

Die Zeichen am US-Markt stehen auf Erholung: Sind Value-Aktien die Gewinner?

Joseph F. Feeney, Jr., CFA, Chief Investment Officer und Co-CEO, Robeco Investment Management, erläutert, wieso der Einstiegsmoment für ein Investment in US-Value-Aktien aktuell attraktiv ist. Bei den aktuellen Bewertungsspreads, sieht Feeney im Gesundheitssektor, sowie der Energie- und der Finanzbranche attraktiv bewertete Unternehmen.

Die ersten Zeichen für eine Erholung in den USA werden nach Meinung von Robeco sichtbar. Obwohl die US-Wirtschaft im ersten Quartal 2009 weiterhin schrumpft, verlangsamt sich das Tempo im Vergleich zum Vorquartal. Einige Makroindikatoren senden bereits positive Signale: die Konsumausgaben steigen an, der private Häusermarkt, der Wohnungsbau sowie das Konsumentenvertrauen stabilisieren sich.

Ein starker finanzieller Stimulus ist die staatliche Finanzspritze von rund 1-2 Billionen USD, in die rund 13 Billionen USD starke US-Wirtschaft. Obwohl sich dieses Hilfspaket noch nicht in vollem Umfang bemerkbar gemacht hat, verhinderte das staatliche Eingreifen nach Meinung von Robeco zweifelsohne eine Verschärfung der Rezession.

Die Merkmale einer Rezession und einer Erholung

Basierend auf den 24 Rezessionen der USA seit 1892, hat die US-Wirtschaft aktuell nach 15 Monaten die durchschnittliche Dauer einer Rezession bereits erreicht. Rezessionen nach 1945 waren in der Regel bereits nach weniger als 12 Monaten überstanden. Die Vergangenheit hat jedoch gezeigt, dass die Dauer von Rezessionen, ausgelöst durch den Bankensektor, in der Regel doppelt so lange waren (siehe Abbildung 1.)

Abb. 1: Merkmale einer Rezession, Quelle: Robeco Boston Partners

It is typical for the stock market to bottom just beyond the midpoint of a recession.

	Duration of Recession (months)	Market Bottoms How Many Months Into Recession? (months)	Market Bottoms What Percent of Months Into Recession?	S&P 500 Index 1-Year Return From Market Trough
1892 – 1945 (14)	18	11	57.8%	+48.0%
Post World War II (10)	11	6	55.3%	+37.0%
1892 – Present (24)	15	9	56.8%	+43.7%

