

<https://blog.de.erste-am.com/charts-zeigen-nicht-die-zukunft-sie-erzaehlen-geschichten/>

„Charts zeigen nicht die Zukunft. Sie erzählen Geschichten“

Peter Szopo



© © Fotolia.de

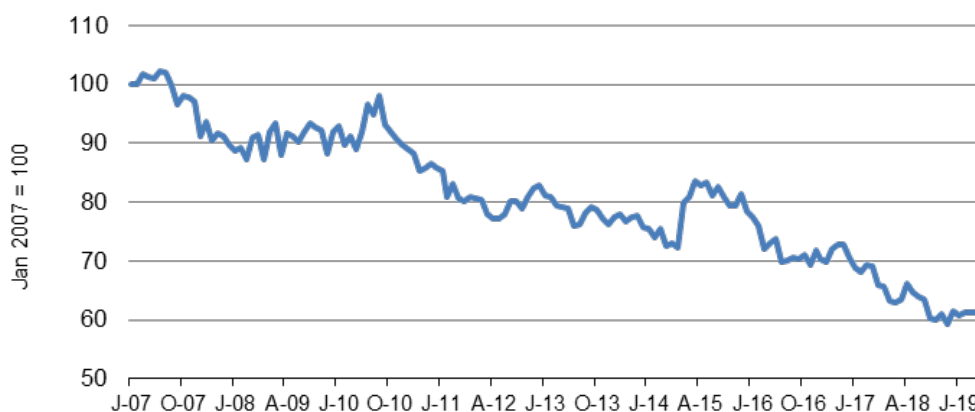
Die [Vereinigten Staaten und Europa](#) sind die zwei wichtigsten [Aktienmärkte](#) weltweit. Zusammen entfallen auf sie mehr als 80% der Marktkapitalisierung der entwickelten Welt. Im Folgenden präsentieren wir 6 Charts über den europäischen und den US-Aktienmarkt, die die Performance der Märkte, die Sektorenzusammensetzung, die Gewinnentwicklung und die Bewertung vergleichen – mit dem Ziel, die langfristig schwächere Entwicklung europäischer Aktien im Vergleich mit US-amerikanischen zu beleuchten.

Die Geschichte dieser Charts erzählt, dass die langfristige Underperformance europäischer Aktien aus einer Kombination struktureller und zyklischer Faktoren resultiert. Letztere, vor allem Gewinn- und Bewertungstrends, könnten europäischen Aktien im Verlauf des Jahres zu einem Aufschwung relativ zu US-Aktien verhelfen. Eine nachhaltige Drehung der relativen europäischen Performance bedürfte hingegen Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, wie z.B. eine Verlangsamung des unaufhaltsamen Wachstums des Technologie-Sektors und eine Erholung des geschwächten europäischen Bankensektors. Ob das in absehbarer Zeit eintreten wird, ist allerdings unsicher – denn wie der Titel dieses Blogs (eine Paraphrase eines Zitats des Ungeheuers Shrek³) postuliert: Charts sagen uns nichts über die Zukunft.

Die traurige Performance Europas

Der europäische Aktienmarkt hinkt in seiner Performance über 30J, 20J, 10J und 5J dem US-Markt hinterher. Seit der Finanzkrise hat sich dieser Trend beschleunigt: seit 2007 hat der Stoxx600 relativ zum S&P 500 beinahe 40% eingebüßt (in Lokalswährung inklusive [Dividenden](#)).

