sie aber diejenigen Aktien, die am schnellsten voranpreschen, wenn sich die Wirtschaft wieder erholt“, lautet die Schlussfolgerung von Amilon.

Akademische Studien haben bereits gezeigt, dass über einen Zeitraum von fünf Jahren Value-Aktien fast immer höhere Gewinne erzielen als Growth-Aktien. Diese Tatsache macht Value-Aktien zu einem erfolgreichen Investment für langfristig orientierte Anleger. Aber warum ist das so und warum nutzen Anleger diese Tatsache nicht aus? An dieser Stelle gehen die Expertenmeinungen auseinander.

Effiziente Märkte oder Behavioural Finance?

- Für die Vertreter der Theorie effizienter Märkte gibt es keine Preisanomalien. Für sie sind Value-Aktien riskanter als andere Aktien. Deshalb müssen sie zwangsläufig günstiger sein. Nur so werden die Substanzwerte für Anleger wieder attraktiv.
- Anhänger der Behavioural Finance dagegen sehen in der beständigen Outperformance von Value-

Investments die Theorie effizienter Märkte widerlegt. Sie sagen stattdessen: Der Mensch ist von Natur aus darauf gepolt, Unattraktives zugunsten des Glamourösen und Beliebten links liegen zu lassen – auch bei der Anlageentscheidung. Deshalb wird das Gewinnpotenzial von vermeintlich langweiligen Unternehmen regelmäßig unterschätzt. Das führt zu verzerrten Preisen, die wiederum Kaufgelegenheiten für Value-Investoren darstellen.

Was passiert in Rezessionsphasen?

Warum verlieren Value-Werte an Wert, wenn sich die Wirtschaft in eine Rezession bewegt und gewinnen an Wert, wenn sich das Ende einer Rezession abzeichnet?

Der Akademiker Lu Zhang¹ liefert hierfür eine Begründung, die die traditionelle Sichtweise unterstützt: Demnach ist die Umstrukturierung der Produktion, die während einer Konjunkturfurche notwendig ist, für Value-Unternehmen kostspieliger als für klassische Growth-Unternehmen. Denn sie haben Anlagen wie Bürogebäude, Produktionsanlagen und eine große Belegschaft. Growth-Unternehmen haben dagegen lediglich Wachstumsmöglichkeiten. Theoretische Expansionspläne rückgängig zu machen, ist logischerweise weniger kostspielig. Daher können sie wesentlich flexibler auf Konjunkturumschwünge reagieren. Bessert sich das Wirtschaftsklima wieder, sind es wiederum die Value-Unternehmen, die schneller von der steigenden Nachfrage profitieren können. Sie müssen einfach ihre Anlagen reaktivieren. Growth-Unternehmen müssen dagegen erst investieren, um derartige Produktionsanlagen zu besitzen.

