

// CIO Ausblick //

USA vs. Europa: Wer gewinnt?

Liebe Kundinnen und Kunden!



**Chris-Oliver
Schickentanz,
Chief Investment Officer**

Seit Oktober 2022 haben europäische Aktien ihre US-amerikanischen Pendanten deutlich hinter sich gelassen. So hat der Euro Stoxx 50 in den letzten fünf Monaten um knapp 30% zugelegt, während der marktweite S&P 500 in US-Dollar gerechnet gerade einmal 12% Boden gut machen konnte.

Für den in Euro denkenden Anleger bleiben davon sogar nur mickrige 4% übrig, weil der Dollar im gleichen Zeitraum stark abgewertet hat.

Ist das die von Vielen langersehnte Trendwende zugunsten europäischer Aktien? Oder nur ein Strohfeder? Wohl eine Mischung aus beidem! Auf Sicht der nächsten Monate spricht vieles für eine Fortsetzung der Outperformance Europas, mittel- bis langfristig bleiben die strukturellen Vorteile der USA aber unangefochten.

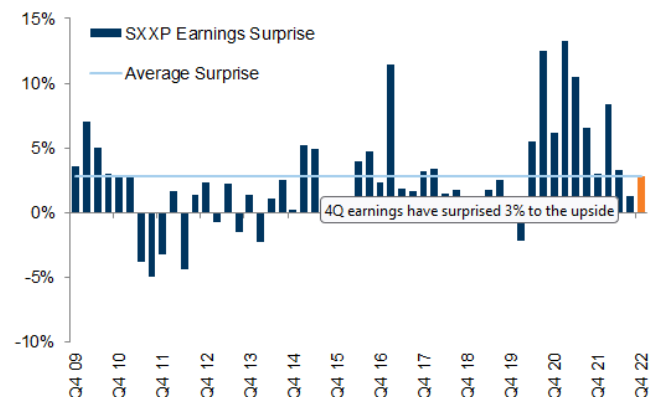
Das kurzfristige Bild: Vorteil Europa

Die relative Stärke europäischer Aktien könnte sich noch einige Monate fortsetzen. Denn aktuell läuft es rund für unseren Kontinent:

- Die von fast allen Volkswirten erwartete Rezession ist dank milder Winterwitterung ausgeblieben. Das hat die Energiekosten wieder spürbar fallen lassen. So liegen der Öl- und Gaspreis ein Jahr nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs deutlich unter den damaligen Ausgangsniveaus. Das verbessert die Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Konzert. Die Folge: Für europäische Unternehmen sehen wir nach der aktuellen

Gewinnberichtssaison positive Gewinnrevisionen. Die Analysten nehmen hier also ihre Erwartungen für 2023 mehrheitlich nach oben, während in den USA das Gegenteil der Fall ist.

Grafik: Europäische Gewinnüberraschungen im historischen Kontext – Q4 2022 im Durchschnitt



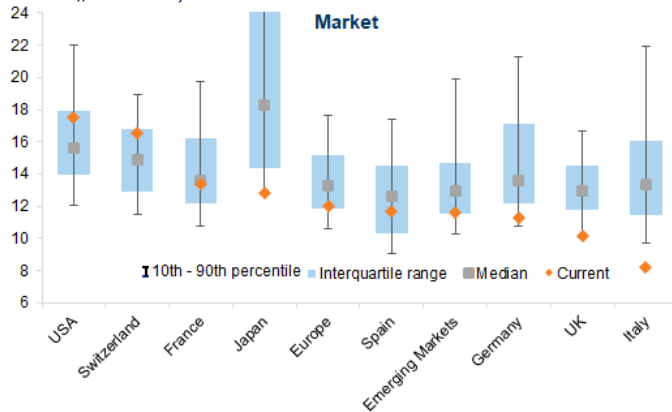
Quelle: Goldman Sachs, Stand: 28.02.2023

- In den europäischen Indizes finden sich mit Banken und Finanzwerten zwei schwergewichtete Sektoren, die von steigenden Zinsen spürbar profitieren. Für Banken ist der Wegfall der Negativverzinsung ein Segen, für Versicherungen der deutliche Renditeanstieg mit Blick nach vorne positiv. In den USA dagegen sind die „Zinsverlierer“ stark gewichtet, vor allem Wachstumswerte aus dem Technologiebereich.
- Der Wegfall der chinesischen „Zero Covid“-Strategie wird ab dem zweiten Quartal für einen zyklischen Aufschwung sorgen. Davon wird die europäische Wirtschaft deutlich stärker profitieren als die USA. Denn hierzulande sind die Verflechtungen mit

dem asiatischen Kontinent und insbesondere mit China deutlich intensiver.

