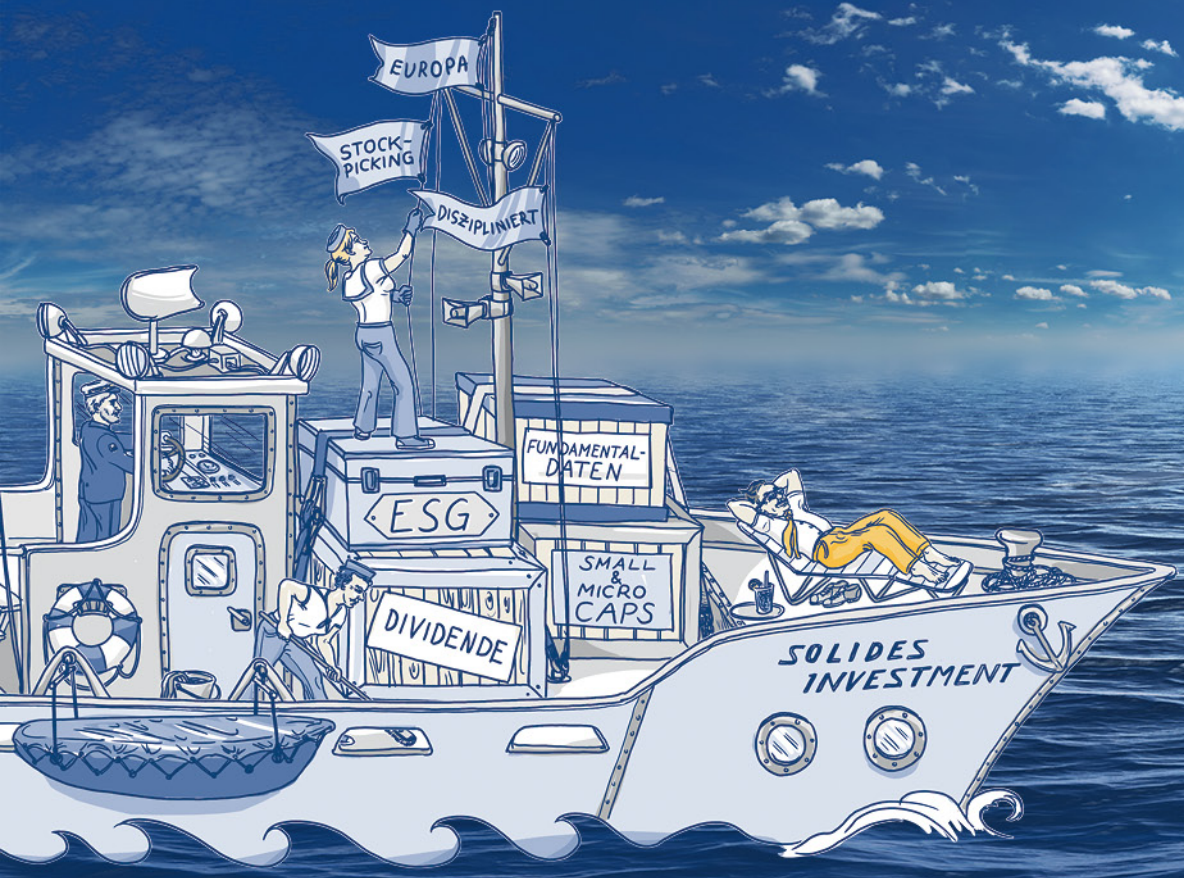
METZLER
Asset Management

portfolio:update

März 2025



Europäische Nebenwerte 2025: Attraktiv bewertet und vor der Erholung?

