

Die Anleger kehren zurück!

Britische Aktien | Mai 2021



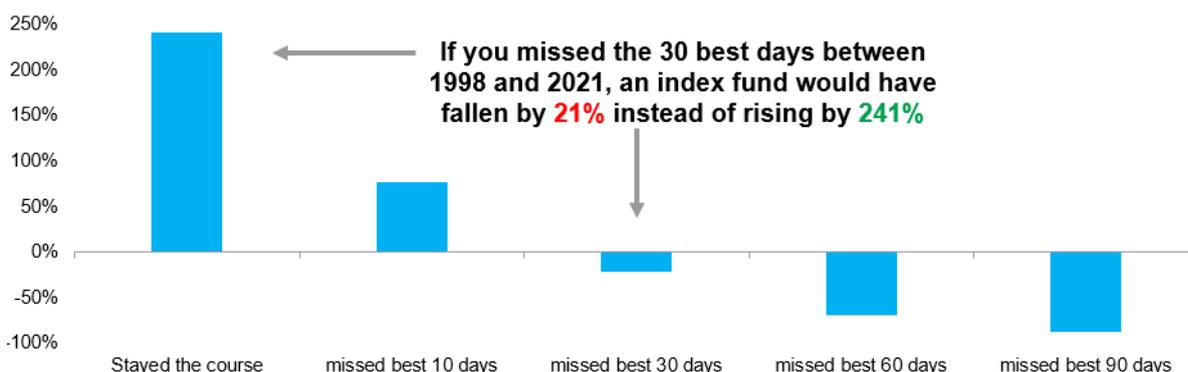
Richard Colwell
Head of UK Equities

Vor ein paar Jahren erörterten wir die Ähnlichkeiten zwischen Vermögensverwaltung und Fußball (*Investing? It's a funny old game, Juli 2018*). In den letzten zwölf Monaten, als sich Covid-19 über die ganze Welt ausbreitete, kamen uns diese Parallelen wieder in den Sinn.

Investieren im Vereinigten Königreich kam einem im Jahr 2020 manchmal ein bisschen wie das Fußballerlebnis im vergangenen Jahr vor: Ohne Zuschauer war es wirklich ein einsames Spiel! Im März letzten Jahres gab die Pandemie der Lebensfreude, die die sich hinziehenden Brexit-Verhandlungen und die daraus resultierende Unsicherheit ohnehin bereits gedämpft hatten, den Rest. Die Anleger nahmen Reißaus und preisten wenig Hoffnung in die Aktienkurse ein. Nach dem Motto „Jetzt handeln, später fragen“ dachten sie gar nicht daran, dass diese Unternehmen überleben könnten. So brachen britische Aktien um rund 20 % ein.¹

In einem anderen früheren Blickpunkt schrieben wir, dass die beste Zeit zum Investieren jene Phasen sein können, in denen man sich am unwohlsten dabei fühlt (*UK equities: in need of a vaccine!, Oktober 2020*). Schließlich kennen wir die Gefahren des Market Timing – insbesondere, wenn man falsch liegt (Abbildung 1). Wir sind froh, dass wir die Nerven behielten, uns hineinknieten und mehr in diese offensichtlich gebeutelten Unternehmen investierten.

Abbildung 1: Die Angst, etwas zu verpassen – kumulierte Gesamterträge (1998–2021) des FTSE All-Share



Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Liberum, Stand: 22. März 2021

¹ Bloomberg, 2020

If you missed the 30 best days between 1998 and 2021, an index fund would have fallen by 21% instead of rising by 241%	Ohne die besten 30 Tage zwischen 1998 und 2021 wäre ein Indexfonds um 21 % gefallen, statt um 241 % zu steigen.
Stayed the course	Ununterbrochen investiert
missed 10 best days	Ohne die 10 besten Tage
missed best 30 days	Ohne die 30 besten Tage
missed best 60 days	Ohne die 60 besten Tage
missed best 90 days	Ohne die 90 besten Tage