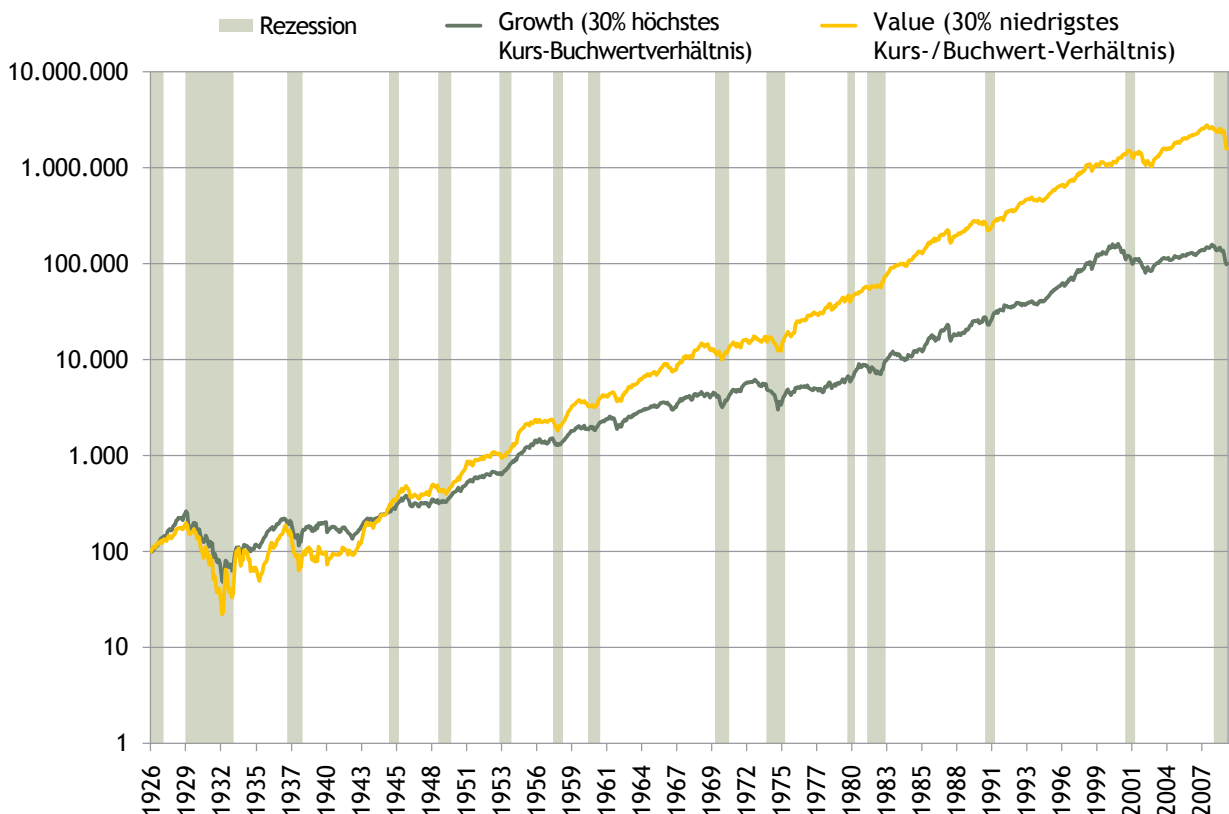
1) Siehe Zhang, L., 2005, The value premium, Journal of Finance 60, 67-103, und Petkova, R. und L. Zhang, 2005, Is value riskier than growth?, Journal of Financial Economics 78, 187-202.



Vertreter der Behavioural Finance haben stattdessen eine psychologische Erklärung für das Phänomen. Sie sagen, dass Aktienkurse von rationalen und irrationalen Investoren bestimmt werden. Beiden unterlaufen bei der Beurteilung von Aktien systematische Fehler. Rationale Anleger können vielleicht weiterhin der Meinung sein, dass der Kurs ihrer Aktie steigen wird. Aber sie können nicht weiter investiert bleiben. Wie Keynes schon sagte: „Die Märkte können länger irrational bleiben als man selbst liquide.“ Irrationale Investoren dagegen haben wie bereits erwähnt ein Faible für glamouröse und beliebte Aktien. Das kann dazu führen, dass sie teure Aktien von Unternehmen kaufen, deren Fundamentaldaten zwar schlecht sind, die aber über eine exzellente Presse- und Marketingabteilung verfügen. Wenn sich das Rezessionsgespenst verflüchtigt, werden auch die Unternehmen neu bewertet. Über kurz oder lang spiegelt der Aktienkurs dann den Buchwert des Unternehmens wider. Dies ist der Zeitpunkt, wenn Value-Aktien den Growth-Aktien davoneilen.

„Es gibt empirische Beweise dafür, dass während Rezessionen Value-Aktien riskanter sind als Growth-Aktien. Diese sind aber nicht sonderlich überzeugend und ganz sicher unzureichend, wenn es darum geht die deutliche, historische Outperformance von Value zu erklären“, sagt Amilon. „Ich denke, hier sind mehrere Faktoren am Werk. Sowohl rationale, als auch verhaltenspsychologische Effekte spielen in den heutigen Finanzmärkten eine Rolle.“ Die nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung von US-amerikanischen Value- und Growth-Aktien von Dezember 1926 bis Januar 2009 vor dem Hintergrund der Rezessionen in diesem Zeitraum.

