



CEAMS Marktprotokoll

August 2014

CEAMS · CE Asset Management

Marktprotokoll: Quality aus Risiko-Rendite Sicht

Einleitung

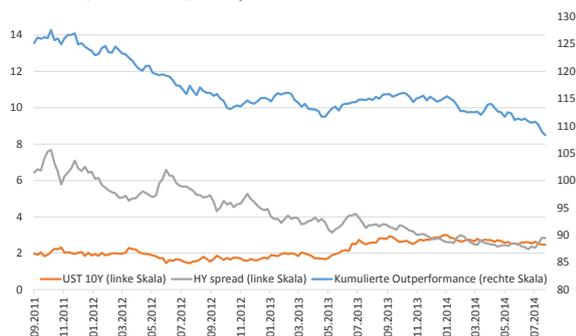
In den letzten gut 12 Jahren hat CEAMS sich international mit verschiedenen Aspekten der Unternehmensqualität auseinandergesetzt (siehe auch www.ceams.ch) und die Erkenntnisse, soweit operationell realisierbar, in ihren Asset-Management-Lösungen umgesetzt. Mit dem vorliegenden Marktprotokoll per Ende August 2014 wollen wir der Frage nachgehen, ob die Rendite-Risiko Sicht zurzeit für Investitionen in Quality spricht.

Risikobewusstsein steigt – Qualität rückt wieder in den Fokus

Nach hervorragenden Jahren seit dem Höhepunkt der Finanzkrise, vor allem in den Jahren 2009 bis 2011, hatten es „Quality“ Investments seit 2012 global schwer, den Markt zu schlagen. Die verschiedenen Anbieter von Quality Equity Lösungen unterscheiden sich zwar zum Teil recht substantiell in der Form, wie sie Quality definieren und umsetzen, aber der Tatsache, dass Quality aus relativer Sicht Gegenwind hatte, konnte sich keiner der Anbieter entziehen.

Ein ähnliches Bild zeigt sich im Bondmarkt. Auch im Bondmarkt (bzw. Obligationen- oder auch Rentenmarkt) konnte sich Quality keiner grossen Beliebtheit erfreuen. Die geringere Nachfrage hatte in den USA zur Folge, dass die Yields der 10-jährigen Treasury Bonds, als typische Vertreter eines als sicher eingestuften Bonds, stiegen (vgl. Abbildung 1).

Abb. 1: Entwicklung der Rendite 10-jähriger US Treasury Bonds, der High Yield Spreads und der kumulierten Outperformance des CEAMS USA Quality Composite vs. S&P 500 TR (Betrachtungszeitraum: 10/2011 bis 6/2014) in %



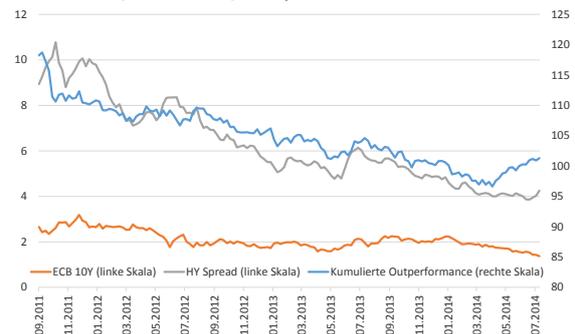
Quellen: Telekurs, CEAMS

Gleichzeitig wie „Quality“ litt, erfreute sich „Junk“ einer grossen Beliebtheit und vermochte sowohl „Quality“ als auch die breiten Marktindizes deutlich zu schlagen. Junk war nicht nur im Aktienmarkt gefragt, auch im Bondmarkt verzeichneten Anbieter

von „Junk-Bonds“ eine hohe Nachfrage. Dies hatte zur Folge, dass sich die Spreads zwischen High Yield Bonds und 10-jährigen US Treasury Bonds massiv, d.h. um rund 70%, reduzierten.

In Europa ist das gleiche Verhalten bei 10-jährigen EZB-Bonds, High Yield Spreads und der Outperformance von Quality zu beobachten (vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Entwicklung der Rendite 10-jähriger EZB-Bonds, der High Yield Spreads und der kumulierten Outperformance von CEAMS Europa Quality Composite vs. Stoxx 600 Net TR (Betrachtungszeitraum: 10/2011 bis 06/2014) in %



Quellen: Telekurs, CEAMS

Ob Sorglosigkeit, enormer Risikoappetit oder die verzweifelte Suche nach Rendite hinter dieser hohen Nachfrage nach Junk steht, sei dahingestellt und soll in der Folge nicht weiter diskutiert werden. Tatsache ist jedenfalls, dass sich Junk-Aktien und -Bonds einerseits und Quality-Aktien und -Bonds andererseits im Gleichschritt verhielten.

