

Nur für professionelle Anleger.

Der Wert der Vermögenswerte eines Fonds kann sowohl steigen als auch fallen. Dies führt dazu, dass der Wert Ihrer Anlage sowohl steigt als auch fällt und Sie möglicherweise weniger zurückerhalten als Sie ursprünglich investiert haben. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



Vierteljährlicher Ausblick – Q3 2022

Ein Markt jenseits der Klischees

- Nach den steilen Kursrückgängen liegt eine sehr schwierige Phase bereits hinter uns, doch es bleiben immer noch Abwärtsrisiken.
- Der derzeitige Markt widersetzt sich den traditionellen Stereotypen von ‚Value‘ gegen ‚Growth‘, und die ‚defensiven‘ Titel sind gar nicht so defensiv. Die Aktiauswahl bleibt entscheidend.
- Die Gewinnsaison im zweiten Quartal wird die Spreu vom Weizen trennen. Die Konsensprognosen sind nach wie vor zu hoch.
- Der Ausverkauf hat vor allem bei Technologietiteln selektive Chancen eröffnet. Weitere werden folgen.
- Wir bevorzugen weiterhin langfristige Themen wie Infrastruktur und den gesamten CO₂-armen Bereich. Anlagen sollten hier unabhängig von den Unwägbarkeiten der Märkte profitieren können.

Die letzten Monate waren für die Märkte nicht einfach. Nun haben wir gerade einige Anzeichen der Entspannung erlebt. Liegt die große Talsohle also hinter uns? Oder steht noch mehr ins Haus? Unserer Einschätzung nach haben wir den größten Teil des Abschwungs an den Märkten bereits gesehen. Doch auch künftig sind Schwankungen wahrscheinlich, da weiter Abwärtsrisiken bestehen. Die Schlüsselfrage lautet: „Was haben die Märkte eingepreist, und wie sollten sich die Anleger für die verschiedenen möglichen Entwicklungen positionieren?“

Quartalsausblick – Q3 2022

Juli 2022

M&G Equities Team

Die Phase der Verleugnung liegt hinter uns; in unserem Report zur „Selbstgefälligkeit der Märkte“¹ im April 2022 waren wir darauf bereits eingegangen. Nun nehmen die Marktteilnehmer endlich die makroökonomischen und geopolitischen Risiken wahr, die vor ihnen liegen. Dazu gehören ein schwächelndes Konsumklima, da sich die Verbraucher einer steigenden Inflation gegenübersehen; anhaltende – wenn auch leicht verbesserte – Lieferengpässe; die Auswirkungen der Null-COVID-19-Politik in China; die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Drucks auf die Rohstoffpreise durch den Krieg in der Ukraine; und die Auswirkungen all dieser Risiken auf die Unternehmensgewinne. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass den Zentralbanken der Spagat zwischen Inflation und Wachstum misslingt. Je nach Region gilt eine Rezession in unterschiedlichem Ausmaß inzwischen als sehr wahrscheinlich.

Für uns als Investor ist es essenziell, die Bandbreite der vor uns liegenden Makroszenarien zu verstehen. Dabei haben wir eine wichtige Lektion gelernt: Es gibt für alles einen richtigen Preis. Die Schlüsselfrage habe ich oben schon gestellt: „Was haben die Märkte eingepreist, und wie sollten sich die Anleger für die verschiedenen möglichen Entwicklungen positionieren?“

Viele Marktbeobachter sprechen von Stagflation und Rezession; sogar von Depression und einem Kreditereignis wie 2008 war schon die Rede. Unserer Meinung nach spiegeln die Kurse bereits die verschlechterten Wachstumsaussichten und ein deutlich abgeschwächtes Wachstum wider. Es könnte allerdings noch mehr Abwärtspotenzial geben. Das gilt besonders bei einigen Aktien, die nach wie vor hoch bewertet sind oder bei denen noch kein Gewinnrückgang einkalkuliert ist.

Weitere Abwärtsbewegungen würde etwa eine ausgeprägte Rezession, die vielleicht von Europa ausgeht und durch Erdgasembargos verursacht wird, nach sich ziehen – besonders bei Aktien. Und eine Depression? Oder ein Zusammenbruch der Kreditmärkte wie im Jahr 2008, der Unternehmen und Privatpersonen den Schuldendienst schwer machen würde? Das ist nicht eingepreist, und es ist auch nicht unser Basisszenario. Die Märkte scheinen allerdings auch nicht nach unten überreagiert zu haben. Jeder Marktaufschwung ist zwangsläufig daten- und nachrichtenabhängig – und könnte möglicherweise von kurzer Dauer sein.

Bei der Beurteilung der aktuellen Entwicklung des Aktienmarkts sind zwei Überlegungen wichtig. Beide werden eine Rolle bei der Festlegung unserer künftigen Positionierung spielen – und beim Zeitpunkt für eventuelle ‚Buy the dips‘, also Käufe nach Kursrückgängen.

Erstens sehen wir einen Markt, der sich über die traditionellen Stereotypen hinwegsetzt. Die Grenzen zwischen den gängigen Definitionen von ‚Growth‘, ‚Value‘ und sogar den Merkmalen einer ‚defensive‘ Aktie verschwimmen.

Das bestätigt unsere Beobachtung nach dem Ausverkauf im Technologiesektor: Traditionell in Wachstumsindizes enthaltene Aktien tauchten in Value-Indizes auf. Dies geschah bei Aktien aus Industrieländern ebenso wie bei Titeln aus Schwellenländern. Einige Aktien wechselten komplett die Seiten; andere sind jetzt sowohl in Value- als auch in Growth-Indizes vertreten.

