

Die quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken haben die Aktienmärkte verzerrt. In der Folge verzeichneten substanzorientierte Werte (Wachstumsaktien) eine starke Outperformance, während die Value-Segmente zurückblieben. Wir haben die längste Underperformance von Value seit der Technologieblase gesehen, in deren Fahrwasser Value-Aktien mit beispiellosen Nachlässen relativ zu ihren teuren Pendanten gehandelt werden. Eine Rückkehr zum Ausgangspunkt würde ein erhebliches Aufwärtspotenzial bieten, insbesondere angesichts der extremen Bewertungs-Spreads, die wir heute sehen. Die Schockwellen durch und der auf Brexit folgende Ausverkauf hat die Gelegenheiten bei fehlbewerteten Aktien ausgeweitet. Wie immer ist es jedoch wichtig, selektiv vorzugehen und Wertfallen zu vermeiden.

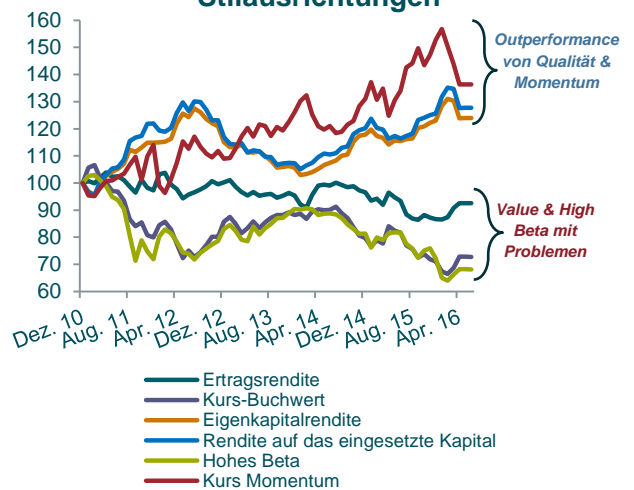
Stimmung dominiert die Stilpräferenz

Die Investoren hatten in den letzten Jahren mit mehreren globalen Makro-Ereignissen zu kämpfen: Dominanz der Zentralbankmaßnahmen, niedrige Wachstums- und Inflationserwartungen in einigen Regionen, negative Renditen und niedrige Rohstoffpreise sowie vor Kurzem das Brexit-Votum Großbritanniens. Das Marktumfeld seit der Finanzkrise von 2008-2009 wurde vorrangig von der Stimmungslage dominiert und die Fundamentaldaten verdrängt.

Die Investoren zeigten sich bereit, für sogenannte „sichere Häfen“ entsprechend zu zahlen. Im Aktienbereich führte dies zu einer erhöhten Nachfrage nach Anleihen-Proxies (nichtzyklische Konsumgüterwerte, Gesundheitstitel, Versorger und Telekomaktien) sowie nach nichtzyklischen Wachstumswerten. Zusätzlich ermutigten die niedrigen Zinsen die Investoren zur Bevorzugung von Unternehmen, die laufende Erträge erwirtschaften, tendenziell also größere Wachstumsunternehmen mit stabilen Erträgen und übersichtlichen Cashflows. Vor dem Hintergrund der dominanten Risikoscheu haben die Investoren für lange Zeit Qualitäts- und Momentumstile bevorzugt, während Stilarten wie Value oder High Beta eine Underperformance hinnehmen mussten (siehe Abbildung 1).

Als der makroökonomische Gegenwind im Februar und April zeitweise nachließ, lebte Value erneut auf. Dies stellte sich jedoch als kurzlebig heraus, da schnell wieder Unsicherheit die Oberhand gewann und das Brexit-Votum im Juni – mit dem Unklarheit und eine Flucht in Qualität einherging – die Situation noch erschwerte. Diese zusätzliche Nachfrage in dem schon überfüllten Qualitätssegment führte zu einem weiteren Anstieg der sowieso schon hohen Bewertungen.

Abbildung 1. Kumulative Performance globaler Stilausrichtungen

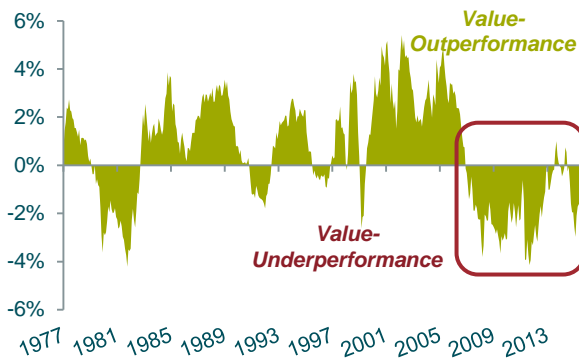


Quelle: Macquarie, 30. Juni 2016.