- d) Die europäischen Märkte sind trotz der Kurssteigerungen und der jüngsten Outperformance noch immer deutlich günstiger als die US-Börsen. Zwar hat sich der Bewertungsabschlag wieder etwas relativiert, liegt aber im historischen Vergleich noch immer über den Durchschnittswerten.

Grafik: Langfristige Gewinnbewertungen – Europa eher „unten“, USA teuer



Quelle: Worldscope, Goldman Sachs, Stand: 02.02.2023

Die Risiken im zweiten Halbjahr: China und das Wetter

Im zweiten Halbjahr könnte Europa dann allerdings Ungemach drohen: die Ökonomen erwarten für China eine lineare Konjunkturerholung. Ich bin da skeptisch. Denn die Erfahrung aus dem Westen zeigt, dass Covid in Wellen verläuft. Von daher halte ich eine zweite chinesische Corona-Welle im Herbst für durchaus realistisch. Das könnte den zyklischen Aufschwung Chinas gefährden und die zuletzt entspannte Lieferkettenproblematik von neuem aufwerfen. Und: Die langfristige Energieunabhängigkeit Europas wird nicht bis zum nächsten Winter erreicht werden. Die Öl- und Gaspreise dürften durch die zunächst positiven Nachfrageeffekte aus China wieder steigen (und danach volatil bleiben), zudem sollten die frei verfügbaren LNG-Kapazitäten sinken. Ein Wiederaufflammen der Energiekrise ist also nicht ausgeschlossen.

Doch auch in den USA gibt es mit Blick auf das zweite Halbjahr Risiken: Die Federal Reserve könnte angesichts der jüngst ermutigenden Konjunkturdaten und des sehr engen Arbeitsmarkts versucht sein, die Zinsen für sehr lange Zeit auf restriktivem Niveau zu halten. Das wäre gefährlich und könnte die US-Wirtschaft so doch noch in eine

Rezession drücken. Von daher sind die Perspektiven für das zweite Halbjahr zwischen beiden Regionen ausgeglichener (und schlechter) als aktuell.

Langfristig: Die strukturellen Stärken der US-Wirtschaft nicht unterschätzen

Strukturell spricht vieles dafür, dass die US-Wirtschaft und der US-amerikanische Aktienmarkt sich auch weiterhin stärker entwickeln werden als Europa. Das Potenzialwachstum in den USA liegt nach aktuellen Schätzungen rund 1%-Punkt über dem europäischen Niveau und verspricht auf lange Sicht deutliche Wachstumsvorteile. Das Steuersystem sieht jenseits des Atlantiks spürbar niedrigere Belastungen vor. Von daher kommen vom höheren Wachstum auch mehr Dollars als Gewinn bei den Unternehmen an.

Die Innovationsfähigkeit der USA ist bemerkenswert. Das zeigt sich nicht nur an der Anzahl der Patente, die rund dreimal so hoch liegt wie in Europa, sondern auch an Innovationszentren wie dem Silicon Valley oder einer etablierten Wagniskapital-Branche. Unternehmerisches Scheitern wird dabei nicht als Schande betrachtet, sondern als notwendiger Lernprozess hin zu wirtschaftlichem Erfolg. Hinzu kommt ein Pragmatismus, der sich durch Regierungs- und Notenbankentscheidungen durchzieht und sich angenehmen vom europäischen Dogmatismus abhebt. Im Zweifel wird halt das getan, was der Wirtschaft guttut: sei es ein großes Fiskalpaket oder eine Welle von Zinssenkungen.

Und: Die USA bieten den flexibleren Rahmen für Unternehmen. Dadurch ist eine schnellere Reaktion auf wirtschaftliche Verschlechterungen möglich.