Zweitens gilt es zu überlegen, wie wir traditionelle ‚defensive‘ Aktien definieren. Fairerweise müssen wir festhalten, dass sich dies im Laufe der Zeit geändert hat. Als ich noch eine junge Analystin war – vor viel zu langer Zeit – waren Basiskonsumgüter und Versorger die bevorzugten defensiven Sektoren. Ein paar Jahrzehnte später gehörten auch Teile des Technologiesektors zu den „sicheren Häfen“. Sie konnten mit beachtlichen, steigenden Gewinnen und einer hohen Eigenkapitalrendite (ROE) aufwarten. Diese Aktien haben sich in der Vergangenheit in verschiedenen makroökonomischen Schwächephasen und volatilen Märkten überdurchschnittlich entwickelt. Dieses Mal jedoch war es anders.

Wir alle sind über die schlechte Wertentwicklung des Technologiesektors im Bilde. Der MSCI AC World Technology Index ist im bisherigen Jahresverlauf um 30 % gefallen. Viele Unternehmen mit hoher Qualität (hoher Eigenkapitalrendite) oder hohem Wachstum (hohen künftigen Gewinnerwartungen) haben sich deutlich unterdurchschnittlich entwickelt. Doch auch Basiskonsumgüter und Versorger haben sich nicht gut geschlagen. Im bisherigen Jahresverlauf sind Basiskonsumgüter im MSCI EM Index stärker zurückgegangen als Finanzwerte (-12,1 % bzw. -9,3 %). Im MSCI Europe Index liegen die Versorger mit einem Minus von 10,4 % nur knapp vor den

¹ <https://www.mandg.com/investments/professional-investor/en-gb/insights/mandg-insights/latest-insights/2022/04/market-complacency>

Finanzwerten; letztere mussten einen Rückgang von 11,4 % hinnehmen. Der Sektor der Kommunikationsdienstungen legte im gleichen Zeitraum leicht um 0,7 % zu.²

Es gibt eine Reihe sehr logischer Gründe, warum sich die defensiven Unternehmen nicht ganz so ‚defensiv‘ verhalten. Zu nennen ist nicht zuletzt der Druck auf die Gewinnspannen – mit steigenden Rohstoffpreisen und der Unfähigkeit, diese in ausreichendem Maße an Verbraucher weiterzugeben, deren Stimmung schwächelt. Die Bewertung einer Reihe dieser Aktien basierte auf der Erwartung einer makellosen Zukunft. Was aber folgte, waren die Enttäuschungen der letzten Berichtssaison. Den Leitsatz „im Zweifel für den Angeklagten“ beachteten die Anleger bei diesen Unternehmen dann nicht.

Interessanterweise haben sich kurz vor der Jahresmitte viele der alten ‚sicheren Häfen‘ erholt. Außereuropäische Versorger und Anbieter von Basiskonsumgütern haben in gewissem Maße einen Aufschwung erlebt. Wir warnen jedoch davor, eher breit in Sektoren zu investieren anstatt in ausgewählte Aktien. Die letzte Gewinnsaison hat uns gezeigt, dass Unternehmen aus dem gleichen Sektor sehr unterschiedliche Ergebnisse erzielen können. Denn wir sehen uns einer Welt komplexer makroökonomischer Herausforderungen gegenüber. Eine effektive Unternehmensführung und eine gute Marktpositionierung können entscheidend dazu beitragen, dass Firmen dem Gegenwind standhalten können.

Für die aktuelle Marktlage ziehen wir daraus eine klare Schlussfolgerung: Wir müssen uns von der traditionellen Denkweise lösen, Aktien in großen Kategorien zu betrachten. Wenn wir uns auf die traditionellen Definitionen von Value-, Growth- oder defensiven Aktien konzentrieren; wenn wir nur einen Index oder einen Sektor betrachten statt einzelner Aktien: Dann könnten wir Unternehmen mit starken Fundamentaldaten übersehen, deren Bewertung darunter leiden, dass sie mit schwächeren Titeln in einem Topf gelandet sind. Umgekehrt könnten wir blind dran glauben, dass ein Unternehmen dem makroökonomischen Gegenwind standhalten kann. Und dies nur, weil es in der Vergangenheit einen stabilen und sichtbaren Ertragspfad geliefert hat – allerdings in einem ganz anderen Umfeld.

Wir sind überzeugt, dass uns die bevorstehende Berichtssaison helfen wird, die Spreu vom Weizen zu trennen. Manches bei der Spreu wird wahrscheinlich überraschen. Wer in letzter Zeit bei Kursrückgängen bei Konzeptwerten und vermeintlich defensiven Titeln zugegriffen hat, könnte durchaus negative Überraschungen erleben. Dies gilt umso mehr nach der noch relativ günstigen Berichtssaison im ersten Quartal. Sell-side Analysten haben ihre Prognosen danach nach unten korrigiert; allerdings scheinen uns diese noch weit von den wahrscheinlichen Ergebnissen entfernt zu sein.

Gegenwärtig erwarten US-Analysten für 2022 immer noch, dass Umsatz und Gewinn im S&P 500 Index um 11,6 % bzw. 10,8 % zulegen. Für den Stoxx Europe 600 Index erwarten die Sell-Side-Analysten für 2022 einen Umsatzanstieg von 12,3 %. Die Gewinne sollen gegenüber dem vorangegangenen Kalenderjahr um 15,2 % steigen. Die Konsenszahlen für den MSCI Emerging Markets Index liegen bei 11,7 % bzw. 10,4 % Umsatz- und Gewinnwachstum.³ Auch wenn der Markt bei den jüngsten Kursrückgängen manche der wahrscheinlichen Gewinnenttäuschungen vorweggenommen haben mag: Bei einigen Aktien besteht unserer Meinung nach noch einiger Anpassungsbedarf.

