



Europa holt auf.



Robert Lind

Europa-Volkswirt

London

29 Jahre Investmenterfahrung
(Stand 31. Dezember 2016)

Im Euroraum lässt die politische Unsicherheit nach – und es zeigt sich, dass es der Wirtschaft durchaus gut geht. Nach massiven Mindererträgen holen europäische Aktien gegenüber den USA jetzt auf. Wenn der Aufschwung anhält, könnten europäische Titel US-Papiere sogar hinter sich lassen. Doch es gibt Risiken: schwächeres Weltwirtschaftswachstum, geld- oder fiskalpolitische Fehler und/oder ein politischer Schock im Euroraum.

Politische Irritationen haben europäische Aktien im letzten Jahr belastet, nicht zuletzt die populistischen Töne aus den Niederlanden und Frankreich. Doch in beiden Ländern setzten sich am Ende die Europäer durch. Jetzt scheinen die politischen Risiken nachgelassen zu haben. Das Ergebnis der Bundestagswahlen Ende September ist kein wirklicher Grund zur Sorge, haben die Euro-Befürworter doch eine sichere Mehrheit, und in Italien wird erst 2018

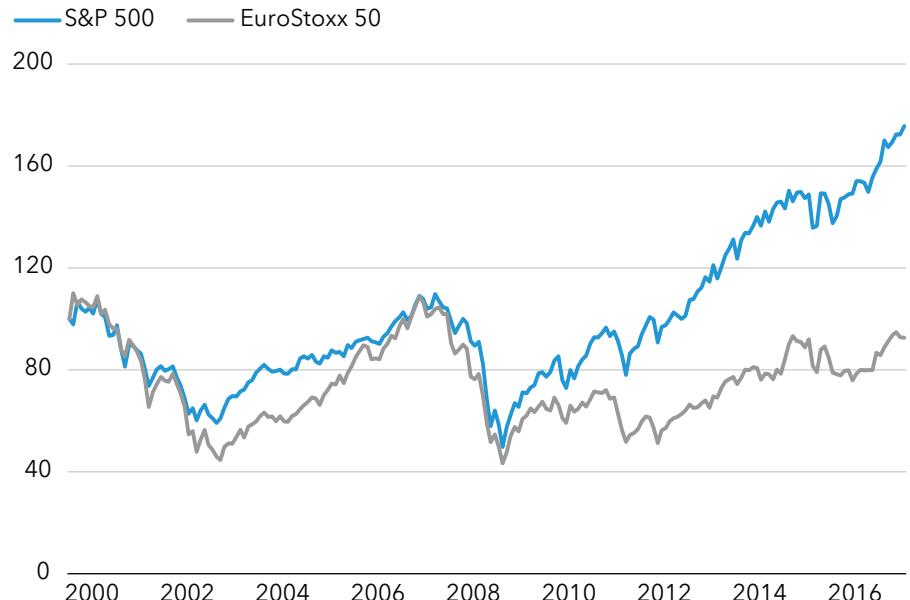
gewählt. Die europäischen Aktienmärkte profitieren allmählich von dem raschen Rückgang der politischen Risiken. In diesem Jahr ist der EuroStoxx 50 bereits um 7% gestiegen, gegenüber 9% Anstieg des amerikanischen S&P 500 Index (jeweils in lokaler Währung).¹ 2016 hatte der EuroStoxx 50 weniger als 2% zugelegt, der S&P 500 hingegen 10%.² Dank der nachlassenden politischen Unsicherheit können sich die Investoren jetzt auf die Fundamentaldaten konzentrieren.

1 Stand 23. August 2017. Quelle: Bloomberg

2 Quelle: Bloomberg (Preisindex)

Europäische Aktien liegen hinter US-Titeln zurück

Amerikanische und europäische Aktien (in lokaler Währung), Januar 2000 = 100



Stand 23. August 2017. Quelle: Bloomberg (Preisindex)

Das Gewinnwachstum der Euroraum-Unternehmen hat sich nach jahrelanger Schwäche jetzt deutlich verbessert. Dies zeigt, dass sich die Konjunktur erholt hat. Sowohl das Verbrauchervertrauen als auch das Geschäftsklima haben Fortschritte gemacht, sodass der private Verbrauch und die Investitionen steigen. Endlich liegt das Wirtschaftswachstum im Euroraum wieder über seinem Langfristtrend, sodass sich die Output-Lücke schließt; in der ersten Jahreshälfte 2017 betrug das Wachstum annualisiert mehr als 2%.³ Unterdessen sprechen die Frühindikatoren dafür, dass der Aufschwung anhält. Im August ist der Flash-PMI für die Industrie auf 57,4 Punkte gestiegen, nach 56,6 Punkten im Juli. Er lag damit über den Indizes für die USA, Japan und China. Wichtiger noch ist aber, dass sich die Euroraum-Wirtschaft auf breiter Front erholt. Alle fünf großen Volkswirtschaften vermelden Einkaufsmanager-

