

Mai 2013



Nick Davis  
Fondsmanager

## Drei Jahre nach dem Rettungspaket für Griechenland bieten sich für Stockpicker in Europa nach wie vor günstige Anlagechancen

*Im Mai jährt sich zum dritten Mal der Jahrestag des ersten Hilfspakets für Griechenland. Trotz der wirtschaftlichen Probleme, vor denen der Euroraum steht, haben sich die Aktienkurse in Europa in diesem Zeitraum sehr gut entwickelt. Dies zeigt, dass die Entwicklung der Aktienmärkte und der Wirtschaft durchaus nicht immer identisch verläuft. Trotz dieser jüngsten Gewinne sind wir aber sicher, dass wir auch weiterhin attraktive Anlagechancen identifizieren können.*

Der Euroraum steht weiterhin vor großen Aufgaben, und es wird wahrscheinlich noch einige Jahre dauern, bis man diese wirklich gelöst haben wird. Es gibt jedoch auch einige zuversichtlich stimmende Signale. So führte der IWF in seinem Anfang Mai veröffentlichten Bericht beispielsweise aus, dass Griechenland seit dem Jahr 2010 bei der Verringerung seines Haushaltsdefizits „außergewöhnliche“ Fortschritte gemacht hat. Gleichzeitig ist das Unternehmervertrauen in Griechenland derzeit so hoch wie seit Ende 2009 (bevor die Staatsanleihenkrise ausbrach) nicht mehr. Obwohl es auch in den kommenden Jahren, in denen sich der Kontinent langsam aus der Krise herausarbeitet, zweifellos noch zu weiteren Wertschwankungen und Rückschlägen kommen wird, sind wir aber davon überzeugt, dass es den europäischen Behörden gelingen wird, demnächst ein sichereres Umfeld zu schaffen. Angesichts eines wie oben beschriebenen Umfelds bleibt ein aktiver Ansatz bei der Einzeltitelauswahl entscheidend. Deshalb werden wir uns auch weiterhin auf gut geführte Unternehmen hoher Qualität konzentrieren. Diese Strategie stellen wir nachfolgend vor:

### **Angesichts einer unsicheren Welt empfehlen wir, sich in hoch qualitativen Unternehmen zu positionieren**

Die Welt wird wahrscheinlich noch eine ganze Weile mit unsicheren Zukunftsaussichten zu kämpfen haben. Außerdem müssen sich die Industriestaaten in den nächsten zwei Jahrzehnten notwendigerweise mit dem Schuldenabbau sowie schwierigeren demografischen Entwicklungen auseinandersetzen. Aus diesem Grund ist es schwer, den langfristigen Wachstumstrend genau vorauszusagen. Dieses Dilemma illustrieren auch einige eher verwirrende Signale, welche diverse Anlageklassen derzeit aussenden. Vor dem Hintergrund einer unsicheren und durch zunehmende Wertschwankungen bestimmten Welt bevorzugen wir weiterhin Unternehmen höherer Qualität, die auch trotz schwierigster volkswirtschaftlicher Umfeldler weiterhin florieren können. Denn: Firmen mit vergleichsweise robusten Unternehmensmodellen sind für eine positive Entwicklung nicht von einer allgemeinen Verbesserung der wirtschaftlichen Bedingungen abhängig. Nestle beispielsweise ist es gelungen, seine Umsätze in Griechenland im Jahr 2012 um 4 Prozent zu steigern.

