

Während der US-Börsenmotor stottert und die hoch gelobten Emerging Markets in einen neuen Strudel von Währungsturbulenzen gezogen werden, sind die Aussichten für Europas krisengeschüttelte Aktienmärkte so gut wie seit Jahrzehnten nicht mehr: Gründe für eine anhaltende Outperformance und die Übergewichtung im Quantex Global Value Fund.

Und immer kommt es an den Börsen anders, als die meisten denken: Vor zweieinhalb Jahren war der Mainstream sehr negativ eingestellt für die politisch und wirtschaftlich zerrütteten USA. Gleichzeitig waren fast alle sehr optimistisch für China, Indien und andere Emerging Markets. Was ist passiert? Amerika hat ein fulminantes Comeback hingelegt – die Schwellenländer-Börsen dagegen haben im selben Zeitraum gegenüber den USA so stark underperfornt wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

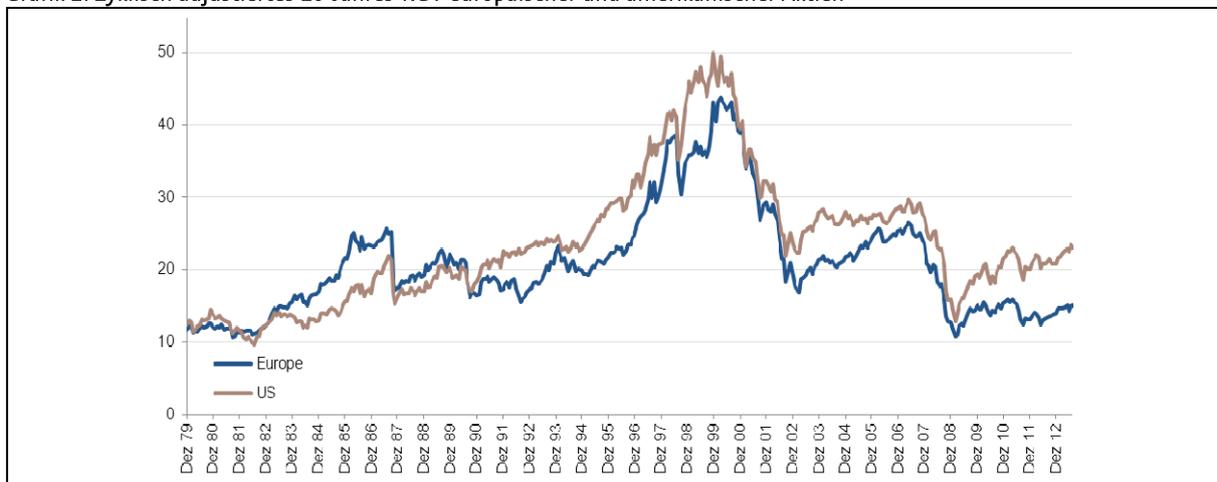
Billig kaufen und teuer verkaufen, ist beim Investieren leichter gesagt als getan. Meist gibt es gute Gründe, günstige Aktien nicht zu kaufen oder zumindest damit noch etwas zuzuwarten. Aus antizyklischer Sicht besteht jedoch kaum ein Zweifel, welche Region mit Blick auf die nächsten Jahre die besten Aktienrenditen verspricht: Nicht die Emerging Markets – noch nicht – sondern Euroland.

Ein seit März 2010 anhaltendes Trommelfeuer von schlechten News in den Medien, die Angst vor einem Kollaps von Währungsunion und Bankensystem sowie eine schwere Rezession in Südeuropa haben europäische Aktien extrem unpopulär werden lassen. Doch es gibt bereits einige Anzeichen, dass das Schlimmste überstanden und die Trendwende geschafft ist. Wer wartet, bis die Unsicherheit weg ist und für den Mainstream der Anleger wieder Klarheit herrscht, verpasst den besten Teil der Performance.

