

# Das Potenzial eines verborgenen Renditetreibers

Von Thomas Kraus

Aktieninvestoren sind es gewohnt, ihre Titel über verschiedene Länder und Sektoren zu streuen. Dabei profitieren sie zum einen von der Risikodiversifikation und versuchen zum anderen, durch gezielte Über- und Untergewichtung eine Mehrrendite zu erwirtschaften. Die Aktienallokation gemäss der Länder- und der Sektorzugehörigkeit ist intuitiv verständlich und hat sich in der Praxis bewährt.

Eine andere Dimension der Portfoliosteuerung hingegen ist nicht weniger gehaltvoll, und doch bleibt ihr Potenzial vielen Anlegern weitgehend verborgen. Gemeint sind die sogenannten Investment Styles, nach denen sich Aktien kategorisieren und Portfolios steuern lassen. Als Styles bezeichnet man ganz allgemein wichtige Charakteristika, nach denen sich Aktien gruppieren lassen und die prägend sind für ihre Rendite-Risiko-Eigenschaften.

## Unterschiedliche Eigenschaften

Zu den wichtigsten Investmentstilen gehört das Paar Value/Growth, bei dem Aktien nach ihrer Bewertung kategorisiert werden. So wird zum Beispiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Price-to-Book Ratio herangezogen, um zwischen «günstigen» Value-Titeln und «wachstumsstarken» Growth-Papieren zu unterscheiden. Wie unterschiedlich sich dieses Paar entwickeln kann, haben viele Anleger vor und nach dem Höhepunkt der Internet-Blase erfahren: Zuerst zogen die Growth-Aktien die Börsen massiv nach oben, danach korrigierten sie umso deutlicher, und seither werden sie von den günstigen Substanzwerten dominiert.

Neben dem erwähnten Stilpaar Value/Growth gibt es andere, in Forschung und Praxis bekannte Kategorisierungsmerkmale wie zum Beispiel die Börsenkaptalisierung einer Aktie (Small versus Large), die historische Kursentwicklung (Momentum) oder das Gewinnwachstum (Gewinndynamik).

## Eigenständige Renditetreiber

Verschiedene dieser Stile weisen nicht nur besondere Zyklicitäten und Risikocharakteristika auf, sondern sind auch wichtige, langfristige Renditetreiber. Grafik 1 zeigt die historische Entwicklung von drei europäischen Stilportfolios im Vergleich zum Euro Stoxx. Es ist unmittelbar ersichtlich, dass die disziplinierte Aktien-

selektion nach jedem dieser drei Kriterien erhebliche Mehrrendite eingebracht hat.

Konkret haben die drei Style-Portfolios den Index seit 1992 um 5,8% (Value), 3,4% (Gewinndynamik) und 5,8% (Momentum) pro Jahr (!) geschlagen. Diese Zusatzrenditen traten aber nicht nur zufällig während dieser Zeit in Europa auf, sondern sind für verschiedene Länder und lange Perioden wissenschaftlich sehr gut erforscht und dokumentiert.

## Aktive Stilselektion

Nun sind die historischen Zusatzrenditen der aufgezeigten Stile zwar sehr eindrücklich, jedoch ist aus der Grafik ersichtlich, dass keine Strategie in jeder Marktphase den Index zu schlagen vermochte. So fiel etwa der Value-Stil, wie erwähnt, um die Jahrtausendwende massiv hinter die Benchmark zurück, zur selben Zeit erwirtschaftete aber das Momentum-Portfolio eine attraktive Outperformance. Die Frage ist nun, ob sich unter bestimmten Bedingungen einzelne Stile systematisch besser entwickeln als andere. Falls dies so ist, kann der Investor auf Basis konkreter Indikatoren zwischen den Stilen wechseln und so eine zusätzliche Rendite erwirtschaften. Tatsächlich ermöglichen statistische Verfahren eine derartige Analyse mit sehr gehaltvollen Ergebnissen.