Für viele wird diese Einsicht nicht einen „Wow“-Effekt auslösen, denn sie ist sowohl intuitiv als auch logisch gut nachvollziehbar. Analytisch aber ist die Erkenntnis dennoch sehr interessant, weil die bisherige, weit verbreitete Unterteilung des Aktienuniversums in Value- und Growth-Aktien (ohne Berücksichtigung von Quality) den Quality-Junk-Vergleich zwischen Bonds und Aktien nicht zulies. Die von der CEAMS CE Asset Management als Pioniere am Thema seit über 12 Jahren international sehr rigoros analysierten Quality Portfolios stellten zwar einen Meilenstein im Marktverständnis dar. Da aber die Portfolios sehr fokussiert sind, ist als logische Folge davon, der konsequent und systematisch ausgesonderte Non-Quality Teil des Aktienuniversums sehr gross und damit zu wenig gut geeignet, um griffige Schlüsse zum Verhalten von Junk zu Quality machen zu können. Erst die vor wenigen Monaten erfolgte Definition und Herleitung eines ebenfalls sehr fokussierten Junk-Aktienportfolios erlaubt die akzentuierten Vergleiche zwischen sowohl den Asset- als auch den Qualitätsklassen.

CEAMS · CE Asset Management

Zurück zum Thema Quality vs. Junk. Sowohl in Europa als auch in den USA sind die Spreads der High Yields (relativ zu Quality Bond Yields) auf historischen Tiefstwerten. Der europäische Markt hat seit Beginn der Messung im Jahre 2003 noch nie so geringe Risikoaufschläge gesehen. In den USA ist die uns zur Verfügung stehende Datenreihe älter. Seit 1990 haben die High Yield Spreads insgesamt vier Mal die heutigen Tiefstwerte erreicht, und zwar 1993, 1997, 2004 und 2007. Das heisst, Risiko wird heute minimalst, auch im historischen Kontext, entschädigt. Interessant ist dabei, dass sich in der Vergangenheit diese Tiefstwerte in den USA immer nur sehr kurz halten konnten, bevor sie innert weniger Wochen stark korrigiert und sich nach oben bewegt haben. Als Folge der Junk-Korrektur sanken jeweils die Yields von Quality Bonds, da Investoren umzuschichten begannen und über eine verstärkte Nachfrage die Yields von Quality Bonds senkten. Ein höheres Risikoverständnis zeigte sich somit einerseits in sinkenden Yields von Quality Bonds und in steigenden Junk Yields.

Wie sah es mit Aktien aus? Das Bild, welches vorhergehend für die letzten drei Jahre aufgezeigt wurde, lässt sich auch seit 2004 für Aktien bestätigen. Seit diesem Zeitpunkt liegen reale Portfoliodaten der CEAMS CE Asset Management Quality Composites vor. Die Ergebnisse des Junk-Aktienportfolios wurden auf Modellbasis zurückgerechnet. Auch hier lässt sich nachweisen, dass, wenn Junk Bonds nachgefragt wurden, Junk-Aktien out- und Quality Aktien underperfornten sowie Quality Aktien dann outperfornten, wenn Quality Bonds nachgefragt wurden. Waren es in den USA eher die Junk Bonds, die als erste reagierten, so waren es in Europa jeweils eher die Aktien, die als erste, das heisst vor den Bonds, die Richtung vorgaben. Als Vorreiter jeder Korrektur sowohl im Bond- wie auch im Aktienmarkt zeigten sich die volatilen High Yield Bonds. Bei Wendepunkten dieser Asset Klasse folgten jeweils oft sehr starke Korrekturen bei den Junk-Aktien und den Quality-Bonds und -Aktien.

In Europa scheint der Tiefstpunkt der High-Yield Entwicklung überschritten zu sein. Ein erstes Ansteigen der High Yield Spreads ist auch gegenwärtig erkennbar. In Europa sind zudem Junk Aktien in den letzten Monaten eingeknickt. Quality Aktien erzielten eine Outperformance, auch relativ zur Benchmark, und die Nachfrage nach Quality Bonds steigt – das heisst deren Yields sinken. Gleiches gilt übrigens für die Emerging Markets und auch in Japan, der Schweiz und in APAC hat Quality im 1. Halbjahr 2014 outperformed. In den USA haben sich die High Yield Spreads in jüngster Zeit nach oben bewegt und es waren massive Abflüsse aus dem High Yield Segment zu verzeichnen. Die US Junk Aktien erzielten im ersten Halbjahr 2014 aber immer noch gute Resultate, während US Quality Aktien in diesem Jahr weiterhin litten. In den USA ist der Wendepunkt aber dennoch auch für Aktien absehbar, denn in der Vergangenheit war eine Korrektur der High Yield Spreads auf historischen Tiefstniveaus immer gefolgt von einer starken Umschichtung in Quality. Allerdings, im Unterschied zu Europa, korrigierten jeweils zuerst die Bondmärkte und dann die Aktien, während es sich in Europa genau umgekehrt verhielt. Aus Rendite-Risikosicht scheint derzeit also ein guter Zeitpunkt zu sein, um in Quality Aktien einzusteigen und ein denkbar schlechter Zeitpunkt, um sich aus Quality, trotz enttäuschender Ergebnisse in den letzten gut zwei Jahren, zu verabschieden.

