

# Schroders

## 2011: Aussichten für Europa

Ein Ausblick auf das Jahr 2011 von Rory Bateman,  
Leiter europäische Aktien



- Die Kernländer Europas haben solide Wachstumsraten und einen guten konjunkturellen Verlauf verzeichnet. Dieser Trend wird sich unseres Erachtens fortsetzen, während den Randstaaten dagegen eine Phase der Unsicherheit bevorstehen dürfte.
- Die hohen Gewinne und Cashflows der Unternehmen in Kerneuropa bescheren den Aktionären höhere Renditen und sorgen für rege Fusions- und Übernahmeaktivitäten.
- Die Bewertungen europäischer Aktien sind aus historischer Sicht sowie im Vergleich zu anderen Aktienmärkten und Anlageklassen attraktiv.
- Unserer Meinung nach dürfte 2011 ein gutes Aktienjahr werden. Dabei lohnt es sich schon jetzt, in Europa zu investieren.
- Erwähnenswert ist, dass Spanien, Portugal, Irland und Griechenland lediglich 17 % des BIP der gesamten Eurozone<sup>1</sup> ausmachen.

**Verschiedene Faktoren legen nahe, dass 2011 ein gutes Jahr für europäische Aktien wird. Den wirtschaftlichen Fundamentaldaten zufolge steuern die europäischen Randstaaten äußerst unsicheren Konjunkturzeiten entgegen. Allerdings rechnen wir damit, dass sich zumindest die Erholung in Kerneuropa 2011 fortsetzen wird. Überdies erzielen die Unternehmen jetzt hohe Gewinne und Cashflows, nachdem sie während des Abschwungs ein rigoroses Kostenmanagement betrieben haben. Die Bewertungen schließlich wirken historisch betrachtet äußerst attraktiv, sowohl im Vergleich zu anderen globalen Aktienmärkten als vor allem auch zu vielen anderen Anlageklassen.**

**...doch was ist mit der Staatsschuldenkrise?**

### Defizitprobleme

Die Schuldenlast schwacher EU-Randstaaten hat ein breites Presseecho gefunden, das durch die jüngsten Sorgen um die Stabilität der irischen Wirtschaft noch einmal verstärkt wurde. Die Sparmaßnahmen Irlands sehen jedoch vielversprechend aus. Auch die Regierungen der anderen betroffenen Peripherieländer scheinen entschlossen zu sein, ihr Schuldenproblem aktiv anzugehen. Zudem haben die Länder in Kerneuropa ihren politischen Willen demonstriert, die schwächeren Mitgliedstaaten zu stützen. Es bestehen weiterhin erhebliche Unsicherheiten, doch sollten wir nicht vergessen, dass die Randstaaten Europas lediglich 17 % zum BIP der Eurozone beisteuern. Damit verbleiben den Anlegern zahlreiche andere Möglichkeiten. Viele dieser Unternehmen profitieren stark vom Wachstum der Schwellenmärkte, ohne dabei die gleichen übertriebenen Bewertungen aufzuweisen.

**Warum jetzt ein guter Zeitpunkt ist, um zu investieren:**

### Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten in Europa bleiben günstig

Das makroökonomische Umfeld gibt weiterhin Anlass zur Zuversicht, da die breit gefassten Indikatoren der Wirtschaftsaktivität nach wie vor nach oben tendieren. Jüngsten Daten zufolge haben im Euroraum die Industrieerzeugerpreise von August bis September um 0,3 % angezogen, während die Industrie-Neuaufträge von Juli bis August einen Zuwachs von 5,3 % verzeichneten<sup>2</sup>. Zuletzt konnten Deutschland und Frankreich für das dritte Quartal zudem ein Wirtschaftswachstum von 0,7 % bzw. 0,3 % ausweisen.