Mit Blick auf die Gesamtheit aller Aktien erwartet der Markt sowohl beim Wachstum als auch bei den Erträgen stets eine Rückkehr zum Mittelwert („Mean Reversion“). Deshalb gilt: Je teurer eine Aktie, umso mehr geht der Markt davon aus, dass ihr aktueller Erfolg auch zukünftig anhalten wird. Nichtsdestotrotz kehren alle Aktien auf lange Sicht wieder auf das Bewertungsniveau des Gesamtmarktes zurück, weil ihre jeweiligen KGVs ja immer weiter ansteigen. Langfristig werden sie im Rahmen dieses Prozesses dann also wieder auf das KGV des Marktes zurückgestuft. Indem wir uns auf die Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmensmodelle konzentrieren, versuchen wir jene Aktien herauszufiltern, die sich auch in Zukunft gut entwickeln werden und denen es darüber hinaus gelingt, eine Regression zum Mittelwert zu verhindern. Dadurch nutzen wir diese Komponente der Marktineffizienz also zu unseren Gunsten aus.

## Sind Qualitätsunternehmen zu teuer?

Diese Frage wird uns oft gestellt. Die Antwort darauf hängt aber sicherlich sowohl von Ihrem zeitlichen Anlagehorizont als auch von Ihren Anlagezielen ab. Auf kurze Sicht besteht für Qualitätsunternehmen immer die Gefahr, dass sie bei Kursrallyes des Marktes, die durch eine allgemein steigende Risikobereitschaft ausgelöst werden, auch einmal unterdurchschnittlich tendieren. Und es ist auch gut so, dass dies geschieht, da diese starken, allgemeinen Aufwärtsbewegungen auf Hoffnungen darauf basieren, dass sich der wirtschaftliche Ausblick aufhellt und sich damit auch die kurzfristigen relativen Aussichten von Unternehmen niedrigerer Qualität verbessern. Wir sind der Überzeugung, dass wir durch die Fokussierung auf einen längerfristigen Anlagehorizont von dem Aufzinsungseffekt („Power of Compounding“) profitieren können. Denn dieser ist ein Faktor, der vom Markt regelmäßig unterschätzt wird.

Zweifellos haben sich Qualitätsunternehmen auf lange Sicht vergleichsweise gut entwickelt. Obwohl diese Ergebnisse zu einem überraschend großen Teil schlicht und einfach darauf zurückzuführen waren, dass die Gewinne überdurchschnittlich hoch waren, haben diese Unternehmen aber ebenfalls eine Neubewertung erfahren. Unserer Meinung nach ist diese Neubewertung angesichts einer durch niedrigeres Wachstum geprägten Welt jedoch durchaus gerechtfertigt: Aktien, denen es bereits in der Vergangenheit gelungen ist, die Gesamterträge ihrer Aktionäre im zweistelligen Prozentbereich zu steigern, sind angesichts eines weltweit niedrigen Wachstums sowie geringer Erträge ganz eindeutig eben auch vergleichsweise wertvoll. Darüber hinaus stellt sich in diesem Zusammenhang auch die interessante Frage nach dem Verhältnis der Dividendenrenditen gegenüber den Renditen von Unternehmensanleihen und anderen Anlageklassen. Wie hoch ist angesichts des aktuellen Marktumfelds aber beispielsweise die angemessene Dividendenrendite von Nestle? In der Vergangenheit lag die Dividendenrendite von Nestle über der von Renditen vieler Staatsanleihen, und über die Jahrzehnte hat das Unternehmen seine Dividendenrendite sogar noch stetig gesteigert. Außerdem verfügt diese Firma über ein breit aufgestelltes Geschäftsmodell (und zwar sowohl in Hinsicht auf ihre Produkte als auch auf ihre regionale Präsenz). Außerdem sollte ihr Gewinnwachstum sich noch beschleunigen, weil die Schwellenländermärkte einen immer größeren Anteil am Gesamtgeschäft repräsentieren. Vor diesem Hintergrund macht eine Dividendenrendite von über 3 Prozent (die sogar noch wächst!) im Vergleich zu den Erträgen anderer Anlageklassen auch keinen zu hohen Eindruck. Einige Kommentatoren sprechen inzwischen aber auch davon, dass sich einige Anleger mittlerweile in Qualitätsunternehmen „verstecken“. Wir zweifeln zwar keineswegs daran, dass einige Investoren aufgrund taktischer Erwägungen zuletzt in Aktien dieser Art Schutz gesucht haben, möchten jedoch auch darauf hinweisen, dass wir bereits seit jeher in eben solche Firmen investieren. Wir „verstecken“ uns also nicht, sondern positionieren uns lediglich in sehr guten Unternehmen, die bereits in der Vergangenheit bewiesen haben, dass sie die Erträge für ihre Aktionäre auch auf lange Sicht steigern können. Wie bereits oben hervorgehoben besteht zwar die Möglichkeit, dass solche Aktien einer starken Aufwärtsbewegung des Gesamtmarktes auf kurze Sicht hinterherhinken, aber ihre mittel- bis langfristigen Zukunftsaussichten sind nach wie vor exzellent.

