PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

Value und Growth Aktien im Vergleich

PPCmetrics AG
Dr. Stephan Skaanes, CFA, Partner
Luca Tonizzo, Investment Consultant
Konstantin Furrer, Investment Consultant

Zürich, September 2020

© PPCmetrics AG

Ausgangslage

- Die Aufteilung in **«Value»** und **«Growth»** Titel stellt eine mögliche **Unterteilung des Aktienuniversums** dar.
- Bei **Value Aktien** handelt es sich tendenziell um Unternehmen, welche relativ zu ihrem **Buchwert** einen **tiefen Marktwert** aufweisen, während **Growth Aktien** – begründet durch das erwartete Wachstum – einen **hohen Marktwert** relativ zum Buchwert aufweisen.
- Verschiedene Studien kamen in der Vergangenheit zum Schluss, dass Value Titel höhere langfristige Renditen aufweisen als Growth Titel. Dieser Effekt wurde als **«Value Prämie»** bezeichnet. In den letzten Jahren hat sich diese Value Prämie jedoch nicht materialisiert.
- In der vorliegenden Präsentation wird die **theoretische Fundierung** sowie die **empirische Evidenz** der Value Prämie untersucht. Die Analyse basiert auf den jeweiligen **Indizes von MSCI**, deren Struktur ebenfalls genauer untersucht wird.

Theoretische Fundierung

Theoretische Fundierung

Definition Value und Growth gemäss Fama und French

- Im **Dreifaktorenmodell** der beiden Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French basiert der **Value Faktor** auf der **Rendite-Differenz** zwischen **«Value»** Titeln **(*tiefes Preis-/Buchwert-Verhältnis*)** und **«Growth»** Titeln **(*hohes Preis-/Buchwert-Verhältnis*)**. Dieser Definition folgend sind Value und Growth Titel sich gegenseitig ausschliessende Segmente.
- Fama und French (1995) zeigen, dass das **Preis/Buchwert-Verhältnis** (P/B) als **Indikator** für die **finanzielle Lage** einer Firma dient.
- Gemäss Fama und French befinden sich Firmen mit **tiefem P/B-Verhältnis** (Value Titel) in einer **weniger soliden finanziellen Lage**. Diese Firmen haben mehr gebundenes **Kapital** (Fabriken/Maschinen etc.) und können nur sehr **träge auf Marktveränderungen** reagieren und in neue, profitablere Projekte investieren.
- Diese **höheren Risiken** werden gemäss Fama-French mit einer **zusätzlichen Risikoprämie**, der Value Prämie, vergütet.

Theoretische Fundierung

Definition Value und Growth im weiteren Sinne

- Neben dem genannten P/B-Ratio werden in der Praxis von **Value Investoren** noch **weitere Kriterien** beigezogen. Value Investoren investieren vorwiegend in Aktien, die neben einem tiefen **Preis-/Buchwert-Verhältnis (P/B)** auch ein tiefes **Preis-/Gewinnverhältnis (Price/Earnings) (P/E)** sowie **hohe Dividendenrenditen** aufweisen.
- **Growth Investoren** legen hingegen in Aktien von Unternehmungen mit einem **überdurchschnittlichen erwarteten Wachstum** und einem **hohen Preis-/Buchwert-Verhältnis (P/B)** an.

	MSCI World Value	MSCI World Growth	MSCI World
P/E	14.53	33.7	20.61
P/B	1.52	6.1	2.49
Dividenderendite	3.44%	0.98%	2.17%

Quelle: MSCI Factsheet, 30.06.2020

MSCI World Value und MSCI World Growth: Definition

MSCI World Value & Growth Index

Beschreibung

- Die **MSCI World Value** und **MSCI World Growth Indizes** wurden am **8. Dezember 1997** erstmals berechnet. Die Perioden vor diesem Datum basieren auf nachträglich berechneten Daten («backtesting»).
- Die beiden Indizes beinhalten wie der «Mutterindex» (MSCI World) **Large und Mid Cap** Emittenten aus **23 Industrieländern**.
- Die Indizes streben eine Abdeckung von **je 50% der Marktkapitalisierung** des «Mutterindex» an und setzen sich aus **1'006 Titeln** (Value) bzw. **765 Titeln** (Growth) zusammen.

