
Die European Select Strategy: Gründe für qualitativ hochwertige Anlagen

Europäische Aktien | September 2023



Francis Ellison
Client Portfolio Manager

- **Wachstumsstarke Bereiche wie Technologie, in denen die European Select Strategy höher gewichtet ist, litten unter der Umschichtung in Substanzwerte im Jahr 2022**
- **Qualitativ hochwertige Unternehmen dürften besser aufgestellt sein, um in einem Umfeld mit höheren Zinsen und gegebenenfalls in einer Rezession zu bestehen**
- **Angesichts der langfristigen Outperformance der Strategie gegenüber ihrer Benchmark und unserer bisherigen Erfahrung mit der Erholung von kurzfristigen Rückschlägen bleiben wir für das letzte Drittel des Jahres 2023 zuversichtlich**

Die Bedingungen für qualitativ hochwertige Anlagen waren 2022 äußerst ungünstig, sowohl im Small- als auch im Large-Cap-Segment. Das Thema Wachstumswerte gegenüber Substanzwerten im aktuellen Umfeld ist entscheidend, vor allem die Wirkung der Zinsen und der Rezessionsgefahr.

Unser Ansatz bei der Threadneedle European Select Strategy ist stärker wachstums- als substanzorientiert – ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal unseres Stils. Die Performance und Struktur der Strategie korrelieren besser mit Wachstums- als mit Substanzindizes, was auch die Analyse des Portfolios durch Spezialisten wie Style Analytics bestätigt. Die Branchenaufteilung verstärkt dies noch: So sind im Portfolio der Technologie- und der Konsumsektor höher gewichtet und klassische Substanzwerte wie Energieunternehmen, Versorger und Banken schwächer vertreten.

2022 beobachteten wir eine Rotation von Wachstums- zu Substanzwerten, wobei jedoch in den letzten Monaten teilweise eine Trendwende eingetreten ist. Dies belastete die Strategie, viel

mehr noch als konkurrierende Fonds mit einer Substanzorientierung. Hinzu kommt noch, dass der wichtigste Sektor mit positiver Wertentwicklung im Index der Energiesektor war; am schlechtesten schnitten wachstumsstarke Bereiche wie Technologie ab. Daher war das erste Halbjahr 2022 gemessen an der relativen Performance am verlustreichsten.

Der Hauptgrund für die Umschichtung war die Veränderung der Zinslandschaft – ein zur Bekämpfung der Inflation nötiger Kurswechsel hin zu einer restriktiveren Geldpolitik. Verursacht wurde dieser Inflationsdruck durch Lieferkettenengpässe, vor allem aber durch die Folgen des Ukraine-Konflikts in Form höherer Energiepreise und einer Knappheit von Grundnahrungsmitteln und anderen Rohstoffen. Die grundlegenden Konsequenzen für Wachstumsunternehmen auf der operativen Ebene sowie der Ebene der Gewinn- und Verlustrechnung waren nicht der entscheidende Faktor. Wachstumsunternehmen zeichnen sich gewöhnlich durch relativ solide Bilanzen und eine relativ geringe Verschuldung aus und reagieren daher weniger sensibel auf die Finanzierungskosten. Steigende Zinsen mögen sich zwar negativ bemerkbar machen, aber dies gilt in noch höherem Maße für Substanzunternehmen, die stärker verschuldet sind, sodass sich insgesamt ein relativer Vorteil für Wachstumsunternehmen ergibt.

Die Auswirkungen höherer Zinsen auf die Performance hängen jedoch enger mit den Bewertungsmethoden zusammen. Während in einigen Regionen eine Zinspause eingelegt wird, preist der Markt dennoch einige weitere künftige Zinserhöhungen ein. Dies trifft vor allem diejenigen Unternehmen, die mithilfe von Discounted-Cash-Flow-(DCF)-Modellen bewertet werden, da langfristige Erträge an Wert verlieren, wenn sie zu einem höheren Zinssatz diskontiert werden. Effektiv wird der Markt also zu einer kurzfristigeren Betrachtungsweise gezwungen, weil für langfristig nachhaltige Geschäftsmodelle mit wiederholbaren und vorhersehbaren Gewinnen keine hohen Bewertungen mehr gewährt werden können.