Ein Spiel mit zwei Halbzeiten

Bisher haben wir wirklich ein Spiel mit zwei Halbzeiten gesehen. Der Markt steckt die Anleger gern in eine Schublade: Entweder ist man Value-Anhänger oder Growth-Verfechter. Unserer Meinung nach sind die Dinge aber differenzierter: Hochwertige Wachstumstitel entwickelten sich im letzten Frühjahr gut, während Substanzwerte abverkauft wurden. Doch seit der Ankündigung von Impfstoffen im November und der darauf folgenden erfolgreichen Impfkampagne im Vereinigten Königreich haben Substanzwerte mächtig aufgeholt! Innerhalb eines Tages gaben Wachstumsaktien ihre über viele Monate aufgebaute Outperformance wieder ab. Covid-Gewinner wurden zu Covid-Verlierern und umgekehrt. Viele Aktien aus beiden Lagern gelangten an ihren Ausgangspunkt zurück – wenn auch auf verschiedenen Wegen.

Zum Beispiel schnitt Morrisons² aufgrund des schieren Geschäftsvolumens zunächst sehr gut ab, als Toilettenpapier zum neuen Goldstandard avancierte.³ Doch nachdem das Unternehmen zusätzliche Kosten eingegangen ist, um wettbewerbsfähig zu bleiben, und lockdownbedingt keine Kunden bedienen konnte, notiert die Aktie jetzt wieder ungefähr da, wo sie vor Covid stand. Auf der anderen Seite haben wir Unternehmen wie Wetherspoons: Als die Pubs schlossen, stürzte der Aktienkurs zunächst ab. Doch jetzt, nachdem das Unternehmen erneut Kapital beschafft hat und die Pubs die Aussicht erhalten haben, die Innengastronomie wieder zu öffnen, liegt der Aktienkurs wieder fast genau auf dem Niveau vor einem Jahr.⁴ Zwei Unternehmen, die unterschiedliche Wege gingen, aber, wie Lachse, wieder an ihren Ausgangspunkt zurückkehrten.

Verlängerung ...

Jetzt, über ein Jahr nach dem Ausbruch von Covid, gehen wir in die Verlängerung. Doch wie wird sie ausgehen?! Die starke Zunahme von quantitativen Anlegern, ETF-Korbtransaktionen und faktorbasiertem Investieren bringt einige interessante Themen und Unternehmen ins Spiel, die nicht in das enge Growth/Value-Schema passen. Sie sind dazwischen angesiedelt. Kommen wir auf Morrisons zurück: Das Unternehmen gehört nicht wirklich zu den Öffnungsgewinnern und entwickelte sich vom Ausbruch der Krise bis Ende 2020 auch nicht besonders gut. Doch zu Beginn der Pandemie steigerte es seinen Umsatz kräftig und jetzt ist es stärker als vor der Pandemie – der Aktienkurs spiegelt das nur nicht wider. Bei Pearson und Tate & Lyle ist es ähnlich: Die Bewertungen spiegeln das Potenzial dieser Unternehmen nicht wider.

Wir halten britische Aktien nach wie vor für günstig bewertet. Das liegt daran, dass Geld aus dieser Anlageklasse abgezogen wurde und zuletzt der Brexit und Covid für Unsicherheit sorgten. Doch diese Unsicherheit ist jetzt vorbei. Zudem bietet der Markt globales Engagement, eine attraktive Währung und eine gute Governance. Nach wie vor besteht eine Bewertungsdiskrepanz, denn im Vereinigten Königreich notierte globale Unternehmen werden zu einem deutlich niedrigeren Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt als ausländische Wettbewerber. Infolgedessen liegt die Fusions- und Übernahmetätigkeit auf Rekordniveau. Das gilt zumindest für Nebenwerte am britischen Aktienmarkt, wie in letzter Zeit Aggreko, RSA, G4S, William Hill und Signature Aviation.⁵ Wir rechnen mit weiteren Übernahmeangeboten.