Der deutlichste und objektivste Indikator, der für ein verstärktes Engagement in europäischen Aktien spricht, sind ihre Bewertungen. Dabei sollte man weniger auf die aktuellen Kurs/Gewinnverhältnisse (KGV) achten, da die Gewinne vieler Unternehmen der Eurozone derzeit sehr gedrückt sind. Gemäss Berechnungen von SocGen liegen sie derzeit 10% unter dem zehnjährigen Trend, ein für Rezessionen übliches Niveau. US-Firmen dagegen weisen Gewinne von 25% über ihrem Trend auf und sind damit anfällig für einen Einbruch der Margen.

Nützlicher ist deshalb ein Blick auf das KGV der durchschnittlichen Gewinne der letzten zehn Jahre, auch zyklisch adjustiertes KGV (cyclically adjusted P/E oder CAPE) oder Shiller P/E genannt.

Grafik 1: Zyklisch adjustiertes 10-Jahres-KGV europäischer und amerikanischer Aktien

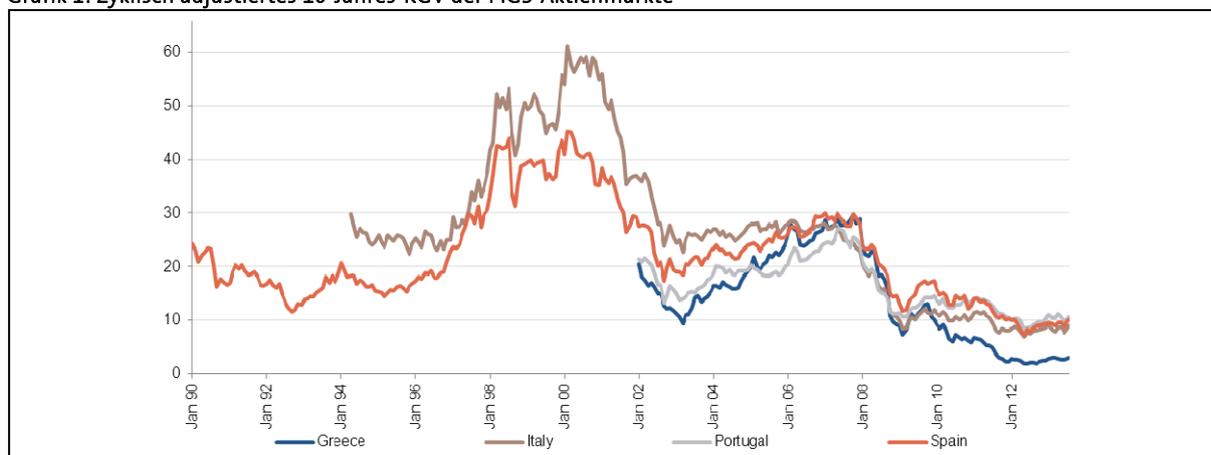


Quelle: SocGen

Der Blick auf das zyklisch adjustierte 10-Jahres-KGV (vgl. Grafik 1) zeigt eine klare Unterbewertung der europäischen Aktienmärkte gegenüber den US-Börsen an. Die relative Unterbewertung ist so gross wie sie seit 1979 nur während der wildesten Zeit der Internet-Blase im Jahr 1999 war. Doch nicht nur relativ zu den USA, sondern auch absolut gesehen sind Eurozonen-Titel derzeit attraktiv bewertet. Ausser während der Finanzkrise 2008/09 waren sie nur zu Beginn der 1980er Jahre billiger, als eine grosse Aktien-Hausse begann.

Noch extremer ist die Unterbewertung der besonders krisengebeutelten PIGS-Staaten Portugal, Italien, Griechenland und Spanien (vgl. Grafik 2). All diese Aktienmärkte sind derzeit günstiger als sie je waren seit SocGen über Daten verfügt.