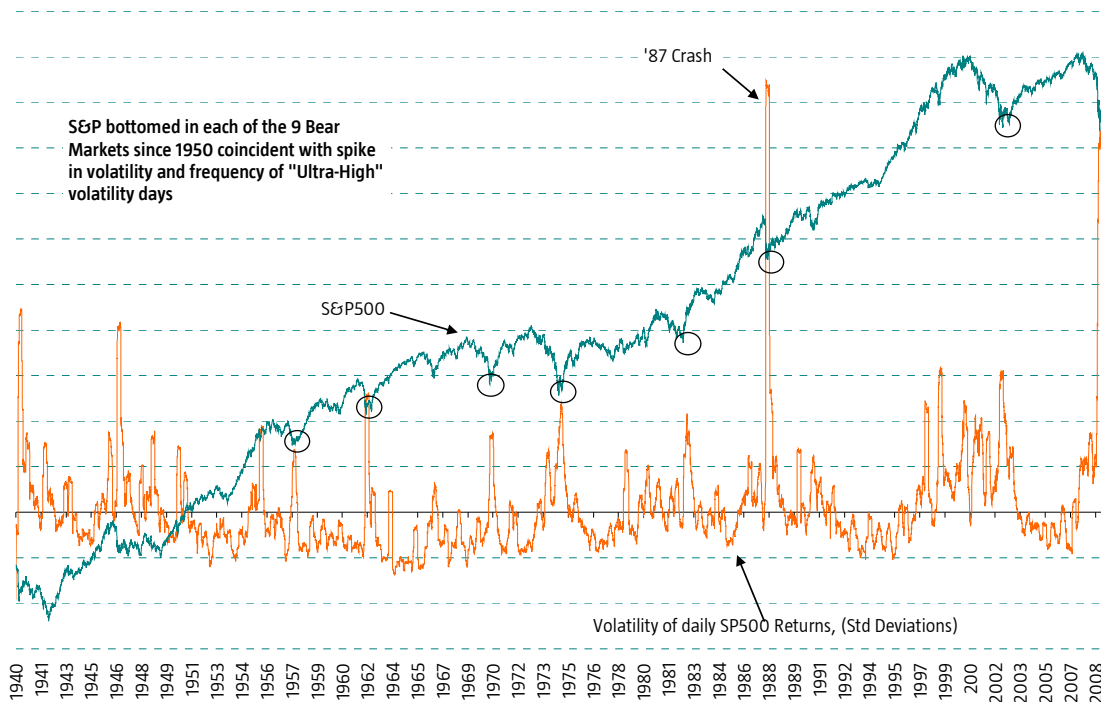
Der US-Aktienmarkt ist ein Frühindikator für die US-Wirtschaft. Dieser nimmt Rezessionen rund sechs bis zwölf Monate vorweg. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass in der Mitte der Rezession, die Erholung am Aktienmarkt einsetzte. Eine Erholung am US-Markt zeichnet sich meist durch eine starke Rückkehr der Märkte aus. Im historischen Vergleich bedeutete dies, dass der S&P 500 nach 12 Monaten ein Plus von rund 44%, gemessen am Tiefsstand, erzielte.

Der Boden einer Rezession ist jedoch nur im Nachhinein genau zu identifizieren. Auch wenn der S&P 500 Index am 06. März 2009 ein 12-Jahres-Tief erreichte, sind weitere Tiefststände möglich. Ein Faktor, der für eine Erholung spricht, ist die Marktvolatilität. Diese zog in der Vergangenheit bei Tiefstständen im Bärenmarkt an.

Tiefststände treten zusammen mit einem starken Volatilitätsanstieg auf

In jedem der neun Bärenmärkte seit 1950 traten Tiefstständen des S&P 500 mit einem starken Anstieg der Volatilität zusammen (s. Abbildung 2). Darüber hinaus waren in der Zeit am Markt häufig extrem volatile Tage zu beobachten. Diese zeigten sich in der Regel, wenn die Veränderung des S&P 500 über 2,7% lag oder das Dreifache der durchschnittlichen Tagesvolatilität erreichte. Aktuell befinden wir uns in solch einem Marktumfeld. In 2008 verzeichnete der Markt 49, in 2009 konnten bis zum 22. April 21 extrem volatile Tage beobachtet werden.

Abb. 2: S&P 500 Index: Markttiefststände und Volatilitätsanstiege, Quelle: Robeco Boston Partners (Betrachtungszeitraum: 21. Januar 1940- 30. April 2009)