Es ließe sich argumentieren, dass diese Bereiche, mit Blick auf die gestreckten Bewertungen, jetzt ungeachtet ihrer Fundamentaldaten relativ risikoreich erscheinen und ein größeres Abwärtspotenzial haben, sollte die Stimmung umschlagen. Die Korrelation zwischen Momentum und Qualität beträgt derzeit rund 90%. Investoren, die glauben, in gute Unternehmen zu investieren, kaufen tatsächlich in einigen Fällen Momentum und beziehen damit ungewollt eine Position in Unterstützung des vorherrschenden Makro-Trends. Die starke Nachfrage nach diesen Transaktionen und die hohe Korrelation innerhalb von Sektoren vergrößern noch dieses Risiko sollte sich der Trend umdrehen.

Der anhaltende Trend einer erhöhten Risikoscheu war dafür verantwortlich, dass Value-Aktien eine ihrer längsten und heftigsten Perioden mit Underperformance hinnehmen mussten. Dies ist offenkundig an den entwickelten Märkten sowohl in Europa (siehe Abbildung 2) als auch in den USA.

Abbildung 2: Europäische Value-Werte: rollierende annualisierte relative Erträge über drei Jahre

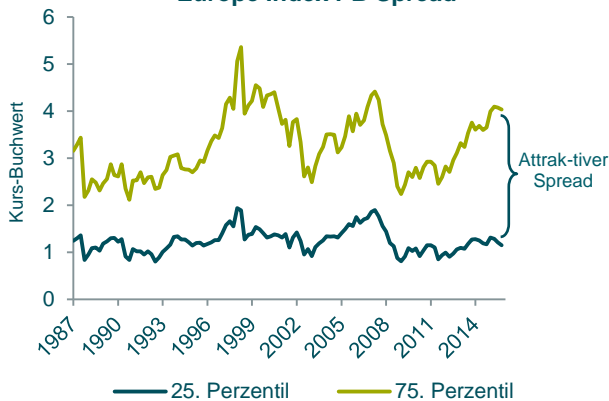


Quelle: Datastream, 31. Mai 2016, MSCI Europe Value vs. MSCI Europe Index in Euro.

Warum Value jetzt? Attraktive Spreads

Value ist selten günstiger gewesen. Angesichts der längeren Periode mit Underperformance handeln Value-Aktien relativ zu ihren teuren Pendanten mit beispiellosen Nachlässen. Der Abstand zwischen dem billigsten und dem teuersten Marktsegment war selten größer. Value in Europa, den USA und Japan ist nun so günstig wie zu Zeiten der globalen Finanzkrise und war lediglich einmal während der letzten 25 Jahre billiger, nämlich zur Zeit der Technologieblase gegen Ende der 1990er Jahre (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3. Value-Diskrepanzen: MSCI Europe Index PB Spread



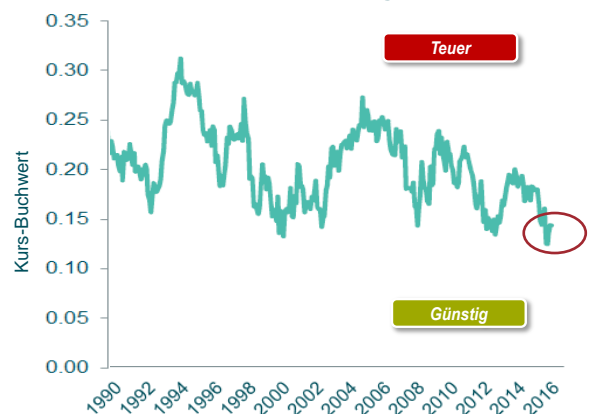
Quelle: Datastream, Donnerstag, 30. Juni 2016

Wo also, lassen sich Schnäppchen mitnehmen? Zyklische Bereiche wie Finanzwerte und Energie sind auf globaler Bühne die am wenigsten nachgefragten Gruppen, doch bedeutet dies nicht, dass man eine große Wette auf die Erholung von stark gefallenem Sektoren eingehen muss, um Zugang zu Value zu bekommen. Was unserer Meinung nach aufregend ist, das sind die Bewertungsdiskrepanzen *innerhalb* der Sektoren. Die Investoren sind denn auch nicht nur

