

BLICKPUNKT

EUROPÄISCHE AKTIEN – APRIL 2015



Paul Doyle
Head of Europe ex-UK
Equities

Europäische Aktien: Aus den Bären von gestern werden die Bullen von heute

Professionelle Anleger, die bisher pessimistisch auf Europa geblickt haben, sind inzwischen optimistisch gestimmt. Die letzte Fondsmanagerumfrage von Merrill Lynch hat gezeigt, dass 63 % der Befragten dieses Jahr mit einer Übergewichtung Europas rechnen. Einen Monat zuvor haben nur 18 % diese Meinung vertreten. Das ist ein Rekord in der Geschichte der Umfrage. Trotz alledem

bleiben die Aktienmärkte in den Peripheriestaaten seit der Marktschwäche letzten Oktober etwa 10 % hinter denen in Kerneuropa zurück. Das kommt überraschend, denn eigentlich sollten die Volkswirtschaften der Peripherie dieses Jahr schneller wachsen als die der Kernstaaten. Auf ihren Aktienmärkten herrscht ein günstiges Preisniveau, und diese Länder stehen nach wie vor im Fokus der EZB-Bemühungen, eine Deflation im Euroraum zu verhindern.

Einige Probleme in der Peripherie werden aktuell behoben. In Portugal, Spanien, Irland und Griechenland sind die Lohnstückkosten seit Beginn der europäischen Schuldenkrise um 10 % zurückgegangen, wohingegen die Kosten in den übrigen Ländern des Euroraums um 12 % zugelegt haben. Auf diese Weise werden die Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit, die sich im Verlauf des letzten Jahrzehnts herausgebildet hatten, wirksam beseitigt. Die Löhne in Griechenland liegen nun 35 % unter ihrem Höchststand und die spanischen Löhne sind 13 % niedriger als vor fünf Jahren. Nur Italien folgte diesem Trend bisher nicht, aber nach Matteo Renzis Reformen ändert sich das derzeit: Aktuell hat das Verbrauchervertrauen in Italien seinen höchsten Stand seit 2002 erreicht. Auch das Geschäftsklima dort ist günstig und wird durch die anhaltenden politischen und wirtschaftlichen Reformen unterstützt.

Die Abwertung des Euro wirkt sich positiv auf die Außenhandelsbilanzen der Peripheriestaaten aus. Ihre Exporte sind von 16 % des BIP vor der Krise auf nunmehr 26 % des BIP angestiegen. Inzwischen fällt der Vergleich mit Deutschland vorteilhaft aus, denn dort gelang es während der letzten Jahre lediglich, diesen Wert stabil zu halten. Das Ergebnis dieser Entwicklung ist ein Anstieg der Unternehmensgewinne im Verhältnis zum BIP: Für Portugal und Spanien beträgt dieser Wert aktuell 43 %, für Deutschland liegt er bei 39 % und in Frankreich bei 34 %. Große Produktionslücken bedeuten, dass kein Lohndruck besteht.

Der europäische Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe liegt oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 und hat nun ein Zehn-Monats-Hoch erreicht. Trotz der Bewegungen des Euro/Dollar-Kurses ist der Ölpreis in Euro 36 % niedriger als im Vorjahr. Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums beläuft sich inzwischen auf 270 Mrd. US-Dollar. Im Vergleich dazu waren es im Jahr 2011, als die Eurokrise begann, nur 18 Mrd. US-Dollar. Während die Renditen deutscher Staatsanleihen auf neue Tiefststände gesunken sind,