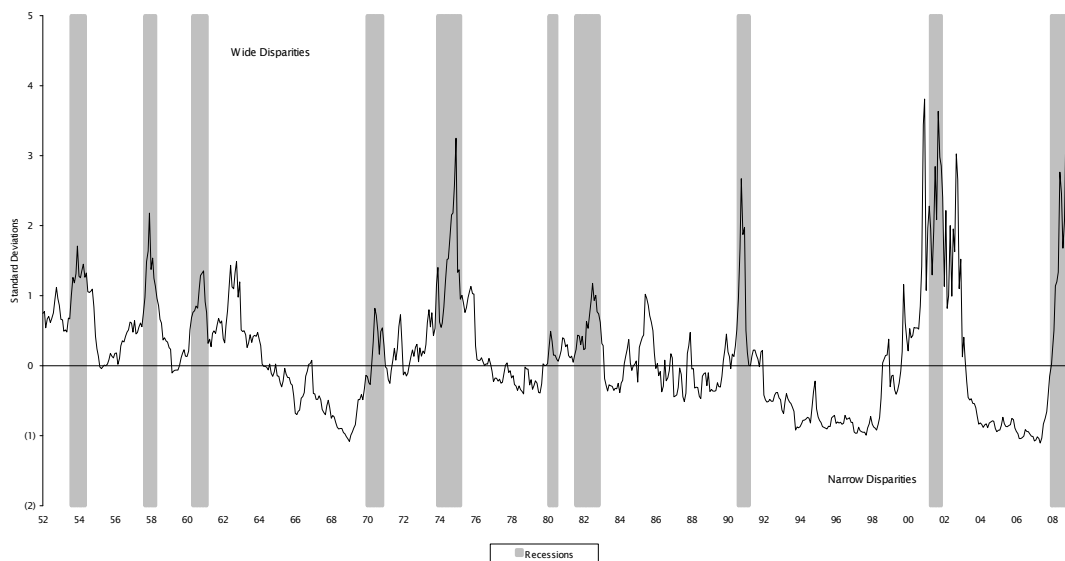
Das Muster, nach dem sich der US-Markt in der Vergangenheit von einer Rezession erholte, deutet auf eine bevorstehende Erholung und damit einen attraktiven Einstiegsmoment für Anleger hin. Historisch betrachtet, wird ein Großteil der Aktienmarkerträge nur an einigen wenigen, sehr schwankungsintensiven Tagen erzielt. Investoren, die an diesen Tagen nicht investiert sind, entgeht demnach ein Großteil der Ertragschancen und verzerrt die kumulativen Erträge im Zeitablauf.

Anleger, die sich für eine Erholung positionieren möchten, sollten nach Meinung von Robeco in Value-Aktien investieren. Demnach werden diese in den nächsten Monaten stärker als Growth-Aktien von einer möglichen Erholung am US-Markt profitieren.

Richtig für die Erholung positioniert: Value-Aktien statt Growth-Aktien

Das Hauptargument, welches nach Meinung von Robeco für eine Investition in Value-Aktien spricht, ist der aktuelle Bewertungsspread (s. Abbildung 3). Am US-Markt ist der Bewertungsspread definiert als die Differenz zwischen der durchschnittlichen Bewertung der 1500 größten US-Aktien (Ein Großteil des Marktes) und der durchschnittlichen Bewertung der günstigsten Titel. In der Vergangenheit haben Substantitel Wachstumswerte bei hohen Spreads (wie aktuell zu beobachten) durch die Einengung des Bewertungsspreads outperformt. Dies ist bei einer wirtschaftlichen Erholung zu beobachten.

Abb. 3: Bewertungsspreads auf extremen Niveau (1952- März 2009)



Source: Empirical Research Partners Analysis, National Bureau of Economic Research.

Bewertungsspreads: Top Quintil im Vergleich zum Marktdurchschnitt.

Die Ausweitung der Bewertungsspreads ist in der Regel in Zeiten vor oder in einer Rezession zu beobachten. In solchen Zeiten zeigte sich in der Vergangenheit, dass Growth-Strategien Value-Strategien outperformten. Sobald die Rezession ihren Boden erreicht hat, übertrafen in der Vergangenheit Substanzstrategien Wachstumsstrategien. Substantitel sind im Vergleich zu Wachstumstiteln weniger abhängig von externen Faktoren, wie nicht erfüllten Gewinnerwartungen oder sich abschwächenden Fundamentaldaten. Diese treten in der Regel in einer Rezession auf. Der Grund hierfür ist einfach: Substantitel können nicht so tief fallen, wie die „Highflyer“, die Wachstumstitel.