überaus stark in den defensiven Anlageklassen vertreten, sondern konzentrieren sich hier ebenfalls auf ganz bestimmte Unternehmen. In der Folge ist der Spread zwischen den teuersten und billigsten Aktien innerhalb von Sektoren so weit wie noch nie zuvor. Dies gilt für Europa und für die USA (siehe Abbildung 4). Hier zeigt sich, dass Bewertungsgelegenheiten nicht nur auf ein oder zwei Sektoren konzentriert, sondern über eine große Zahl an Sektoren gestreut sind. Diese beispiellose „Billigkeit“ von Value in einer Vielzahl an Sektoren stellt eine erhebliche Anlagegelegenheit dar.

In der Vergangenheit, als Value ähnlich wie heute günstig war, hat der Stil letztendlich eine sehr starke Outperformance verzeichnet.

Abbildung 4: Gelegenheiten innerhalb von Sektoren: Europäische Industrie neutrale K/B-Wert-Bewertung



Quelle: Bernstein, MSCI, 30. Juni 2016

Die Geschichte deutet an, dass Veränderungen in monetären Kreisläufen tief greifende Effekte auf Aktienmärkte haben, insbesondere auf Investmentstile. Eine Outperformance von Value war während vergangener Straffungszyklen charakteristisch. In den sechsmonatigen und einjährigen Perioden im Anschluss an den Beginn einer, von der Fed eingeläuteten Zins-wende (Januar 1987, Februar 1994 und Juni 2004) konnte Value weltweit gegenüber Wachstumswerten die besseren Ergebnisse verbuchen. Tatsächlich ist die Beziehung zwischen Stilperformance und Zinsen zunehmend enger geworden und wurde in jüngster Zeit durch fallende Raten und die damit assoziierte Outperformance von Wachstumstiteln gegenüber Value dominiert (siehe Abbildung 5).

Steigende Anleihenrenditen könnten deshalb einen potenziellen Katalysatoreffekt für Value haben, der Stil wieder gefragt sein und den anhaltenden Handel mit

anleihenähnlichen Instrumenten verdrängen. Hinzu kommt, dass ein normalisiertes Inflationsumfeld ebenfalls einen positiven Effekt auf Value-Aktien haben würde.

und wirklich fehlgepreiste Gelegenheiten zu identifizieren, ohne in Wertfallen zu geraten. Attraktive Spreads innerhalb von Sektoren ermöglichen ein gestreutes Engagement in Value.

Abbildung 5. Performance von Value vs. Qualität und US-Anleihenrenditen



Quelle: Barclays Research, MSCI, Datastream Juni 2016

Eine Rückkehr von Value scheint jedoch angesichts der gegenwärtigen Unsicherheit und Risikoaversion insbesondere in Europa vorübergehend vorerst weiter aufgeschoben. Auf der Plusseite bedeutet dies, dass sich die schon jetzt weiten Bewertungsspannen noch weiter ausdehnen werden – eine signifikante Gelegenheit für langfristige Investoren, denn eine gestärkte Performance könnte erheblich ausfallen. Es ist allerdings wichtig, selektiv vorzugehen

In Anbetracht des unberechenbaren Charakters ist es schwer zu prognostizieren, was eine Rückkehr zu Value auslösen wird. Die Geschichte lehrt uns jedoch, dass eine Rückkehr von Value, wenn sie denn kommt, immer schnell und intensiv geschieht. Eine Rückkehr zum Mittelwert würde ein erhebliches Aufwärtspotenzial bieten, insbesondere angesichts der extremen Bewertungs-Spreads, die wir heute sehen.

M&G
Juli 2016

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, der Schweizerischen Kollektivanlagenverordnung und des entsprechenden Rundschreibens der Schweizerischen Aufsichtsbehörde („Qualifizierte Anleger“). Ausschliesslich für den Gebrauch durch den ursprünglichen Empfänger bestimmt (vorausgesetzt dieser ist ein „Qualifizierter Anleger“). Diese Finanzwerbung wurde herausgegeben von M&G International Investments Limited. In der Schweiz wurde sie erstellt von M&G Securities Limited. Eingetragener Sitz beider Firmen: Laurence Pountney Hill, London EC4R 0HH, von der Financial Conduct Authority in Großbritannien autorisiert und beaufsichtigt. In der Schweiz wurde diese Finanzwerbung veröffentlicht von M&G International Investments Switzerland AG, Talstrasse 66, 8001 Zürich, autorisiert und beaufsichtigt durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht. 141606_153506