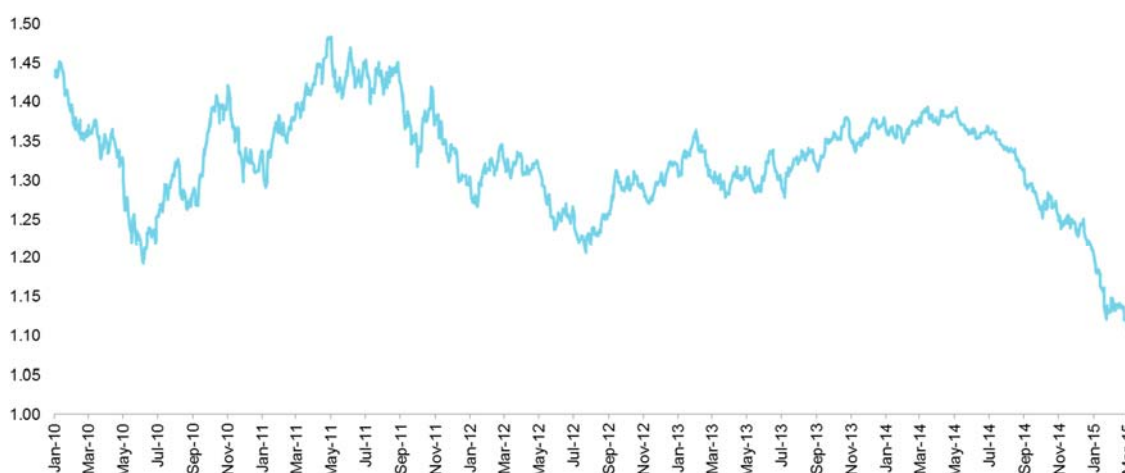
waren aus dem Euroraum – im Gegensatz zu den USA – das gesamte Jahr hindurch nur positive wirtschaftliche Überraschungen zu vernehmen. Es herrscht weiterhin ein äußerst stark ausgeprägter Pessimismus gegenüber dem Euro, und eine Erholung wäre möglich. Mittelfristig wird der Euro vermutlich dennoch weiter an Wert verlieren, da Wirtschaft, Finanzsystem und Arbeitsmarkt in den USA die Krise bereits weiter hinter sich gelassen haben. Eine schwächere Währung infolge der quantitativen Lockerung ist das beste Mittel, um den deflationären Kräften in Europa entgegenzuwirken.

Im Euroraum hat die quantitative Lockerung zwar wesentlich später eingesetzt als in anderen Teilen der Welt, aber sie erfolgt zu einer Zeit, in der die Bilanzen der US-amerikanischen und britischen Zentralbanken wohl schrumpfen werden. Es gibt weder ein Programm, über das dem Markt parallel wieder Liquidität entzogen wird („Sterilisierung“), noch Maßnahmen zur gezielten Förderung bestimmter notleidender Wirtschaftsbereiche. Das Argument, dass es sich dabei um ein unmögliches Unterfangen handelt, lässt sich nicht von der Hand weisen. Dennoch hat sich die quantitative Lockerung zweifelsfrei als äußerst positiv für eine Stimmungsverbesserung erwiesen, die seit Jahresbeginn auf dem europäischen Aktienmarkt zu spüren ist.

Die Folgen des schwächeren Euros

Wenn Sie nicht gerade Schweizer sind, dann besteht die wohl schwerwiegendste Folge der quantitativen Lockerung in der anhaltenden Abwertung des Euros. Anfang des Jahres notierte dieser noch auf einem Niveau über 1,21 US-Dollar, um bis Mitte März dann auf ein Kurstief von 1,05 US-Dollar abzurutschen. Das entspricht einem Wertverlust von mehr als 13 %. Zuletzt hat sich der Kurs zwar leicht erholt, liegt aber immer noch ca. 10 % unter seinem Niveau im 1. Quartal 2015. Von dieser Entwicklung profitieren europäische Unternehmen, die Einnahmen in US-Dollar erwirtschaften; vor allem Luft- und Raumfahrtwerte, Aktien von Automobilerstaurüstern und -zulieferern sowie Pharmatitel. All diese Sektoren haben wir in unseren Portfolios übergewichtet. Anzumerken ist allerdings, dass die Kursgewinne von US-Dollar-Anlegern durch die Währungsschwäche verringert wurden, wenn keine entsprechende Absicherung bestand. Daher könnte eine gewisse Währungsstabilität weitere Zuflüsse begünstigen.