Mit Blick auf die nahe Zukunft sind wir der Meinung, dass sich die Lage insgesamt positiver darstellt. Erstens können sich die Auswirkungen der Zinserhöhungen durchaus als eine einmalige Korrektur der Bewertungsniveaus erweisen, die zum Großteil bereits stattgefunden hat. Das ist schon vorgekommen, auch wenn kein Zyklus dem anderen vollständig gleicht. Langfristig richten sich die Bewertungsniveaus nach den Gewinnen, und Wachstumsunternehmen steigern ihre Gewinne per Definition schneller. Sie haben lediglich unter der Minderung des Werts gelitten, der diesen wachsenden Gewinnen beigemessen wird.

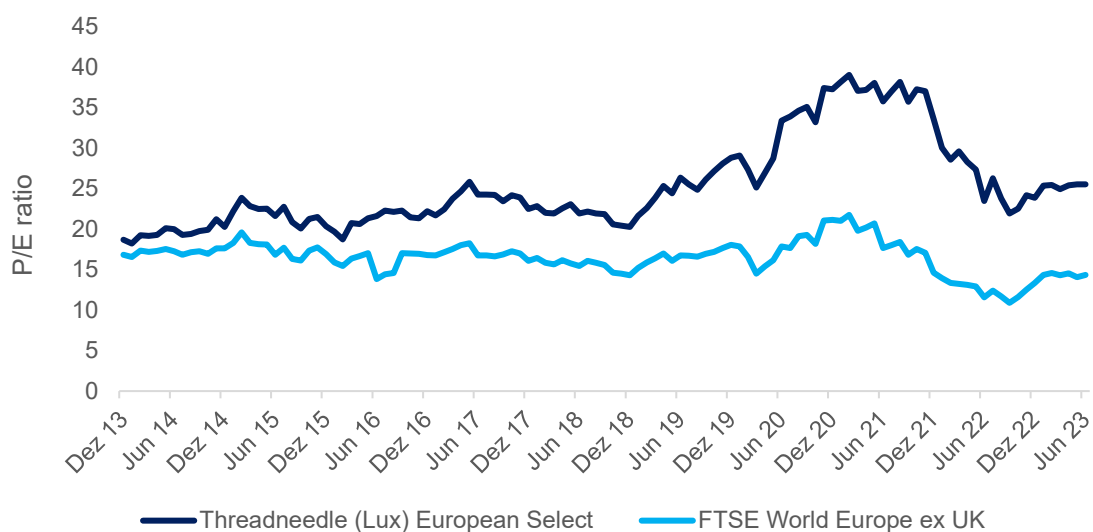
Vielleicht besteht zumindest relativ betrachtet noch ein weiterer Grund zu Optimismus. So glauben viele Kommentatoren, dass eine globale Rezession droht, was auch durch unsere makroökonomischen Analysen und Überlegungen bestätigt wird. Unter einer Rezession würden die riskanteren, instabileren und zyklischeren Geschäftsmodelle wahrscheinlich überproportional leiden. Wachstumsorientierte Modelle mit nachhaltigeren Erträgen und geringerer Konjunktursensitivität dürften sich besser behaupten, sodass ihre Gewinne durchaus höher bewertet werden könnten.

Ähnliche Argumente lassen sich auch bezüglich des aktuellen Inflationsschubs und seiner Auswirkungen auf den Markt anführen. Die höhere Inflation hat kurzfristig durch ihren negativen Einfluss auf Volkswirtschaften und manche Geschäftsmodelle für Verwerfungen gesorgt. Sie ist ein wesentlicher und vielleicht sogar der einzige Grund für die höheren Zinssätze. Die Folgen werden für Substanzwerte gravierender sein als für Wachstumswerte. Dies gilt insbesondere für die Art von Wachstumswerten, auf die wir setzen. Wir achten schon seit langem auf die