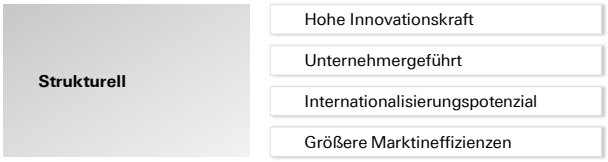
Autoren: Lorenzo Carcano, Sebastian Junker, Philipp Struwe

Seit der geldpolitischen Wende im Sommer 2024 hat die Europäische Zentralbank die Leitzinsen bereits zum sechsten Mal gesenkt. Niedrige Zinsen reduzieren die Finanzierungskosten für Unternehmen und könnten damit Nebenwerte wieder attraktiver machen. Während europäische Small Caps über Jahre eine strukturelle Outperformance gegenüber Large Caps erzielten, litten sie insbesondere in den Jahren 2022 und 2023 unter steigenden Zinsen und Liquiditätssorgen. Dennoch entwickelten sich die Gewinne der meisten Small Caps stabil und die aktuellen Bewertungen bieten Investoren attraktive Einstiegschancen.

Rückblick: „From Hero to Zero"

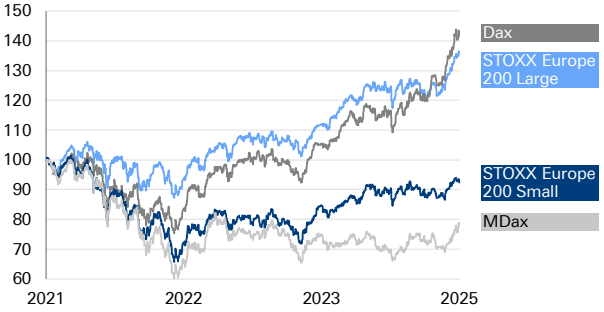
Wer in den vergangenen Jahren in europäische Nebenwerte investierte, sah sich mit einem höchst komplexen Umfeld konfrontiert: Auf die durch die Coronapandemie ausgelösten Lieferkettenengpässe folgte ein inflationsgetriebenes Regime, das die Notenbanken zu einer drastischen geldpolitischen Straffung zwang. Die Zinswende erschütterte die These der Alternativlosigkeit von Aktien, führte zu einer deutlich gestiegenen Risikoaversion und erschwerte insbesondere kleineren Unternehmen die Refinanzierung. Die Folge: eine deutliche Underperformance von Small & Mid Caps gegenüber Large Caps, die seit September 2021 besonders am deutschen Markt sichtbar wurde.

Warum man grundsätzlich in Nebenwerte investiert sein sollte



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 Abstrafung 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 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



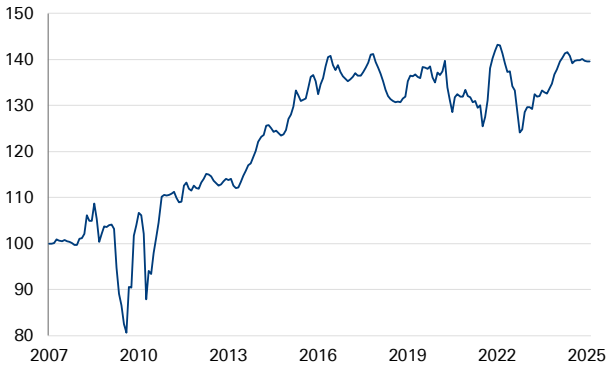
Relative Wertentwicklung in %
Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 28. Februar 2025

Außergewöhnliche Opportunität: Europäische Nebenwerte so attraktiv wie selten zuvor

Wer glaubt, dass die schwächere Wertentwicklung von Nebenwerten gegenüber Large Caps auf eine fundamental schlechtere Geschäftsent-

wicklung infolge zunehmender Rezessionsängste zurückzuführen ist, irrt: Tatsächlich übertreffen die Gewinne kleinerer europäischer Unternehmen die der großen Konzerne langfristig – wie die folgende Grafik zeigt. Auch aktuell entwickeln sich ihre Gewinne deutlich dynamischer. Das unterstreicht ihre Robustheit, Innovationskraft und langfristige Ausrichtung, selbst in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten. Diese überlegene Gewinnentwicklung bildet die Grundlage für das langfristige Outperformance-Potenzial der Asset-Klasse.