² Die Nennung spezifischer Aktien sollte nicht als Empfehlung verstanden werden

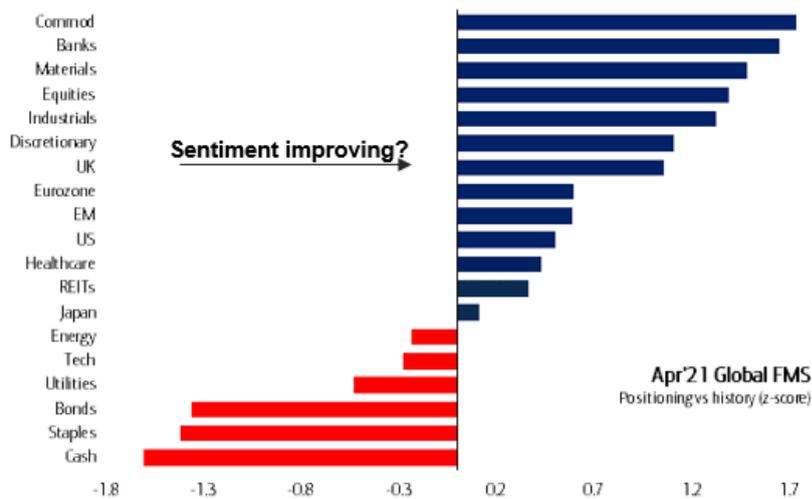
³ <https://news.sky.com/story/morrisons-sees-sales-boost-from-coronavirus-lockdown-11986845>, 12. Mai 2020

⁴ Bloomberg, Januar 2021

⁵ Bloomberg, April 2021

Präsident Biden und die USA wollen einen über 1 Billion US-Dollar schweren Ausgabenplan auflegen und die Zentralbanken schauen ruhig zu, wie die Volkswirtschaften heiß laufen. Das hat das Inflationsgespenst auf den Plan gerufen. Es hat einen Run auf Rohstoffe und Banken gegeben. Das deutet auf eine Neuauflage der Goldenen Zwanziger hin, in denen die Nachkriegsstimmung das globale Wachstum beflügelte. Unklar ist jedoch, ob dies eine vorübergehende Verzerrung ist, für die pandemiebedingt ungewöhnliche Nachfragetrends oder eine Angebotsstörung, die kurzfristige Preissprünge verursacht hat, verantwortlich sind.

Abbildung 2: Die internationalen Vermögensallokationsstrategien haben die Untergewichtung britischer Aktien widerwillig aufgehoben



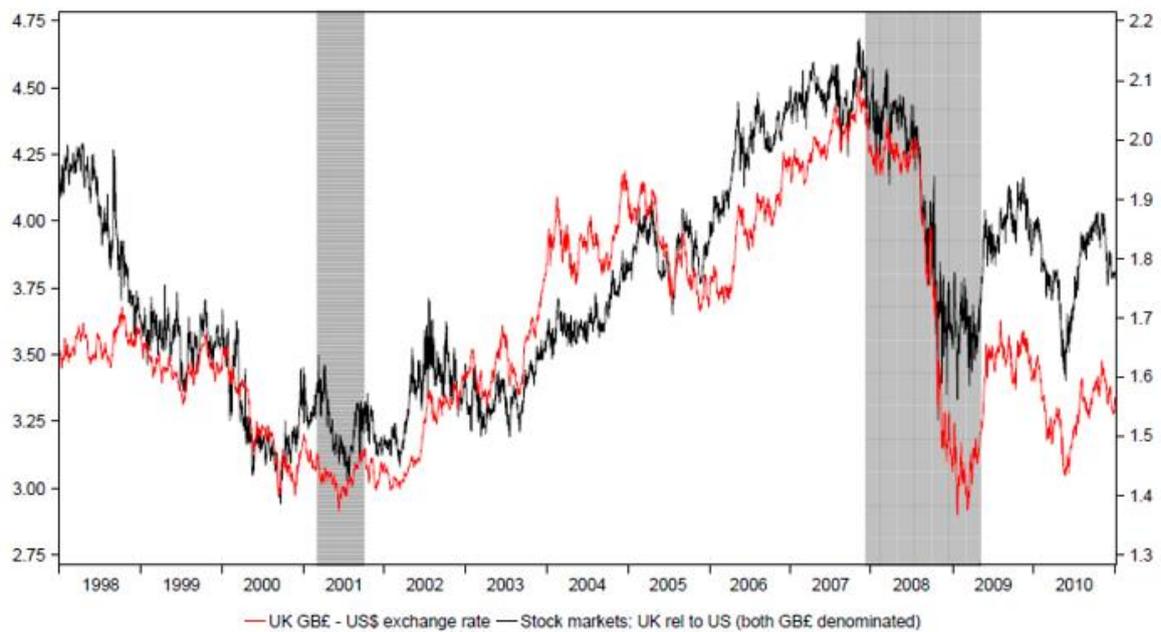
Quelle: Globale Fondsmanagerumfrage der Bank of America Merrill Lynch, Stand: 13. April 2021. Daten für Rohstoffe und Immobilien ab 2006, für alles andere ab 2001.