Wie unser Head of Global Equities in seinem unten folgenden Kommentar anmerkt, halten wir den Beginn eines neuen, mehrjährigen Anlageparadigmas für wahrscheinlich. Eines Paradigmas, das in der Bewertung, in den Fundamentaldaten und – letztendlich – in der Realität verankert ist.

Unsere Positionierung: Wir haben im Quartalsverlauf starke Rückgänge an den Anleihe- und Aktienmärkten erlebt. Dennoch sehen wir darin keine Überreaktion der Anleger. Vielmehr scheinen die Kursbewegungen die vor uns liegenden Risiken angemessen widerzuspiegeln. Das gilt umso mehr, als der Rückgang von nicht immer überzeugenden Bewertungsniveaus ausging.

Wie schneiden Aktien und Anleihen im Vergleich miteinander ab? Die Entwicklung ihrer positiven oder inversen Korrelation wird davon abhängen, ob die Anleiheinvestoren eher auf Wachstum oder auf Inflation fokussieren. Blickt man auf die relativen Bewertungen, vergleicht man also die Renditen, erscheinen Aktien im Vergleich zu Anleihen optisch weiterhin günstig. Vieles hängt jedoch von den Ertragsaussichten ab. Und wie schon gesagt: Die künftigen Unternehmensergebnisse werden wahrscheinlich eher enttäuschen.

² Quelle: Bloomberg. Gesamttrendite in der Basiswährung des Index. Renditen seit Jahresbeginn bis zum 30. Juni 2022.

³ Quelle: Thomson Reuters Eikon, Juli 2022.

Wir haben Staatsanleihen der Industrieländer gemieden und – wenn die Mandate es erlaubten – entsprechende Leerverkäufe getätigt. Davon haben wir profitiert. Angesichts der Marktlage haben wir diese Untergewichtung aus Multi-Asset-Sicht mittlerweile verringert. Unser Gesamtengagement in Aktien ist nun neutral bis leicht übergewichtet; dabei diversifizieren wir über Regionen und Sektoren. Wir bleiben vorsichtig und sind der Meinung, dass man in dieser Marktsituation keine starken Positionen in eine bestimmte Richtung eingehen sollte. Man sollte eher Pulver trocken halten und auf eine bessere Gelegenheit für einen Kapitaleinsatz warten. Wenn möglich, wird in den Portfolios darum ein hoher Cash-Anteil gehalten, um auf taktische Gelegenheiten reagieren zu können.

In diesem Umfeld wird Alpha zwangsläufig durch Selektion entstehen. Auf Titelebene konzentrieren wir uns weiterhin auf Unternehmen mit Preissetzungsmacht und starken Bilanzen; also auf Firmen, die dem Umfeld von Inflation und steigenden Zinsen besser standhalten können. Es ist zu früh, um wieder in Konzeptaktien, Versprechen auf künftige Gewinne und ‚Cash-Burn‘ zu investieren.

Bei Aktien bevorzugen wir weiterhin langfristige Themen, von denen wir glauben, dass sie unabhängig von unwägbareren makroökonomischen Aussichten von künftigen Investitionen profitieren werden. Dazu gehören etwa Infrastruktur und der gesamte CO₂-arme Bereich.

Die Marktvolatilität hat einige Gelegenheiten entstehen lassen. Dies haben wir genutzt und einige ausgewählte Titel erworben, die deutlich herabgestuft worden waren. Das gilt besonders in etablierten Bereichen des Technologiesektors der Industrie- und Schwellenländer. In einigen Fällen hat der Markt dabei das Kind mit dem Bade ausgeschüttet. Einige dieser Aktien haben wir erworben, sind aber angesichts der bevorstehenden Unsicherheiten sehr selektiv vorgegangen. Die jüngst sehr unterschiedliche Ergebnisentwicklung innerhalb von Sektoren macht einmal mehr deutlich, dass man genau hinschauen muss. Dabei haben wir sowohl neue Positionen eröffnet als auch Beteiligungen bei einigen Anbietern von Unternehmenssoftware und Halbleiterunternehmen ausgebaut, und zwar sowohl auf der Hersteller- als auch auf der Lieferantenseite.

Ein großer Teil des Aktienmarktes wird jedoch immer noch zu Bewertungen gehandelt, die angesichts der makroökonomischen Szenarien und deren möglichen Auswirkungen auf die Erträge unattraktiv erscheinen.

Wir suchen stets nach individuellen Ideen: Positive Überraschungen bei Ertrag und Shareholder Value haben dabei unternehmensspezifische, fundamentale Gründe. Aus regionaler Sicht haben wir in Japan eine Reihe solcher Chancen gefunden. Auf diesem oft vergessenen Markt beobachten wir strukturelle Unternehmensreformen. Diese führen zu einer verbesserten operativen und bilanziellen Effizienz, zu positiven Gewinnüberraschungen und zu Rückkäufen in Rekordhöhe.

Doch lassen Sie uns auf regionaler und thematischer Ebene noch mehr Farbe ins Spiel bringen. Auf den folgenden Seiten lesen Sie, wie die verschiedenen M&G Equities Investment Desks die Perspektiven einschätzen. Sie dürfen gespannt sein – wir wünschen Ihnen eine angenehme und erkenntnisreiche Lektüre!