„Wie man sieht, haben sich Substanzwerte während der Großen Depression und anschließend während der Depression von 1937 deutlich schlechter als Wachstumswerte entwickelt“, betont Amilon. „Alle folgenden Rezessionen werden mit der ‚Großen‘ verglichen, dementsprechend haben Value-Aktien mit einem schweren Vermächtnis zu kämpfen: Die Erwartung, dass sie sich



Erläuterung: Value- und Growth-Aktien während Rezessionen: Jeweils 100 US-Dollar wurden von Dezember 1926 bis Januar 2009 investiert (Rezessionen wurden gemäß NBER – National Bureau of Economic Research definiert).

regelmäßig während Rezessionen schlechter entwickeln werden.“ Die Grafik zeigt allerdings, dass meistens kein großer Unterschied zwischen Value- und Growth-Aktien während Konjunkturabschwüngen besteht. Beide werden in Mitleidenschaft gezogen. Nimmt man die Zahlen aber genauer unter die Lupe, zeigt sich, dass die relative Outperformance von Value- gegenüber Growth-Aktien zwar geringer als unter normalen Bedingungen ist. Value-Aktien sind ihren Growth-Kontrahenten aber immer noch überlegen. Ebenso ist die Value-Prämie – also die Outperformance von Value gegenüber Growth – größer als gewöhnlich, wenn sich das Ende einer Rezession ankündigt. „Die Kernfrage muss lauten: Was passiert auf lange Sicht?“, meint Amilon. „Die Grafik verdeutlicht: Der Preis dafür, nicht in Value investiert zu sein, ist extrem hoch. Am Ende der Zeitreihe ist das Value-Portfolio zehn mal mehr wert als das Growth-Portfolio. Solange man also Rezessionen nicht treffsicherer als der Markt vorhersagen kann, sollte man beständig in Value-Werte investiert sein.“

Aktualisierung im Oktober 2009

Beim National Bureau for Economic Research (NBER) handelt es sich um eine Research-Organisation, die bestrebt ist, die Funktionsweise der Wirtschaft verständlicher zu machen. Das NBER hat berechnet, dass der jüngste Unternehmenszyklus im August 2009 seinen Tiefststand erreicht hat. Deshalb hat Dr. Amilon sein Research aktualisiert, um 15 vollständige Unternehmenszyklen zu berücksichtigen. Er hat außerdem die durchschnittlichen Erträge von Value-Titeln und Wachstumswerten auf Jahresbasis von Oktober 1926 bis August 2009 ermittelt, um so das Ausmaß des historischen „Value-Aufgelds“ zu verdeutlichen.

Auf Basis der Daten aus 15 vollständigen Unternehmenszyklen gelangt Dr. Amilon schließlich zu folgenden Auffassungen:

- Rezessive Phasen repräsentieren innerhalb eines Unternehmenszyklus lediglich einen kurzen Zeitraum (von knapp über 20%). Die Phasen, in denen die Märkte von einem Hoch auf einen Tiefststand sanken, umfassten zwischen Dezember 1926 und August 2009 lediglich 215 von insgesamt 993 Monaten.
- Im Allgemeinen verzeichnen Aktien lediglich zu Beginn einer Rezession negative Erträge.
- Value-Titel tendieren ausschließlich gegen Ende einer Rezession schwächer als Wachstumswerte,

und auch dann lediglich moderat. In allen übrigen Marktphasen haben sich Value-Titel als die besseren Investments erwiesen.

- Während der Wachstumsphasen legen Value-Titel hervorragende Wertentwicklungsergebnisse vor.