### Die Beschäftigungstrends haben sich jüngst verbessert

Sah es vor einem Jahr noch danach aus, dass steigende Arbeitslosigkeit und Arbeitsmarktrigidität potenziell Probleme bereiten könnten, hat sich in den letzten Monaten mit der Erwartung sinkender Arbeitslosenzahlen in ganz Europa (ausgenommen Portugal und Griechenland) ein ermutigender Trend herausgebildet. In Deutschland beispielsweise ist die Arbeitslosigkeit im Oktober den offiziellen Arbeitsmarktzahlen zufolge auf ihren niedrigsten Stand seit 18 Jahren gesunken. Um bei Deutschland als praktischem Beispiel zu bleiben: Die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes scheint dort in nicht unerheblichem Maße zum Rückgang der Arbeitslosigkeit beigetragen zu haben, ebenso wie zur Steigerung der Produktivität. Tatsächlich hat es in Deutschland seit der Wiedervereinigung erhebliche Produktivitätsverbesserungen gegeben. Wir glauben, dass dies in Zukunft zu einem robusteren Verbrauchermilieu führen und damit das Wachstum der Verbraucherausgaben fördern könnte.

<sup>1</sup> IWF, 2009.

<sup>2</sup> Eurostat, November 2010.



# Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

„Die europäischen Randstaaten steuern äußerst unsicheren Konjunkturzeiten entgegen. Allerdings rechnen wir damit, dass sich zumindest die Erholung in Kerneuropa 2011 fortsetzen wird.“

„Nach einem disziplinierten Kosten- und Effizienzmanagement während der Krise erzielen die Unternehmen in Kerneuropa jetzt ein starkes Gewinnwachstum.“

„Wir rechnen damit, dass die Unternehmen 2011 in den eigenen Betrieb reinvestieren und überschüssige liquide Mittel an die Aktionäre zurückgeben werden.“

„Die Bewertungen wirken historisch betrachtet äußerst attraktiv, sowohl im Vergleich zu anderen globalen Aktienmärkten als vor allem auch zu vielen anderen Anlageklassen.“

### ...und das Verbrauchervertrauen scheint sich zu stabilisieren

Zugegebenermaßen unterliegt das Verbrauchervertrauen in Europa regionalen Abweichungen, die faktisch ein Nord-Süd-Gefälle bilden. Jüngsten Daten zufolge ist das Verbraucherumfeld in Deutschland und Schweden am stärksten<sup>3</sup>. Beide Länder unterscheiden sich in fiskalpolitischer Hinsicht sehr deutlich vom übrigen Europa. Dies fällt vor allem beim Vergleich mit den Peripherieländern wie Spanien und Italien auf, wo das Verbrauchervertrauen schwach bleibt, sich aber mittlerweile stabilisiert. Aus Verbrauchersicht steht Kerneuropa demnach ganz vorne.

### ...und was ist mit dem Euro?

Natürlich dürfte der schwächere Euro gewissermaßen zur Stärke der makroökonomischen Daten in Kerneuropa beigetragen haben, zumal die exportorientierten Unternehmen von der Währungsabwertung profitierten. Der EUR/USD-Wechselkurs schwächte sich in der ersten Hälfte dieses Jahres ab und fiel dabei nach Höchstständen bei etwa 1,50 USD unter die Marke von 1,20 USD.

Vergessen wir jedoch nicht, dass europäische Unternehmen in den vergangenen vier Jahren auf der Grundlage eines höheren durchschnittlichen Kurses von 1,40 USD je Euro wettbewerbsfähig waren<sup>4</sup>. Obwohl die Einheitswährung seit ihren Tiefständen vom Juni aufgewertet hat, liegen die aktuellen Kurse immer noch unter diesem längerfristigen Durchschnitt. Europas Exporteure bleiben somit sicherlich besser positioniert als noch vor einem Jahr, zumal die Nachfrage weltweit angezogen hat. Auf dem gegenwärtigen Wechselkursniveau stellt der Exportmarkt somit nach wie vor eine bedeutende Nachfragequelle für diese Unternehmen dar.

