

Europa: Haben wir das Schlimmste überstanden?

Kernaussagen

- Regierungen und Notenbanken bemühen sich, die wirtschaftlichen Probleme zu lindern. Es gibt erste Zeichen der Stabilisierung.
- Die Bewertungen erscheinen historisch und verglichen mit anderen Regionen attraktiv, und die Gewinnschätzungen sind realistischer geworden.
- Die Einkaufsmanagerindizes erholen sich von einem extrem niedrigen Niveau.
- Die Situation an den Kreditmärkten hellt sich dank verbesserter Liquidität spürbar auf.
- Die Stimmung wird freundlicher.

Der Weg zur Erholung wird geebnet

Jeder weiß, welche Turbulenzen an den Finanzmärkten der Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 ausgelöst hat. Viele sind jedoch der Ansicht, dass der Ursprung der Probleme viel weiter zurückliegt.

Zahlreiche Akteure haben sich seit Beginn der Krise nach Kräften bemüht, das System zu reparieren. Regierungen und Notenbanken haben die Zinsen energisch gesenkt, die Renditekurve angepasst, bedrängten Banken geholfen, Liquidität in die Wirtschaft gepumpt und einen Kurs der quantitativen Lockerung eingeschlagen.

Zinsen von fast null Prozent am kurzen Ende reichten in manchen Ländern nicht aus. Neben den herkömmlichen Mitteln, die den Notenbanken zur Verfügung stehen, mussten auch unkonventionelle Methoden angewandt werden, wie wir es mit der Einführung des Prinzips der „quantitativen Lockerung“ beobachten konnten. Gewöhnlich versuchen Notenbanken, die Kreditvergabe und die wirtschaftliche Aktivität indirekt via Zinssenkungen zu stimulieren. Niedrigere Zinsen haben zur Folge, dass die Menschen weniger sparen und mehr Geld ausgeben. Wenn weitere Zinssenkungen aber nicht möglich sind, haben die Notenbanken nur noch die Option, mehr Geld auf direktem Wege in die Wirtschaft zu pumpen. Die Bank of England, die Bank of Japan und die amerikanische Federal Reserve haben sich alle für eine Politik der quantitativen Lockerung entschieden. Dazu treten sie selbst als Käufer von Vermögenswerten, wie etwa Staats- und Unternehmensanleihen, auf. Auch die Europäische Zentralbank schlug Anfang Mai, etwas später als Großbritannien und die USA, den Weg der quantitativen Lockerung ein.

Darüber hinaus wurden so genannte Belastungstests durchgeführt um festzustellen, ob Geldinstitute über genügend Kapital verfügen, um eine mögliche Verschlimmerung der Rezession zu überstehen. Durch diese Tests konnte das Vertrauen in die verbesserte Stabilität einiger Banken gestärkt werden. In den USA haben viele Institute laut über eine vorzeitige Rückzahlung von Mitteln aus dem Rettungspaket für den Finanzsektor (TARP) nachgedacht. In Europa ist das Bild etwas uneinheitlicher, da der Prozess der Rekapitalisierung der Banken in einigen Ländern weiter vorangeschritten ist als in anderen.

Kosten der Finanzierung des Aufschwungs

Die plötzliche wirtschaftliche Talfahrt machte umfangreiche Konjunkturprogramme erforderlich. In vielen Fällen hatten diese die Form von Rettungspaketen. Dadurch sind Haushaltsdefizite dramatisch gestiegen und die Prognosen mussten angesichts immer neuer Ausgabenpläne der Regierungen korrigiert werden.

In Deutschland beispielsweise wird das Haushaltsdefizit von 0,1% des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2008 auf voraussichtlich 4,0% in diesem und 4,8% im nächsten Jahr steigen. Ein weiteres Anwachsen der Defizite ist nicht auszuschließen. So wird die Verschuldung der öffentlichen Hand von 66% auf 73% im Jahr 2010 klettern. (Quelle: Societe Generale, April 2009). In Spanien erscheint die Lage sogar noch schlimmer, in Irland ist sie ähnlich schlecht. Angesichts hoher Leistungsbilanzdefizite und kollabierender Immobilienmärkte liegt die wirtschaftliche Stabilität in diesen Ländern noch weiter in der Zukunft als anderswo.

