

<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

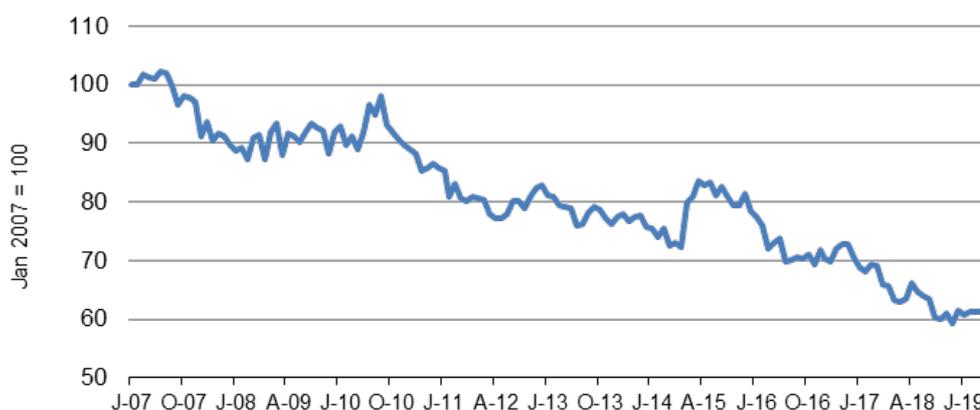
Die [Vereinigten Staaten und Europa](#) sind die zwei wichtigsten [Aktienmärkte](#) weltweit. Zusammen entfallen auf sie mehr als 80% der Marktkapitalisierung der entwickelten Welt. Im Folgenden präsentieren wir 6 Charts über den europäischen und den US-Aktienmarkt, die die Performance der Märkte, die 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 Shrek!) 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 Lokalkwährung inklusive [Dividenden](#)).

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

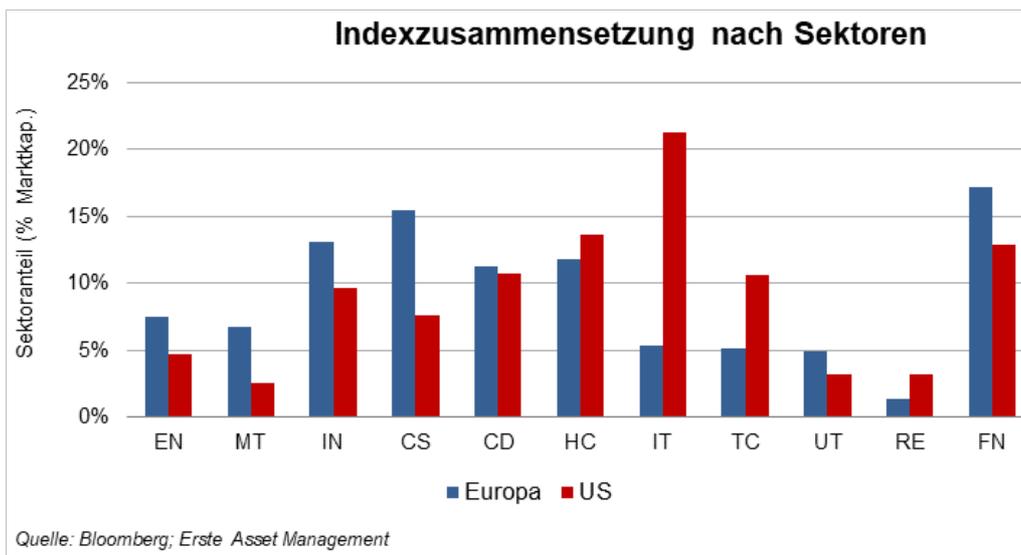


Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management. * Lokalkwährung; Netto-Ertrag.