Fabiana Fedeli
Chief Investment Officer, Equities & Multi Asset

Fabiana Fedeli

Chief Investment Officer
Equities & Multi Asset



Inhaltsübersicht

Global	6
Großbritannien	7
Asien-Pazifik	8
Schwellenländer	9
Impact Investing	11
Wandelanleihen	12

Global



Daniel White
Head of Global Equities

Noch nicht hoffnungslos

In der realen Welt schwanken die Dinge meist zwischen „ziemlich gut“ und „nicht so toll“. In der Anlagewelt jedoch schwankt die Wahrnehmung oft zwischen „makellos“ und „hoffnungslos“.

Howard Marks, Oaktree Capital, Januar 2016

Das zweite Quartal 2022 war für die meisten globalen Aktienindizes ein weiteres schwieriges Vierteljahr. Der S&P 500 Index und der Euro Stoxx 50 Index fielen beide um etwas mehr als 16 %. Der stark auf Technologie- und Biotech-Unternehmen ausgerichtete Nasdaq-Index brach sogar um schwindelerregende 22 % ein. Seit Ende 2021 ist er um fast ein Drittel gefallen.⁴

Eine ganze Reihe von Faktoren haben diesen dramatischen Ausverkauf ausgelöst. Alarmierender Inflationsdruck, Rezessionsängste, in atemberaubende Höhen steigende Anleiherenditen, eine zunehmend restriktive Geldpolitik – all dies hat die Stimmung am Markt negativ beeinflusst.

Vor diesem extrem schwierigen Hintergrund hätte man erwarten können, dass die Stunde der „sicheren Häfen“ schlägt: also der Technologie-, Wachstums- und Qualitätsunternehmen.

Dies war jedoch nicht der Fall.

Der Technologiesektor gehörte zu den schwächsten Sektoren. Viele Firmen mit hoher Qualität (hoher Eigenkapitalrendite) oder hohem Wachstum (hohen Ertragsersparungen) haben sich unterdurchschnittlich entwickelt. Kurz: Das traditionelle „Anlage-Drehbuch für Rezessionen“ hat nicht funktioniert.

Bei der Suche nach Erklärungen müssen wir die Ausgangssituation betrachten. Ende 2021 spiegelten die Kurse vieler Technologie-, Wachstums- und

Qualitätsunternehmen die Erwartung einer perfekten Zukunft. Um es mit Howard Marks' Worten auszudrücken: Die Anleger hielten sie für „makellos“.

Diese überhöhte Erwartung machte die Titel anfällig für schlechte Nachrichten. Und die gab es im bisherigen Jahresverlauf reichlich.

Angesichts dessen hat der Markt begonnen, stärker auf die lange Zeit weniger beachteten Cashflows, auf Anlagevermögen und Bilanzstärke zu achten. Konzeptaktien, ‚Cash-Burn‘ und stark bereinigte Non-GAAP-Erträge, also Kennziffern außerhalb der Regeln der Rechnungslegung: Diese bekommen nicht länger einen Freifahrtschein, werden nicht mehr ignoriert oder sogar mit einem Aufschlag bewertet.

Wir gehen nicht davon aus, dass sich dieser jüngste Trend umkehren wird. Vielmehr halten wir den Beginn eines neuen, mehrjährigen Anlageparadigmas für wahrscheinlich. Eines Paradigmas, das in der Bewertung, in den Fundamentaldaten und – letztendlich – in der Realität verankert ist.

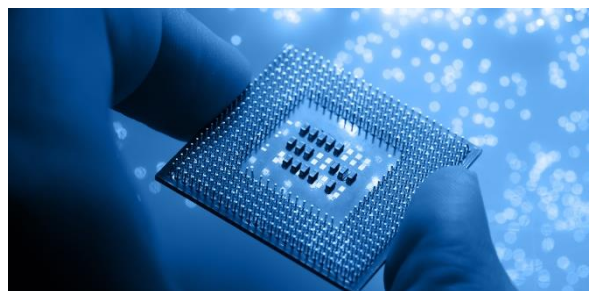
Die gute Nachricht ist: Der Ausverkauf eröffnet einige neue Anlagemöglichkeiten – besonders in etablierten Bereichen des Technologiesektors.

Darum sind wir neue Beteiligungen eingegangen. Zudem haben wir Positionen bei einigen Anbietern von Unternehmenssoftware und Halbleiterunternehmen ausgebaut (sowohl auf der Hersteller- als auch auf der Lieferantenseite).

Kurzfristige Konjunktursorgen haben die Möglichkeit eröffnet, in einige Unternehmen mit attraktiven, längerfristigen strukturellen Chancen zu investieren.

Doch in vielen anderen Fällen halten wir die Bewertungen weiterhin für unattraktiv, besonders im extrem wachstumsstarken Bereich. Wie sich das Ende des kostenlosen Zentralbankgeldes auswirkt, was dies für die zukünftige Investitionslandschaft bedeuten kann: Das muss der Markt erst noch richtig verdauen.

Mit anderen Worten: Die Erwartungen am Markt sind in vielen Fällen noch zu optimistisch ... und jedenfalls noch lange nicht „hoffnungslos“.



⁴ Quelle: Bloomberg: Indexrenditen sind Kursrenditen in US-Dollar.

Großbritannien



Michael Stiasny
Head of UK Equities

Rollentausch im Markt

Die seit Jahren schwächere Entwicklung des FTSE 100 Index gegenüber dem FTSE 250 Index haben wir bereits kommentiert. Der FTSE 100 Index hat in 14 der letzten 20 Jahre schlechter abgeschnitten als der Midcap-Index. In den 20 Jahren bis zum 30. Juni 2022 hat der FTSE 250 den Anlegern eine Gesamtrendite von 483,9 % beschert. Beim FTSE 100 mussten sie sich mit 222,6 % begnügen.

