

M&G Value Equities-Team

Die Value-Rallye – der 9-Monats-Rückblick

Juli 2021



- Seit September 2020 gibt es eine Value-Rallye: Unserer Ansicht nach eher von schwächer bewerteten Wachstumsaktien angetrieben als vom Wertzuwachs der Value-Titel. Auch erhöhte Gewinnprognosen für die günstigsten Aktien trugen zur Rallye bei.
- Wir erwarten ein günstigeres Marktumfeld für den Value-Stil: Der Rückgang der Anleiherenditen könnte enden, die Weltwirtschaft erholt sich und große Wachstumswerte sehen sich wahrscheinlich zunehmenden Herausforderungen gegenüber.
- Auch nach der Rotation in den Value-Bereich bleibt die Bewertungslücke zwischen günstigen und teuren Unternehmen groß. Wir sehen bei Value-Aktien viele attraktive Möglichkeiten für selektive Anleger.

Der Wert der Vermögenswerte des Fonds und die daraus resultierenden Erträge können sowohl fallen als auch steigen. Dies führt dazu, dass der Wert Ihrer Anlage fallen und steigen wird. Es gibt keine Garantie dafür, dass der Fonds sein Ziel erreichen wird, und Sie bekommen möglicherweise weniger zurück, als Sie ursprünglich investiert haben.

Stil-Rotation im Jahr 2021

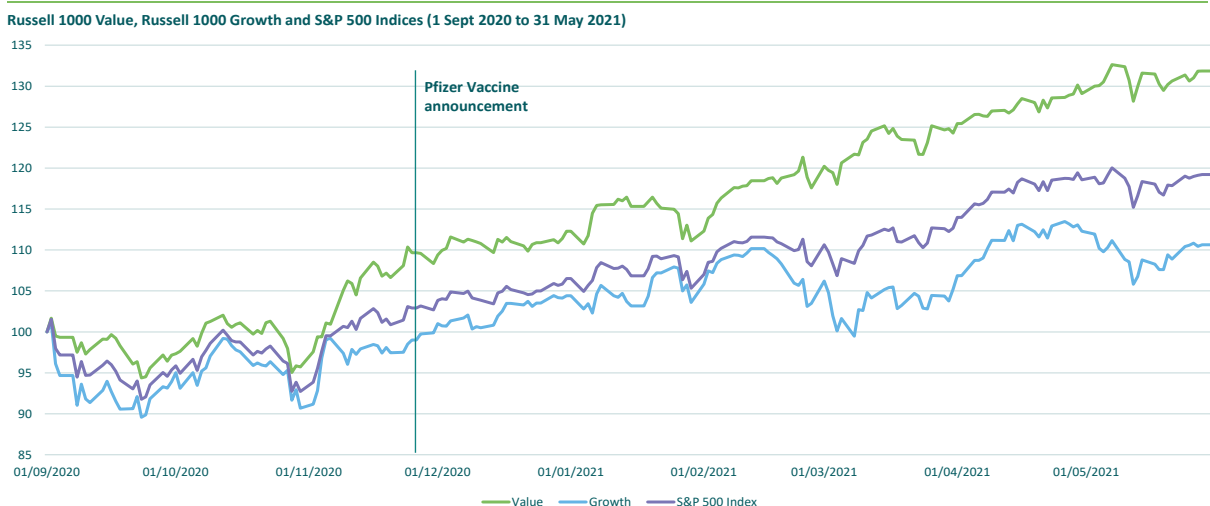
Der Value-Stil steht wieder höher in der Gunst der Anleger – nach über einem Jahrzehnt der Underperformance. Was hat die Rotation angetrieben? Am häufigsten werden die positiven Nachrichten zu Coronavirus-Impfstoffen im November 2020 genannt, boten sie doch Aussichten auf eine Rückkehr zur Normalität. Allerdings haben sich Value-Aktien seit September 2020 besser entwickelt als der breite Markt (siehe Abbildung 1). Anleger sollten beachten, dass die frühere Wertentwicklung keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung darstellt.

Wir haben schon seit einiger Zeit betont, dass wir für einen Stilwechsel keinen Katalysator brauchen. Denn wir hielten die attraktive Bewertung an sich schon für stark genug, um eine Rotation von „Wachstum“ zu „Value“ zu begründen – und zwar seit Q4 2020. Die große Frage ist nun: Kann diese Rallye weitergehen?