Indexierte Vermögensentwicklung

Periode: 01.07.2010 - 30.06.2020	MSCI World Value Gross	MSCI World Growth Gross	MSCI World Gross
Rendite p.a	6.30%	11.85%	9.15%
Volatilität p.a.	14.02%	13.04%	13.21%
Maximum Draw-down	-26.94%	-18.98%	-21.13%
Recovery Period (Anzahl Monate)	n.a	7	n.a
Höchste Monatsrendite	8.69%	12.53%	10.70%
Tiefste Monatsrendite	-16.71%	-9.98%	-13.20%
Längste Sequenz positive Rendite	11	9	11
Längste Sequenz negative Rendite	6	6	6

© PPCmetrics AG

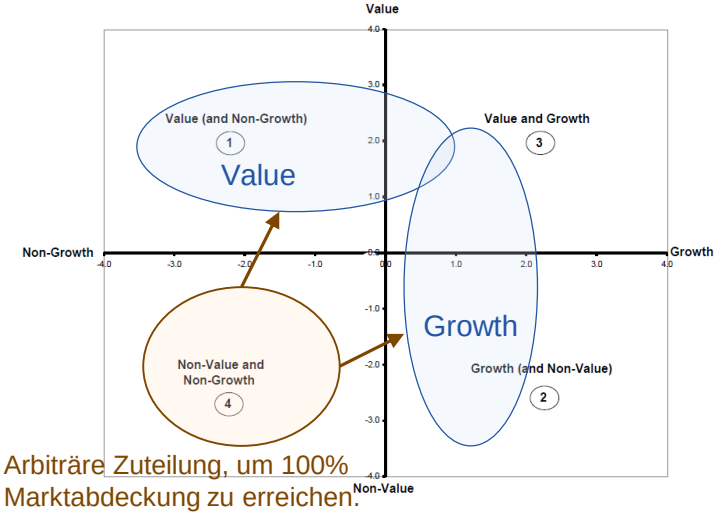
Anmerkung: Renditen in CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Quelle: MSCI Factsheet, 30.06.2020

MSCI World Value & Growth Index

Definition von Value und Growth

- **MSCI gliedert Titel** mittels eines zweidimensionalen Modelles in **«Value»** Style und **«Growth»** Style ein, wobei die **Faktoren**, welche zur **Definition** verwendet werden, **nicht deckungsgleich** sind (siehe Anhang für die Beschreibung der Methodologie).
- Entsprechend gibt es **Titel**, welche **sowohl Value** als auch **Growth Eigenschaften** aufweisen.
- In solchen Fällen wird ein Teil der Marktkapitalisierung des Titels dem Growth Index und ein Teil dem Value Index zugeordnet, d.h., **gewisse Titel sind in beiden Indizes vertreten**.



Arbiträre Zuteilung, um 100% Marktabdeckung zu erreichen.

Quelle: Regelwerk von MSCI

- Quadrant 1 – Titel werden dem **Value Index** zugeordnet.
- Quadrant 2 – Titel werden dem **Growth Index** zugeordnet.
- Quadrant 3 – Marktkapitalisierung der Titel wird auf **Value** und **Growth** aufgeteilt.
- Quadrant 4 – Zuordnung zu demjenigen Index, welcher nach der Zuordnung der Titel aus Quadranten 1 - 3 noch nicht 50% der Marktkapitalisierung erreicht hat.

Anmerkung: Die Priorität der Zuordnung der Titel basiert auf der Stärke der Ausprägung der Faktoreigenschaften. Titel ohne Faktoreigenschaften werden entsprechend zuletzt zugeordnet.

MSCI World Value und Growth: Struktur

Strukturanalyse

Kennzahlen

Kennzahlen	MSCI World Value	MSCI World Growth	MSCI World
Anzahl Titel im Index	1'006	765	1'603
Marktkapitalisierung des Index	20'138'620	21'681'153	41'819'773
Grösster Emittent	370'521	1'596'175	1'596'175
Kleinster Emittent	397	473	1'088
Durchschnittliche Grösse Emittenten	20'019	28'341	26'088
Median Grösse Emittenten	**8'355**	**10'169**	**10'092**
Rebalancing	Vierteljährlich	Vierteljährlich	Vierteljährlich