Abbildung 1: Wechselkurs Euro/Dollar



Quelle: Bloomberg, Werte bis Ende März 2015.

Niedrige Energiepreise bewirken einen zusätzlichen Schub

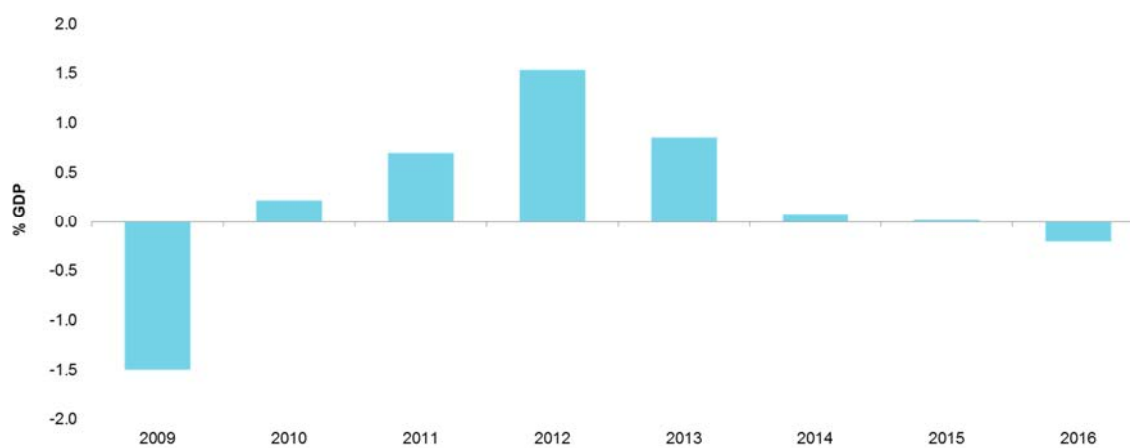
Sinkende Energiepreise haben verschiedene Auswirkungen: Sie kurbeln in vielen großen Wirtschaftsbereichen den Konsum an, verringern die Faktorkosten für zahlreiche Unternehmen und führen in vielen Branchen zu einer deutlichen Überarbeitung der langfristigen

Investitionspläne. Politische Unruhen im Jemen haben einen leichten Anstieg des Ölpreises nach sich gezogen, aber auf lange Sicht ergibt sich ein äußerst positives Bild.

Fiskalpolitisch bedingte Bremswirkung lässt nach

Dieser Einflussfaktor, der schon seit der europäischen Staatsschuldenkrise offenkundig war, kam im Jahr 2010 zum Tragen. Zu ihren Spitzenzeiten (2012) belief sich die fiskalpolitische Bremswirkung im Euroraum auf mehr als 1,5 %. Bis 2015 sank sie auf 0 (Abbildung 2) und Prognosen zufolge soll die Fiskalpolitik 2016 sogar für einen kleinen positiven Impuls sorgen. Die Fremdkapitalkosten haben ihren Tiefpunkt erreicht, und die meisten europäischen Volkswirtschaften erzielen inzwischen Primärüberschüsse.

Abbildung 2: Nettohaushaltsslage im Euroraum (% des BIP)



Quelle: UBS, Daten vom 12. März 2015.