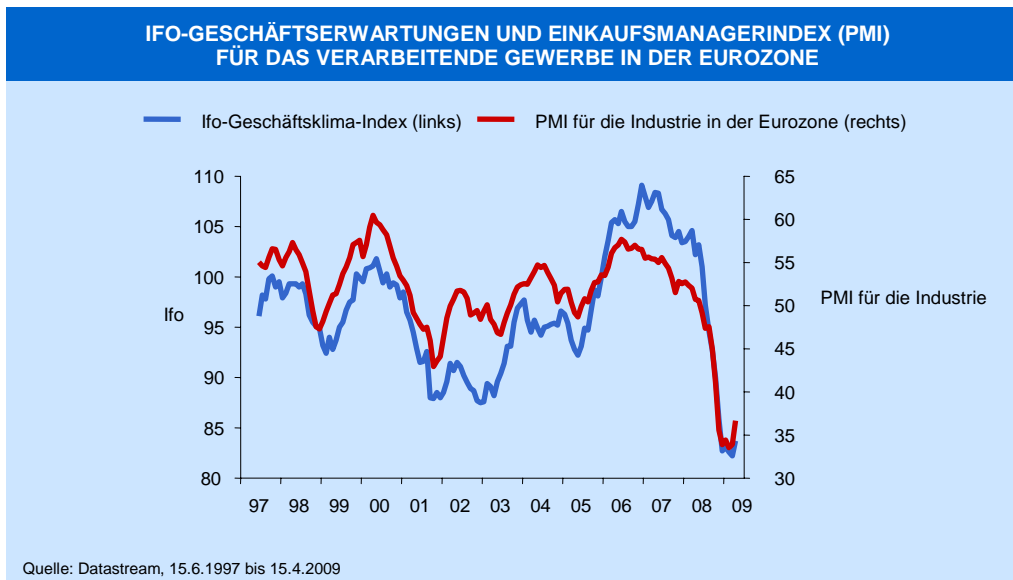
Die Verschlechterung der Staatsfinanzen ist ein wesentlicher Faktor, der die Anleiherenditen nach oben treibt, besonders bei den längeren Laufzeiten. Allerdings war in letzter Zeit bei den meisten Staatspapieren wieder ein Rückgang der Spreads zu beobachten.

Haben die Frühindikatoren die Talsohle durchschritten?

Mehrere Frühindikatoren erreichten im März ihren tiefsten Stand. Ein möglicher Grund dafür war die Trendwende bei den Lagerbeständen – auf die jüngste Phase des Abbaus folgt nun ein Wiederaufbau der Vorräte. Risiken bestehen jedoch weiter, insbesondere im Zusammenhang mit der eingeschränkten Kreditvergabe durch die Banken und dem infolge steigender Arbeitslosenzahlen und fallender Immobilienpreise geschwächten Konsum. In Europa schneiden die Börsen in konjunkturellen Erholungsphasen, wenn die Frühindikatoren wieder anziehen, normalerweise aber besser ab als in anderen Regionen.

Anzeichen von Verbesserungen im Geschäftsumfeld

Der auf Angaben von 7.000 deutschen Unternehmen basierende Ifo-Geschäftsklimaindex deutete auf eine gestiegene Zuversicht hin und ließ eine allmähliche Stabilisierung der Wirtschaftsleistung, wenn auch auf niedrigem Niveau, erkennen. Anfang Mai signalisierten in Deutschland auch die ZEW-Umfrage zur Anlegerstimmung sowie der Einkaufsmanagerindex eine Verbesserung. Wie die Abbildung zeigt, haben sich die stark gefallen Einkaufsmanagerindizes (PMIs) in der Eurozone ebenfalls erholt. Alles in allem handelt es sich hierbei eher um frühe Anzeichen einer Stabilisierung als einer Rückkehr zu Wachstum.



Wende bei den Bankkrediten?

Die Aprilumfrage der EZB im Bankensektor offenbarte zwar erneut einen deutlichen Rückgang des Kreditgeschäfts, es gibt aber auch Zeichen, die auf eine gewisse Stabilisierung hindeuten könnten. Im ersten Quartal 2009 war der Anteil der Geldinstitute, die eine Verschärfung der Bonitätsanforderungen bei der Kreditvergabe und der Gewährung von Kreditlinien an Unternehmen meldeten, wesentlich geringer als im vierten Quartal 2008 – allerdings bei einer deutlichen Verschärfung insgesamt. Für das zweite Quartal 2009 erwarten die Banken eine weitere Abschwächung dieser restriktiveren Praktiken. Wichtigster Faktor hinter der Verschärfung der Bonitätsanforderungen im Euroraum waren die Erwartungen für die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung und speziell die Aussichten für die Industrie.