Fazit: Die Rendite-Risiko Sicht spricht klar für Quality

In allen Märkten zeigt sich ein höheres Qualitybewusstsein, was sich in sinkenden Quality Bond Yields, steigenden High Yield Bond Yields und, mit Ausnahme der USA, in einer Rückstufung von Junk Aktien und einer Outperformance von Quality Aktien bereits heute zeigt.

CEAMS Marktprotokoll per Ende August 2014

Performance der Size-Indizes

Large-Caps in Europa und Schweiz stärker

Im Monat August gab es bei den Size-Indizes ein gemischtes Resultat. In den USA, in Japan und in den Emerging Markets waren kleinkapitalisierte Unternehmen stärker gefragt. In der Schweiz und in Europa konnten sich grosskapitalisierte Unternehmen durchsetzen.

Kapitalisierungs-Indizes: Haben Large- oder Small- & Mid-Caps die bessere Performance erzielt und wo?

	Monatsperformance für August 2014	YTD - Performance	Jahresperformance		
			2013	2012	
CH	Large Cap	3.0%	5.6%	20.2%	15%
	Small/Mid Cap	2.0%	7.8%	24.4%	11%
US	Large Cap	3.8%	8.4%	29.6%	13%
	Small/Mid Cap	4.8%	0.9%	37.0%	15%
EU	Large Cap	1.6%	2.7%	17.2%	11%
	Small/Mid Cap	1.3%	2.0%	26.8%	18%
JP	Large Cap	-1.3%	-5.3%	56.7%	23%
	Small/Mid Cap	-0.2%	2.6%	50.7%	14%
EM	Large Cap	1.9%	9.9%	3.4%	16%
	Small/Mid Cap	2.1%	10.2%	5.4%	20%
Welt	Large Cap	2.4%	5.9%	26.3%	13%
	Small/Mid Cap	3.3%	4.5%	33.2%	16%

Grüne Schrift = Beste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment
 Rote Schrift = Schlechteste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment
 CH: Large Caps SMI (CHF) / Small-&Mid Cap (SMID) SPI Extra (CHF); US: Large S&P 500 (USD) / SMID Russell 2000 (USD); EU: Large MSCI AC Europe (LOC) / SMID MSCI Europe; EM: Large MSCI EM Large Cap (LOC) / SMID MSCI EM SMID Cap (LOC); Welt: Large MSCI World (LOC) / SMID MSCI Small Cap World (LOC)
 Quellen: CEAMS, Bloomberg

Performance der Style-Indizes

Quality und Value haben weiterhin die Nase vorn

Im August konnten sich mehrheitlich Quality und Value durchsetzen. Nur in den USA konnte Growth am besten abschneiden. Quality war am stärksten in Europa gefragt, Value in der Schweiz und den Emerging Markets. In Japan teilten sich Quality und Value den Spitzenplatz. YTD kann sich Quality mehrheitlich durchsetzen. Nur in den USA liegt Quality klar hinter Value und Growth zurück.

Stile-Indizes: Welcher Investment-Stil konnte wo die beste Performance ausweisen?

		Quality Performance		Growth Performance		Value Performance	
		Aug 14	YTD	Aug 14	YTD	Aug 14	YTD
CH	Large Cap	1.8%	8.2%	2.7%	5.3%	3.4%	7.1%
	Small/Mid Cap	n/a	n/a	2.1%	16.0%	2.8%	5.6%
US	Large Cap	4.2%	7.4%	4.4%	8.3%	3.4%	8.7%
	Small/Mid Cap	3.5%	0.9%	5.5%	1.0%	4.2%	0.9%
EU	Large Cap	2.6%	3.9%	2.3%	2.3%	1.0%	3.0%
	Small/Mid Cap	1.1%	9.5%	1.8%	1.7%	0.5%	2.5%
JP	Large Cap	-1.1%	3.5%	-1.3%	-1.8%	-1.1%	-3.8%
	Small/Mid Cap	1.6%	11.5%	0.5%	2.7%	0.6%	4.0%
EM	Large Cap	1.2%	10.3%	1.5%	6.6%	2.0%	8.9%
	Small/Mid Cap	n/a	n/a	2.5%	9.5%	1.3%	7.1%
Welt	Large Cap	2.6%	5.1%	2.9%	5.8%	1.8%	5.6%
	Small/Mid Cap	n/a	n/a	3.4%	5.4%	2.7%	6.1%

Grüne Schrift = Beste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment
 Rote Schrift = Schlechteste Monats- bzw. Jahresperformance in einem Segment
 CH: S&P Style Indizes (CHF); US: Russell Style Indizes (USD); EU: MSCI Europe Style Indizes (LOC); JP: Russell / Nomura Style Indizes (JPY); EM: MSCI Style Indizes EM (LOC); Welt: MSCI Style Indizes (LOC). CE Corporate Quality Index® (Schweiz (CHF); USA (USD); Europa (LOC); Japan (JPY); Emerging Markets (LOC) und Welt (LOC)
 Quellen: CEAMS, Bloomberg