Seit Anfang 2022 sind die weltweiten Aktienmärkten stark gefallen, ausgelöst durch Kriegs-, Inflations- und Rezessionsängste. Der britische Markt dagegen wirkt insgesamt stabiler: Der FTSE All-Share Index ist nur um 4,6 % gefallen. Doch anders als in den letzten beiden Jahrzehnten haben die größten Unternehmen 2022 bislang klar besser abgeschnitten als die kleineren. Der FTSE 100-Index blieb weitgehend stabil, während der FTSE 250-Index mit einem Minus von 19,4 % erhebliche Einbußen verzeichnete.⁵

Woher kommt der Umschwung?

Interessant ist, dass im Jahr 2022 bisher nur wenige Unternehmen den Markt stützen. Selbst im FTSE 100 Index haben nur 28 Firmen Kursgewinne verzeichnet. 41 Firmen haben dagegen mehr als 20 % an Wert verloren. Im Energie-, Rohstoff- und Finanzsektors haben einige der größten Unternehmen eine starke Wertentwicklung erreicht – und das trotz hoher Ölpreise, Zinserhöhungen, Problemen in den Lieferketten und steigender Inflation.

Verstärkt wird die überlegene Entwicklung dadurch, dass die FTSE 100-Unternehmen 79 % ihrer Umsätze im Ausland erwirtschaften.⁶ Die fast rekordverdächtige Abwertung des Pfund Sterling im Jahr 2022 hat diesen Firmen daher geholfen. Die Firmen aus dem FTSE 250 dagegen sind viel stärker den Risiken einer schwächeren britischen Wirtschaft und damit auch Problemen auf Seiten der Verbraucher ausgesetzt.

Was bedeutet das für UK-Aktien?

Durch die starke Entwicklung des FTSE 100 Index setzt gerade erst eine Umkehr ein, die den mehrjährigen Bewertungsabschlag zwischen dem Vereinigten Königreich und dem Rest der Welt verringert (siehe Abbildung 1).

Britische Aktien sehen im Vergleich zu ihren globalen Pendanten nach wie vor historisch günstig aus. Trotz des Gegenwinds sehen wir hier weiterhin einen ausgezeichneten relativen Wert.

Abbildung 1: MSCI UK im Vergleich zum MSCI World – Bewertungsspanne (Spread)

Vergangene Leistungen sind kein Hinweis auf zukünftige Leistungen



Quelle: Panmure Gordon, MSCI, Refinitiv, Juni 2022 *gemischtes (gleichgewichtetes) durchschnittliches P/E, EV/EBITDA und P/B *GBP für UK und Welt bis 11/05/2022

⁵ Quelle: Bloomberg. Gesamterträge in GBP.

⁶ Quelle: Factset, 1. Juli 2022.

Asien-Pazifik



Carl Vine
Co-Head of Asia Pacific
Equities



Dave Perrett
Co-Head of Asia Pacific
Equities

Asien: Wiedereröffnungsschub

Die Aktien der östlichen Hemisphäre entwickelten sich im Berichtsquartal relativ gut. Angeführt wurden sie von chinesischen Aktien, die sich von stark gesunkenen Niveaus aus erholten. Diese überlegene Wertentwicklung ist bemerkenswert, da die wirtschaftlichen Fundamentaldaten Chinas wegen der strengen Lockdowns unerwartet schwach ausfielen.

Die Anleger begannen, die derzeitige wirtschaftliche Schwäche Chinas zu ignorieren. Stattdessen konzentrierten sie sich auf Maßnahmen zur Stützung des Wachstums, wobei der Schwerpunkt auf dem Immobilien-, Automobil- und Infrastruktursektor lag.

COVID-19 und das geopolitische Umfeld sorgen für komplizierte Gegebenheiten bei Aktienanlagen in China. Dadurch haben die Bewertungen ein Niveau erreicht, auf dem die Anlageklasse nun sehr offen für gute Nachrichten ist.

In Südostasien nahm die Wiedereröffnung Fahrt auf. Länder wie Singapur und Thailand lockerten die Reisebeschränkungen erheblich, was zu einem starken Anstieg der Reisenachfrage führte.

Die Kerninflation in Asien ist im Großen und Ganzen geringer als in vielen westlichen Volkswirtschaften. Darum setzten die regionalen Zentralbanken

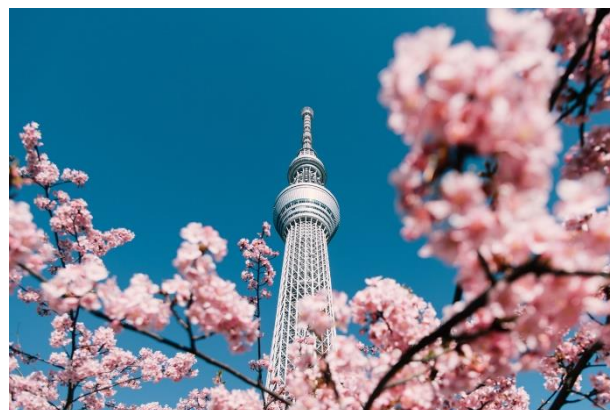
selbstbewusst eine unabhängige, auf ihre eigenen Bedürfnisse zugeschnittene Geldpolitik um. Dies stärkt die regionale Binnennachfrage.

Japan: Rückenwind aus Politik und Unternehmenssektor

Das zweite Quartal war für Japan recht ereignisreich. Der Yen setzte seine Talfahrt gegenüber dem Dollar fort. Er verlor weitere 12 % an Wert, zusätzlich zu den 9 % aus dem ersten Quartal.⁷ Die Bank of Japan (BOJ) hält höhere Zinsen für noch nicht angemessen. Die Fed dagegen ist im Jahr 2022 zunehmend restriktiver geworden. Die Zinsdifferenz zwischen den beiden Ländern hat zu einer anhaltenden Schwäche des Yen geführt. Einerseits ist dies positiv für die exportbezogenen Erträge. Andererseits kann es den Konsum im Inland durch höhere Energie- und Lebensmittelpreise beeinträchtigen.