## Solider Unternehmenssektor

### Ermutigende Unternehmensgewinne

Die Unternehmen verzeichneten in den letzten zwölf Monaten ein robustes Gewinnwachstum. Da die Zahlen nach wie vor unter dem Trend liegen, besteht 2011 unseres Erachtens Spielraum für zweistellige Gewinnzuwächse. Nach den umfangreichen Kostensenkungen, die europäische Unternehmen in den letzten Jahren vornehmen mussten, stehen viele von ihnen im Vergleich zu früher mittlerweile sehr viel schlanker da. Wir glauben daher, dass sich diese Unternehmen zum Jahreswechsel 2011 nicht zuletzt auch wegen der robusten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in einer starken Position befinden.

### Liquiditätsstarkes Umfeld

Die Unternehmen erzielen weiterhin hohe Cashflows, und ihre Bilanzen wirken besonders robust. Der Verschuldungsgrad europäischer Unternehmen liegt im Augenblick bei 50 % und dürfte in den kommenden Quartalen auf ein 20-Jahres-Tief sinken<sup>5</sup>. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer Zunahme der Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie steigenden Barausschüttungen an die Aktionäre in Form von Dividenden oder Rückkäufen. Nestlé und BHP sind Beispiele für europäische Unternehmen, die diesem Trend bereits folgen.

## Bewertungen bleiben attraktiv

Historisch betrachtet notieren europäische Aktien nach wie vor auf einem sehr attraktiven Bewertungsniveau. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der Gewinnschätzung für die nächsten zwölf Monate beispielsweise liegt immer noch ein Stück weit unter dem Trenddurchschnitt der letzten rund 20 Jahre. Gleiches gilt für das KGV auf Basis der Durchschnittsgewinne der letzten zehn Jahre (Graham-Dodd-KGV), welches versucht, die Volatilität aus den Gewinnen zu extrahieren. Nach unserem Dafürhalten wirken die absoluten Bewertungen demnach weiterhin sehr attraktiv, gemessen sowohl an den kurz- als auch langfristigen KGVs.

Wie sieht es im Vergleich zu anderen regionalen Aktienmärkten aus? Europäische Aktien notieren mit einem niedrigeren KGV als ihre Pendanten in den USA oder Asien. Im Falle Asiens erklärt das stärkere Wachstum den Bewertungsunterschied. Ein Aufschlag ist hier demnach zu erwarten. Trotzdem glauben wir, dass dieser Abstand immer noch zu groß ist, ebenso wie der Unterschied gegenüber Industrieländern und insbesondere den USA. Auf dieser Grundlage bietet Europa definitiv Möglichkeiten für Aktienkäufe zu relativ attraktiven Kursen, und sicherlich gibt es Spielraum für weitere Kursgewinne im Markt.

Wie schlagen sich europäische Aktien im Vergleich zu anderen Anlageklassen? Aktien erzielen eine Rendite, die entweder mit jener von Unternehmens- und Staatsanleihen vergleichbar ist oder diese in vielen Fällen übertrifft. Erstklassige europäische Unternehmen mit hohen Cash-

<sup>3</sup> Eurostat, August 2010.

<sup>4</sup> Bloomberg: durchschnittlicher Wechselkurs, berechnet aus Werten vom 1. Januar 2007 bis 11. November 2010.

<sup>5</sup> Merrill Lynch, November 2010.



**Rory Bateman,**  
**Leiter europäische Aktien**

Rory Bateman ist Leiter des Teams für europäische Aktien und kam im April 2008 zu Schroders. Bevor er zu Schroders wechselte, war Rory Bateman zwölf Jahre für Goldman Sachs Asset Management tätig, wo er acht Jahre als Portfoliomanager für den Bereich Continental European Equities verantwortlich war. Überdies verfügt er über zwölf Jahre Erfahrung als Analyst für zahlreiche Branchen des europäischen Marktes. Rory Bateman hat einen Abschluss in Finanzökonomie und einen Postgraduate-Abschluss in Wirtschaftswissenschaften.

flows beispielsweise bieten derzeit eine Dividendenrendite im Bereich von 4 %, während zehnjährige deutsche Bundesanleihen mit etwas weniger als 2 % rentieren.