Diese Einschätzung bestätigte im April auch die Umfrage der amerikanischen Federal Reserve unter Banken bezüglich ihres Kreditgeschäfts („Senior Loan Officer Survey“), die leichte Verbesserungen in den meisten Bereichen erkennen ließ.

Stabilisierung in den USA?

Der US-Immobilienmarkt, ursprünglicher Auslöser des Abschwungs, könnte ein wichtiger Pfeiler einer weltweiten Erholung sein. In letzter Zeit waren Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen. Das Tempo des Preisrückgangs hat sich verlangsamt, und die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien ist besser geworden.

Das ist vielleicht ebenfalls ein Grund für den deutlichen Wiederanstieg des Verbrauchervertrauens im April und erneut im Mai. Oft hängt das Verbrauchervertrauen eng mit der Beschäftigungssituation zusammen. Eine steigende Zuversicht kündigt möglicherweise eine Trendwende am Arbeitsmarkt in den nächsten Monaten an. Denkbar ist aber auch, dass das Verbrauchervertrauen noch einige Zeit auf extrem niedrigem Niveau verharrt, wie Anfang der 90er-Jahre.

Auch die Stimmung wird besser

Die Stimmung der Einkaufsmanager in der Industrie verbessert sich ebenfalls. So lieferte der Merrill Lynch Fund Manager Survey für Mai ganz andere Ergebnisse als für April, ganz zu schweigen von den Daten für 2008.

- Der Optimismus an den internationalen Börsen erreichte neue Ausmaße. Im Oktober 2008 hatten 60% der Anleger eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage vorhergesagt. Im April 2009 waren 26% der Meinung, die Lage werde sich in den nächsten 12 Monaten verbessern, und im Mai dachten das sogar 57%.
- Die meisten Fondsmanager waren offenbar auch dieser Meinung und investierten, was sinkende Liquiditätsbestände in ihren Portfolios zur Folge hatte. Im Durchschnitt verringerten sich die Cash-Bestände der Fonds im Mai auf 4,3% (von 4,9% im April). Aktien sind zwar in den Portfolios weiterhin untergewichtet, erfreuen sich aber wieder etwas größerer Beliebtheit.
- Die Wende bei den Konjunkturerwartungen in Europa war unübersehbar. Im Mai rechneten 35% der Befragten für das kommende Jahr mit einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage, verglichen mit 26% im April.

Was wir aus früheren Erholungen an den Aktienmärkten lernen können

Die nachstehende Tabelle, die auf 17 früheren Baissen beruht, zeigt, wie sich der S&P 500 Composite Index jeweils 3, 6 und 12 Monate nach den Tiefständen wieder erholt hat.

BAISSE-TIEFSTÄNDE UND ERHOLUNGEN (S&P 500 COMPOSITE INDEX)

S&P 500-Tiefstand	3 Monate später (%)	6 Monate später (%)	12 Monate später (%)
1-Jun-32	96,61	58,97	137,6
8-Jul-32	56,13	69,33	189,59
27-Feb-33	77,33	109,76	105,43
14-Mär-35	28,25	49,15	88,37
28-Apr-42	18,73	29,87	64,26
13-Jun-49	18,17	27,77	52,76
14-Sep-53	10,53	21,07	45,46
22-Okt-57	6,91	12,03	36,3
26-Jun-62	8,27	22,74	37,42
7-Okt-66	13,38	24,28	37,34
26-Mai-70	18,41	25,26	48,96
3-Okt-74	15,08	34,15	44,43
12-Aug-82	38,14	47,93	66,11
4-Dez-87	20,44	21,21	25,92
11-Okt-90	7,73	30,05	33,55
31-Aug-98	22,02	30,27	39,81
9-Okt-02	19,98	12,53	36,15
Median	18,73	29,87	45,46

Quelle: Capital Research & Management Company. Die Daten für die Tiefstände basieren auf einem Rückgang des S&P 500 Composite Index um mindestens 15 %. Vor einem erneuten Rückgang muss der Markt 100 % seiner Einbußen der vorangegangenen Baisse zurückgewonnen haben. 31. März 2009.