Commodities	Rohstoffe
Banks	Banken
Materials	Grundstoffe
Equities	Aktien
Industrials	Industrie
Discretionary	Nicht-Basiskonsumgüter
UK	Vereinigtes Königreich
Eurozone	Eurozone
EM	Schwellenländer
US	USA
Healthcare	Gesundheitswesen
REITs	REITs
Japan	Japan
Energy	Energie
Tech	Technologie
Utilities	Versorger
Bonds	Anleihen
Staples	Basiskonsumgüter
Cash	Cash
Sentiment improving?	Stimmungsaufhellung?
April 21 Global FMS	Globale Fondsmanagerumfrage, 21. April
Positioning vs history (z-score)	Positionierung gegenüber der Vergangenheit (Z-Score)

So wie sich die Fußballstadien wieder füllen, kehren jetzt die Anleger an den britischen Markt zurück. Um bei Fußballmetaphern zu bleiben: In den letzten Jahren schmachete das Vereinigte Königreich in der roten Abstiegszone von Abbildung 2, doch jetzt wird es von ausländischen

Vermögensallokationsstrategen weniger verschmäht, klettert die Tabelle hoch und konkurriert um einen Platz in Europa. Das ist die Ironie: Diese neuen Gesichter in der Anlegerschaft – ausländische Anleger, die vielleicht keine emotionalen Wunden von einem Engagement im Vereinigten Königreich in den letzten Jahren davongetragen haben – dürften die Früchte ernten, nicht britische Anleger – oder, wenn Sie so wollen, traditionelle Saisonkartenbesitzer –, die befürchten, dass eine weitere „Erholung“ verpufft, und stattdessen globale Wachstumsprodukte kaufen. Vielleicht haben sie nicht mitbekommen, dass sich die Globalisierung umkehrt? Schließlich ist das Vereinigte Königreich, wie es im Zeitraum 2000–2007 bewiesen hat, sehr wohl in der Lage, die USA zu übertreffen (Abbildung 3).

Abbildung 3: Britische Aktienmärkte gegenüber den USA (abgebildet mit dem GBP/USD-Kassakurs)



Quelle: Longview Economics, Stand: 17. März 2021. Die dargestellten Indizes sind der FTSE All-Share und der S&P500

UK GBP - US\$ exchange rate	GBP/USD-Wechselkurs
Stock markets: UK rel to US (both GBP denominated)	Aktienmärkte: UK ggü. USA (beide in GBP)

Doch statt einfach in Substanzwerte umzuschichten, auf Reflation zu setzen oder uns auf Finanzwerte, Banken und Bergbaugesellschaften zu stürzen (wir glauben nicht, dass wir uns am Anfang eines Superzyklus befinden), bevorzugen wir eine bedächtigere Neueinschätzung sämtlicher Segmente des britischen Markts. Es geht am britischen Aktienmarkt nicht nur um starke Unterbewertung oder hochwertiges Wachstum, sondern um mehr – wir möchten weiterhin Wahlmöglichkeiten haben, um verschiedene Szenarien abzudecken. Einen Mittelfeldregisseur sozusagen, der gut in der Defensive ist, aber auch Tore schießen kann.

... und Elfmeter?

Die weitere Entwicklung wird sicherlich interessant und hält eine Reihe von Diskussionspunkten bereit. Die Menschen haben Mut geschöpft, aber was kommt nach dem fiskalpolitischen Impuls und den Zwangsurlauben? Bedauerlicherweise wird es Insolvenzen geben, mehr als nach der Weltfinanzkrise, da die Banken mehr Kapital haben und es sich leisten können, faule Kredite zu kündigen. Eine längere Phase wirklich steigender Inflation, die über Zufallsschwankungen und leichte Anstiege hinausgeht, würde das Verhalten der US-Notenbank Fed einschränken. Wird es sich ihr Vorsitzender Jerome Powell wirklich erlauben können, die Wirtschaft heiß laufen zu

lassen, und wie lange können die Zentralbanken weltweit die Märkte noch kontrollieren? Innerhalb von drei Monaten hat die Fed das US-Defizit stärker ausgeweitet als in den fünf vorangegangenen Rezessionen 1974, 1982, Anfang der 1990er-Jahre sowie in den Jahren 2000 und 2008 zusammen.⁶ Wie all dies ausgeht, wird entscheidend sein.

