



MARKET INSIGHT

Juli 2017



SIND AKTIEN DER EUROZONE IMMER NOCH ATTRAKTIV?

In den letzten zehn Jahren war Europa bei globalen Aktienanlegern nicht beliebt. Das europäische Schuldendebakel und die Rettungsaktion zugunsten von Griechenland 2010 trugen zu der lange anhaltenden negativen Stimmung gegenüber dem «kalten» Europa bei. Die geringe Produktivität, schwache Institutionen und der hohe Grad der gewerkschaftlichen Organisation werden ebenfalls häufig als Gründe für die skeptische Haltung der Anleger gegenüber Europa angeführt. Vom Standpunkt der Anleger aus gesehen, war dieses mangelnde Interesse berechtigt, da europäische Aktien seit dem Tiefpunkt der globalen Finanzkrise 2009 um über 90% schwächer abgeschnitten haben als US-Aktien. Diese mangelnde finanzielle Stärke machte sich auch am Devisenmarkt bemerkbar, wo der Euro gegenüber dem US-Dollar seit seinem Höhepunkt 2008 um 30% fiel. Wir haben jedoch beobachtet, dass sich die jüngste Stimmung gegenüber europäischen Aktien und insbesondere Aktien der Eurozone dramatisch verändert hat, da globale Aktienstrategen auf eine Übergewichtung umschwanken. Dies ging so weit, dass Aktien der Eurozone zu einem überlaufenen Bereich wurden.

Was für die Eurozone spricht

Erstens ist die Gewinnrezession der Jahre 2015 und 2016 vorbei und die Konsenserwartung an den Gewinn je Aktie der Eurozone im Jahr 2017 ist mit 18% die höchste unter den Industrieländern. Interessanterweise ist dies erst das zweite Mal in einem Jahrzehnt, dass die Konsensgewinnerwartungen für die Region nach oben korrigiert wurden. Ein krasser Gegensatz zum Trend der Abwärtskorrekturen in jedem Jahr seit 2011. Nun hätte man befürchten können, dass derart anspruchsvolle Erwartungen zu Enttäuschungen führen könnten, wenn die Gewinne bekannt gegeben werden, und die Unternehmen in der Berichtssaison die Prognosen verfehlen würden. Das war nicht der Fall. Aktien der Eurozone legten im 1. Quartal 2017 kräftig zu und

warteten mit der besten Überraschung seit sieben Jahren auf: Die Gewinne je Aktie stiegen zum Vorjahr um 20% und die Umsätze um 9%. Darüber hinaus übertrafen 61% der Unternehmen die Prognosen für den Gewinn je Aktie um 8% und 80% schlugen die Umsatzprognosen um 3%. Mehr noch: Das Wachstum der Gewinne je Aktie verteilte sich auf eine breite Basis, da alle Sektoren ausser Versorgern und Immobilien positive Wachstumszahlen verzeichneten. Dank Rohstoff-Basiseffekten wiesen Energie- und Grundstoffunternehmen das stärkste Gewinn- und Umsatzwachstum aus, und die jüngste Erholung der Wirtschaftsaktivität verbesserte die Rentabilität zyklischer Unternehmen.