Stoxx 600: relative Entwicklung vs. S&P 500*

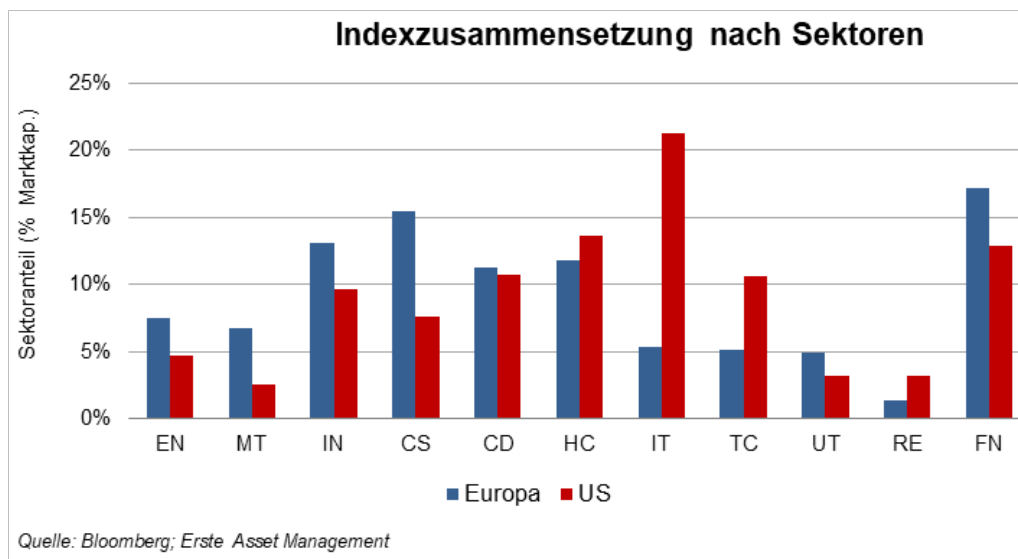


Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management. * Lokalswährung; Netto-Ertrag.

* J-07 = Juli 2007, O-07 = Oktober 2007, ...

Die Sektorstruktur hat nicht geholfen

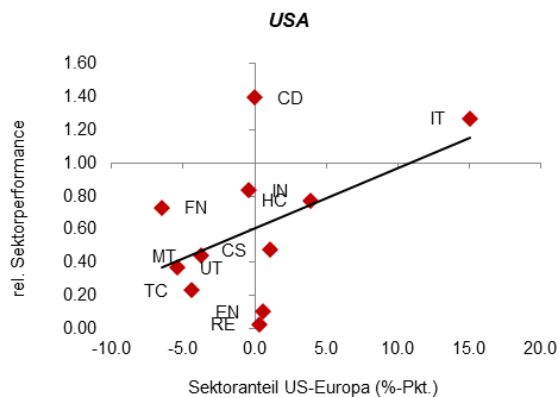
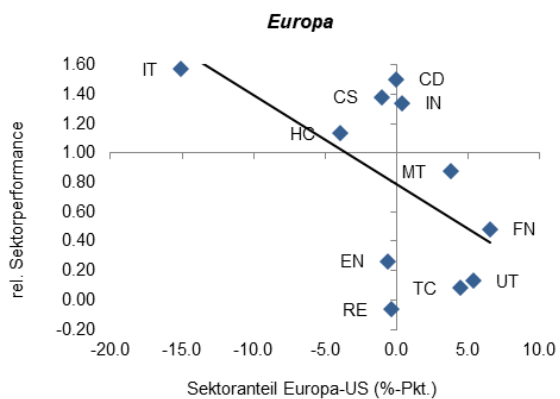
Einer der Gründe für Europas Underperformance ist die unterschiedliche Sektorstruktur der beiden Märkte. In den USA ist Informationstechnologie (IT) der größte Sektor, der überdies in den vergangenen zehn Jahren zu den Sektoren mit der besten Performance zählte. Mit über 20% ist seine Gewichtung vier Mal höher als in Europa. Hingegen hat in Europa der Finanzsektor den höchsten Anteil (>17% oder 4,3 Prozentpunkte über den USA), der im vergangenen Jahrzehnt bestenfalls eine mittelmäßige Performance aufwies.



EN=Energy, MT=Metals, IN=Industry, CS=Consumer staples,, CD= Consumer discretionary, CD=Consumer durables, HC=Health care, IT=Information Technology, UT=Utilities, RE= Real Estate, FN= Financials

Insgesamt verzeichneten jene Sektoren, die vor einem Jahrzehnt in Europa geringer gewichtet waren als in den USA, eine bessere Performance als der breite Markt, während jene, die in Europa vergleichsweise übergewichtet waren - neben Finanzwerten noch Versorger und Telekommunikation - eine schlechtere Entwicklung als der Markt aufwiesen. Dies zeigen die nachfolgenden zwei Charts: der linke Chart verdeutlicht, dass zwischen der Sektorgewichtung und der Performance in Europa eine negative Beziehung bestand, während - wie der rechte Chart zeigt - in den USA das Gegenteil der Fall war. In etwa die Hälfte der Underperformance Europas über diese Periode ist auf die unterschiedliche Sektorzusammensetzung zurückzuführen.