Der S&P 500 Index hatte sich im Mittel schon 3 Monate, nachdem er auf einen Tiefstand gefallen war, um 19% erholt. Nach 6 Monaten waren es 30% und nach 12 Monaten 45%. Betrachtet man die Markterholung, die wir zwischen dem Tiefstand vom 9. März und dem 27. Mai 2009 erlebt haben, sind Zuwächse des S&P

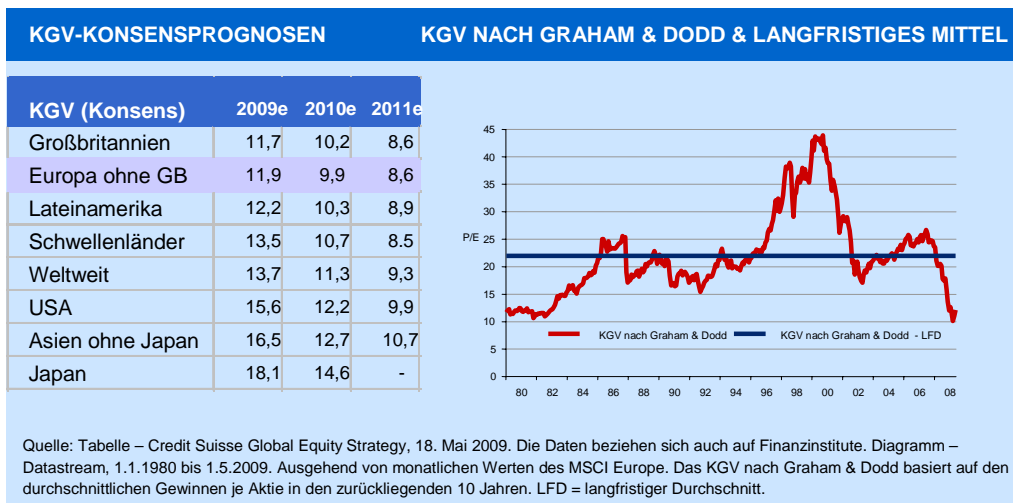
500 Index und des MSCI Europe Index von über 30% in knapp über zwei Monaten zu verzeichnen (Quelle: Datastream, 9.3.09 bis 27.5.09). Diese Zahlen beziehen sich zwar nur auf kurze Zeiträume, aber es kann durchaus sinnvoll sein, in der Vergangenheit nach Hinweisen zu suchen, wie sich die Märkte nach Baissen weiterentwickelt haben.

Häufig besteht kein Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Lage und den Chancen, die sich an den Börsen eröffnen. Versetzen wir uns einmal zurück ins Jahr 1974. Mitte der 70er-Jahre herrschte Rezession, und der Pessimismus war groß. Die Ölpreise waren explodiert, was zweistellige Inflationsraten zur Folge hatte. Ein Jahr später waren die Aktienmärkte um mehr als 40% gestiegen.

Ein wichtiger Faktor ist immer der Zeitpunkt des Ein- und Ausstiegs. Als Anleger sollte man wissen, wann man am besten verkauft, bevor die Talfahrt beginnt, und wann man wieder zugreift, bevor die Kurserholung beginnt. Beide Zeitpunkte sind sehr schwer vorhersagbar.

Die Bewertungen sind noch attraktiv

Seit über 20 Jahren waren die europäischen Aktienmärkte nicht mehr so unterbewertet wie zurzeit. Das belegen etliche Kennzahlen wie etwa die Kurs/Gewinn- und die Kurs/Buchwert-Verhältnisse. Auch verglichen mit anderen Regionen erscheint Europa billig, wie aus der Tabelle ersichtlich ist. Eine Frage, die viele gestellt haben, lautet jedoch, ob die Unternehmensgewinne die Bewertungen verzerrt haben. Das KGV nach Graham & Dodd setzt die derzeitigen Kursstände in Europa in Relation zu den durchschnittlichen Unternehmensgewinnen der letzten zehn Jahre. Selbst auf dieser Basis wirken die europäischen Börsen billig, wie die Abbildung zeigt.