Blick in die Zukunft

Der britische Aktienmarkt ist nach wie vor eine reichhaltige Fundgrube. In einigen besonders unter Druck geratenen Bereichen hat er sich kräftig erholt, doch unseres Erachtens gibt es immer noch ein großes Aufwärtspotenzial. Für uns als aktive Manager geht es nicht nur um die Erholung der Substanztitel oder die Inflationsgefahr, sondern um eine breitere Neubewertung von am britischen Aktienmarkt notierten britischen Unternehmen. Wir sind erfahren, haben schon einige Abschwünge durchgemacht und wissen, dass wir gut beraten sind, diese Wahlmöglichkeit zu wahren und weiterhin für unter Druck geratene Marktsektoren offen zu sein.

Es wäre kühn gewesen, alles auf Lockdown-Lockerungs-Gewinner zu setzen, auch wenn dies im Rückblick das Richtige war. Doch glücklicherweise haben wir in beachtlichem Maße an der Rallye dieser Titel partizipiert. Genauso, wie es falsch gewesen wäre, alles auf Resilienz zu setzen, ist es jetzt vielleicht zu simpel, immer mehr Banken und Rohstoffe zu kaufen und sich weiter auf Reflation auszurichten.

Der britische Markt wird facettenreicher sein. Er ist ein Markt für einzelwertorientierte Anleger, und wir haben das Team und die Struktur, um Einzeltitel auswählen zu können. Wir verfügen über einen fundamentalen Researchprozess, mit dem wir versteckte Edelsteine entdecken können, haben ein Auge auf unbeliebte Aktien, die enttäuscht haben, aber immer noch gute Unternehmen mit hemmenden Faktoren sind, und wir engagieren uns aktiv bei Geschäftsleitungen, um den Ursachen für ihre Performance auf den Grund zu gehen.

Wir haben auch bei den Themen Stewardship und Governance etwas zu sagen, was – um ein letztes Mal auf den Fußball zurückzukommen – die sechs großen Fußballclubs vor dem unglückseligen Sonderweg European Super League vielleicht hätten bedenken sollen!⁷ Kurz: Wir haben alles, was aktives Management vorteilhaft macht. Wir werden pragmatisch und geduldig sein, während das sich erholende Vereinigte Königreich versucht, die Chancen zu bieten, die es seit fast einem Jahrzehnt verspricht.

⁶ Longview, Dezember 2020

⁷ FT.com, Super League would break football's essential promise, 19. April 2021

Wichtige Informationen: Nur für professionelle Anleger und/oder entsprechende Investorentypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Dies ist ein Werbedokument.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Ihr Kapital ist nicht geschützt.

Die hier zugrunde liegenden Analysen wurden von Columbia Threadneedle Investments für die eigenen Anlageverwaltungstätigkeiten erstellt. Sie wurden möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung verwendet und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen bereitgestellt. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden und sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Dieses Dokument beinhaltet zukunftsgerichtete Aussagen, unter anderem Prognosen zur künftigen Wirtschafts- und Finanzlage. Weder Columbia Threadneedle Investments noch deren Vorstand, Führungskräfte oder Mitarbeiter geben Zusicherungen, Gewährleistungen, Garantien oder sonstige Zusagen, dass sich diese zukunftsgerichteten Aussagen als richtig erweisen werden.

Die Nennung spezifischer Aktien oder Anleihen sollte nicht als Handlungsempfehlung verstanden werden. Diese Unterlagen dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen kein Angebot und auch keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gelten sie als Anlageberatung oder sonstige Leistungen. Dieses Dokument ist keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder Bilanzierungsberatung. Anleger sollten ihre eigenen professionellen Berater zu Anlage-, Rechts-, Steuer- oder Bilanzierungsfragen in Bezug auf eine Anlage bei Columbia Threadneedle Investments konsultieren.

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

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 den Nahen Osten gilt: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. 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; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln.

Für die Schweiz gilt: Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. 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. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.