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

Die Sektorstruktur hat nicht geholfen

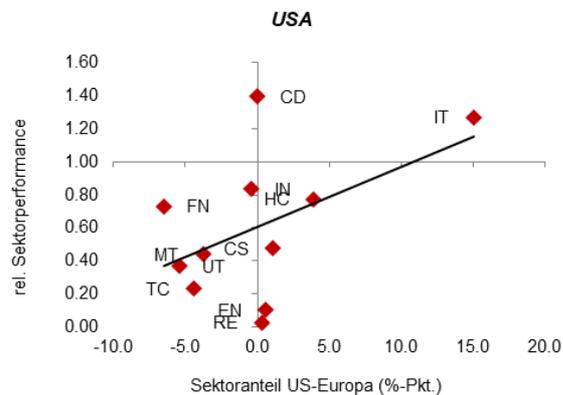
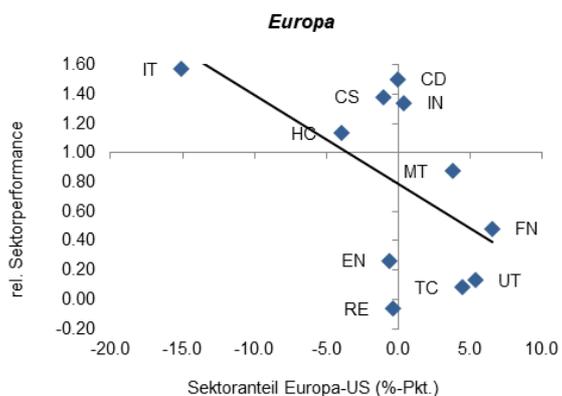
Einer der Gründe für Europas Underperformance ist die unterschiedliche Sektorstruktur der beiden Märkte. In den USA ist Informationstechnologie (IT) der größte Sektor, der überdies in den vergangenen zehn Jahren zu den Sektoren mit der besten Performance zählte. Mit über 20% ist seine Gewichtung vier 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 aufwies. 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.

Sektorgewichtung vs. relative Performance



Quellen: Bloomberg; Erste Asset Management. Hinweise: X-Achsen: Differenz in MSCI-Sektorgewichtungen 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.

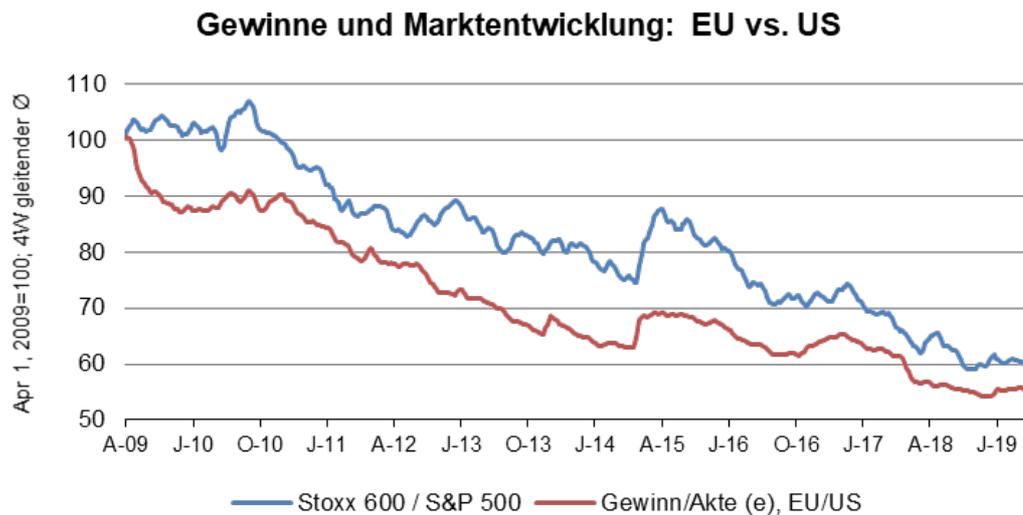


Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

* 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).



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 genauere 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 Werbemittelteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Funds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in 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 das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



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.