Premierminister Kishida hat im April ein weitreichendes Paket wirtschaftspolitischer Maßnahmen vorgestellt. Seine marktfreundliche Haltung ist ermutigend, und wir begrüßen seine Pläne, das Lohnwachstum durch höhere Arbeitsproduktivität anzukurbeln. Kishida will die privaten Haushalte in größerem Maßstab aus niedrig verzinsten Anlagen hin zu Aktien bewegen. Dies ist ebenfalls günstig für den japanischen Aktienmarkt.

Auf der mikroökonomischen Ebene gab es auch in diesem Quartal Anzeichen für positive Strukturereformen. Die Unternehmensgewinne zeigen sich angesichts des gesamtwirtschaftlichen Gegenwinds weiterhin widerstandsfähig. Die Aktienrückkäufe der Firmen haben ein Rekordniveau erreicht. Die laufende Reform der Bilanzen und Geschäftsportfolios in Japan ist weiterhin ein wichtiges Thema für unsere Aktienausswahl in diesem Land.



⁷ Quelle: Bloomberg, Juli 2022.

Schwellenländer



Michael Bourke
Head of Emerging Market
Equities

Value vs. Growth aus Bequemlichkeit?

Die von wenigen Titeln angeführte Erholung vom Tiefpunkt im Jahr 2020 hat unsere Bewertungskompetenz auf die Probe gestellt. Es sah damals so aus, als ob ungeliebte Segmente (Finanzwerte, Werkstoffe) auf unbestimmte Zeit in Ungnade fallen würden. 2022 zeigt sich allerdings: Die Banken der Schwellenländer haben die zyklischen Konsumgüter seither übertroffen (siehe Abbildung 2).

Auch wenn es nicht auf den ersten Blick ersichtlich ist, werden viele der chinesischen Internet-Mega-Caps als zyklische Konsumgüter eingeordnet. Dies ist ein ziemlicher Rückschritt gegenüber ihrem vorherigen Status als „COVID-19-Gewinner“.

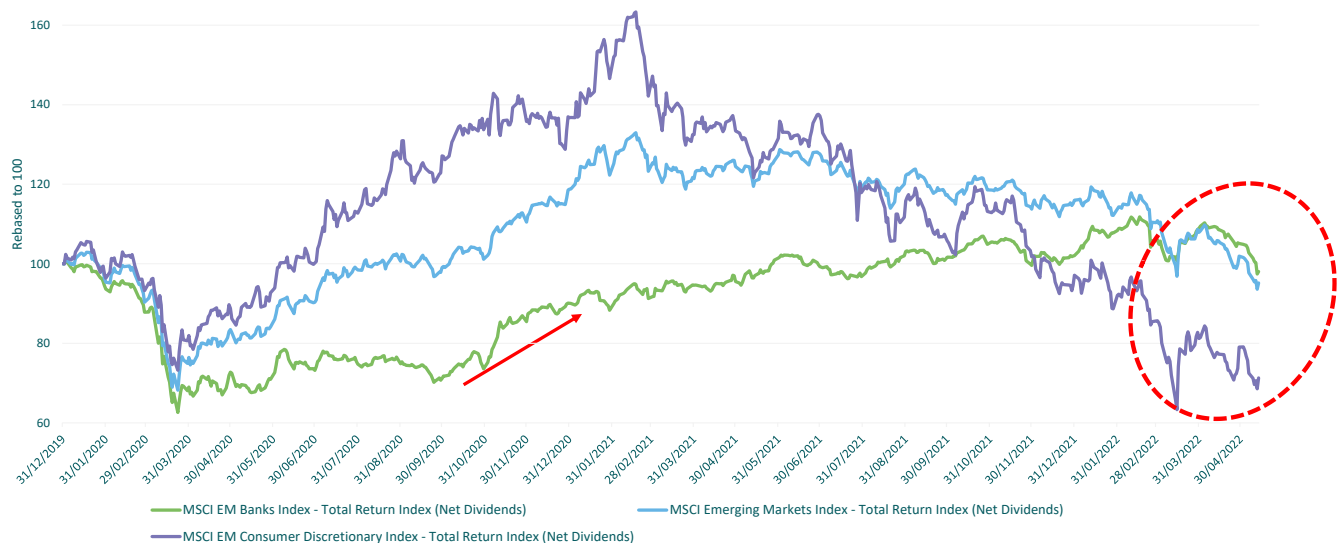
Interessanter ist vielleicht die Veränderung in der Zusammensetzung des MSCI EM Value Index. Nach den Abwertungen von den Höchstständen im Februar 2021 enthält dieser viele Unternehmen, die zuvor stark im MSCI EM Growth Index konzentriert waren. Am 31. März 2022 hatten Alibaba und Samsung Electronics einen Anteil von 3,9 % bzw. 3,7 % am MSCI EM Value Index. Gleichzeitig machen die beiden 2,1 % bzw. 2,7 % des MSCI EM Growth Index aus. Dies hat zu Witzen darüber geführt, das sich Alibaba als Value-Aktie ausgibt. Ernsthaft betrachtet zeigt die Anekdote uns jedoch, warum es in einer von Momentum regierten Welt bequem oder vielleicht auch nur einfach war, sich auf Indexdefinitionen von ‚Value versus Growth‘ zu konzentrieren.

