

Deutschlands Renaissance

Seit Mitte März 2003, dem Beginn des jüngsten Börsenaufschwungs, sind die europäischen Aktienmärkte, gemessen am MSCI Europaindex, um etwa 95% angestiegen. Sie haben sich damit besser entwickelt als der MSCI Weltaktienindex (+67%) und die US-Börse, der mit Abstand grösste Aktienmarkt der Welt, mit +46% (alle Angaben in Euro per 21. Februar 2006). Trotz der rasanten Kursanstiege sind die europäischen Aktien im internationalen Vergleich vernünftig bewertet. Die Ertragsdynamik der Unternehmen dürfte immer noch unterschätzt

werden. Innerhalb Europas legen wir den Anlageschwerpunkt auf Deutschland. Die Stimmung in den deutschen Unternehmen ist ausgezeichnet. Ihre Gewinne entwickeln sich im europäischen Vergleich überdurchschnittlich. Der Konsum scheint sich allmählich zu beleben, das Vertrauen der Verbraucher zurückzukehren. Die neue Regierung verspricht Optimismus. Die Fussball-WM sorgt für Phantasie. Der Immobiliensektor als Vorlaufindikator gibt positive Signale. Der Sektor der klein- und mittelgrossen Unternehmen bietet interessante Perspektiven.



Von Orun Palit
 Manager AIG Equity Fund Europe
 AIG Privat Bank, Zürich

Es erscheint paradox: Die US-Wirtschaft lief 2005 wie geschmiert. Selbst zwei Jahrhundertstürme, scharf angestiegene Energiepreise und zahlreiche Leitzinserhöhungen konnten die Dynamik nicht bremsen. Die US-Börse trat jedoch an Ort. Anders die europäischen Börsen: Die Kernländer Deutschland, Frankreich und Italien sind seit einiger Zeit durch hartnäckige wirtschaftliche Stagnation gekennzeichnet. Die Arbeitslosigkeit im Euroraum liegt bei rund 10%. Das

Konsumentenvertrauen ist in den vergangenen Jahren in den Keller gestürzt und der Binnenmarkt bis auf wenige Ausnahmen kraftlos. Die europäischen Aktien gehörten im vergangenen Jahr jedoch zur Weltspitze. Deutschland, oft als «kranker Mann» des Alten Kontinents titulierte, entwickelte sich besonders dynamisch.

Sprudelnde Unternehmensgewinne in Europa

Die Unternehmensgewinne sind der wichtigste Einflussfaktor an den Börsen. Der Kurs einer Aktie folgt in der Regel der Gewinnentwicklung der Gesellschaft. In den letzten Jahren hat der europäische Unternehmenssektor revolutionäre Veränderungen

durchlaufen und seine Ertragslage nachhaltig verbessert. Im Gegensatz zur Politik haben die Unternehmen ihre Hausaufgaben gemacht. Das Lamentieren über schlechte wirtschaftliche Rahmenbedingungen wich einer energischen Politik der Kostensenkungen. Kompromisslos wurde rationalisiert und restrukturiert, Arbeitszeiten wurden verlängert und Arbeitsplätze in Niedriglohnländer, v.a. nach Osteuropa, verschoben.

Nun können die Früchte dieser Arbeit geerntet werden. Die Gewinne sprudeln und legten im vergangenen Jahr, gemessen an den im MSCI Europaindex enthaltenen Unternehmen,

um knapp 25% zu. Die Aktienkurse sind damit etwa parallel zu den Gewinnen angestiegen. Aus diesem Grund haben sich die Bewertungen der Dividendenwerte, welche üblicherweise anhand des Kurs-/Gewinn-Verhältnisses (KGV) ermittelt werden, kaum erhöht. Europas Aktien stehen auf einem soliden Fundament.

Fokus Deutschland

Den deutschen Unternehmen ist die Metamorphose besonders gut gelungen. Die Erträge haben sich im europäischen Vergleich überdurchschnittlich entwickelt. Die deutschen Gesellschaften haben die Vorteile der Globalisierung sehr geschickt und viel konsequenter als ihre Mitkonkurrenten genutzt. Durch Internationalisierung und Restrukturierung haben sie sich vom stagnierenden Binnenmarkt weitgehend abgekoppelt. Umsätze, Gewinne und Mitarbeiterzahl wachsen fast nur noch im Ausland.

Durch die energisch vorangetriebenen Restrukturierungsmassnahmen konnten die Lohnstückkosten seit 2001 kontinuierlich gesenkt werden. Die Löhne stiegen langsamer als die Produktivität, was sich positiv auf die Ertragslage auswirkte. Die im DAX enthaltenen Unternehmen konnten ihre Gewinnmarge vor Steuern von 1% im 2002 auf 8% im vergangenen Jahr verbessern. Sie liegt nun wieder auf dem Niveau des Spitzenjahrgangs 2000. Die internationale Konkurrenzfähigkeit hat sich markant erhöht. Zu Recht wird Deutschland als Exportweltmeister bezeichnet. Die grösste europäische Volkswirtschaft ist für die

Zukunft ausgezeichnet positioniert, um von der erwarteten starken internationalen Konjunktur, besonders der hohen Dynamik in China, weiter profitieren zu können.