Preissetzungsmacht und ihre Vorteile, indem wir das Fünf-Kräfte-Modell nach Porter und die Analyse nachhaltiger Wettbewerbsvorteile („Economic Moats“) umfassend nutzen. Im derzeitigen makroökonomischen Umfeld wird dies noch wichtiger. Wenn es uns gelingt, Unternehmen mit Preissetzungsmacht ausfindig zu machen, können diese steigende Rohstoff- und Produktionskosten weitgehend ohne nachteilige Folgen für ihren eigenen Umsatz oder ihre eigene Rentabilität auf ihre Kunden abwälzen. Substanzunternehmen werden dagegen unter Druck geraten, wenn sie dazu nicht in der Lage sind. Die Unfähigkeit, höhere Kosten über höhere Preise an die Kunden weiterzugeben, würde die Margen ebenso schmälern wie höhere Zinsen. Daher rechtfertigen die Risiken eine Bewertungsdifferenz zwischen Unternehmen mit hoher und mit niedriger Qualität.

Deshalb könnten die Aussichten für Wachstums- und Qualitätsaktien nun durchaus wieder attraktiver sein. Wie oben erwähnt ist unser Ansatz stärker auf solche Unternehmen ausgerichtet als der Index; unsere Konzentration auf die Preissetzungsmacht, nachhaltige Wettbewerbsvorteile und erstklassige Geschäftsmodelle verschafft uns eine stärkere Wachstumsorientierung. Das hat zur Folge, dass unser Portfolio nach den Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) und anderen Bewertungskennzahlen höher bewertet scheint, auch wenn der Unterschied nicht so hoch ist wie Mitte 2021 (Abbildung 1).

Abbildung 1: KGV des Threadneedle European Select (repräsentatives Mandat) gegenüber der Benchmark



Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Juli 2023

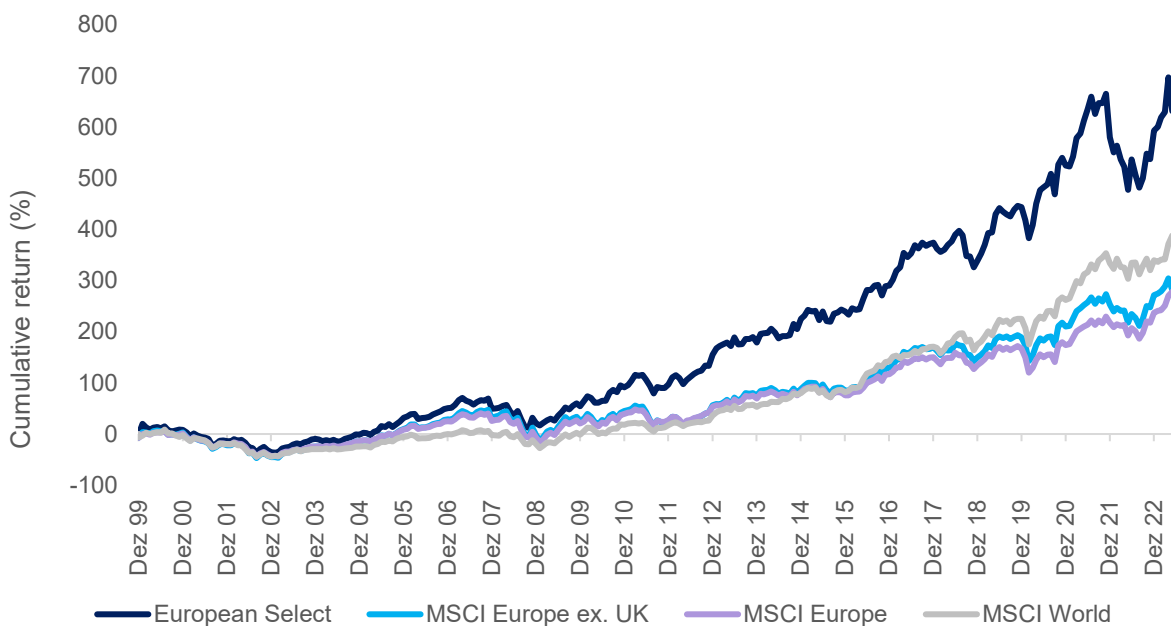
Dies hat sich 2022 (unglücklicherweise, aber nicht unerwartet) in enttäuschenden relativen Renditen niedergeschlagen. Eine Umkehr all dieser Trends aufgrund eines Endes der Umschichtung in Substanzwerte und der Erkenntnis, dass eine Rezession Gefahren für anfällige Geschäftsmodelle birgt, kann uns durchaus zum Vorteil gereichen.