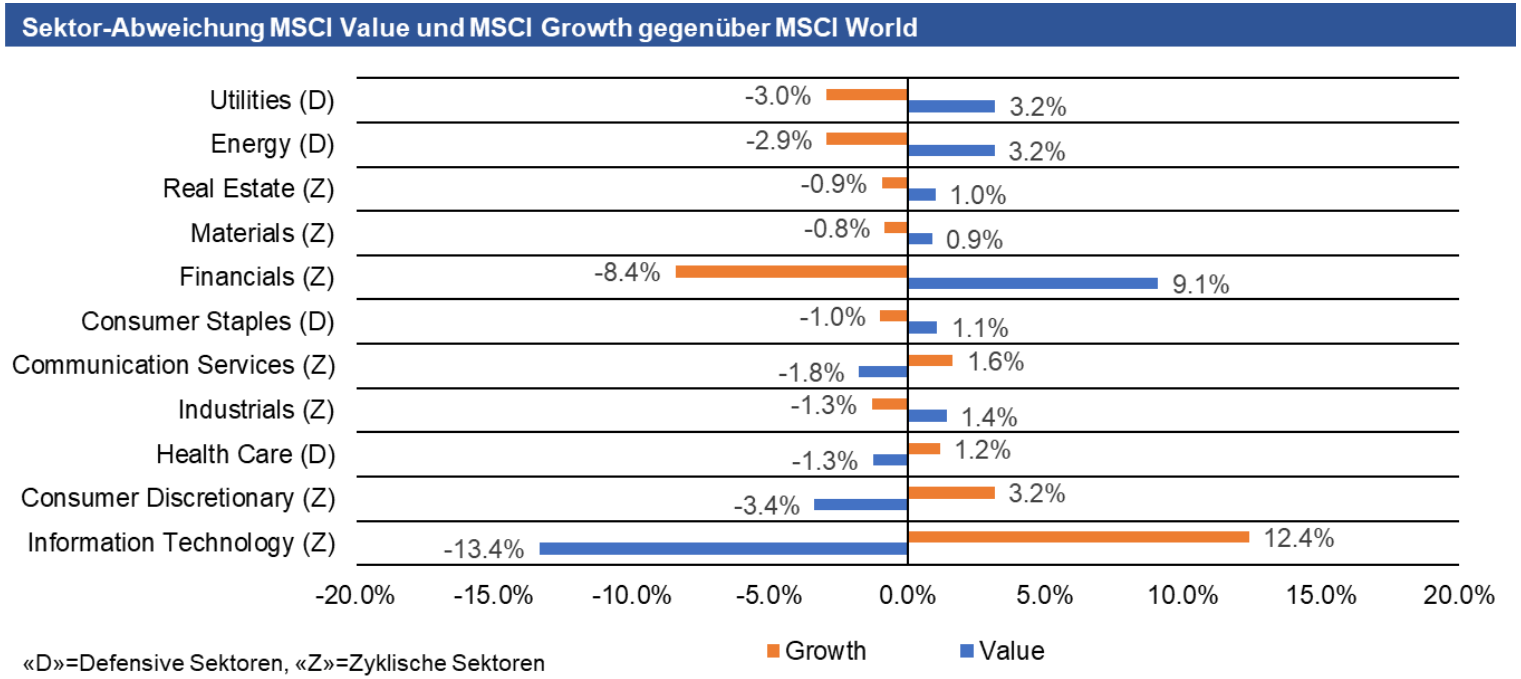
USD Mio.

- Die **durchschnittliche Kapitalisierung** von Unternehmen im MSCI World **Growth** Index ist **höher** als im MSCI World **Value** Index.
- Entsprechend sind im MSCI World **Value mehr Titel enthalten** als im MSCI World **Growth**.
- Per Stichtag sind rund **170 Unternehmen in beiden Indizes enthalten** (mit adjustierter Gewichtung).

Quelle: MSCI Factsheets, 30.06.2020

Strukturanalyse

Sektor-Gewichtungen MSCI Value und Growth vs. MSCI World



«D»=Defensive Sektoren, «Z»=Zyklische Sektoren

- Im **Sektorenvergleich** weist der **MSCI Value** gegenüber dem **MSCI World** bei **Financials** das grösste Übergewicht auf, während Information Technology im MSCI Growth stark übergewichtet ist.
- Im Vergleich zum **MSCI Growth (76.8%)** weist **der MSCI Value (64.9%)** einen tieferen Anteil an **zyklischen Sektoren** aus.

Quelle: MSCI Factsheets, 30.06.2020

Strukturanalyse

Konzentrationsrisiken

MSCI Value			
Unternehmung	**Gewicht**	**Sektor**	**Land**
Johnson & Johnson	1.84%	Health Care	US
Procter & Gamble Co	1.47%	Cons Staples	US
JPMorgan Chase & Co	1.44%	Financials	US
Home Depot	1.36%	Cons Discr.	US
Intel Corp	1.27%	Info Tech	US
Berkshire Hathaway B	1.23%	Financials	US
Verizon Communications	1.13%	Comm Srvcs	US
AT&T	1.08%	Comm Srvcs	US
Disney (Walt)	1.00%	Comm Srvcs	US
Cisco Systems	0.98%	Info Tech	US
Total	**12.79%**		

MSCI Growth			
Unternehmung	**Gewicht**	**Sektor**	**Land**
Apple	7.36%	Info Tech	US
Microsoft Corp	6.78%	Info Tech	US
Amazon.com	5.38%	Cons Discr.	US
Facebook A	2.52%	Comm Srvcs	US
Alphabet C	2.00%	Comm Srvcs	US
Alphabet A	1.96%	Comm Srvcs	US
Visa A	1.52%	Info Tech	US
Nestle	1.52%	Cons Staples	Switzerland
UnitedHealth Group	1.29%	Health Care	US
Mastercard A	1.22%	Info Tech	US
Total	**31.56%**		

