



MARKET *view*

5. Mai, 2022



Laurent Denize
Global co-CIO ODDO BHF

EINE KOMPLEXE GLEICHUNG



WESENTLICHE PUNKTE

- Aktuell wird die Weltwirtschaft von einer ganzen Reihe von Problemen heimgesucht. Angesichts dieser komplexen Gemengelage ist die Steuerung der Anlegerportfolios keine triviale Aufgabe.
- Neben Rezessionsorgen und den Konjunkturschwankungen in China könnten auch Zweitrundeneffekte der Inflation den Unternehmensgewinnen in Europa weiter zusetzen.
- Vor diesem Hintergrund geben wir US-Aktien aus zwei disruptiven Tech-Sektoren mit attraktiven Bewertungen den Vorzug.



Anleger befinden sich derzeit in der Zwickmühle: entweder sie senken das Risikoniveau erneut und reagieren damit auf die Verschlechterung der weltweiten Wirtschaftslage und einen Markt, der bereits um fast 15% nachgegeben hat, oder sie gewichten ihr Aktienportfolio neu und setzen dabei auf Unternehmen mit aktuell soliden Ergebnissen, die allerdings auch potenziellen Risiken ausgesetzt sind.

Um es konkret zu machen: die aktuellen Gewinnsschätzungen für 2022 in Europa sind angesichts der schwächelnden Wirtschaft in China, der weltweiten Konjunkturabschwächung und des Energie-Angebotsschocks zu optimistisch.

Zum einen reagieren die Unternehmensgewinne in Europa auf Konjunkturschwankungen in China ebenso empfindlich wie auf die wirtschaftliche Entwicklung in Europa, die unter der stark abflauenden Wachstumsdynamik in Deutschland leidet. Selbst wenn sich das chinesische Kreditangebot erholen sollte, werden die Auswirkungen der vorherigen Drosselung der Kreditströme das Wachstum in Europa kurzfristig weiter hemmen. Und das Vorgehen der chinesischen Regierung angesichts des jüngsten COVID-Ausbruchs dürfte diesen Gegenwind noch verstärken.

Zweitens ist auch die Abkühlung der globalen Konjunktur außerhalb Chinas keine gute Nachricht für die Gewinne in Europa. Das rückläufige Verhältnis von Auftragseingängen und Lagerbeständen im US-amerikanischen ISM-Index ist ein Frühindikator, der auf eine Verlangsamung des Gewinnwachstums im Euroraum hinweist. Das weltweite Exportwachstum sank von einem Vorjahreswert von über 20% dramatisch auf 5,5% und dürfte weiter abnehmen.

Und drittens können die gestiegenen Energiepreise nicht in ausreichendem Maße weitergegeben werden, um die Gewinnmargen der Unternehmen zu wahren. Die „Zweitrundeneffekte“ (Lohn-Preis-Spirale), die sich in den USA bereits bemerkbar machen, könnten sich auch in Deutschland zeigen. In der Vergangenheit führte dies zu einem Rückgang der operativen Gewinnmargen.

Es kommt daher darauf an, in Unternehmen zu investieren, deren Gewinne stärker als die langfristige Inflationsrate wachsen. Gehen wir für dieses Beispiel einmal von 3% aus. Ein Unternehmen kann bei einem Gewinnwachstum von 10% das 16-Fache seiner Gewinne auszahlen und damit die Inflation über 10 Jahre ausgleichen.



Bei einer Inflationsrate von 5% kann jedoch nur das 12-fache ausgezahlt werden. Der S&P handelt heute zum 19-Fachen der Gewinne, der STOXX600 zum 13-Fachen, allerdings mit historisch niedrigeren Gewinnerwartungen.

Man sieht, wie komplex die Problemstellung ist. Zum Aufbau eines robusten Portfolios empfiehlt es sich daher, günstig bewertete Unternehmen mit profitablen Wachstumswerten zu kombinieren. Denn eine Rezession ließe eine erneute Underperformance der zyklischen Sektoren erwarten, auch wenn diese niedrig bewertet sind. Und umgekehrt würde ein noch stärkerer Anstieg der Inflation den Wachstumswerten deutlich zusetzen.

Lassen Sie uns versuchen auszuloten, wo sich in diesem Umfeld mögliche Anlagechancen bieten.

