

Erfolgsrezepte für US-Portfolios

Eine breit diversifizierte Anlagestrategie bringt bekanntlich langfristig Performancevorteile. Hierfür liefert ein Engagement am US-Aktienmarkt stets einen wesentlichen Beitrag. Welche Antriebskräfte bestimmen aber die derzeitige Entwicklung dieses Marktes, und wie nutzt man dessen Potential mit Vorteil aus?

Warum US-Aktien? Erst einmal, weil die Bewertungen recht günstig sind. Das KGV des S&P 500 liegt derzeit bloss beim 16,1fachen erwarteten Gewinn für 2005. Dies entspricht knapp der Hälfte des Standes von Anfang 2000 und liegt in der Mitte der Bewertungsbandbreite des Indexes für die vergangenen Jahrzehnte. Noch interessanter erscheint die derzeitige Bewertung des breiten Marktes aus Sicht des Renditeniveaus der 10jährigen US-Treasuries von lediglich 4,2%.

Ein weiterer Faktor, der für den US-Aktienmarkt spricht, ist die aktionärsfreundliche Unternehmenspolitik von «Corporate America». Nach den Bilanzskandalen einiger bekannter Unternehmen und der Entlassung verschiedener Spitzenmanager haben viele Unternehmen ihre Kapitalverteilungsstrategien grundlegend geändert. Die Unternehmen erwirtschaften frei verfügbaren Cash-flow in beispiellosem Ausmass und statt diesen zu reinvestieren, zahlen viele hohe Beträge über Aktienrückkäufe und Bardividenden an die Aktionäre zurück. Darüber hinaus ist der Umfang an gewährten Aktienoptionen stark zurückgegangen, und bei der Rechnungslegung lässt sich allgemein ein konservativerer Ansatz beobachten.

Warum ein Value-Ansatz?

Am US-Aktienmarkt bewährt sich ein valuebasierter Anlageansatz seit Jahrzehnten als durchgängig gewinnbringende Strategie. Seit der Schaffung stilbasierter US-Marktindizes im Jahre 1979 erbrachte der Value-Ansatz bis 2004 eine durchschnittliche Rendite von 14,7% pro Jahr. Damit hätte sich der Wert einer Anlage von 1000 US\$ auf 35'512 US\$ erhöht und die Wertsteigerung von Kerninvestments um 8000 US\$ und jene von Growth-Investments um 16'000 US\$ übertroffen.

Kapitalerhalt ist eine wesentliche Voraussetzung für gute langfristige Renditen. In fallenden Märkten trägt eine strikt verfolgte Value-Strategie normalerweise stärker zum Kapitalerhalt bei als andere Strategien. Die konsequente Orientierung am Preis, der für ein Unternehmen (auch für

ein renommiertes) bezahlt wird, begrenzt das Abwärtsrisiko und wirkt sich positiv auf die langfristige Performance aus.

Im gegenwärtigen Investmentumfeld profitieren Value-Manager von der starken Zunahme an Hedge Funds in den USA (inzwischen zählt man über 8000). Ein grosser Teil von ihnen verfolgt einen «Trend-Following»-Ansatz und treibt damit die Aktienkurse von Unternehmen, die über einen bestimmten Zeitraum eine gute Performance erzielt haben, auf immer neue Höchststände, während bei Aktien von Unternehmen, die auch nur geringfügig enttäuschten, ein Ausverkauf stattfindet. Diese kurzfristigen Überreaktionen bieten dem geduldigen, langfristig orientierten Value-Anleger gute Gelegenheiten.

Warum unterschiedliche Marktkapitalisierungen?

Im US-Aktienmarkt bieten sich bei allen Marktkapitalisierungen Chancen für Value-Investments. Grosse und kleine Unternehmen durchlaufen gleichermaßen kurzfristige Schwächephasen. Jedes Segment kann durch einmalige Faktoren bestimmt werden, doch die langfristigen Renditen hängen von den fundamentalen Daten ab. In den letzten Jahren konvergierten die Bewertungen der einzelnen Kapitalisierungs- und Qualitätssegmente des Aktienmarktes und liegen nun auf recht einheitlichem Niveau. Unsere Value-Strategien im Large-Cap-, Small-Cap- und All-Cap-Bereich haben die Gelegenheit genutzt, um die Qualität der Portfolios selektiv zu erhöhen, ohne die Bewertungen zu beeinträchtigen.

Kleine Unternehmen werden nur von relativ wenigen Wall-Street-Analysten verfolgt. Wegen des Mangels an Analysen sind die vorhandenen Daten meist nur von geringerer Qualität. Nach unserer Auffassung hat sich die Situation im Research in den vergangenen Jahren gar noch verschlechtert, denn grössere Brokerhäuser sind an der Analyse kleinerer Unternehmen nicht interessiert, weil die Trennung von Investment Banking und Brokerage den finanziellen Anreiz hierfür verringert hat. Wir sehen das jedoch positiv, da sich mit unbe-

achteten Kleinunternehmen und einer auf fundamentalem Research basierten Anlagestrategie das Alpha erhöhen lässt.

Über eine lange Periode von 80 Jahren betrachtet, verzeichnete die Kategorie der Small Caps einen Wertzuwachs von 12,4% jährlich im Vergleich zu 10,2% für den S&P-Index. Value-Anlagen in kleine Unternehmen haben sich im gleichen Zeitraum besser entwickelt als Growth-Investments in diesem Segment, was angesichts des höheren Risikos von Growth-Anlagen nicht unbedingt zu erwarten war.

Die Aktien von kleinen Unternehmen verzeichnen seit fünf Jahren eine spektakuläre Outperformance (plus 15% p.a.) und sind infolgedessen nicht mehr so attraktiv wie zu Beginn dieses Zeitraums. (Kleinere Werte sind, gemessen am Russell 2000, derzeit mit einem KGV von 17,1 auf Basis des erwarteten Gewinns bewertet.) Phasen einer restriktiveren Geldpolitik und der Rückgang des nominalen BIP belasten kleinere Unternehmen mehr. Überdies begünstigt der schwächere US-Dollar grössere Unternehmen, da sie stärker exportorientiert sind als kleinere.

Langfristig bieten Anlagen in kleine Unternehmen unter Berücksichtigung der inhärenten Risiken aber gute Renditen. Ihre kurzfristige Performance lässt sich dagegen nicht vorhersagen und kann angesichts der aktuellen Marktbedingungen relativ stark zurückgehen.

In der Vergangenheit lagen die Anlageklassen Large Caps und Small Caps abwechselnd an der Spitze. Unsere All-Cap-Strategie untersucht sämtliche Marktkapitalisierungssegmente, um die besten Chancen ausfindig zu machen. Das entsprechende Value-Produkt weist bezüglich der Marktkapitalisierung also ein dynamisches Profil auf.

Wir sind der Ansicht, dass hinsichtlich Marktkapitalisierung kein Einzelsegment in einer Value-Strategie überwiegen darf. Ein konsequenter Value-Ansatz schöpft alle im Markt verfügbaren Gelegenheiten aus und schafft durch Diversifizierung und Kapitalerhalt die Voraussetzungen für eine gute langfristige Performance. ●