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass der Bewertungsspread sich ausweitet, wenn Value als Hauptmerkmal bei der Aktienselektion oder der Portfoliopositionierung ignoriert wird. Dies hat sich auch in der Internet Blase gezeigt. Die Spreads haben sich ausgeweitet, weil teure Titel immer teurer wurden und die vermeintlich „langweiligen“ Substantitel unbeachtet blieben. Investoren haben in die damals neuen überbewerteten „glamourösen“ Internet und TMT Aktien investiert.

In der aktuellen Marktphase zeichnet sich ein ähnliches Szenario ab. Am Markt ist wieder eine Ausweitung der Bewertungsspreads zu beobachten. Value Titel werden von den Investoren kaum beachtet. Darüber hinaus ist eine Verkaufswelle aufgrund des schwachen Markt Sentiment und dem Bedarf nach Liquidität am Markt zu beobachten. Das Ergebnis ist, dass attraktive Substanztitel günstig gepreist sind.

Ausgehend von einer Rezession geht Robeco davon aus, dass sich die Bewertungsspreads einengen werden und Substanztitel auch in den nächsten Jahren Wachstumstitel outperformen werden.¹ Dies hat sich auch in der Vergangenheit gezeigt. In den Jahren nach der Internet Blase von 2000 – 2006 war die Einengung der Bewertungsspreads ein Antrieb für die Outperformance von Substanztiteln (s. Abbildung 4). Die Markterholung führte dazu, dass die Preise für die einst günstigen Value-Aktien anstiegen, während die Kurse für die weitaus teureren Wachstumstitel von einem nicht nachhaltigen Hoch wieder zurück kamen und sich die Bewertungsspreads einengten.

Abb. 4: In einer Rezession: Value-Aktien liegen vor Growth-Aktien

Value vs. Growth Segment: Acht Rezessionen seit 1950

Annualized Returns	Value	Growth
Recession 1 (Jul. 1953 - May 1954)		
12 Months before Recession	4.8%	3.0%
Recessionary Period	33.7%	34.6%
Recession 2 (Aug. 1957 - Apr. 1958)		
12 Months before Recession	-0.6%	-0.1%
Recessionary Period	30.8%	27.7%
Recession 3 (Apr. 1960 - Feb. 1961)		
12 Months before Recession	-10.6%	5.5%
Recessionary Period	21.1%	19.5%
Recession 4 (Dec. 1969 - Nov. 1970)		
12 Months before Recession	-24.0%	-13.4%
Recessionary Period	8.6%	-0.8%
Recession 5 (Nov. 1973 - Mar. 1975)		
12 Months before Recession	-15.9%	-24.3%
Recessionary Period	30.4%	2.9%
Recession 6 (Jan. 1980 - Jul. 1980)		
12 Months before Recession	38.1%	81.9%
Recessionary Period	24.0%	23.3%
Recession 7 (Jul. 1981 - Nov. 1982)		
12 Months before Recession	18.1%	14.5%
Recessionary Period	33.8%	8.6%
Recession 8 (Jul. 1990 - Mar. 1991)		
12 Months before Recession	-21.7%	9.1%
Recessionary Period	20.3%	19.9%

Die hier betrachteten Rezessionen haben eine Dauer > 12 Monate. Quelle: Empirical Research Partners, NBER - National Bureau of Economic Research. Value-Aktien: bestehend aus dem günstigsten Quintil nach Kurs-Buchwert-Verhältnis des Empirical Research Partners Large Cap Universums. Dieses umfasst ca. 800 Aktien. Growth-Aktien: Eine Teilmenge aus dem Universum mit den stärksten Preis und Revision Trend Merkmalen.

Unterschiedliche Bewertungsspreads in den einzelnen Sektoren

Bewertungsspreads unterscheiden sich von Branche zu Branche. Eine Ausweitung der Bewertungsspreads innerhalb eines Sektors kann attraktive Anlagemöglichkeiten offenbaren. Aktuell finden sich laut Robeco die weitesten Spreads in den Branchen Energie, langlebige Konsumgüter, Gesundheitswesen und Finanzdienstleister.