Grafik 1: Zyklisch adjustiertes 10-Jahres-KGV der PIGS-Aktienmärkte



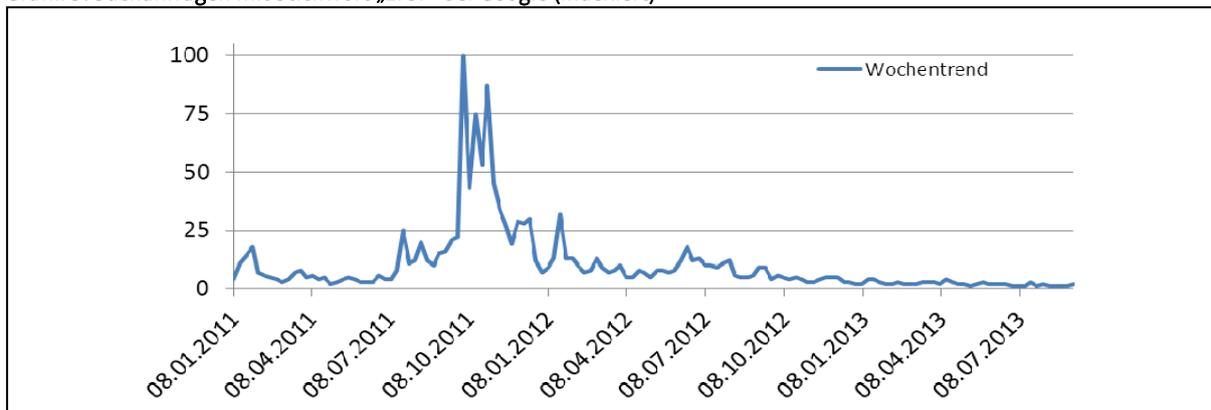
Quelle: SocGen

Gemäss den Analysen von Ned Davis Research befindet sich das 10-Jahres-KGV Europas im günstigsten Fünftel aller historischen Fälle. Ausgehend von diesem Bewertungsniveau sind für die nächsten zehn Jahre durchschnittliche jährliche Aktienrenditen von real über 7% zu erwarten, also nach Abzug der Inflation. Die historische Renditebandbreite mit dieser Ausgangslage beläuft sich auf 4% bis 9.5% realen jährlichen Durchschnittsertrag. Es ist aus der Geschichte kein Fall bekannt, bei dem Anleger nach einem Einstieg auf diesem tiefen Bewertungsniveau auf zehn Jahre einen realen Verlust eingefahren hätten.

Die aktuelle Bewertungsdifferenz zum amerikanischen Aktienmarkt impliziert ein jährlich um 2% höheres Gewinnwachstum bei US-Firmen bis in alle Ewigkeit. In 35 Jahren würden sich die Gewinne der US-Börsentitel also relativ zu denen der europäischen verdoppeln – so etwas hat es historisch noch nie gegeben. Das Gewinnwachstum war auf lange Sicht in beiden Regionen ziemlich ähnlich, was in Zeiten der Globalisierung auch Sinn macht.

Europäische Aktien, besonders diejenigen Südeuropas, sind also absolut und relativ gesehen sehr günstig. Schön und gut mag mancher einwenden, doch was ist mit den Risiken? Viele Anzeichen deuten darauf hin, dass Euroland das Schlimmste überstanden hat. Der einstige Fokus der globalen Medien auf das Krisengipfel-Theater der EU oder die Wahlen in unbedeutenden Peripherieländern wie Portugal und Griechenland hat spürbar nachgelassen. Andere Themen wie die Währungskrise in den Emerging Markets, die US-Schuldenobergrenze oder Syrien bestimmen nun die Nachrichtenagenda. Die Zahl der Google-Suchanfragen nach der ominösen EFSF (Abkürzung für Europäische Finanzstabilitätsfazilität) liegt inzwischen 99% unter dem Niveau vom Oktober 2011 (vgl. Grafik 3).