Schließlich hat sich die European Select Strategy auch in der Vergangenheit immer wieder erholt. Im Jahr 2013 wurde die Rallye der Substanzwerte durch das Versprechen der Europäischen Zentralbank ausgelöst, „alles Notwendige“ zum Schutz des Euros zu tun. 2016 waren die Auslöser der Brexit und die Erwartung, dass der überraschende US-Wahlsieger

Donald Trump die Konjunktur ankurbeln werde. In beiden Fällen klang die Rallye der Substanzwerte allmählich ab, und unsere relative Performance kam wieder auf Kurs. Diesmal war die Umschichtung heftiger, aber die wahrscheinlich bevorstehende Rezession (die wieder das Interesse an erstklassigen Geschäftsmodellen weckt) spricht gegen ihre Fortsetzung. Im vierten Quartal 2022 und im ersten Halbjahr 2023 waren bereits eine gewisse Rückbesinnung auf Qualität und eine teilweise Wiedergutmachung unserer Underperformance zu verzeichnen.

Abbildung 2 zeigt die starken langfristigen Renditen, die wir für unsere Kunden erreicht haben, sowie die Erholung der Strategie nach ähnlichen negativen Phasen in der Vergangenheit.

Abbildung 2: Kumulierte Renditen der European Select Strategy seit Dezember 1999



Quelle: Columbia Threadneedle Investments/ Bloomberg, Januar 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf zukünftige Renditen. Berechnet in USD und vor Abzug von Gebühren. Die Renditen des Fonds vor Abzug von Gebühren sind zeitgewichtete Renditen nach Abzug von Provisionen, Transaktionskosten und nicht rückforderbaren Steuern auf Dividenden, Zinsen und Kapitalzuwächse, deren Höhe auf Basis der Preise der Anlagen (zuletzt gehandelter Preis oder Angebotspreis) festgelegt wird. Die Indexrenditen beinhalten Kapitalzuwächse und gehen von der Wiederanlage der Erträge aus. Der Index enthält keine Gebühren oder Kosten und eine Direktanlage in den Index ist nicht möglich.

Abschließend halten wir fest, dass wir die Underperformance im Jahr 2022 natürlich bedauern, unsere langfristige Erfolgsbilanz jedoch nach wie vor stark ist und die Renditen der jüngeren Vergangenheit in diesem Kontext betrachtet werden sollten. In einem unsicheren Umfeld sollte Sicherheit mit einem Aufschlag bewertet werden. Daher sind wir überzeugt, dass die European Select Strategy gut positioniert ist, um die Kundenportfolios zu schützen und zu stärken.



WICHTIGE INFORMATIONEN. NUR FÜR PROFESSIONELLE ANLEGER (nicht für Dritte zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Für Marketingzwecke.

Ihr Kapital ist nicht geschützt. Dieses Material ist nicht als Angebot, Aufforderung, Beratung oder Anlageempfehlung zu verstehen. Diese Mitteilung ist zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung gültig und kann ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Informationen aus externen Quellen werden als zuverlässig erachtet, es wird jedoch keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit übernommen. Die tatsächlichen Anlageparameter werden vereinbart und im Verkaufsprospekt oder in einem förmlichen Anlageverwaltungsvertrag festgelegt.

Für den EWR gilt: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Registernummer B 110242; eingetragener Firmensitz: 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Großherzogtum Luxemburg.

Für das Vereinigte Königreich gilt: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

Für die Schweiz gilt: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragener Firmensitz: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.

5949879