## Es bieten sich auch einige günstige Value-Anlagechancen

Obwohl wir fest davon überzeugt sind, dass die Positionierung in Unternehmen hoher Qualität für eine überdurchschnittliche Wertentwicklung langfristig entscheidend ist, halten wir gleichzeitig immer auch nach günstigen Value-Anlagechancen Ausschau. Unter Value-Titeln verstehen wir aber nicht nur die Aktien mit den niedrigsten KGV oder den höchsten Dividendenrenditen, sondern eher Unternehmen, deren Kurse vom Markt falsch eingestuft werden. Dabei handelt es sich oftmals um Firmen, die sich sozusagen „selbst helfen“ können, indem eine fähige Unternehmensleitung unterdurchschnittlich laufende Geschäftssparten Schritt für Schritt wieder in Ordnung bringt. Allerdings bedeutet das Interesse an Value-Titeln natürlich nicht, dass wir deshalb „schlechte“ Wertpapiere erwerben. Schließlich lassen sich Engagements in Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht einspielen, nur schwer rechtfertigen. Ebenso schwierig ist es auch, schrumpfende Firmen angemessen zu bewerten. Ein gutes Beispiel für ein Unternehmen, das sich zuletzt selbst helfen konnte, ist der deutsche Arzneimittelhersteller Merck, in dem wir positioniert sind. Mit Hilfe eines Kostensenkungsprogramms hat die neue Unternehmensleitung dafür gesorgt, dass diese Firma wieder zu ihren Mitbewerbern aufschließen konnte. Gleichzeitig hat man auch das Kapital kontrollierter eingesetzt und die durch Kosteneinsparungen frei gewordenen Mittel in

Innovationen investiert.

### Vorsicht vor guten Bilanzen

Die guten Bilanzen der Unternehmen werden oft als ein Grund dafür angegeben, die Zukunft europäischer Aktien sehr positiv einzuschätzen. Zwar ist eine gute Bilanz einer jener Faktoren, die wir uns bei der Analyse einer neuen Investmentidee ganz genau ansehen. In diesem Zusammenhang sind allerdings zwei wichtige Anmerkungen zu machen: Erstens stellt das Horten liquider Mittel seitens der durch die Krise stark verunsicherten Unternehmensleitungen eine Hürde für eine Konjunkturerholung dar. Ein Anziehen der Unternehmensinvestitionen wäre für die wirtschaftliche Entwicklung nämlich ganz eindeutig von Vorteil. Mit anderen Worten: Wenn die aktuelle Sparpolitik überhaupt funktionieren soll, können nicht alle Wirtschaftsbereiche gleichzeitig ihre Schulden abbauen. Deshalb besteht die Möglichkeit, dass man auf politischer Ebene zukünftig verstärkt darüber diskutieren wird, Firmen zu zwingen, ihre Liquidität entweder „einzusetzen oder einzubüßen“. Zweitens ist es angesichts des momentan lockeren und preiswerten Kreditumfelds entscheidend, dass die Unternehmensleitungen diszipliniert bleiben. So können sogar eigentlich eher nur mäßige Investitionsmöglichkeiten hinsichtlich einer Steigerung des Gewinns pro Aktie auf den ersten Blick einen attraktiven Eindruck machen. Das Gegenteil trifft aber auch zu. Deshalb sind kompetente Firmenleitungen in der Lage vernünftige Unternehmensstrategien umzusetzen, indem sie preiswert Kredite aufnehmen und damit Transaktionen forcieren, die dann auch für ihre Aktionäre vorteilhaft sind. Dementsprechend wäre eine größere Zuversicht, welche Unternehmensaktivitäten – seien es nun Unternehmensübernahmen und -fusionen (der Kauf anderer Aktien) oder aber Rückkäufe (der Erwerb eigener Aktien) – üblicherweise voraus läuft, für die weitere Entwicklung europäischer Aktien von Vorteil.