Indizes deutlich über 50 Punkten (was für Wachstum steht).⁴

Das steigende Wirtschaftswachstum im Euroraum hat viele Gründe. An erster Stelle ist die Erholung der Weltwirtschaft zu nennen, insbesondere die stärkere Konjunktur in den USA und China. Wichtig waren aber auch binenwirtschaftliche Entwicklungen: Die Europäische Zentralbank (EZB) ist bei ihrer äußerst expansiven Geldpolitik geblieben, mit niedrigen Real- und Nominalzinsen. Trotz der stärkeren Konjunktur halten sich Lohn- und Preisdruck noch immer in Grenzen, sodass die EZB die Geldpolitik wohl nur sehr behutsam straffen wird. Wir glauben, dass sie die Wertpapierkäufe Anfang nächsten Jahres allmählich zurückfährt. Die Zinsen könnten aber noch bis 2019 auf dem derzeitigen Niveau bleiben.

3 Quellen: Eurostat, Bloomberg

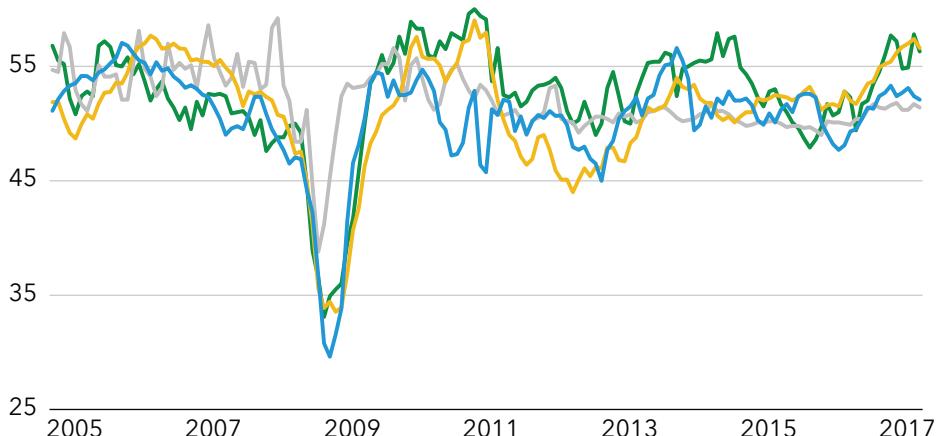
4 Quellen: Markit, Bloomberg

Erholung der Weltkonjunktur

Industrie-PMIs, Diffusionsindex, 50 = keine Veränderung

— USA — China — Euroraum — Japan

65



Stand Juli 2017. Quellen: ISM, Markit

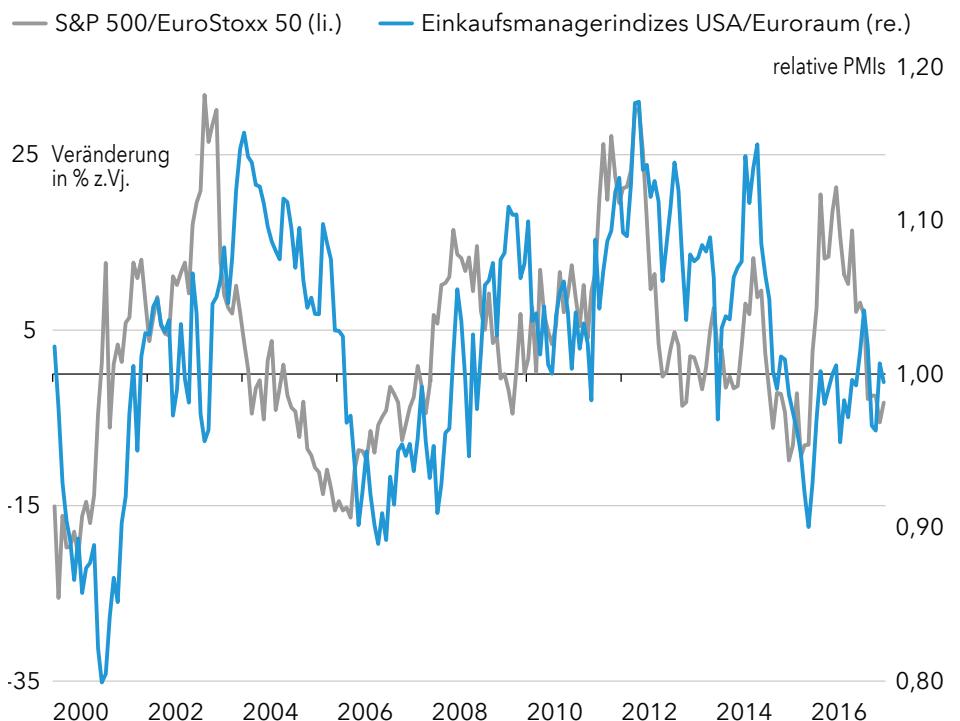
Zur wachstumsfreundlichen Geldpolitik kommt hinzu, dass die Fiskalpolitik die Wirtschaft jetzt weniger stark dämpft. Die Austeritätspolitik nach der Krise, aus unserer Sicht ein Fehler, geht zu Ende. In Deutschland, Frankreich und Italien wurde die Fiskalpolitik zuletzt sogar leicht expansiv. Schließlich gibt es Anzeichen dafür, dass sich die Kreditnachfrage erholt; Haushalte und Unternehmen geben wieder Geld aus, und die Banken sind wieder stärker bereit, Kredite zu vergeben.