MSCI World				
Unternehmung	**Gewicht**	**Sektor**	**Land**	**Index**
Apple	3.82%	Info Tech	US	G
Microsoft Corp	3.52%	Info Tech	US	G
Amazon.com	2.79%	Cons Dir	US	G
Facebook A	1.31%	Comm Srvcs	US	G
Alphabet C	1.04%	Comm Srvcs	US	G
Alphabet A	1.02%	Comm Srvcs	US	G
Johnson & Johnson	0.89%	Health Care	US	V
Visa A	0.79%	Info Tech	US	G
Nestle	0.79%	Cons Staples	Switzerland	G
Procter & Gamble Co	0.71%	Cons Staples	US	V
Total	**16.65%**			

Anmerkung: V = Value Index; G = Growth Index

- **MSCI World Value:**
  - Die **10 grössten Aktien** im MSCI World Value haben mit **12.79%** einen tieferen Anteil am Index als die 10 grössten Aktien im MSCI World **(16.65%)**.
  - Von den **10** grössten Aktien des MSCI World **Value** sind nur **2** auch in den Top 10 des MSCI **World** («Mutterindex»).

- **MSCI World Growth:**
  - Die **10 grössten Aktien** im MSCI World Growth haben mit **31.56%** einen wesentlich höheren Anteil am Index als die 10 grössten Aktien im MSCI World **(16.65%)**.
  - Von den **10** grössten Aktien des MSCI World **Growth** sind die meisten **(8)** auch in den Top 10 des MSCI **World** («Mutterindex»).

Quelle: MSCI Factsheets, 30.06.2020

Strukturanalyse

Regionen/Länder

Ländergewichte	2020		
	Value	Growth	World
USA	64.08%	66.88%	65.53%
Japan	8.05%	7.87%	7.96%
Frankreich	3.56%	3.28%	3.41%
Vereinigtes Königreich	5.97%	3.05%	4.41%
Andere	18.34%	18.92%	18.69%

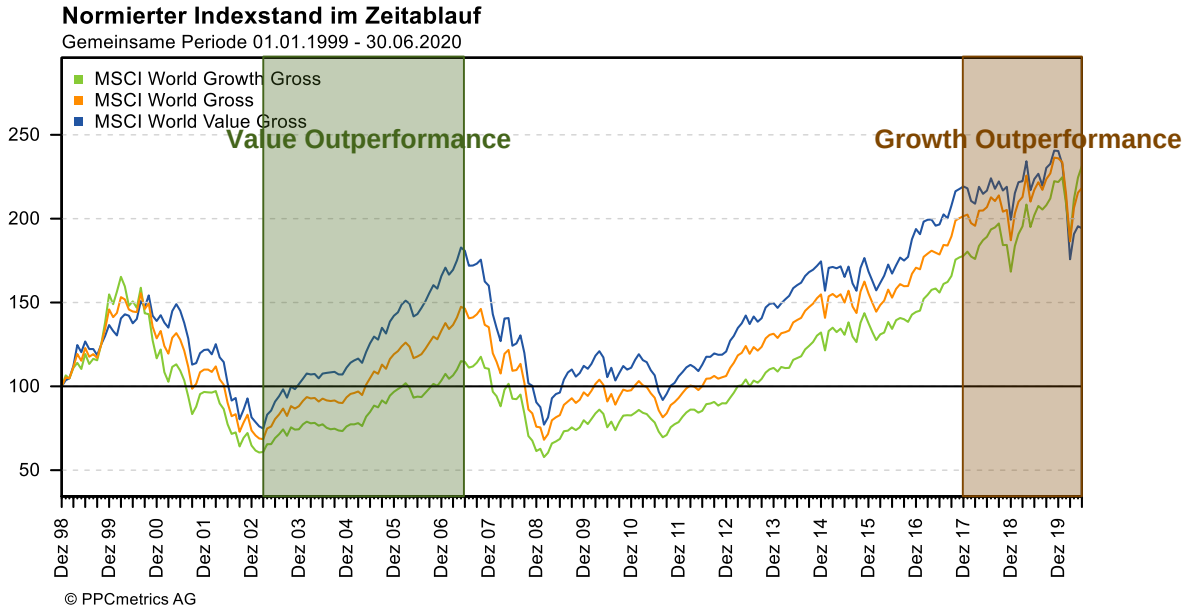
- Die Konzentration auf das **grösste Land (USA)** ist bei **allen drei Indizes** etwa **gleich ausgeprägt**.
- Die regionale Aufteilung des MSCI **Growth** liegt relativ **nahe an** derjenigen des MSCI **World** Index.
- Die regionale Aufteilung des MSCI **Value** weist eine deutlich **höhere Konzentration** im Vereinigten Königreich auf.