### Fazit

Richtet man den Blick einmal über die aktuellen Wertschwankungen hinaus, so identifizieren wir nach wie vor attraktive Unternehmen, in die wir dann auch investieren. Wir gehen aber davon aus, dass das Umfeld auch weiterhin von Wertschwankungen bestimmt werden wird. Europa muss noch viele Probleme lösen – das Wahlergebnis in Italien sowie die Zypern-Krise sind beispielhaft für die Herausforderungen, die noch bestanden werden müssen. Deshalb ist es sehr schwer, die nächste Wendung der Krise vorherzusagen. Unser Ansatz, erfolgreiche und attraktiv bewertete Unternehmen zu erwerben, hat sich in der Vergangenheit jedoch bewährt und wird unserer Meinung nach für unsere Kunden auch in Zukunft überdurchschnittliche Ergebnisse zur Folge haben.

### Important information

**For Investment Professionals use only, not to be relied upon by private investors. Past performance is not a guide to the future. The value of investments and any income from them can go down as well as up.** This material is for information only and does not constitute an offer or solicitation of an order to buy or sell any securities or other financial instruments, or to provide investment advice or services. The research and analysis included in this document has been produced by Threadneedle Investments for its own investment management activities, may have been acted upon prior to publication and is made available here incidentally. Any opinions expressed are made as at the date of publication but are subject to change without notice. Information obtained from external sources is believed to be reliable but its accuracy or completeness cannot be guaranteed. Issued by Threadneedle Asset Management Limited. Registered in England and Wales, No. 573204. Registered Office: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ. Authorised and regulated in the UK by the Financial Conduct Authority. Issued in Hong Kong by Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited ("TPSHKL"). Registered Office: Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hong Kong. Registered in Hong Kong under the Companies Ordinance (Chapter 32), No. 173058. Authorised and regulated in Hong Kong by the Securities and Futures Commission. Please note that TPSHKL can only deal with professional investors in Hong Kong within the meaning of the Securities and Futures Ordinance. The contents of this document have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. You are advised to exercise caution in relation to the offer. If you are in any doubt about any of the contents of this document you should obtain independent professional advice. Issued in Singapore by Threadneedle Investments Singapore (Pte) Limited, 07-07 Winsland House 1, 3 Killiney Road, Singapore 239519. Any Fund mentioned in this document is a restricted scheme in Singapore, and is available only to residents of Singapore who are Institutional Investors under Section 304 of the SFA, relevant persons pursuant to Section 305(1), or any person pursuant to Section 305(2) in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA. Threadneedle funds are not authorised or recognised by the Monetary Authority of Singapore (the "MAS") and Shares are not allowed to be offered to the retail public. This document is not a prospectus as defined in the SFA. Accordingly, statutory liability under the SFA in relation to the content of prospectuses would not apply. Threadneedle Investments is a brand name and both the Threadneedle Investments name and logo are trademarks or registered trademarks of the Threadneedle group of companies. This material includes forward looking statements, including projections of future economic and financial conditions. None of Threadneedle, its directors, officers or employees make any representation, warranty, guaranty, or other assurance that any of these forward looking statements will prove to be accurate.