

# „POTENZIAL FÜR DEUTLICHE ERHOLUNG“

Der schlechte Jahresstart verunsichert Jeffrey Taylor nicht. Im Gegenteil, der Europa-Experte von Invesco Perpetual gibt grünes Licht für Eurozone-Aktien. Sein Urteil hat Gewicht: Mit unbeirrbarer Meinung nach sorgfältiger fundamentaler Analyse schlägt der britische Fondsmanager seit vielen Jahren regelmäßig seinen Vergleichsindex

## Interview

Uli Kühn

### TiAM: 2016 begann dramatisch. War das erst der Anfang?

Jeffrey Taylor: Es gibt zurzeit natürlich große Sorgen und viel Angst im Markt. Mein Team nimmt diese Ängste unter die Lupe und analysiert, ob sie gerechtfertigt sind oder nicht. Unsere Meinung ist: Es gibt zwar Anzeichen für Schwäche, doch keinerlei Signale für einen Zusammenbruch der Weltwirtschaft.

### TiAM: Sind Sie ein Berufsoptimist? China wächst immer langsamer, und jetzt schwächelt auch die US-Wirtschaft.

Taylor: Weltuntergangsstimmung ist trotzdem nicht angebracht. Viele schlechte Nachrichten sind inzwischen auch schon eingepreist. Wir schauen nach vorne, nicht zurück! Ich will nicht sagen, dass die Lage der Weltwirtschaft rosig ist. Es ist aber durchaus so, dass man aus einem anderen Blickwinkel auch Positives sehen kann. Der ISM-Stimmungsindikator für die US-Wirtschaft enttäuscht, doch die steigenden Neuaufträge deuten bereits wieder einen Aufschwung an. Auch der US-Arbeitsmarkt sieht weiterhin sehr gut aus. Selbst wenn das US-Wachstum in diesem Jahr nicht so stark ausfällt wie erhofft, spricht doch einiges dafür, dass sich die US-Wirtschaft positiv entwickelt.

### TiAM: Aber das rückläufige Wachstum in China ist eine Tatsache, die sich nicht schönreden lässt.

Taylor: Auch in den Schwellenländern wird das Bild viel düsterer gezeichnet, als es tatsächlich ist. Chinas Wirtschaftswachstum geht zurück, aber die Volkswirtschaft ist noch immer sehr dynamisch. Man muss sich nur einmal ansehen, was große Konzerne wie Siemens oder Philips über den Markt in China sagen. Deren Einschätzung gibt nicht gerade Anlass zur Sorge.

### TiAM: Und was ist mit dem sinkenden Ölpreis?

Taylor: Der niedrige Ölpreis ist ein gutes Beispiel für übertriebenen Pessimismus. Billiges Öl ist doch für viele Volkswirtschaften ein Segen, beispielsweise für Indien. Der Gedanke, dass viele Unternehmen aus dem Ölsektor der USA vor der Pleite stehen, ist rückwärtsgewandt und im Übrigen auch längst in den Kursen eingepreist. Viel wichtiger ist, dass zahlreiche Schwellenländer vom niedrigen Ölpreis profitieren, aber auch europäische Unternehmen und die Verbraucher. Alles hängt zusammen. Beispielsweise sind die Absatzzahlen für

Kraftfahrzeuge in Europa sehr stabil. Unter Strich sehen wir ein Bild, das keineswegs so negativ ist, wie es vom Markt gezeichnet wird. Es gibt derzeit viel Hysterie im Markt. Man sollte sich fragen, ob es für die Panik am Markt überhaupt einen Grund gibt.

### TiAM: Muss man bei mehr als 20 Prozent Verlust nicht panisch werden?

Taylor: Es kommt natürlich immer auf die individuelle Situation an. Wer im vergangenen Sommer zum ersten Mal in Aktien investiert hat, der ist heute wahrscheinlich nicht wirklich glücklich. Wer langfristiger agiert und wer sein Portfolio diversifiziert, kann den Kursrückgang entspannter betrachten. Mit unserem Aktienfonds Invesco Euro Equity Fund zeigen wir, wie man langfristig Vermögen aufbaut. Seit 2008 haben wir jedes Jahr unsere Benchmark geschlagen. Während der vergangenen fünf Jahre schaffte der Fonds im Mittel eine Outperformance der Benchmark von 14 Prozent.