Wie hat das Markverhalten die Nachfrage für europäische Aktien beeinflusst? Die schwankende Risikobereitschaft in letzter Zeit, hat zu einer „Polarisierung“ der Märkte geführt. Anleger haben dabei entweder Wachstum in den riskanteren Schwellenmärkten gesucht oder, im völligen Gegensatz dazu, ihr Kapital in sichere Anlagen wie Gold, Währungen und US-Staatsanleihen investiert. Diese Polarisierung dürfte unseres Erachtens an Bedeutung verlieren, da sich die Anleger der Attraktivität europäischer Aktien im Vergleich zu den extremen Entwicklungen in anderen Bereichen zunehmend bewusst werden.

### ...Mittelflüsse?

Obwohl sich Wendepunkte schwer identifizieren lassen, scheint das Ausmaß der Mittelzuflüsse in die Schwellenländer und der Mittelabflüsse aus den Industrieländern schier unhaltbar zu sein. Beispielsweise flossen in diesem Jahr 74 Mrd. USD in Schwellenmarktfonds, während aus US-Investmentfonds 28 Mrd. USD abgezogen wurden<sup>6</sup>. Was andere Anlageklassen anbetrifft, waren zum Beispiel der US-Anleihenmarkt und sein Aktienpendant im Jahr 2000 noch von vergleichbarer Größe. Heute beträgt die Größe des Aktienmarktes in den USA nur noch 40 % des US-Anleihenmarktes.

### Fazit

Das Wirtschaftswachstum hat sich zuletzt vorübergehend abgeschwächt. Nach den umfangreichen Lageraufstockungen im Jahr 2009 ist dies nicht ungewöhnlich. Wir rechnen mit keinem erneuten Einbruch der Konjunktur (Double-Dip-Szenario), sondern gehen eher davon aus, dass sich die Industrieländer in den kommenden Quartalen nachhaltig erholen werden.

Wir teilen die Auffassung, dass die europäischen Randländer erheblichen Schwierigkeiten entgegensehen. Es könnte eine gewisse Zeit dauern, ehe diese Länder nach einer Phase der wirtschaftlichen Stagnation infolge ihrer Sparmaßnahmen wieder zurück auf den Wachstumspfad finden. Kerneuropa hingegen dürfte nach unserem Dafürhalten eine stabile Erholung verzeichnen, nicht zuletzt deshalb, weil die Region verhältnismäßig wenig vom Problem der übermäßigen Verschuldung betroffen war. Nach einem disziplinierten Kosten- und Effizienzmanagement während der Krise erzielen die Unternehmen in Kerneuropa jetzt ein starkes Gewinnwachstum und bauen Schulden ab. Wir rechnen damit, dass die Unternehmen 2011 in den eigenen Betrieb reinvestieren und überschüssige liquide Mittel an die Aktionäre zurückgeben werden.

Die Bewertungen an den europäischen Aktienmärkten bleiben attraktiv im Vergleich zu anderen Anlageklassen, deren Status als „sicherer Hafen“ und die Phasen einer weltweiten quantitativen Lockerung nun teilweise zur Entwicklung von Preisblasen führen. Europäische Aktien genießen außerdem einen Bewertungsvorteil gegenüber den USA und den Schwellenmärkten.

### Innerhalb unserer Portfolios dürften wir profitieren von:

- dem Wachstum in Kerneuropa; wir richten unsere Allokation daher weiter schwerpunktmäßig auf die wachsenden Volkswirtschaften in Europa aus
- dem Fokus auf fehlbewertete Unternehmen, für die sich das strukturelle Wachstum der Schwellenmärkte weiter auszahlen dürfte.

Am wichtigsten aber ist unsere kontinuierliche Suche nach fundamental unterbewerteten Aktien. Unsere Alpha-Generierung basiert in erster Linie auf erstklassigen Analysen europäischer Unternehmen, die sich auf unsere umfassende Research-Plattform für Europa und die Welt stützen.

6 Merrill Lynch, November 2010