Quelle: MSCI Factsheets, 30.06.2020

MSCI World Value und Growth: Performance

Performancevergleich

Seit Messbeginn



Jährliche Renditen	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD 2020*
MSCI World Value Gross	*36.57%*	*1.76%*	*-12.44%*	*-33.00%*	*24.34%*	*9.65%*	*27.85%*	*16.64%*	*-3.47%*	*-43.45%*	*24.03%*	*-1.03%*	*-4.62%*	*13.97%*	*23.90%*	*16.66%*	*-3.40%*	*14.96%*	*13.09%*	*-9.05%*	*20.57%*	*-19.18%*
MSCI World Growth Gross	*54.83%*	*-24.62%*	*-17.18%*	*-33.05%*	*14.96%*	*2.24%*	*27.19%*	*6.95%*	*6.76%*	*-44.44%*	*30.00%*	*3.59%*	*-4.83%*	*14.17%*	*23.59%*	*19.04%*	*4.26%*	*4.79%*	*23.20%*	*-5.33%*	*31.77%*	*4.35%*
MSCI World Gross	*45.88%*	*-11.84%*	*-14.47%*	*-32.99%*	*19.65%*	*5.96%*	*27.53%*	*11.75%*	*1.61%*	*-43.90%*	*27.03%*	*1.29%*	*-4.71%*	*14.08%*	*23.75%*	*17.87%*	*0.42%*	*9.81%*	*18.00%*	*-7.14%*	*26.13%*	*-7.51%*

* bis 30.06.2020

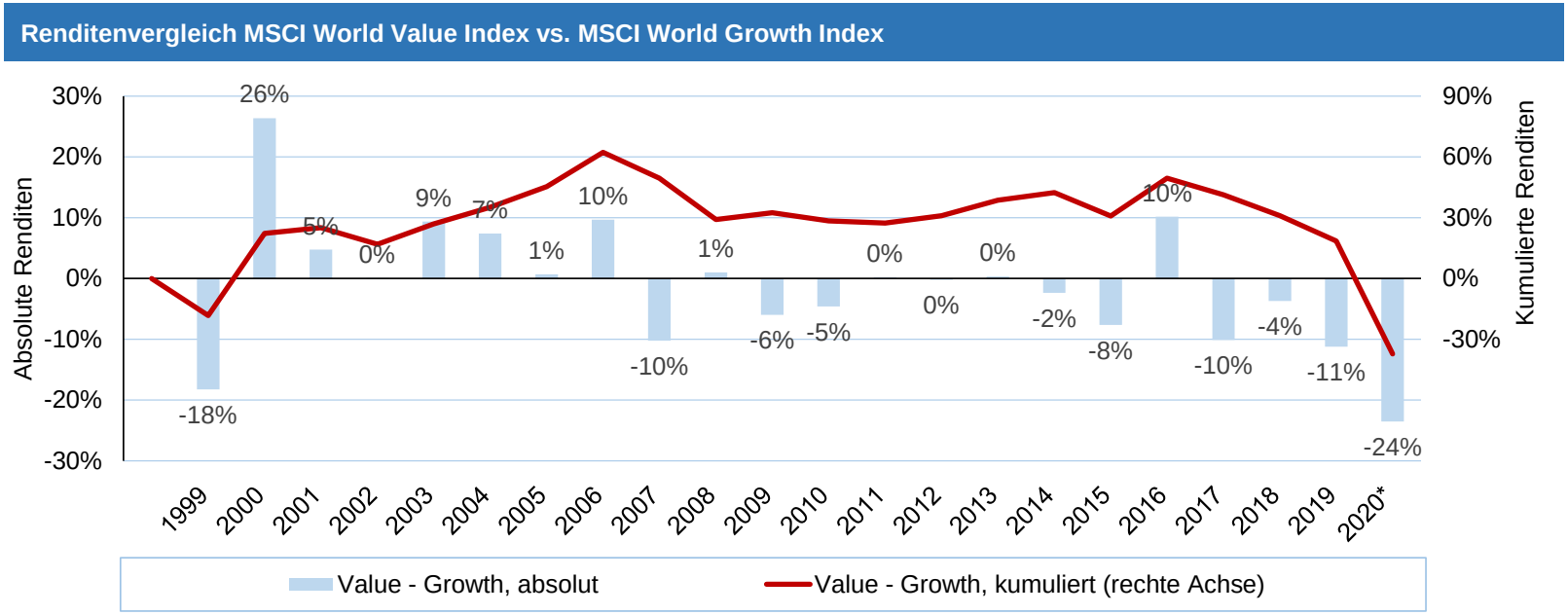
© PPCmetrics AG

- In der Vergangenheit gab es **zwei ausgeprägte Perioden**, in denen entweder **Value** (2003 - 2006) bzw. **Growth** (2018 - 2020) eine starke **Outperformance** erwirtschaftet haben.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Performancevergleich