Gegen den Strom im Falle Chinas

Als wertorientierte Anleger fühlen wir uns oft zu Marktsegmenten hingezogen, die nicht in der Gunst der Anleger stehen. China wurde in diesem Jahr sicherlich von vielen Anlegern gemieden.

Abbildung 2: Der MSCI EM Banks im Vergleich zum MSCI EM Consumer Discretionary

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.



Quelle: Bloomberg, MSCI, Mai 2022, jeweils Gesamterträge und in USD. Umgerechnet auf 100 am 31. Dezember 2019.



Für uns war das ein guter Grund, gegen den Strom nach vielversprechenden Anlagechancen in China zu suchen – jenseits der negativen Schlagzeilen zu Lockdowns und eines sich abschwächenden Wachstums. Wir hielten den chinesischen Aktienmarkt für extrem niedrig bewertet. Durch einen streng fundamentalen Ansatz in Verbindung mit der Berücksichtigung von Bewertungen haben wir einige attraktive Möglichkeiten gefunden. China gewichten wir seit vielen Jahren geringer als die Benchmark, diesen Abstand haben wir inzwischen jedoch reduziert. Andere Anleger sahen die Entwicklungen in China pessimistischer.

Die Trendwende gegen Ende des zweiten Quartals wurde von großen Internetaktien angeführt, etwa dem bereits erwähnten Alibaba. Auf den Gesamtmarkt hat sich das noch nicht ausgeweitet. Dies wirft die Frage auf, ob es sich eher um eine Tech-Rallye als um eine China-Rallye handelt. Wenn sich die Stimmung der Anleger in Bezug auf die Aussichten für China weiter verbessert, sollten unserer Meinung nach einige unserer chinesischen Beteiligungen aus anderen Sektoren davon profitieren.

Blick über China hinaus

Für Anleger in Schwellenländern ist China einfach zu groß, um es zu ignorieren – ungeachtet der vorherrschenden Stimmung. Doch wer effektiv in Aktien aus den Emerging Markets investieren will, denkt global. Jenseits von China glauben wir, dass Lateinamerika vom „Nearshoring“ profitieren kann:

Denn US-Unternehmen verlagern ihre Lieferketten näher an ihr Heimatland. Dies zeigt sich etwa in der steigenden Nachfrage nach Industrieimmobilien in Nordmexiko, wo es keine Leerstände gibt. Das Interesse an lateinamerikanischen Vermögenswerten zeigte auch der weltweit zweitgrößte Aktienverkauf des Jahres 2022: Die 6,5 Mrd. USD schwere Kapitalerhöhung des brasilianischen Versorgungsunternehmens Electrobras war mehrfach überzeichnet. Es ist sicher nicht übertrieben zu sagen, dass hier Interesse vorhanden ist.

Lateinamerika hat in den letzten 30 Jahren nur am Rande von der Globalisierung profitiert, doch das könnte sich bald ändern. Die Streichung Russlands aus den Schwellenländer-Indizes nach der Invasion in der Ukraine, die geopolitischen Bedenken gegenüber China und die Sorgen um das dortige Wachstum: All dies könnte Lateinamerika zu einem sicheren Hafen in einem globalen Sturm machen. Uns gefällt die Dynamik, und wir sehen in der Region interessante Anlagemöglichkeiten.

Impact Investing



John William Olsen
Head of Impact Equities

Die Stimmung ändert sich

Nachhaltigkeits- und Impact-Strategien waren Anfang 2022 insgesamt mit starkem Gegenwind konfrontiert. Die Marktteilnehmer erwarteten eine hohe Inflation bei gesundem Wirtschaftswachstum, was zu einem wahllosen Ausverkauf hochwertiger Wachstumstitel und einer Rotation hin zu Aktien mit niedrigerer Bewertung und Rohstoffen führte.

Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine änderte sich das Meinungsbild: Der Inflationsdruck hielt zwar an, doch die Sorgen über eine mögliche Rezession wuchsen. Hohe Energiepreise und eine schwächere Konjunktur sind ein deutlich anderes Szenario und bieten ein günstigeres Umfeld für unsere Strategien.

Wir suchen nach Unternehmen mit defensiven Geschäftsmodellen und einer starken Preissetzungsmacht. Solche Firmen können sich der

Inflation stellen und einen rezessiven Sturm überstehen.

Darüber hinaus erwarten wir bei weiter steigenden Inputpreisen eine höhere Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen, die Effizienzgewinne und Energieeinsparungen ermöglichen. Denn andere Unternehmen versuchen, ihre Kosten zu senken.

Hinzu kommt, dass erneuerbare Energien vergleichsweise günstig geworden sind. Das Streben nach Unabhängigkeit in Energiefragen – angesichts des Krieges in der Ukraine – sollte Infrastrukturen für erneuerbare Energien zusätzlich unterstützen. Und es sollte Unternehmen begünstigen, die zu dieser Unabhängigkeit beitragen können.

Die kurzfristige Ungewissheit lenkt die Anleger von den Chancen der längerfristigen Nachhaltigkeitstrends ab. Daher haben viele wachstumsorientierte kleine und mittlere Unternehmen im bisherigen Jahresverlauf Kursverluste erlitten. Darunter sind Titel, für die ein robustes Umsatzwachstum prognostiziert wird und die eine starke Preissetzungsmacht haben. Die niedrigeren Bewertungen in unserem Anlageuniversum bieten nun einige attraktive Einstiegspunkte für langfristige Anleger.

Diesen Stimmungsumschwung und die Kursschwäche haben wir genutzt: Wir haben hochwertige Wachstumstitel aus Finanzwesen, Industrie, Versorger und Gesundheitswesen aufgestockt. Das sind Unternehmen, die auf strukturelle Nachhaltigkeitstrends ausgerichtet sind und langfristig ein starkes Wachstumspotenzial bieten.