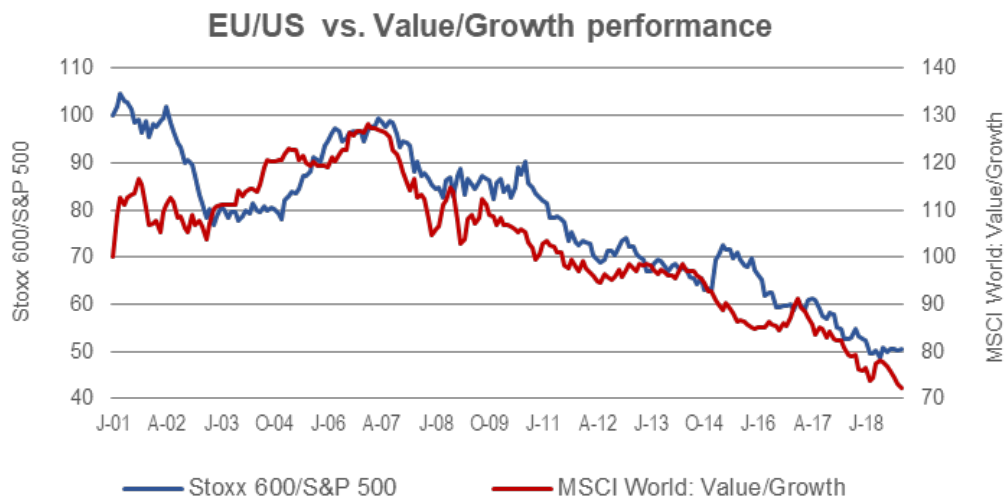
Sektorengewichtung vs. relative Performance



Quellen: Bloomberg; Erste Asset Management. Hinweise: X-Achsen: Differenz in MSCI-Sektorengewichtungen Europa und USA. Y-Achse: Performance der MSCI-Sektoren in Europa (USA) relativ zum Lokalindex. EN=Energy, MT=Metals, IN=Industry, CS=Consumer staples,, CD= Consumer discretionary, CD=Consumer durables, HC=Health care, IT=Information Technology, UT=Utilities, RE= Real Estate, FN= Financials

Wachstum in den USA, Value in Europa

Ein weiterer Unterschied zwischen den Aktienmärkten in den USA und Europa ist die jeweilige Faktorausrichtung. Dies ist, wie oben beschrieben, zum Teil auf die Sektorstruktur zurückzuführen, liegt aber auch an Unternehmensspezifika in den jeweiligen Sektoren. Der nachfolgende Chart verdeutlicht, dass die relative Performance von europäischen und US-Aktienmärkten eng mit dem Value/Growth-Zyklus in Verbindung steht, der seit mehr als einem Jahrzehnt wenig günstig für europäische Aktien verlief.



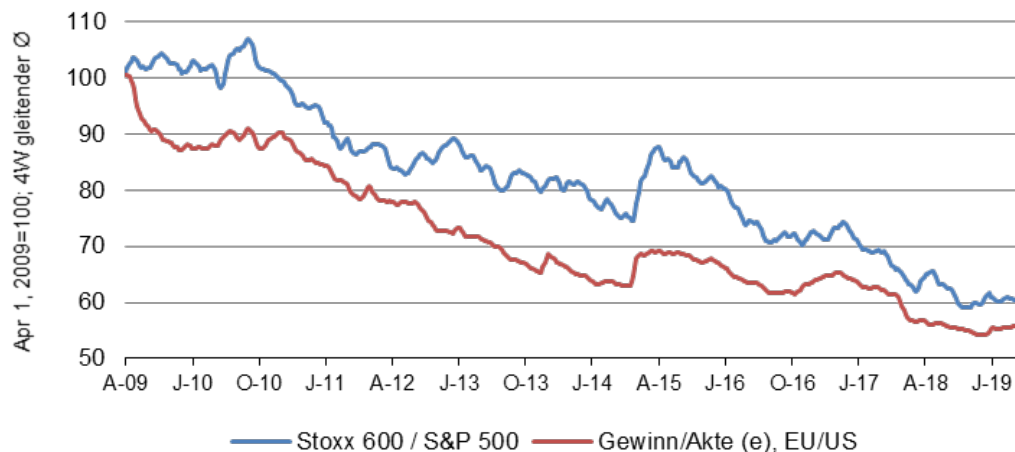
Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

* J-01 = Jänner 2001, A-02 = April 02, J-03 = Juli 2003 0-04 = Oktober 2004, ...