Renditedifferenz jährlich und kumuliert



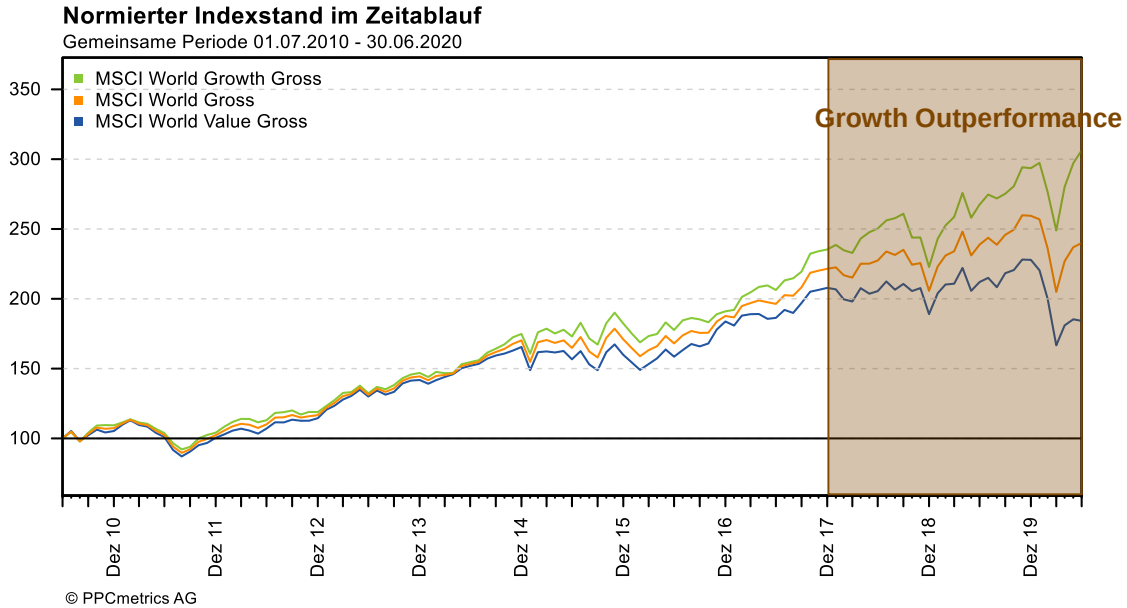
* Bis Juni 2020

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Die **jährliche Renditedifferenz** zwischen Value und Growth Titeln weist **starke Schwankungen** auf.
- Kumuliert lagen die **Value-Aktien lange Zeit vorne**, haben diesen **Vorsprung jedoch seit 2019 verloren** (Underperformance Value).

Performancevergleich

Letzte 10 Jahre



Jährliche Renditen	2010*	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD 2020*
MSCI World Value Gross	*5.31%*	*-4.62%*	*13.97%*	*23.90%*	*16.66%*	*-3.40%*	*14.96%*	*13.09%*	*-9.05%*	*20.57%*	*-19.18%*
MSCI World Growth Gross	*9.38%*	*-4.83%*	*14.17%*	*23.59%*	*19.04%*	*4.26%*	*4.79%*	*23.20%*	*-5.33%*	*31.77%*	*4.35%*
MSCI World Gross	*7.36%*	*-4.71%*	*14.08%*	*23.75%*	*17.87%*	*0.42%*	*9.81%*	*18.00%*	*-7.14%*	*26.13%*	*-7.51%*

