

Investieren in US-Unternehmen – Lohnt sich fundamentales Research?



Von Alfonso Papa
Geschäftsführer
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Investoren legen ihren Fokus vermehrt auf makroökonomische Aspekte und sorgen sich um das globale Wirtschaftswachstum. Zum Sommerbeginn blieb die US-Volkswirtschaft hinter den Erwartungen zurück, während sich in China die Zeichen für eine Verlangsamung mehrten. Das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften bleibt dennoch robust, zumal die Lokalmärkte weiter für Nachfrage sorgen. Europa profitiert von einer generellen Unterbewertung, wird es doch als Epizentrum der anhaltenden Stresssituation, in denen sich die Industriestaaten befinden, angesehen. Die grosse Frage bleibt: Sind wir mit einem «Double Dip» konfrontiert oder befinden wir uns in einer temporären Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums?

Ausschliessen kann man gar nichts. Vergleicht man aber die aktuelle Situation mit derjenigen, welche Anleger in der 2. Hälfte 2008 vorfanden, lassen sich vor allem auf mikroökonomischer Ebene markante Unterschiede feststellen. So haben viele Unternehmen wenig

Bedarf an weiteren Sparmassnahmen. Insbesondere in den USA wurden Kosten rigoros gesenkt, und die Produktivität pro Arbeitskraft ist höher als der historische Durchschnitt erwarten lässt. Normalerweise führt dies zu vermehrter Nachfrage nach Arbeitskräften, was letztlich das Konsumentenvertrauen günstig beeinflusst. Dennoch ist eine deutliche Stabilisierung der Arbeitsmarktsituation in den USA nötig, um das Investitions- und Konsumentenverhalten positiv zu beeinflussen. Dies zeigt sich etwa daran, dass das zunehmende Konsumentenvertrauen noch nicht zu steigender Nachfrage nach Wohneigentum geführt hat.

Die Berichtsperiode für das 2. Quartal 2010 begann für US-Unternehmen positiv. Im weiteren Verlauf drückten makroökonomische Daten auf die Märkte, und Zeichen für eine verlangsamte Erholung der Volkswirtschaft mehrten sich. Sowohl das Philadelphia Fed als auch der Empire State Manufacturing Index lagen im Juli unter den Erwartungen und deuteten zum ersten Mal seit Anfang Jahr auf einen Produktionsrückgang hin. Das Konsumentenvertrauen fiel auf das tiefste Niveau seit August 2009.

Demgegenüber stehen jedoch klare Argumente für ein Engagement im US-Aktienmarkt: Unternehmen mit hoher und mittlerer Kapitalisierung bieten Investoren direkten Zugang zu wachstumsträchtigen Geschäftsmodellen und Märkten. Als prominentes Beispiel kann der Technologiesektor angeführt werden. Technologieunternehmen erwirtschaften einen beachtlichen Teil ihrer Erträge ausserhalb der USA und sind nicht unwesentlich direkt vom ausländischen Konsumverhalten abhängig. Die globale Verflechtung bekannter Unternehmen wie Google, Disney, Boeing, Hewlett-Packard oder Apple ist enorm und zeigt, dass US-Unternehmen in verschiedenen Branchen klar «Global Players» sind.

