

portfolio:update

Autoren: Lorenzo Carcano, Sebastian Junker, Philipp Struwe

Mai 2024

Wachstumsstark und Unterbewertet: Die Zeit ist reif für europäische Nebenwerte!

Europäische Nebenwerte sind aktuell so attraktiv wie selten zuvor. Die antizipierte Zinssenkung der Europäischen Zentralbank im Juni 2024 könnte eine Renaissance der Asset-Klasse einläuten, nachdem Investoren von europäischen Nebenwerten lange Jahre von einer strukturellen Outperformance gegenüber Large Caps verwöhnt waren. Die vergangenen Jahre waren jedoch ungewohnt schmerzhaft – bedingt durch steigende Zinsen und Liquiditäts-sorgen verloren die Aktienkurse gerade im relativen Vergleich zu größeren Unternehmen deutlich. Dennoch entwickelten sich die Gewinne der meisten Small Caps sehr robust, insbesondere im Vergleich zu den Large Cap-Unternehmen. Inzwischen sind Nebenwerte äußerst attraktiv bewertet und bieten für Investoren eine interessante Einstiegsgelegenheit.

Rückblick: From Hero to Zero

Wer in den vergangenen Jahren in europäische Nebenwerte investierte, sah sich mit einem höchst komplexen Umfeld konfrontiert: Als Konsequenz auf die Verwerfungen der durch die Coronapandemie ausgelösten Lieferkettenengpässe folgte ein inflationäres Regime, das in dieser Ausprägung seit Jahrzehnten nicht mehr beobachtet worden war. Nachdem die Notenbanken jahrelang global die Zinsen künstlich niedrig gehaltenen hatten, folgte dementsprechend die Zinswende. Diese Kehrtwende in der Geldpolitik erschütterte die These der Alternativlosigkeit von Aktien als Asset-Klasse, führte zu einer deutlich gestiegenen Risikoaversion unter Investoren und resultierte insbesondere für kleinere Unternehmen in erheblich schwierigeren Refinanzierungsbedingungen sowie in Gegenwind bei ihren Unternehmensbewertungen.

Warum man grundsätzlich in Nebenwerte investiert sein sollte:

Strukturell	Hohe Innovationskraft
	Unternehmergeführt
	Internationalisierungspotenzial
	Größere Marktineffizienzen

Investoren, die Nebenwerte häufig nur als Beimischungen in ihren Portfolios halten, verkauften ihre Positionen in der Folge, um sich auf liquidere Large Caps zu fokussieren. Aber auch klassische Nebenwertefonds hatten mit starken Nettomittelabflüssen zu kämpfen und mussten sich ebenfalls von Positionen trennen, um diese Abflüsse bedienen zu können. Das Ergebnis dieser Mittelabflüsse aus der Asset-Klasse war eine pauschale Ab-

strafung vieler Nebenwerte. Nach Jahren kontinuierlicher Outperformance von europäischen Nebenwerten gegenüber Large Caps drehte sich das Bild am Aktienmarkt um 180 Grad. Die Wertentwicklung von Small & Mid Caps in Europa blieb seit dem September 2021 deutlich hinter der von Large Caps zurück, insbesondere im deutschen Aktienmarkt ist die Diskrepanz zwischen DAX und MDAX eklatant.

Signifikante Underperformance von Nebenwerten seit 2021



Relative Wertentwicklung in %
Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 30. April 2024

Außergewöhnliche Opportunität: Europäische Nebenwerte so attraktiv wie selten zuvor

Wer jedoch glaubt, dass die relative Wertentwicklung von Nebenwerten gegenüber Large Caps in jüngster Zeit in einer fundamental schlechteren Geschäftsentwicklung aufgrund von zunehmenden Rezessions-sorgen begründet liegt, sieht sich getäuscht: Denn die Gewinnentwicklung kleinerer europäischer Unternehmen ist nicht nur der von größeren Unternehmen langfristig überlegen – wie die unten stehende Grafik illustriert – sondern auch derzeit entwickeln sich die Gewinne we-

portfolio:update

sentlich dynamischer bei Nebenwerten, was ihre Robustheit, Innovationsfähigkeit und ihre langfristige Orientierung auch in konjunkturell herausfordernden Zeiten unterstreicht. Diese überlegene Gewinnentwicklung ist die Basis für das langfristige Outperformance-Potenzial der Asset-Klasse.