### TiAM: Beeindruckend. Wie haben Sie das geschafft?

Taylor: Wir waren zum Beispiel 2011 überzeugt, dass die Eurozone nicht am Ende ist. Genau so haben wir auch investiert. Wir haben die Übertreibungen am Markt erkannt und Chancen wahrgenommen. Wir haben uns auf die fundamentalen Aspekte fokussiert und die Marktstimmung ausgeblendet. Und wir haben stark auf Bewertungen geachtet und so genau die Werte herausgefiltert, die ein gutes Erholungspotenzial hatten.

### TiAM: Und heute? Die Eurozone kommt weiterhin nicht richtig voran. Bereitet Ihnen das keine Sorgen?

Taylor: Ich glaube, dass das Potenzial für eine nachhaltige Belebung der Eurozone absolut intakt ist. Der Export ist bei dieser

## FONDS

<b>Fonds 1</b>	Invesco Euro Equity Fund
<b>Schwerpunkt</b>	Aktien Eurozone
<b>Fondsmanager</b>	Jeffrey Taylor
<b>Fondsstart</b>	06.12.1996
<b>Fondsvolumen</b>	498,39 Mio. €
<b>Laufende Kosten</b>	1,72 %
<b>ISIN</b>	LU1240328812
<b>Fonds 2</b>	Invesco Pan European Fund
<b>Schwerpunkt</b>	Aktien Europa
<b>Fondsmanager</b>	John Surplice, Martin Walker
<b>Fondsstart</b>	01.01.1991
<b>Fondsvolumen</b>	4,6 Mrd. \$
<b>Laufende Kosten</b>	1,97 %
<b>ISIN</b>	LU0028118809
<b>Fondsgesellschaft</b>	Invesco Perpetual
<b>Fondsinfos</b>	<a href="http://www.invescoperpetual.co.uk">www.invescoperpetual.co.uk</a>

Quelle: Morningstar, Stand: 04.03.2016



**Zuversichtlich:** Fondsmanager Jeffrey Taylor analysiert die Chancen der Aktien der Eurozone in turbulenten Zeiten und kommt zu einer optimistischen Einschätzung

Überlegung gar nicht von Bedeutung. Der Schlüssel zum nachhaltigen Wachstum ist die anziehende Binnennachfrage. Es wird manchmal argumentiert, dass die Binnennachfrage für Europa keine Rolle spielt. Das ist aber nicht richtig. Die steigende heimische Nachfrage ist gut für die Unternehmen der Eurozone. Auch andere Fakten stimmen: Die Liquidität im Markt ist ausreichend, die Zinsen sind niedrig, und der niedrige Eurokurs ist auch von Vorteil.

**TiAM: Also grünes Licht für Euroaktien?**

Taylor: Ich halte die Bewertungen auf dem aktuellen Niveau für attraktiv. Die mittlere Dividendenrendite liegt derzeit bei vier

Prozent. Die Dividenden sind dabei durch freien Cashflow gedeckt und damit sehr stabil. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist auch nicht übertrieben hoch. Wir bewegen uns im Bereich des langfristigen historischen Mittels.

**TiAM: Durchschnitt? Ist das günstig?**

Taylor: Das ist natürlich die Frage, ob man das preiswert findet oder nicht. Wir finden europäische Aktien preiswert, weil europäische Unternehmen in Bezug auf ihre Profitabilität noch Potenzial haben, anders als in den Vereinigten Staaten. Hinzu kommt: Bewertet man Eurozoneaktien mit dem Shiller-KGV, also dem geglätteten Zehnjah-

”

*Es gibt derzeit viel Hysterie am Markt. Die Investoren sollten sich fragen, ob es überhaupt einen Grund zur Panik gibt.“*

*Jeffrey Taylor*

resdurchschnitt, dann liegt die Bewertung der europäischen Unternehmen derzeit 34 Prozent unter dem Mittel der vergangenen zehn Jahre. Aktien aus den USA sind dagegen nach dem Shiller-KGV acht Prozent teurer als das langjährige Mittel.

**TiAM: Viele Marktteilnehmer sorgen sich jetzt wieder um die Gesundheit unserer Banken. Sie nicht?**

Taylor: Das Bankensystem funktioniert. Zu diesem Schluss komme ich aufgrund der neuesten Zahlen der EZB. Die Europäische Zentralbank berichtet, dass die zunehmende Bereitschaft der Kunden, Kredite aufzunehmen, auch auf eine steigende Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe trifft. Zugleich haben die Banken genug Eigenkapital. Die Politik von Mario Draghi hat funktioniert. Den jüngsten Aufruhr rund um die Banken kann ich nicht ganz nachvollziehen.

