
In turbulenten Zeiten auf kleine Unternehmen setzen

US-Aktien | Oktober 2022



Nicolas Janvier
Head of US Equities, EMEA

- **Die Entstehung eines neuen wirtschaftlichen Umfelds – geprägt von Deglobalisierung, steigenden Preisen und Zinsen sowie der Inflation – wird den US-Markt weiterhin beeinflussen**
- **Der neue Fokus auf den Binnenmarkt könnte Chancen für Small-Cap-Unternehmen bieten, die sich in der Vergangenheit bei steigenden Zinsen überdurchschnittlich entwickelt haben**
- **Wir werden jedoch nicht versuchen, die Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds vorherzusagen, sondern halten an unserem bewährten Anlageprozess fest**

US-Aktien haben sich im letzten Jahrzehnt unglaublich gut entwickelt. In dieser mehr als zehn Jahre andauernden Phase der Globalisierung fanden die Unternehmen an der Spitze des S&P 500 – sehr große, erstklassige Konzerne wie Amazon, Alphabet, Apple und Microsoft¹ – nahezu ideale Bedingungen vor, da sie von der Welle des technologischen Wandels profitierten. Und obwohl diese Welle globalen Charakter hatte und das größte Wachstum nicht in den USA und Europa, sondern in China und Indien zu verzeichnen war, kam sie den US-Tech-Riesen zugute.

Doch seit einigen Jahren, beginnend mit der COVID-19-Pandemie und verstärkt durch den Krieg zwischen Russland und der Ukraine, entsteht allmählich ein neues Umfeld, das von Deglobalisierung, Preissteigerungen, einer anhaltend hohen Inflation, steigenden Zinsen und einer Rezession geprägt ist. Die weltweiten Beziehungen, die in den letzten Jahrzehnten entstanden sind, beispielsweise in den Lebensmittel-Lieferketten und in der Energieversorgung

¹ Die Nennung bestimmter Aktien oder Anleihen stellt keine Handlungsempfehlung dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Renditen.

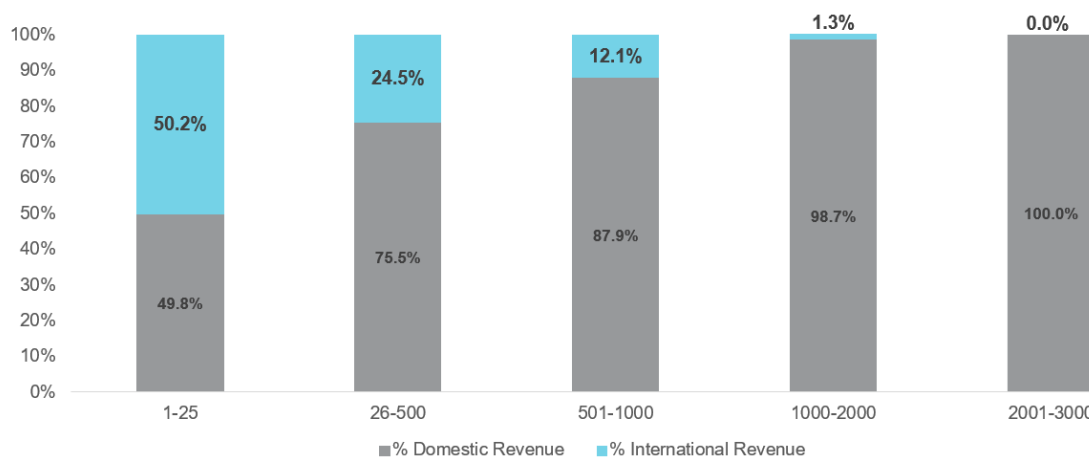
in Europa, werden dabei zunehmend zum Problem. Eine Abhängigkeit von anderen Ländern, insbesondere von Russland und seinen Gaslieferungen, ist nicht wünschenswert.

Die USA stehen bei dieser Entwicklung ein wenig abseits. Ihre Energieversorgung ist dank des hohen Anteils der einheimischen Erzeugung relativ sicher, und der Import von Lebensmitteln ist im Vergleich zu Europa geringer. Nichtsdestotrotz ist die US-Wirtschaft weiter mit steigenden Zinsen konfrontiert und könnte durchaus in eine Rezession abgleiten, zeigt sich aber bisher widerstandsfähig. Die US-amerikanischen Verbraucher verfügen über enorme Kaufkraftreserven, bedingt durch das riesige COVID-19-Konjunkturpaket im Umfang von 5 Bio. USD, das Haushalte und Unternehmen vor dem pandemiebedingten wirtschaftlichen Schock schützen sollte. Dieses „Corona-Sparschwein“ ließ den Anteil der Ersparnisse am verfügbaren Einkommen auf fast 35% steigen² und wird weiterhin genutzt, sodass die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen hoch bleibt.