Die Auswahl der attraktivsten Substanzaktien kann jedoch nicht alleine anhand des Preises vorgenommen werden. Eine attraktive Substanzaktie sollte zudem ein gesundes Geschäftsmodell wie auch starke Fundamentaldaten aufweisen, die aktuell von den Marktteilnehmern noch nicht in der Bewertung der Aktie berücksichtigt worden sind. Eine gute Value Strategie kann anhand von drei Merkmalen identifiziert werden:

¹ Basierend auf dem Russell Value und Growth Indices Data, Start der Betrachtung 1979.

1. günstig bewertete Aktien outperformen hoch bewertete Aktien
2. Unternehmen mit starken Fundamentaldaten entwickeln sich besser als Aktien mit schwachen Fundamentaldaten.
3. Aktien mit einem positiven Geschäftsmomentum outperformen Aktien mit einem negativen Momentum

Die konsequente Beachtung dieser Kriterien, führt nach Ansicht von Robeco zu einer aussichtsreichen Anlage in Substanztitel.

Value-Aktien stärker im Fokus

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass Substanzaktien im Bärenmarkt und in der Markterholung Wachstumsaktien übertreffen. In den letzten 75 Jahren zeigte sich, dass Value Aktien Growth Strategien in 2/3 der Zeit outperformt haben.² Der aktuelle Bewertungsspread signalisiert, dass viele Unternehmen im Vergleich zu Ihrer Vergleichsgruppe aber auch zu der Bewertung des Unternehmens in der Vergangenheit, attraktiv bewertet sind. Diese Gründe sprechen nach Einschätzung von Robeco für attraktive Einstiegschancen bei US-Value Aktien in der aktuellen Marktlage.

Wichtige Hinweise:

Wir gehen davon aus, dass Sie die Bedingungen des § 31a (2) WpHG erfüllen und stufen Sie daher als professionellen Kunden ein. Die Informationen in dieser Präsentation stellen eine Werbemitteilung dar und genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegen sie nicht. Diese Präsentation dient lediglich zur Information über die Expertise von Robeco und stellt keine Empfehlung dar, ein bestimmtes Produkt zu kaufen oder zu verkaufen. Sie basiert auf den Angaben, die dem Fondsverwalter zur Verfügung stehen. Wo erforderlich, können Angaben auf anwendbaren und brauchbaren Schätzungen, jeweils nach Auffassung des Fondsverwalters, basieren. Der Inhalt basiert auf Informationsquellen, die als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch weder eine Garantie noch eine Erklärung in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Information abgegeben, weder ausdrücklich noch stillschweigend. Keine Robeco-Investmentgesellschaften noch ihre Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter haften für Informationen bzw. für die in diesem Dokument geäußerten Empfehlungen, die ohne Vorwarnung geändert werden können. Der Wert der Anlagen kann schwanken. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für die Zukunft. Sämtliche Angaben werden durch Robeco Rotterdam, Niederlande, geliefert. Weitere Einzelheiten entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Der Verkaufsprospekt ist erhältlich im Internet unter www.robeco.de sowie kostenlos bei Deutsche Bank, TSS/GES, Post IPO Services, 60262 Frankfurt am Main. Sämtliche Urheberrechte, Patente, intellektuelle und sonstige Eigentumsrechte, die auf den Inhalt dieser Information Anwendung finden, wurden von Robeco erworben und gehören Robeco. Es werden weder Rechte in Lizenzen abgegeben noch zuerkannt noch in irgendeiner Weise auf andere Programme übertragen, die Zugang zu diesen Informationen haben. Bitte beachten Sie zusätzlich, dass die genannten Produkte unter Umständen nur über private placement zu beziehen sind. Wir empfehlen die Produkte jeweils nochmals auf vertriebliche Beschränkungen zu überprüfen.

² Quelle: Empirical Research Partners.