Unternehmensgewinne: Europa liegt zurück

Unternehmensgewinne sind eine weitere zentrale Erklärung für die matte relative Performance europäischer Aktien. Die im Vergleich zur USA langsame Erholung Europas nach der Finanzkrise drückte auf das Wachstum im Unternehmenssektor. Von 2009 bis 2018 war das jährliche Umsatzwachstum in Europa beinahe drei Prozentpunkte niedriger als in den USA (1,5% vs. 4,4%). Darüber hinaus zeigten die operativen Margen in den USA einen Aufwärtstrend, während sie sich in Europa seitwärts bewegten. Als Konsequenz war das jährliche Gewinnwachstum in Europa fünf Prozentpunkte niedriger als in den USA. Wenig überraschend lagen daher die Gewinnerwartungen in Europa meist unter jenen in den USA, was auch in der relativen Index-Performance zum Vorschein kommt (siehe nachfolgenden Chart).

Gewinne und Marktentwicklung: EU vs. US



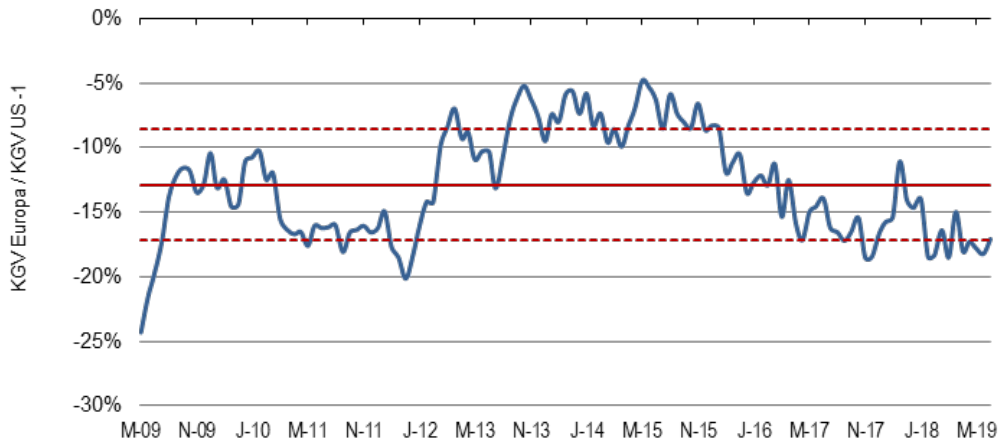
Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

* A-09 = April 2009, J-10 = Juli 2010, 0-10 = Oktober 2010, J-11 = Jänner 2011 ...

Bewertungsabschlag

Seit Mitte der 2000er Jahre (der längste Zeitraum, für den wir über Daten zu Gewinnschätzungen verfügen) werden europäische Aktien durchschnittlich zu einem Abschlag im Vergleich zu US-Aktien gehandelt. Nach der Finanzkrise bewegte sich der Bewertungsabstand in einer Bandbreite von -17% bis -5%, ohne klaren Trend. Seit Q3 2018 befindet sich der Abschlag näher am oberen Ende der Bandbreite, was die Erwartungen stärkt, „mean reversion“ (also die Rückkehr zum Mittelwert) könnte zumindest zu einem vorübergehenden Aufschwung europäischer Aktien gegenüber dem US-Markt führen. ²

EU-US: Bewertungsabschlag*



Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management. * Differenz KGV auf Basis Konsensschätzungen 2019

M-09 = Mai 09, N-09 = November 2009, ...

[1] „Man kann aus den Sternen nicht die Zukunft lesen, Esel, sie erzählen Geschichten.“

[2] Anzumerken ist, dass der Bewertungsabstand auch die Unterschiede in der Sektorenzusammensetzung widerspiegelt. Dabei könnte man argumentieren, dass Europa künstlich unterbewertet aussieht, weil „billigere“ Sektoren wie Finanzwerte höher gewichtet sind. Allerdings birgt die Bereinigung um den Sektoreinfluss diverse Risiken, und ein genauerer Blick auf die Sektor-Multiplikatoren verdeutlicht, dass die Unterbewertung Europas eine relativ robuste Tatsache darstellt.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch. Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt und im Falle der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ bzw. auf der Homepage unter www.ersteimmobilien.at veröffentlicht. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.