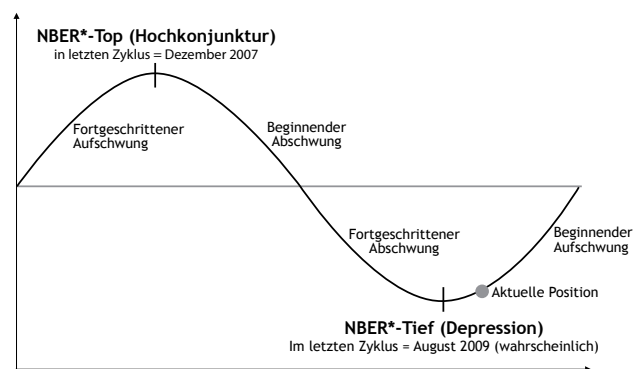
Average Annual Returns December 1926 – August 2009

Konjunkturphase	Growth-Aktien	Value-Aktien	Value-Prämie
Beginnender Aufschwung	39,5%	57,1%	17,5%
Fortgeschrittener Aufschwung	32,1%	56,2%	24,1%
Beginnender Abschwung	-13,3%	-12,0%	1,3%
Fortgeschrittener Abschwung	10,9%	8,0%	-2,9%

„Diese Zahlen belegen eindeutig, dass Value-Titel in Phasen eines Wirtschaftswachstums im Durchschnitt außerordentlich fest tendiert haben“, sagt Dr. Amilon.

„Dies deutet darauf hin, dass Anleger, die die höchstmöglichen Gewinne erzielen möchten, eine Value-Investmentstrategie verfolgen sollten, sobald sich Anzeichen für eine Konjunkturerholung zeigen.“

Die Phasen des Konjunkturzyklus



* National Bureau of Economic Research (NBER): Wirtschaftsinstitut in den USA

Um die Wertentwicklung in unterschiedlichen Phasen des Unternehmenszyklus zu untersuchen, dividiert das NBER die Anzahl der Monate zwischen einem Hoch und einem Tiefststand durch zwei, um so den „Beginn der Rezession“ sowie das „Ende der Rezession“ zu erhalten. Gleiches geschieht mit den Zeiträumen zwischen einem Tief und einem Höchststand, um so den „Beginn einer Wachstumsphase“ sowie das „Ende einer Wachstumsphase“ zu ermitteln.

Dr. Henrik Amilon ist Senior Research Analyst im Asset Allocation Team der dänischen Sparinvest. Amilon ist Dipl.-Ing. in Technischer Physik und promovierte im Bereich Finanzwissenschaft an der Universität Lund in Schweden. Bevor Amilon zu Sparinvest kam, war er unter anderem Senior Economist bei der Europäischen Zentralbank und Gastprofessor an der School of Finance and Business an der Technischen Universität von Sydney.

Siehe auch:

<http://www.youtube.com/watch?v=Q0dmliNlrZ0>

■ Über Sparinvest

Sparinvest wurde 1968 von einer Sparkassengruppe als erste Fondsgesellschaft in Dänemark gegründet wo sie heute zu den führenden unabhängigen Asset Managern zählt. Sparinvest verwaltet und betreut ein Anlagevolumen von mehr als 12 Milliarden Euro (Stand: Ende September 2009), dazu gehört auch der größte dänische Aktienfonds.

Seit der Gründung haben sich mehr als 90 Aktionäre wie lokale Banken, Sparkassen, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen an dem Unternehmen beteiligt. Das gibt der Gesellschaft die Freiheit ihre eigene Investmentphilosophie zu verfolgen und den Anlegern konservative Investments anzubieten.

Seit 2001 baut die luxemburgische Tochtergesellschaft Sparinvest S.A. den europaweiten Fondsvertrieb aus. Der luxemburgische Umbrella-Fonds Sparinvest-SICAV mit seinen zehn Teilfonds ist derzeit in 16 europäischen Ländern zum Vertrieb zugelassen.

Sparinvest hat sich in der Finanzwelt einen hervorragenden Ruf aufgebaut. Dieser liegt zum einen in dem Ansatz der strategischen Asset Allocation begründet, den die Gesellschaft beim Aufbau von Portfolios und bei der Betreuung von Vermögensverwaltungs-Mandaten anwendet. Zum anderen trägt die herausragende Erfolgsgeschichte im Bereich des Value Investing zu diesem Ruf bei.

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.