Erholung der Erträge

Ein genauer Blick auf die bisherige Wertrallye zeigt: Die Rotation wurde offenbar nicht durch eine steigende Bewertung der ungeliebten Value-Aktien angetrieben (siehe Abbildung 2). Vielmehr fiel die Bewertung der US-Wachstumstitel. Dieser Rückgang ist bisher allerdings recht bescheiden ausgefallen. Wir finden Wachstumswerte immer noch teuer, und ihre Bewertungen können nur durch das Nullzinsumfeld gerechtfertigt werden. Wir halten einen weiteren Anstieg der hoch bewerteten teuersten Aktien für unwahrscheinlich: Besonders da wir derzeit das Ende des jahrzehntelangen Rückgangs der Renditen von Staatsanleihen erleben könnten – und möglicherweise sogar steigende Renditen sehen werden.

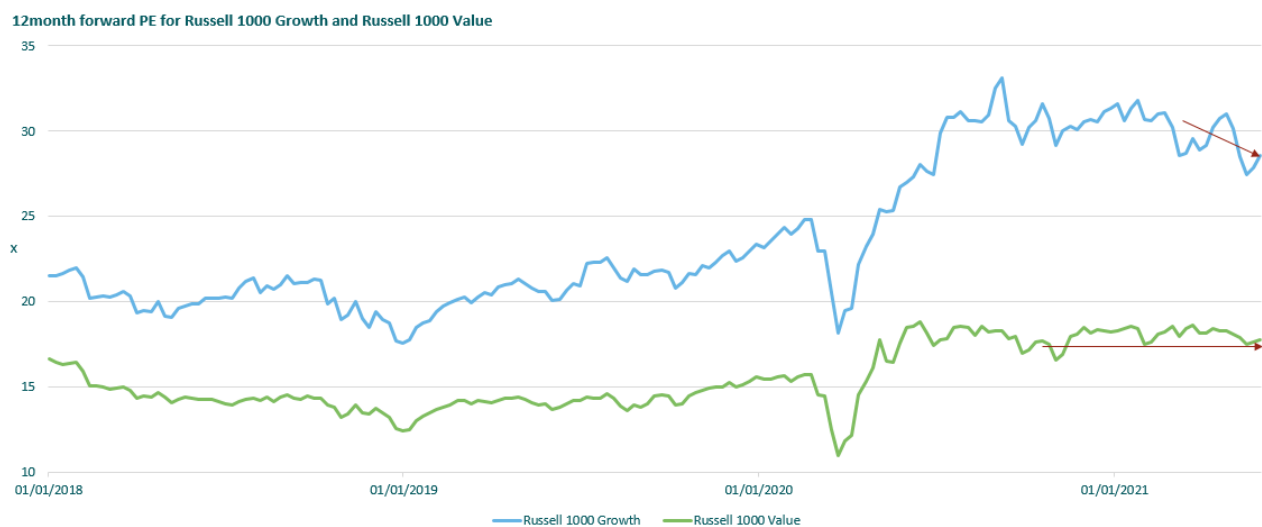
Abbildung 1: Value-Rallye in den USA seit September 2020



Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Quelle: Refinitiv Datastream, 31. Mai 2021. Rebasiert auf 100 am 1. September 2020.

Abbildung 2: Rückgang der Bewertung von US-Wachstumstiteln statt Anstieg bei Value-Aktien



Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Quelle: Refinitiv Datastream, Mai 2021.

Auf der anderen Seite stützten erhöhte Gewinnprognosen die Kurse günstigerer Aktien (siehe Abbildung 3). Im günstigsten Quartil des Marktes stiegen die Gewinnerwartungen am meisten, im teuersten Quartil am wenigsten.

Eine weitere oft übersehene Marktdynamik ist die Aktienkorrelation. In den letzten Jahren haben US-Mega-Cap-Aktien wie Apple und Amazon.com den Markt angetrieben. Anleger konnten mit dem Markt mithalten, indem sie einfach diese High Flying-Aktien hielten. Doch die Dominanz der Mega-Caps hat sich in letzter Zeit verringert; wir sehen heute eine breitere Streuung im Markt. Eine Analyse von Bernstein belegt das: Der Prozentsatz der US-Aktien, die den Markt in den letzten 12 Monaten geschlagen haben, liegt nun über 50% – zum ersten Mal seit mehr als fünf Jahren (*Bernstein, Fund Management Strategy, April 2021*). Wir halten dies für ein Anzeichen dafür, dass eine breitere Palette von Strategien eine Outperformance erzielen kann. Diese Entwicklung kann für Stockpicker wie uns sehr positiv sein.

Da der Value-Stil wieder in der Gunst der Anleger steht, verringert sich zudem die negative Korrelation dieses Stils mit dem Momentum-Stil. Unserer Meinung nach helfen all diese Entwicklungen den Value-Aktien. Besonders positive Vorzeichen sehen wir für aktiv gemanagte Value-Strategien: Eine sorgfältige Aktienausswahl kann in diesem Umfeld mit einer attraktiven Kursentwicklung belohnt werden.