Grafik 3: Suchanfragen mit Stichwort „EFSF“ bei Google (indexiert)



Quelle: Google Analytics

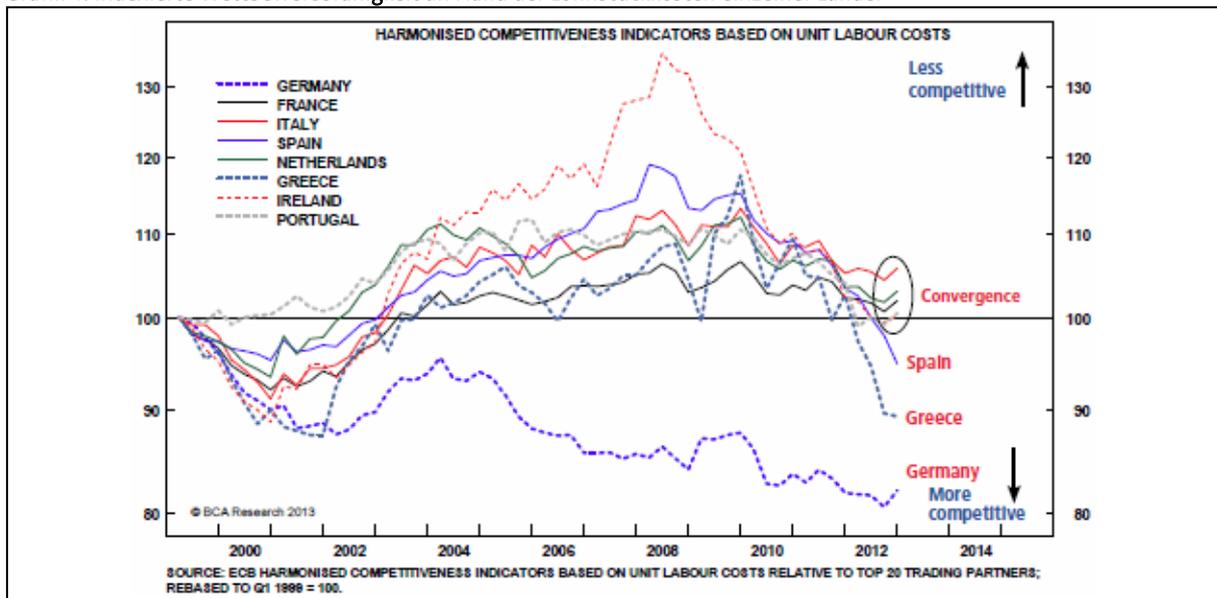
Seit EZB-Chef Mario Draghi im Juli 2012 angekündigt hatte, einen Kollaps des Euro-Finanzsystems mit der Notenpresse um jeden Preis zu verhindern, sind die Risikoaufschläge für Anleihen der Peripheriestaaten massiv zurückgekommen. Wenn die EZB tatsächlich bereit ist, unlimitiert Euros zu drucken, so ist ein Zahlungsausfall einzelner Euro-Staaten wie auch eine breite Bankenkrise unmöglich. Was nicht bedeutet, dass einzelne kleine Länder oder Banken im Stil Zyperns doch noch über die Klinge springen müssen. Eine grosse Systemkrise ist jedoch vom Tisch – mit dem Risiko einer drohenden Hochinflation und natürlich beträchtlicher moralischer Risiken mit Bezug auf falsche Anreize.

Insofern ist es sehr positiv zu werten, dass die von Kanzlerin Angela Merkel de facto geführte EU bisher auf harten Spareinschnitten und längst überfälligen Anpassungen der Wettbewerbsposition in den besonders stark überschuldeten Peripherie-Staaten bestanden hat. So konnten die strukturellen Probleme Südeuropas nicht einfach bequem weg inflationiert werden, sondern es kam zu echten Reformen. Wegen dieser Budgetschnitte musste die EZB denn auch bisher relativ wenig Gebrauch von der Notenpresse machen – deutlich weniger jedenfalls als die Zentralbanken der USA, des Vereinigten Königreichs oder Japans. Darin liegt wohl auch eine Erklärung für die anhaltende und in vielen Augen verblüffende Stärke des Euro zu den Währungen dieser Länder.