Large Caps versus Small Caps

Was bedeutet das alles für US-Unternehmen? Die US-amerikanischen Large Caps werden sich auch in Zukunft als außerordentliche Unternehmen hervortun: Unserer Meinung nach wird Amazon weiter wachsen, ebenso wie Microsoft mit seinen Cloud-Diensten. Für US-Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung jedoch könnte eine Abkehr von der Globalisierung, mit einer stärkeren Konzentration auf den Binnenmarkt, ein recht attraktives Szenario darstellen. Wie beispielsweise eine Analyse der im Ausland erwirtschafteten Umsätze nach Marktkapitalisierung zeigt, sind Small Caps viel stärker auf das Inland ausgerichtet (Abbildung 1).

Abbildung 1: Heimvorteil – Median des inländischen und internationalen Umsatzanteils nach



Unternehmensgröße im Russell 3000

Quelle: Raymond James, 12. August 2022

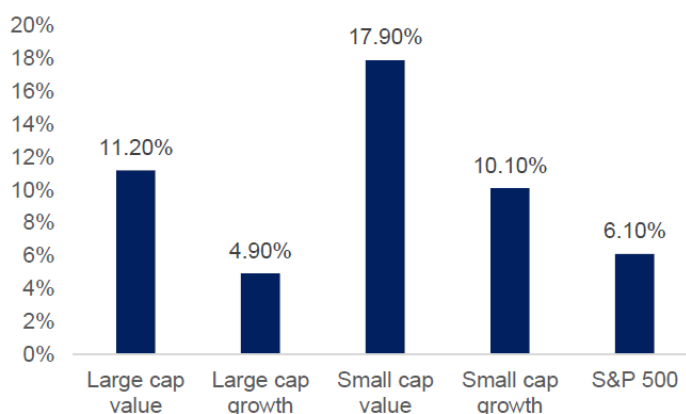
Darüber hinaus hat der US-Dollar weiter aufgewertet. Der jüngste Anstieg des Dollarkurses und die entsprechende Abwertung des Euro sowie des britischen Pfund hatten zur Folge, dass der

² Columbia Threadneedle Investments und Bloomberg, Stand: 9. September 2022

US-Dollar erstmals seit 20 Jahren die Parität zum Euro erreicht hat und auch in Bezug auf den Pfund nicht weit davon entfernt ist. Doch ein starker Dollar wird sich auch auf die Unternehmensgewinne auswirken: US-Unternehmen mit einem hohen internationalen Umsatzanteil werden feststellen, dass die Währungsstärke ihre Gewinne schmälert, wenn die in Fremdwährung erwirtschafteten Umsätze in US-Dollar umgerechnet werden. Allgemein betrifft dieses Problem in erster Linie die Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung. Dagegen werden Small Caps nahezu den gegenteiligen Effekt verzeichnen: Ihre Umsatzbasis bleibt solide, da sie den größten Teil ihres Wachstums in den USA erzielen, doch ihre Lieferketten sind weiterhin global. Dank des starken Dollar nimmt ihre Kaufkraft etwas zu.

Zudem war in der Vergangenheit am Aktienmarkt zu beobachten, dass kleinere Unternehmen bei fallenden Zinsen in der Regel hinter den Large Caps zurückbleiben, bei steigenden Zinsen jedoch eine Outperformance erzielen. Wie in einem 2018 von uns veröffentlichten Artikel³ dargelegt, stieg der S&P 500 seit 1962 (dem frühesten Zeitpunkt mit verlässlichen Daten) in den Monaten mit steigenden Zinsen annualisiert um 6,1%, während kleinere Unternehmen Kurszuwächse von 14% erzielten; in den Monaten mit sinkenden Zinsen legten dagegen Large Caps um 14,9% und Small Caps um 10%⁴ zu.

Abbildung 2: annualisierte Wertentwicklung – alle Monate mit steigenden Zinsen



Quelle: Hotchkis & Wiley, 2017

Dass sich kleinere Unternehmen in Phasen mit steigenden Zinsen und normalerer Inflation überdurchschnittlich entwickeln, lässt sich unter anderem damit begründen, dass diese Bedingungen im Allgemeinen ein Zeichen für eine gesunde Wirtschaft sind. Welche Folgen es hat, wenn die Inflation bei über 8% liegt, ist schwieriger zu sagen. Warten wir es ab.

