

# DER ANLAGESTIL ENTSCHEIDET

**INVESTMENTSTILE** Wichtiger als die Wahl einzelner Aktien ist die systematische Allokation in verschiedene Anlagestile. Wie sieht aus Rendite-Risiko-Überlegungen heute die optimale Aufteilung aus?

**ERWARTUNGEN** Wo steht der SMI in zwölf Monaten? Was wird aus dem Euro, und wohin geht der Goldpreis? Diese und ähnliche Fragen werden zu Jahresbeginn mit schöner Regelmässigkeit diskutiert und manchmal auch beantwortet. Statt über die generelle Richtung einzelner Anlagen wollen wir uns Gedanken machen, was 2011 für den Aktienmarkt zu erwarten ist bzw. wie sich die verschiedenen Segmente relativ zueinander entwickeln werden. Konkret soll analysiert werden, wie sich verschiedene Anlagestile präsentieren und welche Schlüsse daraus gezogen werden können.

Investmentstile sind Unterteilungen des Aktienmarktes nach bestimmten, gemeinsamen Charakteristika. So wird der Markt etwa in klein- und grosskapitalisierte Unternehmen unterteilt, weil die Small wie auch die Large Caps unter sich viele gemeinsame Eigenschaften haben, die zu ähnlichen Kursverläufen führen. Aufgrund dieser prägenden Eigenschaften lassen sich Investmentstile wesentlich besser prognostizieren als einzelne Aktien. Dies ist die Grundlage der Active Style Selection, der aktiven Steuerung eines Style-Portfolios.

Wir konzentrieren uns auf vier ausgewählte Investmentstile, da sie für Anleger langfristig besonders attraktiv sind: Value, Momentum, Quality und Size (vgl. Textkasten). Obschon sich jeder dieser vier Stile langfristig wesentlich besser entwickelt hat als der Gesamtmarkt, können alle doch kurz- und mittelfristig ausgeprägten Schwankungen unterliegen. So fielen die Value-Papiere im Dotcom-Boom massiv hinter den Markt zurück, liessen ihn dafür aber beim Platzen der Blase weit hinter sich. Ein anderes Beispiel sind Momentum-Titel, die über die Jahre hinweg zwar ausgezeichnet liefen, 2009 aber die Erholung des Aktienmarktes weitestgehend verpassten und so deutlich schlechter abschnitten als der Index.

Es ist entsprechend wichtig, sich Gedanken über Chancen und Risiken dieser Styles für 2011 zu machen und das eigene Portfolio entsprechend anzupassen. Die nachfolgenden Überlegungen beziehen sich auf den grössten Aktienmarkt der Welt, den amerikanischen, sind aber auch auf Europa und Asien übertragbar.

**QUALITY** Qualitätstitel bringen Stabilität und Solidität ins Depot. Sie reagieren nur gedämpft auf Rückschläge am Aktienmarkt und zeigen ihre Qualität insbesondere bei unerwarteten Schockereignissen wie 9/11 oder der Lehman-Pleite. 2011 hat das Potenzial für einige ungute Überraschungen (Eurokrise, US-Konjunktur etc.), und entsprechend drängen sich Qualitätstitel nur schon aus Risikoüberlegungen auf. Doch wie steht es mit den Renditeaussichten?

Für Quality-Valoren gilt eine einfache Regel: Man sollte sie kaufen, wenn sie günstig sind. Tatsächlich sind sie das im Moment. Zum Beispiel gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sind sie deutlich billiger als der Rest des Marktes. Mit Qualitätsaktien bekommt man im Moment eine Art Versicherung gegen böse Überraschungen, die zudem noch gute Ertragsaussichten aufweist. Der Quality Style sollte somit einen wesentlichen Portfolioanteil ausmachen im Jahr 2011.

**VALUE** Im Gegensatz zu Qualitätsaktien kauft man Value-Titel in der Regel nicht primär wegen ihrer defensiven Eigenschaften, sondern vor allem wegen der Erwartung einer langfristig besseren Rendite. Value-Investoren mussten in den vergangenen Jahren aber zum Teil schmerzlich erfahren, dass diese langfristig guten Aussichten mit länger andauernden Rückschlägen einhergehen können.

Wie sieht es für die Substanzwerte aus? Value-Papiere entwickeln sich gegenüber dem Gesamtmarkt besonders vorteilhaft während oder unmittelbar nach einer Rezession. Nun ist es plausibel anzunehmen, dass sowohl die Talsohle wie auch der erste Aufschwung nach der letzten Krise bereits hinter uns liegen. Die Entwicklung der Industrieproduktion wie auch die Performance der Value-Aktien selbst legen davon Zeugnis ab. Entsprechend sind wir eher zurückhaltend bei der Investition in vermeintlich billige Value-Valoren. Einen Schutz vor allfälligen Überraschungen im Jahr 2011 haben wir derzeit ja mit Qualitätstiteln besser und günstiger erworben.