Unternehmensgewinne wachsen bei Small Caps überproportional stark



Relative Unternehmensgewinne europäischer Small vs. Large Caps in %
Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 29. März 2024

Zusätzlich zur dynamischeren Entwicklung der Unternehmensgewinne spricht auch die Unternehmensbewertung eindeutig für Nebenwerte: Zurzeit handeln europäische Nebenwerte durchschnittlich mit einem deutlichen Bewertungsabschlag zu ihren größeren Pendanten, was zum einen äußerst ungewöhnlich ist, denn normalerweise handeln sie aufgrund der überproportionalen Gewinnwachstumsdynamik mit einer Bewertungsprämie. Im langfristigen Betrachtungszeitraum kam es meist nur in Zeiten größter Krisen oder von starken Rezessionen zu einem mit heute vergleichbarem Zustand.

Europäische Nebenwerte: Bewertungsrelationen im historischen Vergleich



* Standardabweichung
Quellen: Bank of America, Metzler; Stand 30. April 2024

Zum anderen ist das Ausmaß des gegenwärtigen Bewertungsabschlags im historischen Kontext äußerst

auffallend. Aktuell handelt es sich um den größten Abschlag der letzten Jahre. In dieser Größenordnung übersteigt er sogar das Niveau, das man in der großen Finanzkrise 2008/09 erlebt hat. Gegenwärtig sind wir von jedoch von einer solchen Rezession, wie es sie 2008/09 gegeben hat, weit entfernt.

Zurück in die Zukunft: Wie die EZB-Zinssenkungen europäische Nebenwerte beflügeln können!

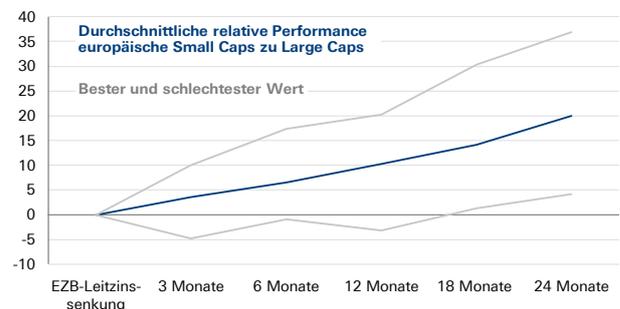
Doch die beschriebene Ausgangssituation mit historisch günstiger Bewertung und attraktivem Gewinnwachstum ist nicht vollkommen neu. Investoren für europäische Nebenwerte müssen sich konsequenterweise die Frage stellen: Was ist nötig, damit die Asset-Klasse wieder zurück in die Erfolgsspur findet und eine Outperformance gegenüber Large Caps erzielen kann?

Warum man sich aktuell wieder mit Nebenwerten beschäftigen sollte:



Eine Analyse von Metzler Asset Management weist auf den Zusammenhang von Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank und einer nachhaltigen Outperformance von europäischen Nebenwerten hin.