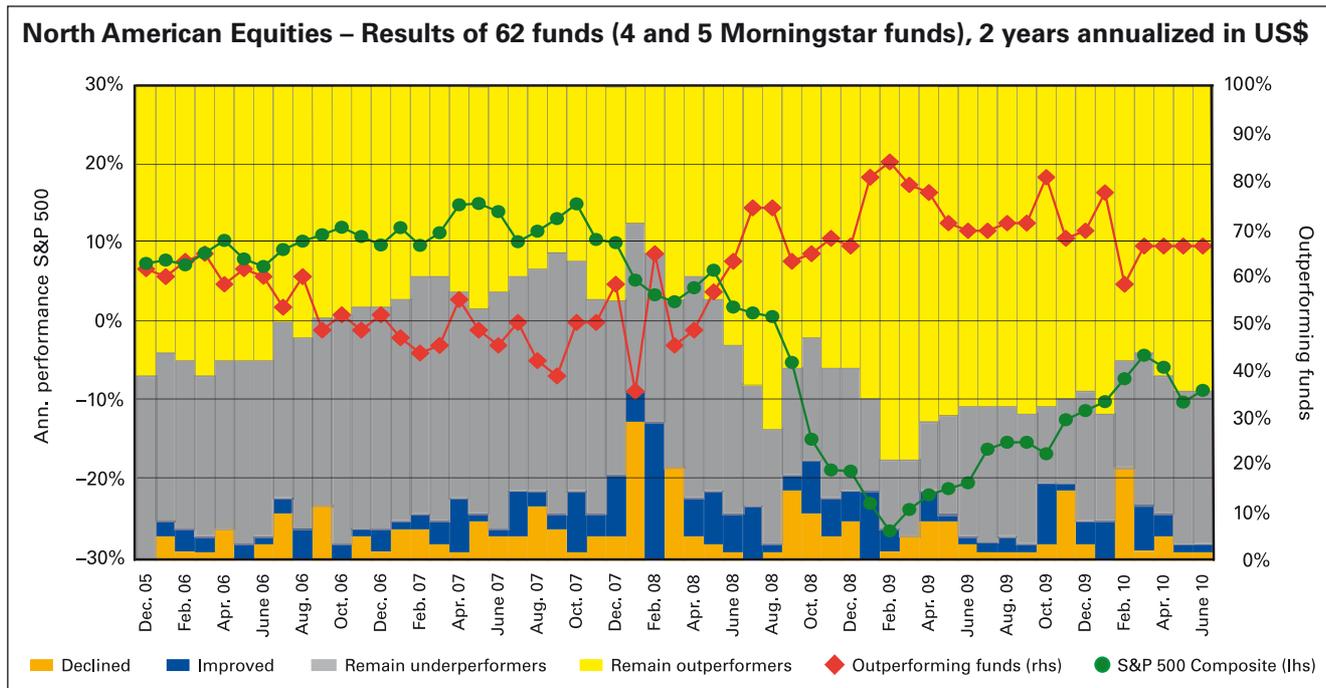
Nebst fundamentalen Aspekten ist das Investorenverhalten ein weiterer Faktor, der für (oder gegen) ein Engage-

ment in US-Aktien spricht. Nach einer Studie von Morningstar waren im Januar 2010 europäische Pensionskassen in ihren Aktienportfolios im Durchschnitt mit 15 bis 35% im US-Aktienmarkt engagiert. Verglichen mit der dominanten Marktkapitalisierung (die USA machen gut 50% der globalen Aktienmärkte aus), ist für viele Investoren nach wie vor «Aufholpotential» vorhanden. Auch wenn aus taktischer Sicht derzeit eine Untergewichtung der USA empfohlen wird, bleibt strukturell das Engagement im US-Aktienmarkt eine gewichtige und für viele Investoren ausbaufähige Position.

Fundamental investieren

Dem US-Aktienmarkt eilt der Ruf voraus, einer der am intensivsten analysierten Märkte zu sein. Insofern stellt sich der Investor zurecht die Frage, ob in diesem Umfeld ein aktiv verwaltetes Portfolio überhaupt eine Daseinsberechtigung hat. Letztendlich ermöglichen effiziente Derivate und passive Instrumente ein kostengünstiges, flexibles und liquides Engagement in US-Aktien. Der Anleger muss aber gerade aufgrund der jüngsten Entwicklungen die Effizienz der Märkte hinterfragen. Die turbulenten Ereignisse an den Kapitalmärkten und tiefgreifende Veränderungen in der Finanzindustrie führten zum Rückzug vieler erfahrener Analysten und Portfoliomanager, die durch weniger erfahrene Marktteilnehmer ersetzt wurden. Eine nicht zu unterschätzende Entwicklung.

Die unsicheren Aussichten, sensitive Marktakteure, strukturelle Veränderungen und eine hohe Konzentration an passiven Geldern, die sich streng an den jeweiligen Marktindex halten, führen zu Opportunitäten für aktiv engagierte Investoren. Dass aktives Portfoliomanagement Outperformance generieren kann, aber auch gewissen Zyklen unterliegt (s. PRIVATE 1/2010: «Aktiv/passiv – Berechtigte Koexistenz») lässt sich auch an den von der ifund services AG publizierten «ifund Outperformance Indizes» ablesen. Die



Messung gleitender 12-Monats-Fenster zwischen Dezember 2004 und Juli 2010 zeigt für die Vergleichsgruppe Aktien USA, dass der Anteil der Fonds, die ihren offiziellen Benchmark schlugen, zwischen 20 und 70% schwankt. Derzeit liegt der Wert nach Kosten bei unter 30%, vor Kosten bei gut 50% (ifund Research News, Juli 2010).