Ist die Gefahr einer systemischen Bankenkrise tatsächlich vom Tisch, so besteht kurzfristig nur das Problem der schlechten Konjunktur. Hier sind die jüngsten Zahlen positiv. Im zweiten Quartal 2013 ist die Eurozone nach sechs Quartalen der Rezession zum ersten Mal wieder gewachsen. Vorausblickende Indikatoren oder die Einkaufsmanager-Indizes der Industrie zeigen ebenfalls ein Ende der Rezessionsphase an. Die Arbeitslosigkeit liegt für die ganze Eurozone zwar noch auf dem Rekordniveau von 12.1%, ist aber traditionell ein nachlaufender Indikator. In den USA lag sie Anfang 2011 auch noch bei 10% und ist inzwischen auf fast 7% geschrumpft.

Auf längere Sicht ist für die Eurozone die Bereinigung der strukturellen Ungleichgewichte entscheidend. An dieser Front sieht es plötzlich überraschend gut aus. Dank sinkenden Importen und rasch steigenden Exporten sowie schrumpfender Kreditvergabe sind die jahrelangen Leistungsbilanzdefizite von PIGS-Staaten wie Spanien oder Griechenland verschwunden und teils sogar zu Überschüssen geworden. Die Wettbewerbsfähigkeit Südeuropas verbessert sich. Die ehemals grosse Lücke zu Deutschland gemessen an den Lohnstückkosten ist dran, sich rapide zu schliessen – zumindest, was Spanien, Griechenland und Portugal angeht, nur Italien hinkt immer noch hinterher (vgl. Grafik 4). In Spanien war sogar die Arbeitslosigkeit jüngst seit langem wieder rückläufig.

Grafik 4: Indexierte Wettbewerbsfähigkeit an Hand der Lohnstückkosten einzelner Länder



Quelle: BCA Research

Verbessern sich Wettbewerbsfähigkeit und Konjunktur, steigen auch die Chancen auf eine Verbesserung der Staatshaushalte. Nach Italien weist nun sogar Griechenland einen primären Haushaltsüberschuss auf – also einen Überschuss vor Zinszahlungen. Mit gesünderen Staatsfinanzen sinken die Zinsaufschläge, und die Kreditklemme im Bankensystem lockert sich, was wiederum die Konjunktur anheizt. Es besteht eine reelle Chance, dass der Teufelskreis durchbrochen wurde und nun eine sich selbst verstärkende positive Feedback-Spirale in Gang kommt.

Der traditionell vorausblickende Aktienmarkt hat jedenfalls schon Lunte gerochen. Seit der Zinswende in den USA im Mai eilen die europäischen Börsen ihren globalen Konkurrenten davon. Besonders gut schneiden dabei die PIGS und insbesondere Finanztitel ab.

Diese erste Phase eines neuen europäischen Bullenmarktes könnte noch eine Zeit lang weiter gehen und ist getrieben von der typischen Erleichterung darüber, dass Euroland und insbesondere Südeuropa doch nicht völlig in einem finanziellen Krisenstrudel verschwinden werden. Plötzlich wagen es einzelne Strategenteams wieder, europäische Länder von „Untergewichten“ auf „Neutral“ herauf zu stufen. Eurozonen-ETF verzeichnen sogar wieder etwas Mittelzuflüsse nach Jahren mit ständigen Abflüssen. Dieses erste Erleichterungs-Rally könnte noch einige Monate anhalten, so lange weiter positive Konjunkturdaten hereinprasseln. Nach einer früher oder später unvermeidlichen Korrekturphase dürfte dann in den nächsten Jahren die zweite Hausse-Phase der Akzeptanz folgen, in der es plötzlich wieder ganz in Ordnung und vernünftig erscheint, Aktien aus der Eurozone zu kaufen oder sogar überzugewichten. Dann dürfte sich auch die akute Unterbewertung korrigieren. Doch davon sind wir noch einige Jahre entfernt.