EZB-Leitzinssenkungen sind gut für Small Caps



Durchschnittlich relative Performance des STOXX 200 Small Caps vs STOXX 200 Large Caps in % seit 2000
Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 1. April 2024

Ausgehend vom Jahr 2000 wurde die relative Wertentwicklung ab Beginn eines neuen Zinssenkungszyklus untersucht. Das Resultat ist eindeutig: Nebenwerte performen nach Zinssenkungen erheblich besser als Large Caps! Aktuell steht die Zinssenkung der Europäischen

portfolio:update

Zentralbank für Juni 2024 im Raum. Natürlich kann niemand mit 100%-iger Sicherheit sagen, wann die Zinswende beginnt. Dennoch stehen die Vorzeichen sehr positiv, dass diese die langersehnte Trendwende für europäische Nebenwerte markiert. Erwähnenswert ist hierbei, dass Zinssenkungen der EZB für die relative Wertentwicklung der europäischen Nebenwerte rele-

vanter sind als etwaige Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank FED. Vor dem Hintergrund, dass die EZB vor der FED die Zinswende einläuten dürfte, ein nicht ganz zu vernachlässigender Aspekt! Insofern könnten in absehbarer Zeit wieder ideale Voraussetzungen für Nebenwerte herrschen und Investoren sich an einer Outperformance der Asset-Klasse erfreuen.

Portfoliomanagement Equities



Lorenzo Carcano
Co-Head Equities



Sebastian Junker
Portfoliomanager



Philipp Struwe
Portfoliomanager

Ausgezeichnete Aktienstrategien von Metzler Asset Management



Erfolgreich seit 350 Jahren.

2024 ist ein besonderes Jahr für das Bankhaus Metzler. Wir feiern unser 350-jähriges Jubiläum und möchten diesen Anlass nutzen, um das zu tun, was Metzler schon immer ausgezeichnet hat: Wir schauen nach vorne. Unternehmerrgeist mit Kompass – das hat Metzler ganze Weltreiche überdauern lassen. Erfahren Sie hier mehr, was es damit auf sich hat, worüber wir in den Zukunfts-Talks mit prominenten Gästen aus der Wirtschaft sprechen und welche Rolle unser blaues Sofa dabei spielt: www.metzler.com/350jahre

portfolio:update

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlfhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit. Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter www.metzler.com/esg.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des geltenden Basisinformationsblatts (PRIIPs) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und alle anderen relevanten Pflichtunterlagen, einschließlich des Prozesses zur Beilegung von Beschwerden über den Fonds sind auf www.metzler.com/fonds und www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/ verfügbar.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG).

Es kann jederzeit beschlossen werden, die Vereinbarungen über den grenzüberschreitenden Vertrieb zu beenden. In einem solchen Fall werden die Anleger über diese Entscheidung informiert und erhalten die Möglichkeit, ihre Anteile zurückzugeben.

Die Verwaltung der irischen OGAW-Sondervermögen obliegt der Universal-Investment Ireland Fund Management Limited in Dublin. Die Verwaltungsgesellschaft hat bei der Erstellung der Werbeunterlage nicht mitgewirkt und ist für deren Inhalte auch nicht verantwortlich, vorbehaltlich aller anwendbaren Gesetze und aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

portfolio:update

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Sonstige Hinweise zu verwendeten Indizes, Ratings und sonstigen Kennzeichnungen

Die Fondskennzahlen und -ratings („die Informationen“) von MSCI ESG Research LLC („MSCI ESG“) liefern Umwelt-, Sozial- und Governance-Daten in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in mehr als 31.000 Multi-Asset-Klassen-Publikumsfonds und ETFs weltweit. MSCI ESG ist ein eingetragener Anlageberater gemäß dem US Investment Advisers Act von 1940. Die Materialien von MSCI ESG wurden weder bei der US-amerikanischen SEC noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht oder von diesen genehmigt. Keine der Informationen stellt ein Angebot dar zum Kauf oder Verkauf oder eine Werbung oder Empfehlung eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder eines Produkts oder einer Handelsstrategie, noch sollten sie als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung, Analyse, Prognose oder Vorhersage angesehen werden. Keine der Informationen kann dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind oder wann sie zu kaufen oder zu verkaufen sind. Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer der Informationen übernimmt das volle Risiko, das mit der Nutzung der Informationen oder der Erlaubnis hierzu verbunden ist.

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon 069 2104-1111
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management