Anziehende

deutsche Binnenwirtschaft

Die Hoffnung ist berechtigt, dass sich die Dynamik des Exportsektors auf die deutsche Binnenwirtschaft übertragen wird. Erstmals seit drei Jahren haben die Einzelhandelsumsätze 2005 wieder etwas angezogen (+0,6%). Dieses Jahr wird ein Zuwachs von 1% erwartet. Der Regierungskoalition aus CDU und SPD gelingt es, im Inland Optimismus zu verbreiten. Das Konsumentenvertrauen hellt sich auf.

Zwei weitere Faktoren unterstützen diese erfreulichen Trends: die Fußballweltmeisterschaft im Juni dieses Jahres sowie die Erhöhung der Mehrwertsteuer Anfang 2007. Das alle vier Jahre stattfindende, weltweit wichtigste Fußballturnier wird Hunderttausende von Fußballfans in die Stadien in allen Teilen Deutschlands locken. Die Fußballfans werden konsumieren, übernachten und vielleicht auch einige Tage länger als notwendig in Deutschland verweilen. Die Erhöhung der

Mehrwertsteuer auf Anfang 2007 dürfte zu vorgezogenen Käufen in diesem Jahr führen. Es ist zu hoffen, dass der ausgelöste Schwung bis weit über das laufende Jahr hinaus anhalten und sich der Binnensektor endlich nachhaltig erholen wird.

Nach einer über ein Jahrzehnt andauernden Krise scheint der deutsche Immobiliensektor endlich Boden gefunden zu haben. Besonders angelsächsische Investoren haben in jüngster Zeit kräftig in diesen Markt investiert. Die Immobilienaktien sind markant angestiegen. In der Vergangenheit war dies stets ein guter Vorlaufindikator: Das Interesse an Deutschland als Anlageland nimmt zu.

Interessante Small Caps

In einem europäischen Aktienportfolio bevorzugen wir deshalb deutsche Titel. Wir sind der Meinung, dass ihre Gewinndynamik von den meisten Investoren unterschätzt wird. Die Früchte der in den letzten Jahren eingeleiteten Effizienzsteigerungen dürften noch einige Jahre zu ernten sein. Zudem hat der seit der Jahrtausendwende stark angestiegene Euro die Unternehmen gezwungen, kosteneffizienter zu produzieren. Im allgemeinen haben sie

diesen Härtetest erfolgreich bestanden und ihre Wettbewerbsfähigkeit erheblich gesteigert. Zudem verleiht der feste US-Dollar den Exporten Rückenwind.

Die klein- und mittelgrosskapitalisierten Unternehmen verfügen über ein besonders interessantes Risiko-/Ertrags-Profil. Langfristig entwickelt sich das Umsatz- und Gewinnwachstum bei Small und Mid Caps meist dynamischer als bei Large Caps. Diese sind im Markt zwar gut etabliert, verfügen jedoch über relativ wenig Expansionspotential. Die kleineren Unternehmen sind meist agiler und vielfach in rasch wachsenden Marktnischen tätig. Deshalb sind sie oft weniger stark von der internationalen Konjunktorentwicklung abhängig, beinhalten jedoch auch ein höheres unsystematisches Risiko.

Die bessere analytische Erschließung des Small-Cap-Spektrums dürfte dazu führen, dass die Risikoprämien für kleinere Gesellschaften zurückgehen werden. Der AIG Equity Fund Europe setzt diese Anlagestrategie konsequent um. Der Fonds ist flexibel genug, um sich ändernden Trends anzupassen. •

Renaissance in Germany

Since mid-March 2003 when the stock markets began their latest recovery, the MSCI Europe Index – which tracks European equity markets – has risen by around 95% thus outperforming both the MSCI World Index (+67%) and the U.S. market (+46%), which is by far the world's largest (all figures in euro as of 21 February 2006). However, even though their prices have rocketed, European equities remain realistically valued in international terms. And the earnings potential of European companies is probably still underestimated. Within Europe we are focusing our investments in Germany where business confidence has seldom been higher. Profit growth among German companies is above the European average. There are signs that consumption is gradually picking up and that consumer confidence is returning. The new government positively oozes optimism and the impending World Cup has captured the national imagination. The property market – a useful advance indicator – is making healthy noises, and prospects in the SME sector are good.

The situation seems paradoxical. While the U.S. economy ran like clockwork in 2005 – its advance unchecked by two of the worst hurricanes in a century, steeply rising fuel prices and repeated increases in key lending rates – U.S. equities only managed to tread water. The contrast with Europe could not have been greater. Here, economic stagnation has stubbornly persisted in the core countries of Germany, France and Italy and the Europe-wide unemployment rate is around 10%. Consumer confidence has fallen

heavily in recent years and domestic markets (with a few exceptions) are lifeless. Despite all this, European equities last year delivered world-beating performances. And Germany – once widely labeled the “sick man of Europe” – showed a particularly healthy improvement.

Burgeoning profits for European companies

Stock markets are influenced by company profits more than any other factor. As a rule, the price of a company's