Ein günstigeres Umfeld für den Value-Stil?

Das makroökonomische Umfeld der letzten Jahre bedeutete eine Herausforderung für angeschlagene

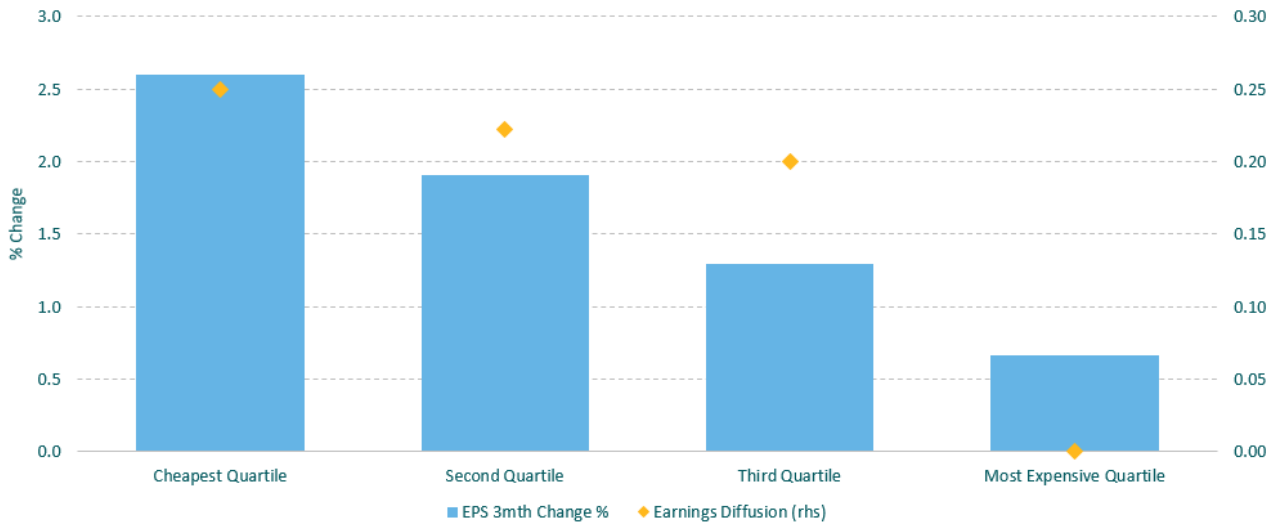
Value-Aktien. Der stetige weltweite Zinsrückgang hat Wachstumsaktien begünstigt – aufgrund des niedrigen Diskontsatzes auf ihre zukünftigen Erträge. Zugleich waren Aktien mit verlässlichen Erträgen („Bond-Proxies“) für diejenigen attraktiv, die im Niedrigzinsumfeld auf Renditejagd waren. Wir sind jedoch überzeugt, dass sich dieses Umfeld ändert.

Die sorgenvollen Mienen der Anleger gelten jetzt eher einer steigenden Inflation als sinkenden Zinsen. Über das Ausmaß der bevorstehenden Veränderung lässt sich streiten; die Fahrtrichtung für die Zinsen jedoch ist wohl aufwärts. Selbst wenn sie nur geringfügig steigen sollten, so erwarten wir zumindest ein Ende des Abwärtstrends. Unserer Einschätzung nach schafft das eine solide Grundlage für Value-Aktien. Und sollten die Zinsen künftig kräftig steigen, dürfte das einen weiteren Schub für den Value-Stil bedeuten.

Während der Corona-Krise haben Regierungen und Zentralbanken – allen voran in den USA – ihre Volkswirtschaften mit beispiellosen Konjunkturprogrammen gestützt. Dies hat zu einer der stärksten Erholungen der jüngeren Geschichte geführt. Dieses Umfeld sehen wir als günstig für Value an, da Inflation und Wirtschaftswachstum typischerweise positiv mit dem Value-Stil korreliert sind. Wir sehen jedoch Chancen in einem breiten Branchenspektrum – nicht nur in konjunktursensiblen, zyklischen Sektoren. Eine steigende Risikobereitschaft der Anleger angesichts eines gewissen Maßes an Normalität könnte zusätzlichen Rückenwind für Value bedeuten.