Bei den Unternehmensgewinnen selbst hat sich das Tempo der negativen Revisionen in Europa verlangsamt, und die Konsensschätzungen werden bereits wieder nach oben korrigiert. Sie bewegen sich momentan unterhalb des Trends und sind realistischer geworden – ein positives Zeichen. Dadurch eröffnen sich Chancen für Stockpicker, etwa in Form von Unternehmen, deren Bewertungen jetzt viel interessanter sind und deren Gewinnaussichten von den meisten Marktteilnehmern vielleicht zu pessimistisch beurteilt werden.

Fazit

Das wirtschaftliche Umfeld in Europa ist zwar nach wie vor schwierig, aber einiges deutet darauf hin, dass wir das Schlimmste hinter uns haben könnten. Stimmung und Zuversicht steigen bereits wieder. Die europäischen Aktienmärkte haben ihre Tiefstände verlassen, und wenn man von den Bewertungen ausgeht, ist Europa sehr attraktiv.

Quelle, sofern nicht anders angegeben, ist Fidelity. Bei dieser Unterlage handelt es sich um eine Marketingunterlage. Weitere Details zu den mit einer Fondsanlage verbundenen Chancen und Risiken finden Sie in unserer Broschüre „Basisinformationen über die Vermögensanlage in Investmentfonds“ (nur für Deutschland), die Sie gesondert bei Fidelity anfordern können. Detaillierte Informationen zu Fonds entnehmen Sie bitte dem jeweiligen vereinfachten Verkaufsprospekt. Eine Anlageentscheidung sollte in jedem Fall auf Grundlage der Prospekte, des letzten Geschäftsberichtes und - sofern nachfolgend veröffentlicht - des jüngsten Halbjahresberichtes getroffen werden. Diese Unterlagen sind die allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Alle genannten Meinungen sind, sofern nicht anders angegeben, die von Fidelity. Fidelity veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlung. Bitte beachten Sie, dass diese Ansichten nicht länger aktuell sein können und Fidelity daraufhin bereits reagiert haben kann. Wie bei allen Aktieninvestments kann der Wert der Anteile schwanken und wird nicht garantiert. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Erträge. Für Deutschland: Die Prospekte, den Geschäftsbericht und den Halbjahresbericht erhalten Sie kostenlos bei Ihrem Anlageberater oder FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main oder über www.fidelity.de. Für Österreich: Die Prospekte, den Geschäftsbericht und den Halbjahresbericht erhalten Sie kostenlos bei Ihrem Anlageberater oder bei FIL Investments International – Zweigniederlassung Wien, Schottenring 16, A-1010 Wien oder bei der österreichischen Zahlstelle Bank Austria Creditanstalt AG, Vordere Zollamtsstraße 13, A-1030 Wien. Für die Schweiz: Fidelity Funds ist eine offene Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Gemäß dem Erlaß der Eidgenössischen Bankenkommission vom 11. September 2008 darf Fidelity Funds 95 ihrer Anteilsklassen in der Schweiz vertreiben. Wir empfehlen Ihnen, Anlageentscheidungen nur aufgrund detaillierter Informationen zu fällen. Investitionen sollten auf Basis des aktuellen Verkaufsprospektes getätigt werden. Der Prospekt sowie der aktuelle Jahres-/Halbjahresbericht sind kostenlos bei den berechtigten Vertriebsstellen, beim europäischen Service-Center in Luxemburg oder beim Vertreter in der Schweiz (Fortis Foreign Fund Services AG, Rennweg 57, Postfach, CH-8021 Zürich) erhältlich. Zahlstelle für die Schweiz ist die Fortis Banque (Suisse) S.A., Niederlassung Zürich, Rennweg 57, CH-8021 Zürich. Fidelity, Fidelity International und das Pyramiden-Logo sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited. Alle Angaben ohne Gewähr. Sollten Sie in Zukunft keine weiteren Marketingunterlagen von uns erhalten wollen, bitten wir Sie um Ihre schriftliche Mitteilung an den Herausgeber dieser Unterlage. Herausgeber für Deutschland: FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main. Herausgeber für Österreich: FIL Investments International – Zweigniederlassung Wien, Schottenring 16, A-1010 Wien. Stand: Juni 2009. MK4676