Unternehmensgewinne wachsen bei Small Caps überproportional stark

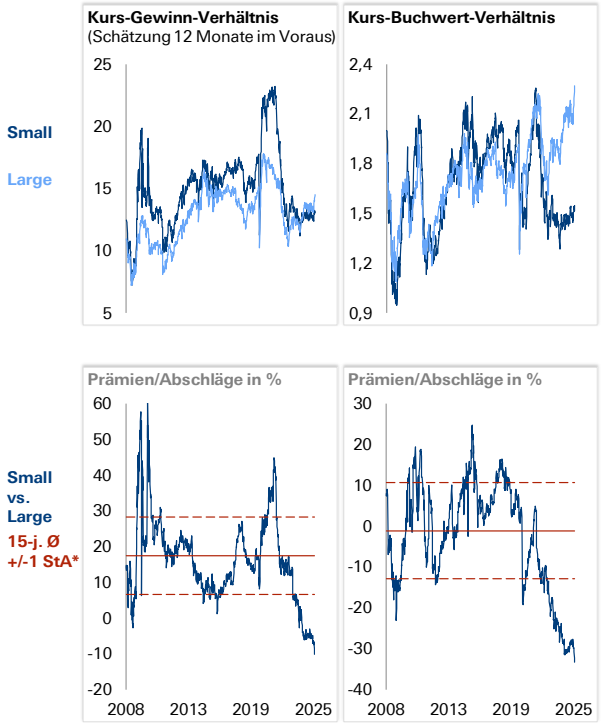


Relative Unternehmensgewinne europäischer Small vs. Large Caps in %
Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 28. Februar 2025

Nebenwerte profitieren nicht nur von einer dynamischeren Entwicklung der Unternehmensgewinne, sondern auch von einer attraktiven Unternehmensbewertung. Aktuell handeln europäische Nebenwerte durchschnittlich mit einem deutlichen Bewertungsabschlag zu ihren größeren Pendants – eine seltene Ausnahme. Normalerweise rechtfertigt die überproportionale Gewinnwachstumsdynamik eine Bewertungsprämie. Ein derartiger Abschlag trat in der Vergangenheit meist nur in schweren Krisenzeiten oder tiefen Rezessionen auf.

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

Europäische Nebenwerte: Bewertungsrelationen im historischen Vergleich



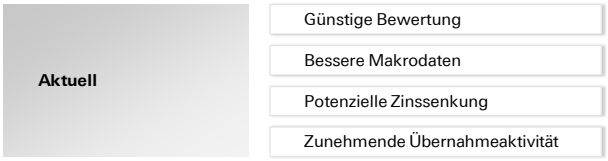
* Standardabweichung
Quellen: Bank of America, Metzler; Stand 28. Februar 2025

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

EZB-Zinssenkungen: Ein Katalysator für die Erholung europäischer Nebenwerte

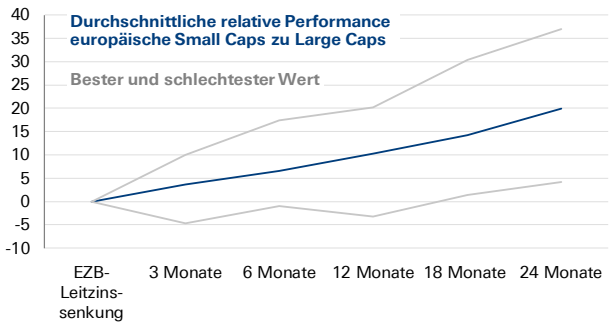
Doch die beschriebene Ausgangssituation mit historisch günstiger Bewertung und attraktivem Gewinnwachstum ist nicht vollkommen neu. Investoren in europäische Nebenwerte müssen sich konsequenterweise die Frage stellen: Was ist nötig, damit die Asset-Klasse wieder zurück in die Erfolgsspur findet und eine 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 (EZB) 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