Umsetzung im Quantex Global Value Fund

Im Quantex Global Value Fund werden Aktien aus der Eurozone schon seit Mitte 2012 übergewichtet, insbesondere Titel aus den verschmähten PIGS-Staaten. Den Vorzug geben wir dabei auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten Unternehmen aus den Sektoren Medien, Freizeit und Finanzen, insbesondere den verschmähten Banken.

Dank dieser Übergewichtung und dem traditionellen Fokus auf Unternehmen mit hoher Free-Cashflow-Rendite konnte in den vergangenen drei und fünf Jahren eine deutliche Outperformance gegenüber dem MSCI World Index erzielt werden. In den letzten zwölf Monaten hat sich diese Outperformance dank der Übergewichtung der Eurozone weiter akzentuiert.

Der Fonds litt in den ersten Jahren seit seiner Auflegung unter seiner relativ geringen Grösse, was in der Vergangenheit zu hohen Gesamtkosten (TER) führte. Mit dem Erreichen eines Fondsvolumens von 30 Millionen CHF sind diese Probleme entschärft. Als zusätzliche Massnahme zu Gunsten der Fondsanleger hat Quantex dieses Jahr die Management Fee auf 1% p.a. reduziert.

Wertentwicklung in CHF (indexiert)

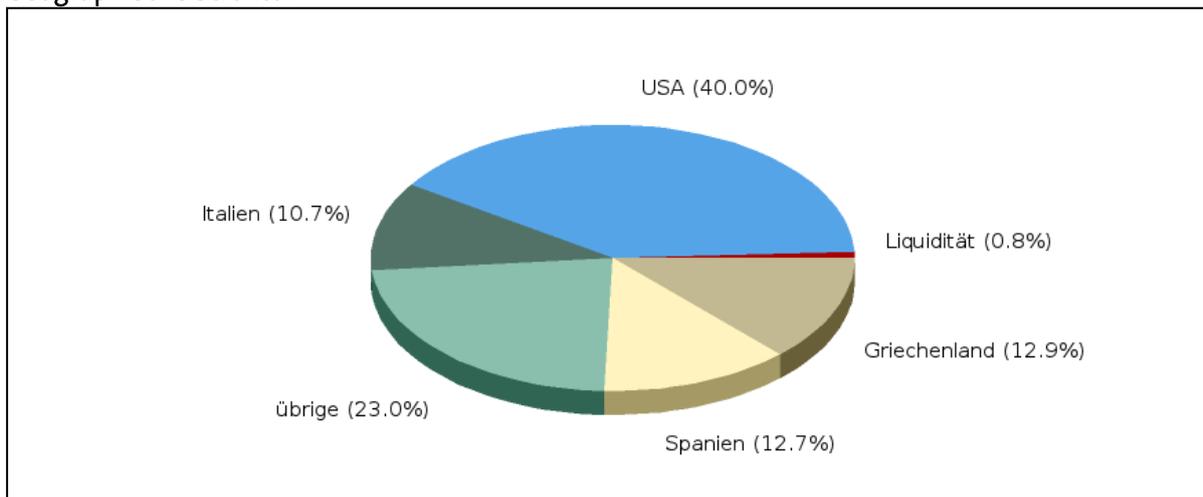


Performancetabelle in CHF

	Sep 13	Lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	Aufleg.
Quantex Global Value Fund	4.3%	39.2%	45.0%	58.8%	45.7%	31.3%
MSCI World Net Return	2.9%	16.9%	16.8%	30.1%	18.6%	13.6%

*Auflegung am 18.07.2008

Geographische Struktur



Für Fragen zum Thema und zur aktuellen Strategie des Global Value Fund steht Ihnen unser Team sehr gerne zur Verfügung.

Peter Frech, Fondsmanager