Wandelanleihen



Leonard Vinville
Head of Convertibles

Attraktive Einstiegspunkte

Wir sehen bei den aktuellen Marktbedingungen gute Gelegenheiten, um in den Wandelanleihemarkt zu investieren.

Mehrere Marktentwicklungen haben in den letzten Monaten dazu geführt, dass große Teile des Universums der Wandelanleihen attraktiv bewertet sind. Die Erholung von der COVID-19-Pandemie, das stärkere Wirtschaftswachstum, die steigenden Anleiherenditen: Dies bewirkte eine Umschichtung aus den Growth- bzw. Wachstumstiteln, etwa Technologie- und Online-Konsumgüterwerten, da diese als Anlagen mit langer Duration angesehen werden. Stattdessen griffen die Anleger verstärkt zu Value-Titeln. Dadurch kam es bei vielen hoch bewerteten Wandelanleihen zu einer Korrektur.

Die höhere Inflation macht es wahrscheinlicher, dass die Zentralbanken die Zinssätze weiter anheben, um die Wirtschaft abzukühlen und möglicherweise eine Rezession auszulösen. Dies hat zu einem noch breiteren Ausverkauf risikoreicher Anlagen geführt. Angesichts dessen haben Aktien und Hochzinsanleihen im bisherigen Jahresverlauf erheblich an Wert verloren. Wandelanleihen haben eine ähnliche Dynamik erlebt.

Aufgrund der stark rückläufigen Bewertungen bei Aktien und Krediten haben sich viele Wandelanleihen noch weiter verbilligt. Ihre Optionen sind zu weit aus dem Geld, und viele Marktteilnehmer (z. B. Arbitrage-Hedgefonds) stufen sie als nicht attraktiv ein. Die Bewertungen preisen also klar ein, dass sich die Erträge verschlechtern werden, sei es aus makroökonomischen oder unternehmensspezifischen Gründen.

Daher haben sich Wandelanleihen gegenüber ihrem theoretischen oder fairen Wert erheblich verbilligt, besonders in den USA und in geringerem Maße in Europa. Wandelanleihen aus Schwellenländern

werden von chinesischen Emittenten dominiert. Diese verbilligten sich weniger stark, vor allem weil sie bereits 2021 an Wert verloren hatten. Japanische Wandelanleihen machen nur einen kleinen Teil des Marktes aus. Sie haben keine so extremen Schwankungen erlebt, da die Inflation und die Renditen von Staatsanleihen stabil geblieben sind.

Besonders interessant ist, dass viele Wandelanleihen angesichts der heftigen Marktbewegungen mit sehr hohen impliziten Kreditspreads gehandelt werden. Diese sind durch ihre Geschäftstätigkeit und Kreditqualität jedoch nicht gerechtfertigt oder preisen bereits ein Rezessionsszenario ein. So können wir im BB/BBB-Bereich in Qualitätsunternehmen mit guten Cashflows und Kreditkennzahlen investieren.

Deren Wandelanleihen mögen zwar nicht im Geld sein; sie haben jedoch das Potenzial für attraktive Renditen im mittleren bis hohen einstelligen Bereich. Diese Renditen sind in der Regel höher als bei vielen Crossover- oder Hochzinsanleihen mit ähnlichen Laufzeiten. Wir konzentrieren uns auf qualitativ hochwertige Namen, deren Wert auch andere Anleger (z. B. Private Equity oder strategische Käufer) erkennen und die Preise deutlich nach oben treiben könnten. Im Falle einer Übernahmen würde eine Change-of-Control-Klausel ausgelöst werden. Diese gibt Inhabern das Recht, die Wandelanleihen zum Nennwert (100) zurückzukaufen. Der Gewinn von 10 bis 25 Punkten auf die Anleihe – die Differenz zwischen aktuellem Kurs und Nennwert – könnte sich also viel schneller realisieren lassen als in den zwei bis drei Jahren bis zur Fälligkeit.

Um es klar zu sagen: hier geht es nicht um die traditionelle Anlagestrategie, die sich auf ausgewogene, im Geld liegende Wandelanleihen mit ausreichender Aktiensensitivität (Delta) konzentriert, um von steigenden Aktienkursen zu profitieren. Dennoch ist dies eine interessante Möglichkeit, das Risiko-Ertrags-Verhältnis unseres Portfolios zu verbessern. Wir sind davon überzeugt, dass solche Wandelanleihen den Markt in der Baissephase übertreffen werden, und zwar unabhängig davon, ob wir auf eine leichte oder schwerere Rezession zusteuern.

Nicht im Geld liegende Wandelanleihen machen nicht den größten Teil unseres Portfolios aus. Wir können aber flexibel Chancen nutzen, die der wahllose Ausverkauf bietet. Angesichts des unsicheren Umfelds bleiben wir diversifiziert: nach Name, Branche, Region und Art der Wandelanleihe (,in-the-money', ,balanced', ,out-of-the-money'). Auf diese Weise wollen wir attraktive risikobereinigte Renditen erzielen, die mit langfristigen Aktienrenditen vergleichbar sind – jedoch

mit weniger Volatilität beziehungsweise niedrigerem Risiko als bei Direktanlagen in Aktien.



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 im Sinne des Schweizerischen Kollektivanlagengesetzes („Qualifizierte Anleger“). Ausschließlich für den Gebrauch durch den ursprünglichen Empfänger bestimmt (vorausgesetzt dieser ist ein Qualifizierter Anleger). Diese Finanzwerbung wird herausgegeben von M&G Luxembourg S.A. Eingetragener Sitz: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.

784901