* Messperiode 01.07.2010 - 30.06.2020

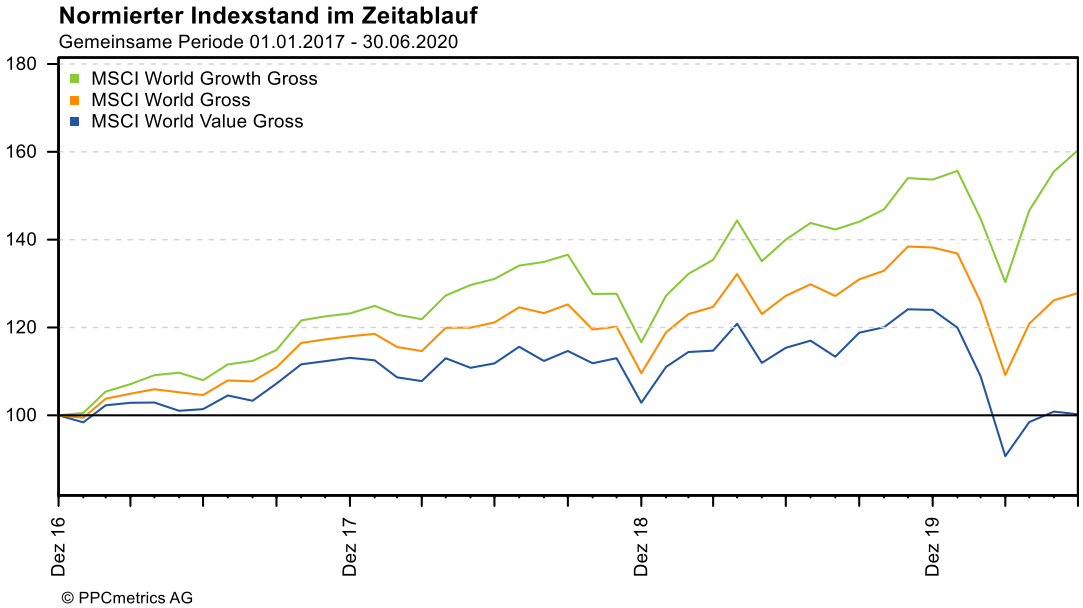
© PPCmetrics AG

- **Über die vergangenen 10 Jahre** hat **Growth** eine deutlich höhere Performance als Value erzielt.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Performancevergleich

Seit 2017



Jährliche Renditen	2017	2018	2019	YTD 2020*
MSCI World Value Gross	*13.09%*	*-9.05%*	*20.57%*	*-19.18%*
MSCI World Growth Gross	*23.20%*	*-5.33%*	*31.77%*	*4.35%*
MSCI World Gross	*18.00%*	*-7.14%*	*26.13%*	*-7.51%*

* bis 30.06.2020

© PPCmetrics AG

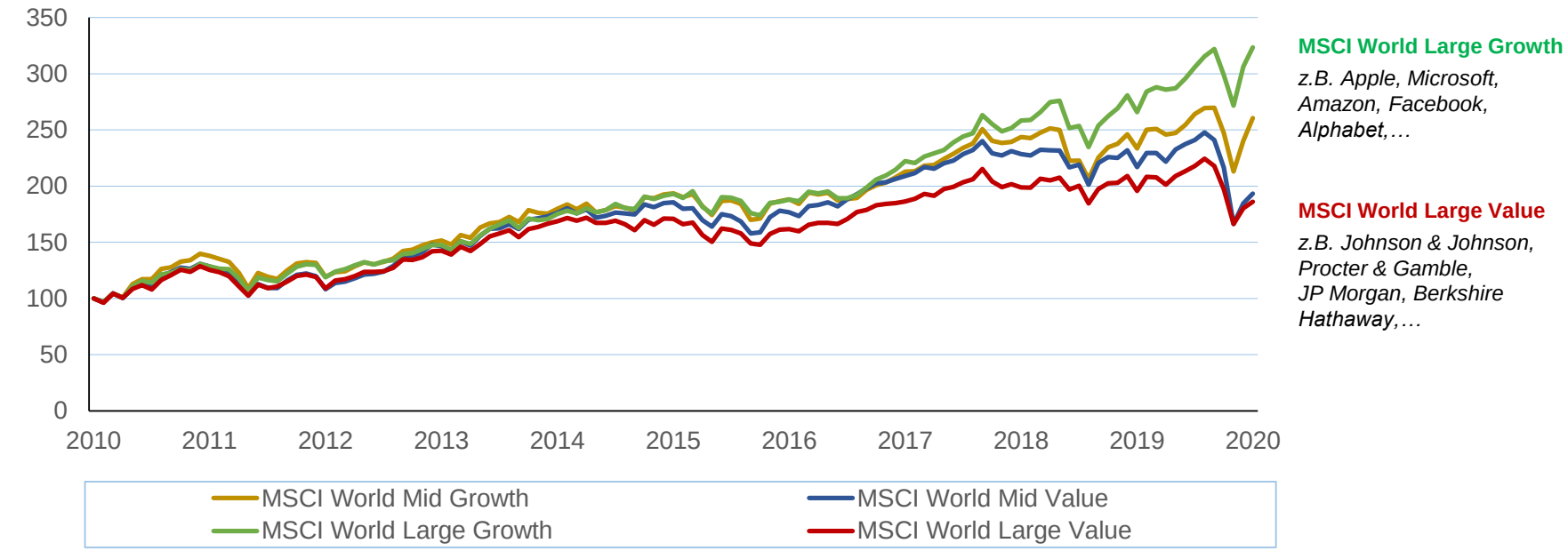
- **Seit dem Jahr 2017** ist die **Outperformance** von **Growth** gegenüber Value nochmals deutlich ausgeprägter.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Performancevergleich