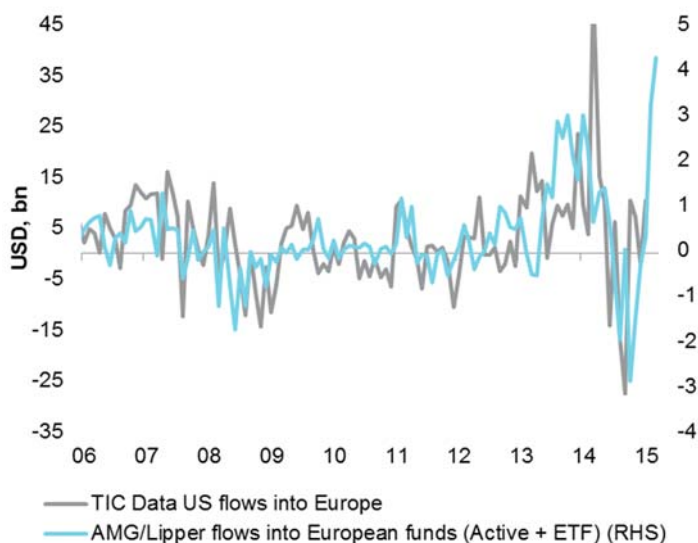
Kreditmarktentwicklung und Bankkreditvergabe haben unterstützende Wirkung

Aus den aktuellen Zahlen zur Bankkreditvergabe ist ersichtlich, dass das Kreditvolumen in Europa wieder steigt. Zwar ist die Verringerung der Fremdkapitalquote noch nicht ganz zum Stillstand gekommen, aber inzwischen bremsen sie das Wachstum nicht mehr. Die Banken verhalten sich Kreditnehmern gegenüber entgegenkommender, und die Kreditnachfrage steigt sowohl seitens der Haushalte als auch seitens der Unternehmen. Kürzlich veröffentlichte Ergebnisse der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) der EZB zeigen eine höher als erwartete Inanspruchnahme durch die Banken, die zu einer verstärkten Bereitstellung von Krediten und mehr Liquidität führen dürfte. Eine bessere Kreditversorgung, an der es bei dieser Konjunkturerholung bislang entschieden mangelte, wäre ein klares Zeichen dafür, dass sich die Wirtschaft des Euroraums auf Wachstumskurs befindet.

Kapitalflüsse und Ausrichtung

Im ersten Quartal 2015 ist mit Sicherheit viel Kapital in europäische Aktien geflossen. Möglicherweise waren es bis zu 40 Mrd. US-Dollar (Abbildung 3). Unserer Ansicht nach war ein Großteil dieser Kapitalströme recht willkürlich und kam in der Regel durch passive Instrumente zustande. Wie wir bereits im Jahr 2014 gesehen haben, stellt dies eine Gefahr für die Märkte dar, falls sich die Erwartungen im Hinblick auf ein stärkeres Wachstum und höhere Gewinne letztendlich doch nicht erfüllen. Wir sind der Auffassung, dass ein aktives Portfoliomanagement bei einem Engagement in Europa von entscheidender Bedeutung ist. Unsere Fonds haben vom Anstieg der Börsen im ersten Quartal profitiert. Wir sind uns der Risiken in unseren Portfolios bewusst und werden geeignete Schritte unternehmen, um diese zu vermeiden.

Abbildung 3: Es fließt deutlich mehr US-Kapital in europäische Aktien



Quelle: AMG/Lipper, US-Finanzministerium, Haver, Goldman Sachs Global Investment Research, Stand: 31. März 2015.