Zur Veranschaulichung sei wiederum das Beispiel des Value-Stils näher betrachtet. Welche fundamentalen Indikatoren deuten darauf hin, dass dieser Stil relativ zum Index im kommenden Monat gute oder eben schlechte Ergebnisse liefern

wird? Wissenschaftliche Forschungsarbeiten zeigen, dass es hierfür zwei sehr gute Indikatoren gibt: zum einen den Credit Spread (Renditeaufschlag von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen), zum anderen die impliziten Volatilitäten der Optionsmärkte (Gradmesser für die Risikoerwartung). Dabei ergibt sich der Zusammenhang, dass Value-Aktien relativ zum Index im kommenden Monat besonders gut laufen, wenn zu Monatsbeginn (a) die Credit Spreads hoch und (b) die Volatilitäten tief sind. Die Stilanalysebox veranschaulicht das bildlich und ist die Grundlage für die Active Style Selection.

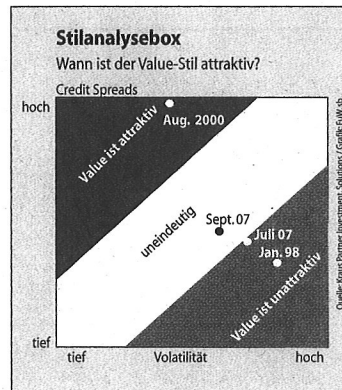
## Zu früh für Value-Orientierung

Mit diesem (hier vereinfachten) Analyseinstrument lässt sich zu jedem Zeitpunkt anhand objektiver Fundamental-

daten ermitteln, ob das eigene Portfolio für den kommenden Monat in Richtung Value ausgerichtet werden soll oder nicht. So waren im August 2000 die hohen Credit Spreads bei leicht unterdurchschnittlichen Volatilitäten ein deutliches Signal für den darauffolgenden Boom von Value-Aktien. Im Zuge der Hypothekenkrise in den USA war im Juli 2007 genau die gegenteilige Konstellation zu beobachten: Die Volatilitäten waren überdurchschnittlich hoch, die Credit Spreads aber lagen noch unter ihrem historischen Normalniveau. Wie anhand der Stilanalysebox zu erwarten war, hat der Value-Anlagestil im darauffolgenden August tatsächlich deutlich schlechter abgeschnitten als der Vergleichsindex.

Wie präsentiert sich die Situation heute? Der Kursanstieg der letzten Wochen und besonders die deutliche Leitzinssenkung der US-Notenbank haben zu einer spürbaren Beruhigung an den Märkten geführt, insbesondere ist die Volatilität am Aktienmarkt zurückgegangen. In der Folge haben sich die Aussichten des Value-Ansatzes für die kommenden Wochen von «Negativ» wieder auf «Neutral» verbessert. Eine ausgeprägte Value-Orientierung drängt sich im Moment aber noch nicht auf.

Die gleiche Logik, wie sie hier schematisch für den Value-Stil aufgezeigt wurde, ist natürlich auch für andere Stile anwendbar. Insbesondere die taktisch äusserst wichtige Unterscheidung zwischen Small- und Large-Cap-Aktien lässt sich mit diesem Instrument sehr gehaltvoll unterstützen.



## Die verborgene Dimension

Investment Styles bilden eine häufig verborgene Dimension in einem Aktienportfolio. Ihre Berücksichtigung im Rahmen eines modernen Portfoliomanagementansatzes kann einen erheblichen Beitrag zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles leisten. Durch eine gezielte Über- und Untergewichtung der einzelnen Anlagestile erschliesst die Active Style Selection dem Investor zudem noch eine weitere Ebene mit einem attraktiven Renditepotenzial.

Dieser Ansatz wird in einzelnen Anlageprodukten bereits sehr erfolgreich umgesetzt. Dass die Active Style Selection zudem rein faktenbasiert ist, macht sie für den Investor transparent und stets gut nachvollziehbar.

Dr. Thomas Kraus ist CEO von Kraus Partner Investment Solutions, Zürich.