Natürlich ist auch in den USA nicht alles zum Besten gestellt: die zunehmende Polarisierung im politischen Umfeld ist ebenso skeptisch zu bewerten wie die zuletzt stark angestiegenen staatlichen Schuldenberge. Aber von ihrem unternehmerischen Kern her stehen die Vereinigten Staaten deutlich besser da als viele europäische Volkswirtschaften. Das zeigt sich auch der im Jahr 2021 letztmalig veröffentlichte Ease of Doing Business-Index der Weltbank, der die Standortqualität von über 190 Ländern weltweit maß. Er sah die USA auf Platz 6 – nur von einigen asiatischen Volkswirtschaften und Dänemark geschlagen – während Deutschland auf Platz 22, Spanien auf Platz 31, Portugal auf Platz 39 und Italien auf Platz 58 deutlich distanziert wurden.

Die Börse spiegelt diese strukturellen Punkte wider

Seit 2017 haben die US-amerikanischen Indizes (in Euro umgerechnet) über 70% Performance erzielt und damit die europäischen Indizes (Euro Stoxx 50: +18%) deutlich hinter sich gelassen. Zudem zeigt sich über viele Dekaden ein satter Bewertungsaufschlag US-amerikanischer Indizes gegenüber ihren europäischen Pendants. Offensichtlich sind Anleger bereit, für diese strukturellen Wettbewerbsvorteile zu bezahlen. Und: Die US-Börsen haben sich von Rückschlägen weitaus besser und schneller erholt. Seit 1928 haben US-Aktien fast 60 mal ausgeprägtere Kurskorrekturen von mehr als 10% durchlaufen. Diese haben im Schnitt knapp 70 Handelstage gedauert, wurden dann aber in durchschnittlich 88 Handelstagen wieder wettgemacht. Zum Vergleich: Für Europa gibt es mit der Einführung des MSCI Europe erst ab 1970 belastbare Daten. Hier haben Abwärtsbewegungen ähnlich lange gedauert wie in den USA, die nachfolgende Erholung auf das Ausgangsniveau brauchte mit 181 Handelstagen aber doppelt so lang.

Wie lange kann die Outperformance Europas anhalten?

Die aktuelle Phase – die europäischen Indizes legen deutlich stärker zu als ihre US-amerikanischen Pendants, gleichzeitig wertet der Euro gegenüber dem US-Dollar auf – sind äußerst selten und halten üblicherweise nicht länger als drei bis vier Monate an.

Seit dem Jahr 2000 hatten wir 16 Euro-Aufwertungen größer 10%. Die Mehrzahl dieser Bewegungen endete mit einem Währungsplus von 10-12% gegenüber dem Greenback, die stärkste (2002) brachte 17% Aufwertung. In 10 der 16 Fälle konnte der S&P 500 im gleichen Zeitraum gegenüber dem Euro Stoxx in lokaler Währung outperformen, in einem Fall lagen beide Indizes gleichauf. Dies zeigt: Die aktuelle Marktsituation als Kombination aus einer deutlichen Stärke europäischer Aktien UND einer gleichzeitigen Euro-Aufwertung ist extrem selten.

Mein Fazit für Sie:

Die Psychologen kennen seit vielen Jahrzehnten den „home bias“, also die Tendenz, lieber in bekannte Unternehmen vor der Haustür zu investieren. Dadurch liegen die US-Aktienquoten deutscher Privatanleger noch immer auf einem sehr bescheidenen Niveau. Das ist kurzfristig nicht schlecht, sollte aber spätestens im Verlauf des zweiten Halbjahrs überprüft werden. Langfristig halte ich eine gleichgewichtete Mischung von europäischen und US-amerikanischen Aktien für zielführend.

Ihr


CHRISTOPHER SCHICKENTANZ
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Impressum und rechtlicher Hinweis:

Herausgeber: Capitell Vermögens-Management AG

Autor: Chris-Oliver Schickentanz

Erscheinungsort: Frankfurt am Main

Adresse: Hedderichstraße 55-57, 60594 Frankfurt am Main

Kontakt: 069-204561-0 | newsletter@capitell-ag.de

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die die Capitell Vermögens-Management AG für verlässlich hält, für die sie aber nicht garantieren kann. Die Quelle für Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt Refinitiv Inc. Die in diesem Artikel zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt eine

Werbung im Sinne des WpHG dar. Damit handelt es sich weder um ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots. Dieses Dokument wurde redaktionell am 06.03.2023 abgeschlossen.

© 2023