Industrie- versus Konsumgüterunternehmen

Sehr interessant ist, dass erstmals in diesem Jahrhundert klare Unterschiede im Hinblick auf die Wertentwicklung und Erfahrungen einzelner Sektoren zu beobachten sind, insbesondere zwischen Unternehmen mit industriellen oder gewerblichen Kunden und verbraucherorientierten Unternehmen. Die erstgenannten Unternehmen, die vor allem vom Industriezyklus abhängen,

³ Nicolas Janvier, „US smaller companies may shine as rates rise“, Oktober 2018

⁴ Hotchkis & Wiley, 2017

halten sich sehr gut – sie profitieren von den Trends zu Onshoring und Automatisierung und scheinen mitunter Schwierigkeiten zu haben, neue Mitarbeiter zu finden und ihre Expansion voranzutreiben. Der US-Arbeitsmarkt ist derzeit überaus gesättigt: Die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung liegt bei nur 200.000⁵. Für verbraucherorientierte Unternehmen sieht die Realität jedoch ganz anders aus. Sie verzeichnen allmählich eine Abschwächung der Nachfrage, was ihre Umsatzentwicklung bremst und ihre Kostenbasis unter Druck setzt – zum einen beim Einkauf von Rohstoffen, vor allem aber bei den Arbeitskosten. Die verbleibenden Ersparnisse aus der Zeit der Pandemie gehen möglicherweise zur Neige. Da rund 70% der US-Wirtschaft auf den privaten Konsum entfallen, dürften sich die Unterschiede zwischen den Sektoren mit der Zeit verringern, wenn sich die schwache Verbrauchernachfrage schließlich auch in der Industrie niederschlägt.

Wir haben es also mit einer Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Lage zu tun – sowohl in den USA als auch weltweit. Die US-Notenbank Fed ist zudem bestrebt, die Zinsen zu erhöhen und auf einem ausreichend hohen Niveau zu halten, um die galoppierende Inflation in den Griff zu bekommen. Die Obergrenze für die Federal Funds Rate ist nach einer Reihe von Zinserhöhungen auf eine Bandbreite von 3%-3,25% gestiegen und dürfte länger als bisher erwartet auf diesem Niveau verharren. Gemäß den Zinsprognosen ihres „Dot Plot“ rechnet die Fed im Median mit einem Zinssatz von 4,4% Ende 2022 – was weitere Zinserhöhungen von insgesamt 125 Bp. in den letzten beiden Fed-Sitzungen des Jahres impliziert – und mit einem Höchstzins von 4,6% im Jahr 2023⁶.

Verwaltung von Anlagegeldern

Wir werden nicht versuchen, die Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds vorherzusagen. Stattdessen halten wir an unserem Anlageprozess fest, der auf einer researchgestützten Bottom-up-Aktienauswahl beruht. Unsere intensiven Analysen, die wir sowohl in den USA als auch in Großbritannien durchführen, liefern eingehende Erkenntnisse. Auf dieser Basis können wir Unternehmen identifizieren, die unserer Einschätzung nach die Renditen auf das investierte Kapital, die Rentabilität und die Generierung von freiem Cashflow nachhaltig steigern können und gleichzeitig Aspekte des verantwortungsvollen Anlegens in ihre Geschäftsmodelle einbeziehen. Wer dies tut, ist gut aufgestellt, um über einen Marktzyklus hinweg eine Outperformance zu erzielen. Portfolios zu verwalten, die aus den besten Anlageideen für Einzeltitel bestehen, kann uns dabei helfen, turbulente Marktphasen zu bewältigen und dauerhaft solide risikobereinigte Renditen zu erzielen.

⁵ Columbia Threadneedle Investments und Bloomberg, Stand: 9. September 2022

⁶ Bloomberg, Stand: Oktober 2022



Wichtige Hinweise

Nur zur Verwendung durch professionelle und/oder gleichwertige Anleger gemäß Ihrer Rechtsprechung (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten) Beim vorliegenden Dokument handelt es sich um Marketingmaterial. Die Erwähnung von Aktien stellt keine Empfehlung zum Handel dar.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Es beinhaltet kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellt keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko.** Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. **Anlagen im Ausland** können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. **Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die

individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse, und Prognosen stellen keine Garantie dar.** Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift, für die von ihr für „Wholesale-Kunden“ in Australien erbrachten Finanzdienstleistungen eine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen gemäß des Corporations Act 2001 (Cth) zu halten, befreit und stützt sich hierbei auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument darf in Australien nur an „Wholesale-Kunden“ im Sinne der Definition in Section 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

In Singapur: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

In Hongkong: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE: AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

In Japan: Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co, Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) Nr. 3281, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association sowie im Verband der Wertpapiergesellschaften vom Typ II.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Registernummer 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A. Eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Registernummer B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg.

In der Schweiz: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragene Adresse: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.