Die weitere Entwicklung für Europa

Wir rechnen damit, dass sich die Erwartungen im Hinblick auf die Gewinne und das Wirtschaftswachstum im Laufe des Jahres bestätigen. Viele Wirtschaftsindikatoren, wie etwa die Einkaufsmanagerindizes, die Einzelhandelsumsätze und der Automobilabsatz, ergeben ein günstiges Bild. Unterdessen sinkt die Arbeitslosigkeit und die Reallöhne beginnen zu steigen. Erstmals seit Januar 2011 wurden die europäischen Gewinnschätzungen nach oben korrigiert. Laut Morgan Stanley beruhen 95 % des Kursanstiegs europäischer Aktien seit der Marktschwäche im März 2009 auf einem Anstieg der Bewertungen, nur 5 % beruhen auf Gewinnsteigerungen. Sollten die Gewinne also tatsächlich zulegen, besteht viel Spielraum für eine weitere Aufwärtsentwicklung. Zu Jahresbeginn lagen die Gewinnerwartungen für 2015 bei 8 %, inzwischen sind es 9 %. Europa einschließlich Großbritannien kommt aufgrund der Schwergewichte im Bereich Energie und Bergbau nach wie vor nur auf 3,1 %. Wir gehen dieses Jahr von einem Wachstum der Unternehmensgewinne für Europa ohne Großbritannien um 10 % aus. Ganz ähnlich wurde auch der Mittelwert aller BIP-Prognosen für den Euroraum von 1,0 % auf 1,3 % angehoben. Wir rechnen 2015 mit einem BIP-Wachstum von 1,5 %. Somit bleibt wenig Raum für Enttäuschungen, aber dafür könnte es dieses Jahr erstmals seit 2010 zu Korrekturen nach oben kommen. Erfreulicherweise haben die Deflationsbefürchtungen offenbar ihren Höhepunkt überschritten, und langsam zeigen sich Anzeichen für Strukturreformen in zwei Nachzüglerstaaten des Euroraums, in Italien und Frankreich. Auf ein Jahr hochgerechnet würde der aktuelle Anstieg des Kreditvolumens dem BIP des Euroraums einen Wachstumsschub von 120 Mrd. Euro (1,2 %) beschern. Angesichts der Hebelwirkung der Fixkosten auf den Gewinn („operational Gearing“) in europäischen Unternehmen könnte dies unsere Gewinnwachstumszahlen auf 15-20 % anheben.

Obgleich die kräftigen Marktbewegungen im bisherigen Jahresverlauf vermuten lassen, dass vieles bereits eingepreist ist, sind europäische Aktien – vor allem im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren und Geldmarktpapieren – nicht ungünstig bewertet. Auf dem europäischen Markt gibt es immer noch Renditen von mehr als 3 %, während viele andere Instrumente keine oder sogar negative Erträge bringen. Darüber hinaus dürften wir in den europäischen Volkswirtschaften bald einen Anstieg des Nominalwachstums beobachten. Die betriebliche Fremdkapitalaufnahme wird sich weiter erhöhen, und das dürfte in den nächsten Jahren zu einer deutlichen Gewinnsteigerung bei europäischen Unternehmen führen. In vielen anderen Regionen der Welt hingegen werden die Gewinne unverändert bleiben oder sinken.

Die EZB hat eine quantitative Lockerung im Umfang von 1,1 Billionen Euro bis mindestens September 2016 angekündigt. Neben der Rückkehr zu einer restriktiveren Geldpolitik in den USA und Großbritannien besteht das Hauptrisiko darin, dass eine Erholung der Energiepreise die Inflation in Europa in die Höhe treiben könnte. Dann gäbe es keine Rechtfertigung mehr für eine quantitative Lockerung in Europa und das Schreckgespenst einer Verschärfung der europäischen Geldpolitik stünde im Raum. Das würde zu einem deutlichen Anstieg der europäischen Anleiherenditen und zu einem Rückgang der Aktienpreise führen. Zumindest auf absehbare Zeit ist dieses Szenario jedoch nicht sehr wahrscheinlich.

Wichtige Informationen: Ausschließlich zur Verwendung durch professionelle Anleger, nicht für Privatanleger bestimmt

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 Columbia 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: Cannon Place, 78 Cannon Street London EC4N 6AG. 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. 1173058. 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.

Columbia Threadneedle Investments is the global brand name of the Columbia and Threadneedle group of companies. This material includes forward-looking statements, including projections of future economic and financial conditions. None of Columbia Threadneedle Investments, its directors, officers or employees make any representation, warranty, guarantee or other assurance that any of these forward looking statements will prove to be accurate.

Issued in the US by Threadneedle International Limited ("TINTL"), a UK-based investment management firm provides financial services to individual and institutional investors. TINTL is registered as an investment adviser with the US Securities and Exchange Commission and is authorised and regulated in the conduct of its investment business in the UK by the UK Financial Conduct Authority. columbiathreadneedle.com