**TiAM: Investieren Sie auch in Bankaktien?**

Taylor: Aber ja. Wir haben Banken sogar übergewichtet. Entscheidend für uns ist dabei, ob die Banken ausreichend kapitalisiert sind. Auch bei Ölunternehmen haben wir ein Übergewicht. Ganz grundsätzlich fokussieren wir uns auf Aktien mit einer attraktiven Bewertung und Erholungs- →



potenzial. Das ist in beiden Branchen ganz klar gegeben. Eine besondere Rolle nehmen für uns auch Telekomunternehmen ein. Diese eigentlich eher defensive Branche entwickelt zunehmend wieder Dynamik. Die Kombination aus aktuell niedriger Bewertung und dem möglichen künftigen Wachstum gefällt uns.

**TiAM: Wo sind Sie untergewichtet?**

Taylor: In defensiven Sektoren wie Konsumgütern, Gesundheitswesen und bei Versorgern. Bei Gesundheitstiteln waren wir lange übergewichtet. Wegen der inzwischen sehr ambitionierten Bewertungen haben wir allerdings unsere Positionen reduziert. Auch in Deutschland sind wir leicht untergewichtet. Diese Entschei-

dung rührt aber nicht von den schlechten Aussichten deutscher Unternehmen her, sondern davon, dass wir im europäischen Ausland bessere und preiswertere Alternativen gefunden haben. Grundsätzlich sind diese Positionierungen aber eine Momentaufnahme. Die Märkte sind sehr volatil.

**TiAM: Glauben Sie nicht, dass defensive Titel weiter gefragt bleiben?**

Taylor: Die sicheren Häfen sind zuletzt sehr teuer geworden. Wenn es zugleich immer weniger Gründe dafür gibt, Angst zu haben, muss man auch weniger in sichere Branchen investieren. Aber natürlich muss man abwägen und eine Marktmeinung immer wieder kritisch reflektieren. Wenn es sich herausstellt, dass die derzeitige

Stimmung am Markt zu pessimistisch ist, dann ist es sicher richtig, defensive Aktien weiter unterzugewichten. Man muss Informationen sammeln und maßvoll handeln. Es ist nicht so, dass wir alles auf ein optimistisches Szenario setzen. Wir gehen aber davon aus, dass es mehr Gründe für Optimismus als für Pessimismus gibt. Entscheidend sind die Bewertungen. Die Bewertung beim Kauf ist maßgeblich dafür verantwortlich, ob man auf Sicht von zehn Jahren Renditen erwarten kann oder nicht.

**TiAM: Sie sind auf europäische Aktien außerhalb Großbritanniens spezialisiert. Warum diese Einschränkung?**

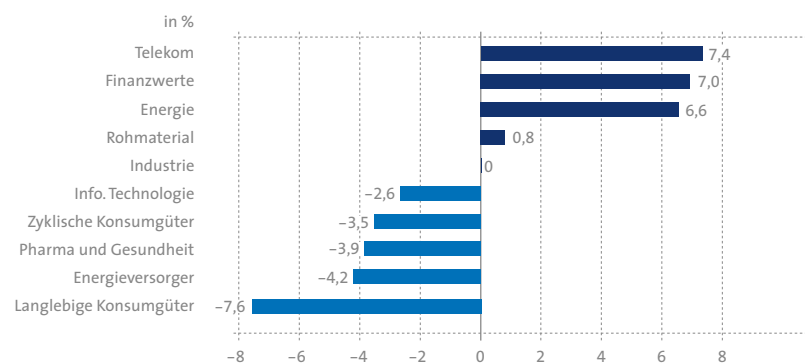
Taylor: Die Trennung zwischen Großbritannien und Europa ist eine Besonderheit. Es gibt viele Briten, die ausschließlich in Großbritannien investieren wollen. Aus diesem Grund ist es hierzulande Tradition, das Festland als eigene Kategorie zu betrachten. Für unsere Fonds, die das gesamte Europa umfassen, ist das jedoch kein Nachteil. Die Teams arbeiten seit vielen Jahren sehr eng zusammen. Davon profitiert besonders der Invesco Paneuropean Equity Fund. Doch auch allen anderen Fondsmanagern nutzt die teamübergreifende Zusammenarbeit. Wir sind zum Beispiel oft froh, dass wir auf die Expertise unserer herausragenden Fixed-Income-Experten zurückgreifen können.