Bewertungen immer noch attraktiv

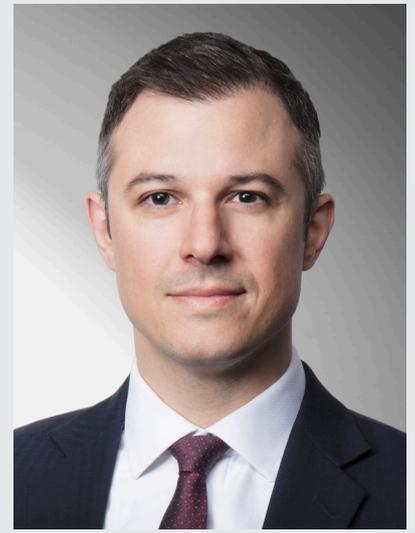
Ein weiteres vielversprechendes Argument für Aktien der Eurozone sind die Bewertungen. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,5 auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate, 15% über dem zehnjährigen Mittelwert erscheinen Aktien der Eurozone natürlich nicht mehr billig. Aus Sicht der relativen Bewertungen sind die Bewertungslücken zu anderen Aktienregionen und Anlageklassen aber immer noch gross und nahe an den Höchstwerten während der Krise. Gemäss unserem zusammengesetzten normalisierten Wertindikator sind Aktien der Eurozone billig gegenüber US-Aktien, was durch die extremen Abschlüsse beim sektorneutralen relativen Kurs-Buch-Verhältnis zusätzlich bestätigt wird. Darüber hinaus ist die Dividendenrendite der Eurozone mit 3,1% deutlich höher als die US-Dividendenrendite von 2% und der Zinssatz von 2,6%, mit der Anleger in Euro-Hochzinsanleihen entschädigt werden. Im Hinblick auf die Performance liegen Aktien der Eurozone in Lokalwährungen trotz der jüngsten Outperformance für den Zeitraum seit dem Tiefstwert der Krise immer noch um über 100% gegenüber US-Aktien zurück. Noch augenfälliger ist jedoch, dass sich die Gewinne je Aktie in der Eurozone immer noch um 32% unter dem Höchst-

wert der Vorkrisenzeit bewegen, während sie in den USA um 21% darüber liegen. Gemessen vom Tiefstwert der Krise sind die in den letzten zwölf Monaten realisierten Gewinne je Aktie in den USA um 139% gestiegen, in der Eurozone aber lediglich um 45%. Das entspricht einer Wachstumsdifferenz von 94%. Unserer Meinung nach sind Aktien der Eurozone jetzt gut aufgestellt, um aufzuholen und die Performance- und Gewinnwachstums-lücken gegenüber US-Aktien zu verringern, aber auch um gegenüber Euro-Anleihen am Zugkraft zu gewinnen.

Dynamik weiterhin intakt

Insgesamt hat die Wirtschaftsaktivität in der Eurozone seit Mitte 2016 beschleunigt, und die Frühindikatoren sind auf Mehrjahreshochs gestiegen. Das deutet darauf hin, dass diese Dynamik anhalten dürfte. Seit Anfang des Jahres waren die weichen Daten besonders gut, da die Einkaufsmanger- und Konsumentenvertrauensindizes auf die höchsten Stände seit sechs Jahren kletterten. Darüber hinaus erzielte die Eurozone im 1. Quartal 2017 mit 0,6% im Quartalsvergleich das stärkste reale BIP-Wachstum des vergangenen Jahrzehnts. Die Banken bieten günstige Kredite an, der Wohnimmobilienmarkt erholt sich, der Arbeitsmarkt zieht an und die Regierungen versprechen Steuer-senkungen. Die vorteilhafte Beendigung politischer Unsicherheiten könnte auch Investitionen freisetzen. Bemerkenswerterweise hat sich das Wirtschaftswachstum in der Eurozone seit 2015 auf interne Wachstumsmotoren wie den Konsum und Investitionen verlagert. Dies führt zu einer breiteren und robusten Konjunkturdynamik. Niedrigere Energiepreise, eine schwächere Währung, die stetig anziehende Inflation und die Belebung der Aktivität in den Schwellenländern trugen alle zu dem jüngsten Wachstumsimpuls bei.

Die kumulativen Kapitalflüsse in europäische Aktien waren 2016 zumeist negativ, begannen aber gegen Ende des Jahres



MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

“Seit Anfang des Jahres waren die weichen Daten besonders gut, da die Einkaufsmanager- und Konsumentenvertrauensindizes auf die höchsten Stände seit sechs Jahren kletterten.”