Nach Marktkapitalisierung

Indexstand über letzte 10 Jahre nach Marktkapitalisierung



- Im Performancevergleich nach Marktkapitalisierung wird ersichtlich, dass **seit 2017** die **Large Cap Firmen** innerhalb des MSCI **Growth** und **Value** einen **Grossteil des Renditeunterschieds ausmachten**.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Fazit

Fazit

- MSCI berechnet mit dem **MSCI World Value Index** und dem **MSCI World Growth Index** seit Ende 1997 zwei Indizes, welche die Performance von Value und Growth Titeln abbilden.
- **Seit Messbeginn** (1998) wies der **MSCI World Value** Index **lange Zeit** eine etwas **bessere Rendite** als der Growth Index aus (speziell 2000 - 2007). In den letzten Jahren (besonders seit 2017) hat sich das Blatt gewendet und **aktuell** weist der MSCI World **Growth** seit Messbeginn die **höhere Rendite** aus.
- Die **Top 10 Titel des MSCI World** sind bis auf **zwei Ausnahmen als Growth Titel klassifiziert** und machen mit rund 32% einen grossen Teil des MSCI Growth Index aus. Da diese Titel in den letzten drei Jahren hohe positive Renditen ausgewiesen haben, kann ein Teil des **Renditeunterschieds** zwischen dem MSCI Value und Growth Index **auf diese grosskapitalisierten Technologiefirmen zurückgeführt werden**.
- Die relative **Performance** von Growth und Value Aktien **schwankt stark** über die Jahre, **ohne eindeutigen Trend**.
- Für **Investoren in Value- oder Growth-Strategien** ist es zentral, den zugrundeliegenden **Investitionsansatz zu verstehen**, da die langfristigen **Performanceauswirkungen** beträchtlich sein können.

Anhang

Anhang

Kennzahlen für Style Klassifikation bei MSCI

- MSCI bestimmt das Style-Exposure eines Titels anhand von acht Kriterien.
- Für die Ermittlung eines «Value» Styles werden die folgenden drei Kennzahlen herangezogen:
  - Bookvalue to price
  - 12 months forward earnings to price
  - Dividend Yield
- Für die Ermittlung eines «Growth» Styles werden die folgenden fünf Kennzahlen herangezogen:
  - Langfristige Wachstumsrate des EPS forwards
  - Kurzfristige Wachstumsrate des EPS forwards
  - Aktuelle interne Wachstumsrate
  - Langfristiger historischer EPS Wachstumstrend
  - Langfristiger historischer Umsatz pro Aktie Wachstumstrend

Anhang

Vorgehen für die Style Klassifikation von Titeln bei MSCI

- Für jeden Titel werden diese acht Kennzahlen anhand eines Z-Wertes mit dem marktkapitalisierungsgewichteten Durchschnitt für diese Kennzahl verglichen.
- Die Z-Werte werden gleichgewichtet aggregiert (d.h. für den Value Style werden die Z-Werte für B/P, 12-m fwd. E/P sowie D/P je zu $^1/_3$ für den Z-Gesamtscore gewichtet).
- Aufgrund dieses Z-Gesamtscores wird die Zuteilung in die vier Quadranten vorgenommen.

Value Z-Score	Growth Z-Score	Style Characteristics
Positive	Negative or Zero	Value
Negative or Zero	Positive	Growth
Positive	Positive	Both Value and Growth
Negative or Zero	Negative or Zero	Neither Value nor Growth

Quelle: MSCI

Anhang

Gewichtung für Indexkonstruktion bei MSCI

- Die Indizes werden jeweils im Mai und November konstruiert.
- Beide Indizes streben eine Marktkapitalisierung von 50% des «Mutterindex» an, wobei sämtliche Titel des Mutterindex abgedeckt werden.
- Die Konstruktion basiert auf der Style Klassifikation sowie den Z-Werten. Dabei werden Titel mit stärker ausgeprägten Style Charakteristika zuerst den entsprechenden Indizes zugeteilt. Die Ausprägung der Style Charakteristika wird dabei wie folgt gemessen:

$$d = \sqrt{value\ z\text{–}score^2 + growth\ z\text{–}score^2}$$

- Sobald einer der beiden Indizes (Value oder Growth) 50% der Marktkapitalisierung des Mutterindex erreicht hat, werden die verbleibenden Titel arbiträr dem Index zugeordnet, der noch nicht 50% Marktabdeckung erreicht hat.
- Es kann entsprechend vorkommen, dass Titel in Indizes zugeordnet werden, welche nicht ihren Style Charakteristika entsprechen.

Quelle: MSCI

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Videos

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Tagungen

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

Webseite