Nach einer langen Zeit der Mindererträge gibt es Potenzial für weitere relative Gewinne von Euroraum-Aktien. Die Abbildung auf Seite 4 zeigt die relative Wertentwicklung des S&P 500 und des EuroStoxx 50 und die relative Entwicklung der entsprechenden Industrie-PMIs. Meist liegt der US-Markt vor dem Euroraum-Markt, wenn der amerikanische ISM-Einkaufsmanagerindex über dem Euroraum-Einkaufsmanagerindex liegt (also bei Werten über 1,00 auf der rechten Achse). Bemerkenswert ist aber, dass der Mehrertrag des US-Markts

2016 nicht mit einem vergleichsweise stärkeren PMI einherging (bis zur kurzen Rallye nach den US-Wahlen 2016). Dies zeigt, dass die Investoren bei Euroraum-Aktien eine erhebliche politische Risikoprämie verlangten. Mit den jüngsten Kursgewinnen im Euroraum wurde den abnehmenden Risiken bislang aber nur teilweise Rechnung getragen.

Wenn die wirtschaftlichen Fundamentaldaten stabil bleiben, dürften Euroraum-Aktien gegenüber US-Aktien weiter aufholen. Bis jetzt hat sich die Erholung der europäischen Märkte vorwiegend auf Finanzwerte konzentriert, die 2012-2015 die größten Verluste hinnehmen mussten und nach den extrem niedrigen Bewertungen von Mean Reversion profitierten. Aber auch andere Sektoren sind hinter dem Aufschwung zurückgeblieben, was zeigt, dass es noch immer politische Sorgen gibt und die Investoren an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs zweifeln. Bei einer stabileren Erholung könnte der Aufschwung an Breite gewinnen.

Relative Marktentwicklung und Industrie-PMIs



Stand Juli 2017. Quellen: ISM, Markit

Dennoch gibt es weiter drei klare Risiken: Erstens könnte die Weltkonjunktur wieder nachgeben, beispielsweise aufgrund eines schwächeren Wachstums in den USA und/oder in China. Beide Volkswirtschaften könnten unter strafferen Finanzbedingungen leiden. Bei einer schwächeren Weltkonjunktur würden die Gewinne vieler europäischer Unternehmen nicht mehr so stark zulegen. Zweitens können wir geld- oder fiskalpolitische Fehler im Euroraum nicht ausschließen. Die Entscheider könnten zu sorglos werden, sodass die Geld- oder die Fiskalpolitik zu früh gestrafft

wird. Drittens wäre auch ein politischer Schock im Euroraum denkbar. Beispielsweise könnte Emmanuel Macron mit heftigem Widerstand gegen seine Reformvorschläge konfrontiert werden, insbesondere bei einer uneinigen Nationalversammlung. Verschlechtert könnte sich aber auch die politische Lage in Italien, mit neuen Problemen für die Partito Democratico von Matteo Renzi und Gewinnen für die Fünf-Sterne-Bewegung von Beppe Grillo. Wir glauben, dass Italiens prekäre politische und wirtschaftliche Lage der entscheidende Schwachpunkt des Euroraums bleibt.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften.

Dieses Dokument wurde von Capital International Limited, einem von der UK Financial Conduct Authority genehmigten und regulierten Unternehmen, erstellt. Capital International Limited ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

Für Deutschland: Capital International Limited unterliegt in Deutschland über ihre Niederlassung der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). © 2017 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-312054 CIL DE (DE AT)