zu drehen. Seit Jahresbeginn flossen 19,3 Milliarden US-Dollar in Aktienfonds für Europa ohne Grossbritannien. Dies entspricht einer Steigerung um 7,9% und ist der stärkste Zufluss aller Aktienregionen. Der Grossteil dieser Zuflüsse folgte direkt auf die erste Runde der französischen Präsidentschaftswahlen. Das ist ein Zeichen dafür, dass die Anleger eine Menge Kapital zurückhielten, um das Ergebnis abzuwarten, obwohl die meisten globalen Anleger in der zweiten Hälfte des Jahres 2016 auf eine positive Einschätzung von Aktien der Eurozone umgeschwenkt waren. Die Positionierung in der Region bleibt jedoch niedrig, insbesondere nach den Abflüssen im Anschluss an das Brexit-Votum. Deshalb glauben wir, dass die Zuflüsse in Aktien der Eurozone noch einige Zeit anhalten dürften, da immer noch Spielraum besteht, das in den letzten Jahren abgezogene Kapital zurückzuerobieren.

Es bestehen auch Gefahren

Trotz dieser positiven Argumente zeigen sich in der Anlagebeurteilung für Aktien der Eurozone einige Risse. Erstens stützt sich das für 2017 erwartete Gewinnwachstum zu sehr auf die Wiederbelebung von Finanz- und Energieunternehmen, denn die Hälfte der Konsenserwartungen an das Gewinnwachstum je Aktie entfällt auf diese zwei Sektoren. Seit Mitte November 2016 stiegen die Ölpreise im Jahresvergleich an. Dadurch erhielten Energieunternehmen Aufwind, was sich auch in den Zahlen für das 1. Quartal 2017 zeigte. Im Augenblick notiert WTI-Rohöl jedoch um 13% niedriger als im Vorjahr. Dies dürfte während des restlichen Jahres 2017 wieder Druck auf die Energieunternehmen ausüben und das erwartete Gewinnwachstum je Aktie des Sektors von 76% gefährden. In der Eurozone und den USA tendieren die Anleihenrenditen seit Januar abwärts, da die Inflationserwartungen zu beiden Seiten des Atlantik zurückgingen. Sollten die Renditen niedrig bleiben oder sogar weiter sinken, würde dies die Nettozinsmargen der Banken drü-

cken und könnte die Konsenserwartungen an das Gewinnwachstum im Finanzsektor gefährden.

Zweitens sind sich die Ökonomen einig, dass die Beschleunigungsphase des Erholungszyklus mittlerweile hinter uns liegt und die Konjunkturdynamik in der Eurozone vermutlich im 1. Halbjahr 2017 den Höhepunkt erreicht hat. Das Wachstum dürfte zwar solide bleiben. Aber die Prognosen deuten auf eine Verlangsamung der Konjunkturdynamik ab dem 2. Halbjahr 2017 hin. Das reale Lohnwachstum liegt immer noch nahe bei null, und die Finanzierungsbedingungen dürften künftig restriktiver werden. Das Kreditwachstum bremst ab, und die Investitionsaussichten trüben sich ein. Das Exportwachstum scheint vorerst den Höhepunkt überschritten zu haben. Die jüngste Aufwertung des Euro ist kein gutes Zeichen für eine weitere Beschleunigung. Die Brexit-Verhandlungen und politische Unsicherheiten in Italien sind potenzielle Quellen von Unsicherheiten und Volatilität.

Aussichten trotz Wolken gut

Keine Anlagebeurteilung besteht jedoch nur aus positiven Faktoren ohne negative Aspekte. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass Aktien der Eurozone immer noch attraktiv sind und von Rückenwinden profitieren dürften. Trotz der sich am Horizont zusammenbrauenden Wolken führten das kräftige Gewinnwachstum, die attraktiven relativen Bewertungen, die sich verlangsamende, aber immer noch robuste Konjunkturdynamik, die schwache Anlegerpositionierung und nachlassende politische Unsicherheiten zu einer positiven Veränderung der Anlegerstimmung gegenüber Aktien der Eurozone. Aus der Investmentperspektive könnten mittelgrosse binnenorientierte Unternehmen ausserhalb des Finanz- und Energiesektors, die ein stabiles Wachstum aufweisen und Cashflows erwirtschaften, die besten Aussichten haben.

WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL“ genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung. Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.