**MOMENTUM** Der Momentum Style ist generell eher schwierig zu timen. Ganz allgemein entsteht die langfristig erhebliche Mehrrendite des Momentum Style gegenüber der Benchmark recht unbeeinflusst von allem, was sonst an den Börsen oder in der Volkswirtschaft vor sich geht. Mit einer wesentlichen Ausnahme: Sprunghafte Erholungen an den Börsen, wie wir sie nach einem grossen Kurseinbruch z. B. im Frühling 2009 oder auch Ende 2002 gesehen haben, ziehen eine empfindliche Unterperformance von Momentum-Aktien nach sich. Auch wenn wir optimistisch sind für das Börsenjahr 2011, ist eine solche sprunghafte Neubewertung kaum zu erwarten. Entsprechend ist das langfristig attraktive Potenzial von Momentum-Valoren derzeit recht interessant, und wir halten eine grössere Position in unserem Musterportfolio.

## Das Aktienportfolio 2011 sollte grösstenteils aus Qualitäts- und Momentum-Titeln bestehen.

**SIZE** In den letzten zehn Jahren haben sich kleinere Aktien rund doppelt so gut entwickelt wie der breite Markt. Dies hatte natürlich Konsequenzen für ihre Bewertung. So sind Mid Caps derzeit leicht teurer als Large Caps und damit so hoch bewertet wie seit über einem Vierteljahrhundert nicht mehr, wenn man einmal von den kurzzeitig verzerrten Preisen im Frühling 2009 absieht. Dies spricht also eher gegen eine weitere Übergewichtung von kleineren Titeln.

Dafür spricht die zu erwartende Wirkung der nach wie vor laufenden fiskalischen und monetären Stimulierungsprogramme. Tatsächlich ist das dritte Jahr des Präsidentschaftszyklus in Amerika, in dem wir uns jetzt befinden, historisch das mit grossem Abstand beste für die Entwicklung von kleineren Aktien. Hier bewirken die staatlichen Massnahmen, die die Wiederwahl des Präsidenten vorbereiten sollen, am meisten. In der Summe scheint ein leichtes Übergewicht von Mid-Cap-Aktien somit weiterhin sinnvoll, allerdings sollte es umgehend abgebaut werden, sobald die Effekte der Stimulierungsprogramme zu verpuffen beginnen.

Unseres Erachtens sollte ein Aktienportfolio für das Jahr 2011 somit grösstenteils aus Qualitäts- und Momentum-Papieren bestehen. Eine geringe Value-Beimischung ist vertretbar, zumal vorteilhafte Diversifikationseigenschaften das Gesamtrisiko eher senken. Über diese drei Stile hinweg bevorzugen wir im Moment noch mittlere gegenüber grösseren Papieren. Gerade dieser letzte Style Tilt muss aber streng überwacht werden und wird wohl spätestens Ende des Jahres in sein Gegenteil verkehrt. ■

THOMAS KRAUS und DANIEL WERNER  
Kraus Partner Investment Solution

### TOP TEN DER FAVORISIERTEN STILE

Qualität	Sektor
Psychex	Industriegüter und Dienstleistungen
Renaissance Re	Versicherungen
Techne	Gesundheit
Forest Laboratories	Gesundheit
Copart	Einzelhandel
Axis Capital	Versicherungen
CME Group	Finanzdienstleistungen
Zimmer	Gesundheit
Neustar A	Industriegüter und Dienstleistungen
Brown & Brown	Versicherungen
Momentum	Sektor
Erie Indemnity A	Versicherungen
Atmel	Technologie
Valeant Pharmaceuticals Int.	Gesundheit
Netflix	Einzelhandel
Illumina	Gesundheit
Skyworks Solutions	Technologie
Tractor Supply	Einzelhandel
Autozone	Einzelhandel
Caterpillar	Industriegüter und Dienstleistungen
VM Ware	Technologie

Quelle Kraus Partner

## EIGENSCHAFTEN DER INVESTMENTSTILE

**VALUE** Diese Substanztitel sind gemessen am Gewinn, am Buchwert oder an den Dividenden vergleichsweise günstig bewertet.

**QUALITY** Qualitätsunternehmen zeichnen sich durch einen stabilen Gewinn mit hohen Margen und tiefer Verschuldung aus.

**MOMENTUM** Valoren mit einer starken relativen Performance im vergangenen Jahr setzen diese positive Entwicklung noch einige Monate fort.

**SIZE** Aktien werden nach ihrer Gesamtkapitalisierung gruppiert. Wir konzentrieren uns auf die Papiere mittelgrosser Unternehmen (Mid Caps), da sie sich langfristig besser entwickeln als die Large Caps, gleichzeitig aber nicht unter dem Illiquiditätsproblem der Small Caps leiden.