



Freitag Morgen Kaffee

Nr. 61 — Diamanten sind für ewig

Value Investing macht erneut Schlagzeilen und das nicht nur in Europa. Wir haben in der Tat in letzter Zeit eine erhöhte Anzahl von Veröffentlichungen über den bevorstehenden Tod von Value als Anlagestil gesehen. Zum Beispiel analysiert das Quant-team von JPMorgan in einer detaillierten Studie mit dem Titel „The Value Conundrum - Past, Present, Future“, die am 7. Juni erschien, die strukturellen Gegenwinde denen der Valueansatz derzeit konfrontiert ist, erkundet dessen Ursachen und schlussfolgert, unter welchen Bedingungen Value ein nachhaltiges Comeback erzielen kann.

Diese Analyse zeigt, dass Value in den USA zur Zeit mit dem größten Abschlag gegenüber dem Gesamtmarkt gehandelt wird, den es gab. Auf Basis des Kurs-Gewinn Verhältnisses (KGV) werden die 1% billigsten Aktien des S&P 500 7 Mal tiefer als der Gesamtmarkt gehandelt. Dies ist der höchste Bewertungsabschlag der letzten 30 Jahre, sogar ein höherer als in der TMT-Blase im Jahre 2000. Die Autoren behaupten, dass Value in Europe noch billiger wäre. Dies überrascht uns nicht und wir haben die hohe Bewertungslücke zwischen Wachstum und Value mehrfach kommentiert. Auch einige der Erklärungen, die für die jüngste enttäuschende Wertentwicklung als Anlagestil gegeben wurden, wurden bereits von uns erörtert, wie die Zunahme passiver Anlagen und der einfache Zugang zu billigem Kapital weltweit.

Was wir jedoch viel interessanter in dieser Studie finden, ist ihr letzter Teil über die Voraussetzungen für ein anhaltendes Comeback der Value-aktien. Die erste Voraussetzung, die wir vorgebracht hätten, wäre ein Anstieg der Zinsen. Hier schlagen die Autoren allerdings einen radikal anderen Weg ein. Prämisse Nummer 1 sind für die Autoren der Studie nämlich strengere Konkurrenzregeln die den Wettbewerb fördern.

In vielen Branchen wie großen Finanzunternehmen, dem Internethandel, diversifizierten Telekommunikationsunternehmen und Computern ist die Umsatzkonzentration unter einigen wenigen Akteuren in den letzten 10 bis 15 Jahren dramatisch gestiegen. Die Autoren beschreiben dieses Phänomen als ein „Winner take all“-Zyklus, wo die kleineren, oft niedriger bewerteten Unternehmen an den Rand gedrängt werden. Wir stimmen dieser Argumentation zumindest teilweise zu. Die heutigen Marktführer in Technologie, Medien und Telekommunikation sind die erfolgreichen Disruptoren von gestern, denen es gelungen ist, im Laufe der Zeit Marktanteile aufzubauen. Wir sollten jedoch daran denken, dass viele der Marktführer von heute nicht die Marktführer von morgen sein werden, da neue Disruptoren den Markt aufmischen werden. Der springende Punkt beim Value-Investing ist, die Art von Unternehmen zu meiden, die jetzt glamourös sind und mit einer hohen Bewertung gehandelt werden, aber anfällig für Konkurrenz sind. Durch strenge Marktregulierung kann die Zerlegung der dominanten Marktführer beschleunigt werden. Dies ist in verschiedenen Sektoren wie Finanzen und Technologie bereits vorgekommen. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass vor Allem Innovation und gesunder Wettbewerb in hohem Maße dazu beitragen werden.

Die zweite Bedingung für einen Rückkehr des Value-Anlagestils ist eine Marktsättigung bei passiven Anlageinstrumenten (insbesondere ETFs) und Private Equity sowie eine Stabilisierung der Aktiva die aktiv verwaltet werden. Das Aufkommen passiver Anlagestrategien über die letzten Jahre ist beeindruckend, insbesondere in den USA, wie in der folgenden Grafik dargestellt:

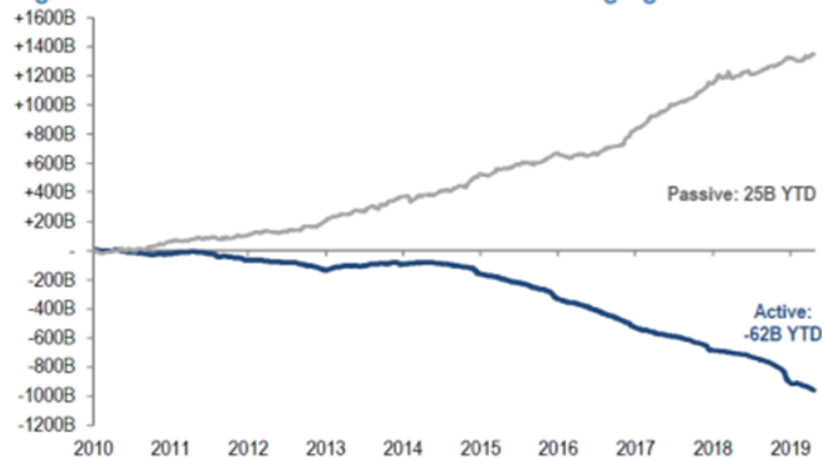
Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Freitag Morgen Kaffee

Nr. 61 — Diamanten sind für ewig

Indexation on the Rise

Figure 47: Active vs Passive Fund Flows - Diverging



Source: J.P. Morgan US Equity Strategy and Quantitative Research

Wir können den überwältigenden Erfolg passiver Anlagestrategien nur feststellen. Wir sehen jedoch nicht, wie eine Marktsättigung von passiven Strategien auftreten kann, ohne dass sich die aktiven Strategien im Markt bewähren. Im Klartext bevorzugen Anleger verständlicherweise ETFs, solange ihre Performance (nach Abzug von Gebühren) höher ist als die von aktiven Managern. In dem Moment, in dem aktive Manager besser werden als der Gesamtmarkt, fließt Geld zurück in aktive Strategien. Die Vorbedingung einer Marktsättigung passiver Strategien ist unserer Meinung nach also eine bessere Performance der aktiven Aktienausswahl im Allgemeinen und des Value-Investings im Besonderen. Das klingt für uns sehr nach einer zirkularen Referenz.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass bedingt durch den historisch hohen Bewertungsabschlag von Valueaktien Kursrallys im Valuebereich zu erwarten sind. Was jedoch genau der Auslöser sein wird, durch den Value wieder in den Vordergrund rückt, ist nicht abzusehen. Zwei Punkte, die wir im Hinterkopf haben, sind die historisch hohen Bewertungsunterschiede zwischen Wachstum / Wertaktien und höhere Zinssätze. Da wir immer noch keine wirtschaftliche Eiszeit erwarten, werden die Zinssätze früher oder später steigen, oder wie Vitaliy Katsenelson es ausdrückte: „Denken Sie daran, niedrige Zinsen sind im Gegensatz zu Diamanten nicht für ewig.“ Während der Zeitpunkt der Rückkehr von Value ungewiss ist, ist es sicher dass Value zurückkommen wird.

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA

Partner & Chief Investment Officer

14. Juni 2019

DISCLAIMER- European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich. ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35a, L-1855 Luxembourg (RCS Luxembourg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf - oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf www.ecp.lu verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.