Seit der geldpolitischen Wende im Sommer 2024 hat die EZB die Leitzinsen mehrfach gesenkt, um das Wirtschaftswachstum zu unterstützen. Historische Daten zeigen, dass europäische Nebenwerte in Phasen fallender Zinsen deutlich besser abschneiden als Large Caps. Die bereits eingeleiteten Zinssenkungen der EZB könnten daher der entscheidende Faktor für eine nachhaltige Erholung sein. Allerdings haben sich Small Caps bisher nur zögerlich erholt, da wirtschaftliche Unsicherheiten, nachlaufende Effekte hoher Finanzierungskosten und eine bislang verhaltene Risikobereitschaft der Anleger die erhoffte Dynamik ausgebremst haben. Dennoch könnte sich die Wirkung der Zinssenkungen mit einer Stabilisierung der Konjunkturerwartungen noch entfalten.

Neue Regierung, neue Chancen: Warum Nebenwerte profitieren könnten

Die mögliche künftige Koalition aus CDU/CSU und SPD plant eine weitreichende Lockerung der Schuldenbremse. Verteidigungsausgaben oberhalb von 1 Prozent des BIP werden künftig von den Beschränkungen der Schuldenbremse ausgenommen. Zudem wird ein Infrastrukturfonds mit 500 Mrd. EUR – über zwölf Jahre aufgelegt. Die Bundesländer dürfen künftig Haushaltsdefizite von bis zu 0,35 Prozent des BIP machen – eine Abkehr von der bisherigen strikten Schuldenregel.

Die Mittel des 500-Milliarden-Euro-Infrastrukturfonds sollen wie folgt aufgeteilt werden:

- Klima- und Transformationsfonds (KTF)
- Länder und Kommunen
- Verkehrsinfrastruktur
- Digitalisierung
- Energieinfrastruktur

Noch vor dem Regierungswechsel hat der alte Bundestag die Reform verabschiedet, da dort eine breite Zweidrittelmehrheit bestand. Diese Kehrtwende markiert eine finanzpolitische Zeitenwende. Der designierte Kanzler Friedrich Merz reagiert auf geopolitische Herausforderungen und gibt sicherheitspolitisch ein klares Signal an Russland und die USA. Gleichzeitig soll der Investitionsstau im Inland abgebaut werden.

Die mögliche Koalition aus CDU/CSU und SPD könnte auch die Entwicklung von Nebenwerten beeinflussen. Eine mögliche fiskalpolitische Trendwende dürfte das Wirtschaftswachstum ankurbeln und damit die Performance von Nebenwerten unterstützen. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen, könnten von steuerlichen Erleichterungen und Investitionsprogrammen profitieren. Eine verbesserte Liquidität und höhere Investitionsbereitschaft sollten sich positiv auf ihre Aktienkurse auswirken. Zudem wird eine stabile Wirtschaftsentwicklung das Anlegervertrauen stärken und die Nachfrage nach Nebenwerten erhöhen.

Fazit

Europäische Nebenwerte befinden sich in einer selten günstigen Ausgangslage: Historisch niedrige Bewertungen treffen auf robuste Unternehmensgewinne und geldpolitische Unterstützung durch die EZB. Die Kombination dieser Faktoren könnte der Asset-Klasse eine nachhaltige Erholung ermöglichen. Investoren sollten daher prüfen, ob sie ihre Allokation in Nebenwerten an die veränderten Rahmenbedingungen anpassen.

Portfoliomanagement Equities

Lorenzo Carcano
Co-Head Equities

Sebastian Junker
Portfoliomanager

Philipp Struwe
Portfoliomanager

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

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.

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-Wohlverhaltensregeln) 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/download-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.
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.