Ein weiteres prägendes Merkmal des vergangenen Jahrzehnts war der Aufstieg der Mega-Cap-Technologieunternehmen, also der FAANGs (Facebook,

Abbildung 3: Die günstigsten Aktien haben die größten Gewinnrevisionen erfahren

Globale Gewinnrevisionen nach Bewertungsquartil – 3-Monats-Veränderung (%)

Quelle: Credit Suisse HOLT®, Bloomberg, M&G, April 2021

Apple, Amazon, Netflix und Google). Diese haben ein exponentielles Wachstum erzielt, oft begünstigt durch Monopolstellungen. Auch bei diesen könnten sich jedoch mögliche Grenzen des Wachstums abzeichnen.

Die angestrebte weltweite Mindeststeuer für Großkonzerne zielt auch auf diese digitalen Riesenunternehmen ab. Sie könnte ihr Wachstum abschwächen.

Wir glauben, dass auch die sich zunehmend überschneidenden Geschäftsfelder und der Wettbewerb untereinander die Ertragskraft der digitalen Riesen dämpfen könnten. Wir erwarten nicht, dass diese Unternehmen nicht mehr wachsen werden. Doch ihr Wachstumskurs könnte hürdenreicher werden. Schon jetzt beobachten wir, dass inkrementelles Wachstum höhere Kapitalinvestitionen erfordert. Nach einem Jahrzehnt steigender Kurse halten wir es für unwahrscheinlich, dass diese Mega Caps den Markt auch künftig anführen werden.

Die Bewertungslücke bleibt groß

Das Umfeld für Value wird unserer Einschätzung nach günstiger werden. Dabei halten wir die Bewertung weiterhin für den ultimativen Treiber einer anhaltenden Value-Rotation. Trotz der Outperformance in den vergangenen rund neun Monaten sind die Bewertungsunterschiede zwischen dem teuren und dem günstigen Ende des Marktes weiterhin extrem hoch.

Was müsste passieren, um das außergewöhnliche Wachstum oder die scheinbare Stabilität einiger der „Highflyer“ in Frage zu stellen? Auf dem gegenwärtigen Niveau ist dafür unserer Meinung nach kein großer Schock

notwendig. Sollte sich dies bewahrheiten, könnte sich der Blick wieder auf günstigere, aktuell weniger populäre Unternehmen richten: Firmen mit realen Vermögenswerten und gesunden Bilanzen.

Wir sind derzeit begeistert von der Qualität und der Breite der Anlagemöglichkeiten im günstigsten Marktbereich. Indem wir speziell im unteren Quartil nach Gelegenheiten Ausschau halten, können wir unsere Value-Position stark ausbauen. Gleichzeitig bedeutet unser strikter Fokus auf die Fundamentaldaten – besonders auf die finanzielle Stärke –, dass wir keine Kompromisse bei den Wachstums- oder Qualitätsmerkmalen eingehen müssen. Unserer Ansicht nach ermöglicht uns dieser Ansatz, Unternehmen mit guter Qualität für unsere Portfolios zu identifizieren, ohne dass wir dafür Bewertungsabschläge in Kauf nehmen müssen.

Als aktive Value-Manager sehen wir aktuell ein günstiges Umfeld für den Value-Stil und die Aktienausswahl. Wir glauben, dass unser disziplinierter Investmentansatz zu einem guten Engagement im Value-Stil führen kann. Zugleich sollte er uns helfen, Aktien mit schwachen Bilanzen (die potenzielle „Value-Fallen“ sein könnten) und eine Konzentration auf zyklische Titel zu vermeiden.

In einer Welt, in der viele Aktienmärkte auf Rekordhochs notieren und viele Vermögenswerte üppig bewertet sind, halten wir Value-Aktien für eine attraktive Alternative. Als Value-Investoren fühlen wir uns natürlich zu einem „guten Geschäft“ hingezogen – und sind überzeugt, dass unter den Value-Aktien immer noch echte „Schnäppchen“ zu finden sind.

M&G

Juli 2021

Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Ansichten sollten nicht als Empfehlung, Beratung oder Prognose aufgefasst werden.



Das vorliegende Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Andere Personen sollten sich nicht auf die hierin enthaltenen Informationen verlassen. Die Weiterleitung dieses Dokuments in oder von der Schweiz aus ist nicht zulässig, mit Ausnahme der Weitergabe an Qualifizierte Anleger („Qualifizierte Anleger“) im Sinne des Schweizerischen Kollektivanlagengesetzes, der Schweizerischen Kollektivanlagenverordnung und des entsprechenden Rundschreibens der Schweizerischen Aufsichtsbehörde. Ausschließlich für den Gebrauch durch den ursprünglichen Empfänger bestimmt (vorausgesetzt dieser ist ein Qualifizierter Anleger). Diese Finanzwerbung wird herausgegeben von M&G International Investments S.A. Eingetragener Sitz: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.