**TiAM: Lassen Sie uns noch einmal auf Ihren Invesco Euro Equity Fund blicken. Wie würden Sie den Fonds genau charakterisieren?**

Taylor: Wir sind aktive Investoren, die sich von Bewertungen leiten lassen. Wir gehen bottom-up vor und legen einen starken Fokus auf die Bewertung der Unternehmen. Dennoch passen wir diesen Ansatz

**KRÄFTIGE ABWEICHUNGEN**

Sektorenübergewichtung beziehungsweise -untergewichtung Invesco Euro Equity Fund



Quelle: Invesco

Im Invesco Euro Equity Fund sind derzeit Aktien aus angeschlagenen Branchen deutlich höher gewichtet als in der Benchmark MSCI-EMU-Index. Aufgrund der hohen Bewertungen sind der Konsum- und der Gesundheitssektor hingegen untergewichtet.



**Außergewöhnlich:** Büros von Invesco Perpetual in Henley, England (ganz links); Europa-Experte Jeffrey Taylor (Mitte) und im Interview mit TiAM-Redakteur Uli Kühn (rechts)

in eine klare Vorstellung von den Märkten ein, die top-down determiniert ist. Unser Anlagehorizont beträgt in der Regel drei Jahre. Es kann aber auch sein, dass wir vorher unsere Meinung ändern. Insbesondere Gewinnmitnahmen, die sich aus Marktunregelmäßigkeiten ergeben, sind uns willkommen. Auch bei der Benchmark sind wir flexibel. Wir orientieren uns am MSCI EMU, weichen aber auch bewusst vom Index ab. Mit diesem Vorgehen konnten wir in der Vergleichskategorie bei Morningstar auf mehreren Zeitebenen beste Ergebnisse erzielen.

**TiAM: Wie gehen Sie bei der Beurteilung der fundamentalen Chancen einer Aktie vor?**

Taylor: Zunächst einmal schauen wir uns die operationale Ebene an. Wie sieht das

Geschäft derzeit aus, und wie könnte es sich entwickeln. Wie ist die Lage der Branche? Uns sind die strukturellen Voraussetzungen für die künftige Entwicklung der Rentabilität sehr wichtig. Davon leiten wir ab, welche Bewertung wir als passend ansehen. Dabei gehen wir je nach Branche individuell vor und greifen natürlich auch auf unterschiedliche Kennzahlen zurück. Ein Wachstumswert mit einem hohen Kapitalbedarf muss schließlich anders analysiert werden als ein klassischer Industriekonzern.

**TiAM: Welche Kennzahlen kommen zum Einsatz?**

Taylor: Wir setzen auf einen Mix verschiedenster Indikatoren. Chiphersteller, Basismetalle oder Industriegüter bewerten wir anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses gemessen an der Eigenkapitalrendite, der Marge, der Dividendenrendite und anderen Kennzahlen. Bei Titeln aus dem Gesundheitswesen oder Konsumgütern gehen wir stärker auf das KGV oder die Rendite des freien Cashflows ein.

**TiAM: Wir führen dieses Interview in Ihren Büros in Henley on Thames, Oxfordshire, rund eine Stunde von London entfernt. Warum hat Invesco diesen Landsitz gewählt?**

Taylor: Das hat sich historisch ergeben. Der Gründer von Invesco Perpetual kam aus Henley. Nach der Übernahme von Perpetual durch Invesco haben wir einfach die Büros behalten. Es ist ja auch gar nicht nötig, in der City zu sitzen. Manchmal ist es sogar gut, ein wenig Abstand zu haben. Wer sich ständig in der Finanzcommunity bewegt, schnappt alle möglichen Geschichten auf. Das kann ganz schön von den Fakten ablenken.



*Das Bankensystem funktioniert. Wir haben Banken der Eurozone jetzt sogar übergewichtet.“*

Jeffrey Taylor

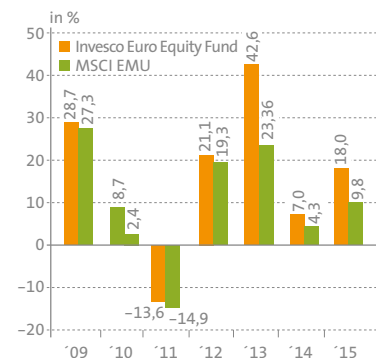


**Jeffrey Taylor**  
Head European Equities,  
Invesco Perpetual

*Jeff Taylor begann seine Investmentkarriere 1985 bei Williams de Broe als European Equity Analyst. 1987 ging er zu Dillon Read Securities als Director of Belgian Equities. Schon 1997 kam er zu Invesco Perpetual, wo er 2001 Vorsitzender der European Equities wurde.*

**BENCHMARK ABGEHÄNGT**

**Wertentwicklung pro Jahr**



Quelle: Invesco

Seit 2008 konnte Taylor in jedem Jahr seinen Vergleichsindex schlagen.