Die Frage ist, ob diese Ergebnisse konsistent erzielt werden, d.h., ob Manager in unterschiedlichen Marktphasen und über längere Perioden einen Mehrwert generieren können. Analysiert man die Performance zwischen Januar 2004 und Juni 2010 für 62 Fonds, die in der Morningstar-Kategorie Nordamerika mindestens 4 Sterne erhalten, lässt sich anhand von 2-jährigen monatlich rollenden Halteperioden feststellen, dass erstens eine gewisse Marktineffizienz vorhanden ist, zweitens sich in negativen Perioden aktives Management besonders positiv bemerkbar macht und drittens eine Gruppe von Assetmanagern für eine hohe Konsistenz stehen.

Die Grafik zeigt den Anteil der Fonds, die nach Kosten in der Lage waren, eine passive Aktienstrategie (S&P 500 vor Kosten) über 2 Jahre zu übertreffen. Die Marktphase wird durch die jeweilige annualisierte 2-Jahres-Performance des S&P 500 dargestellt. Über die gesamte Periode gab es immer Produkte, die den Benchmark

schlugen. In negativen Marktphasen steigt der Anteil der «Outperformer» deutlich an. Die Zusammensetzung der Gruppe, die den Benchmark übertrifft, ändert sich von Periode zu Periode. Wie stark die Veränderung ausfällt, lässt sich an den Balkenabschnitten ablesen. Die 2-jährige Halteperiode drängt sich für derartige Analysen deshalb auf, da sie einerseits nicht zu träge im Erfassen der Veränderungen der Ergebnisse ist und andererseits lange genug ist, um der Langfristigkeit der Anlageentscheide gerecht zu werden. Allerdings sollte eine Investition im US-Aktienmarkt über ganze Wirtschaftszyklen betrachtet werden.

Unkorrelierte Wetten

An der ING US Research Advantage Anlagestrategie lässt sich zeigen, wie ein integrierter fundamentaler Investmentprozess konsistente Ergebnisse im US-Aktienmarkt erzielen kann. Das Portfoliomanagement organisiert sich in einer in der Regel für Sektorenfonds üblichen Struktur. Dabei gehören Analysten und Portfoliomanager demselben Team an und werden entsprechend ihrer Performancebeiträge und der Gesamtperformance beurteilt. Jeder Analyst konzentriert sich auf den ihm zugeteilten Sektor und wendet eine spezifische Analysemethodik an. So steht im Finanzsektor das Verhältnis Price to Earnings/Growth im Vorder-

grund, während sich der Analyst für Telekommunikation auf Free Cashflow/Enterprise Value konzentriert.

Zwei Personen sind für die Zusammensetzung des Portfolios verantwortlich und kombinieren die besten Ideen der Analysten. Die Analyse der Sektorenentwicklungen von November 2004 (Lancierung der Strategie) bis zum 31. Dezember 2009 zeigt, dass die 10 Sektoren mit Werten zwischen -0.33 und $+0.26$ schwach korrelierte Beiträge zum Gesamtportfolio leisten. Dies führt zu konsistenten Performanceergebnissen. Das Portfolio übertrifft auf monatlicher Basis in über 60% der Fälle den Benchmark. Dank der stringenten Portfolioführung entwickelt sich daraus eine Quote von 88% über 2-jährige und gar 100% über 3-jährige Halteperioden.

Fazit

Es sprechen viele Faktoren für ein aktives Engagement im US-Aktienmarkt. Letztendlich muss jeder Investor für sich entscheiden, welche Kriterien und Eigenschaften zu seinem Portfolio passen und ob er sich passiv den Marktkräften aussetzen oder einen fundamentalen Investitionsansatz verfolgen will. Aktive Portfoliomanager beweisen, dass in unsicheren Zeiten jedes Engagement genau geprüft werden sollte und sich durch fundamentale Selektion Mehrwert erwirtschaften lässt.

alfonso.papa@ingim.com •