Erste Idee: die US-Softwarebranche

Seit Anfang 2022 werden immer mehr US-Softwarefirmen von Beteiligungsfonds aufgekauft. Seit langem konzentrieren Private-Equity-Fonds einen Großteil ihrer Investitionen auf den Softwaresektor, der mehrere Vorteile zu bieten hat: 1) Adressierbare Märkte mit starkem Wachstum und guter Visibilität (die Investitionswellen im Zusammenhang mit Digitalisierung, öffentlicher Cloud oder Cybersicherheit stehen hier erst am Anfang) 2) Geschäftsmodelle mit wiederkehrenden Umsätzen, und zwar in zunehmendem Maße, denn die Branche geht von einem Lizenz-/Wartungsmodell über zu einem Abo-Modell, dem sogenannten Software-as-a-Service 3) Generierung freier Mittel (free cash flows) weit über Marktniveau, da die operativen Margen hoch und Investitionsausgaben und Betriebskapitalbedarf relativ niedrig sind.

Dazu kommt, dass die Bewertungen heute attraktiver sind. Der US-Softwaresektor wurde laut Morgan Stanley mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 9,6 bewertet (gegenüber einem Durchschnitt von 9,5 für die letzten fünf Jahre und von 17,2 zum Zeitpunkt der höchsten Bewertung des Sektors im Jahr 2021).

Und angesichts der erwarteten Wachstumsabschwächung werden die großen Softwareanbieter sich zukünftiges Wachstum durch Übernahme anderer Anbieter erkaufen, die ihnen Zugang zu einem oder mehreren schnell wachsenden Märkten oder sogar Zugang zu bestimmten Technologien verschaffen. Zu den attraktivsten Segmenten dürften weiterhin Cybersicherheit, DevOps, Analytik, Observability (Beobachtbarkeit), IT Operations Management

(ITOM), IT Service Management (ITSM) und Kooperationssoftware gehören.

Zweite Idee: US-Biotechnologieunternehmen, insbesondere solche, die digitalisierte und innovative Entwicklungsplattformen aufgebaut haben

Die Entwicklung eines Medikaments dauert – alle Phasen miteingerechnet – im Durchschnitt acht Jahre. Entsprechend hat die Pharmaindustrie schon immer in langen Zyklen gedacht und sich auf eine durch geringe Erfolgsquoten in der Entwicklungsphase begrenzte Rendite auf das eingesetzte Kapital eingestellt. Die Coronapandemie und die extrem schnelle Entwicklung der mRNA-Impfstoffe haben jedoch deutlich gemacht, dass die jüngsten Fortschritte in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI) und maschinelles Lernen (ML) in diesem Sektor eine neue Ära einleiten werden.

Bereits jetzt gibt es drei Bereiche, in denen KI und ML nutzbringend eingesetzt werden:

1. Identifizierung innovativer Therapien
2. Verkürzung der für die Entwicklung von Arzneimitteln erforderlichen Zeit
3. Erhöhung der Erfolgswahrscheinlichkeit eines Wirkstoffs in der klinischen Testphase

Machine-Learning-Algorithmen können zum Beispiel von großem Nutzen sein, wenn es darum geht, die richtige Dosierung des getesteten Wirkstoffs festzulegen, um das optimale Verhältnis von Wirkung und Nebenwirkung zu ermitteln und Patientenkohorten für klinische Studien zusammenstellen, die die gewünschten Merkmale (Phänotypen und Genotypen) vereinen. Diese innovativen Ansätze eröffnen Heilungschancen, die vor einigen Jahren noch undenkbar waren. Zum aktuellen Kurs sind einige Bewertungen um das Dreifache oder mehr gesunken und bieten attraktive Einstiegschancen.

Fazit: Wir setzen weiter auf eine vorsichtige Aktienallokation und eine kurze Duration und sind gegenüber der Benchmark weiterhin untergewichtet. Wie erläutert, könnten die zukünftigen Gewinne zwar für einige Sektoren und Themenbereiche unter Umständen niedriger ausfallen, aber nicht für alle.

Laurent Denize, Global Co-CIO, ODDO BHF

Brice Prunas, Portfoliomanager, Künstliche Intelligenz ODDO BHF AM

