

# Wie günstig sind europäische Aktien?

7. November 2022

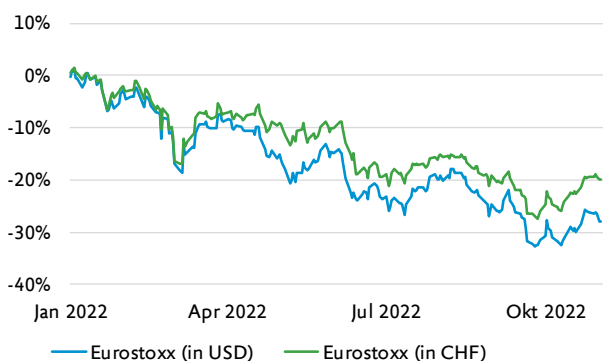
- Der Ausblick für die Wirtschaft im Euroraum sieht angesichts der hohen Energiepreise und Fragen bezüglich der Sicherheit der Energieversorgung düster aus.
- Die Kurse von Aktien der Eurozone haben seit Jahresbeginn bereits deutlich korrigiert, so wie andere Aktienmärkte ebenfalls. Es stellt sich somit die Frage, wieviel Negatives bereits eingepreist ist.
- Die Gewinnerwartungen für Unternehmen der Eurozone wurden bisher kaum nach unten korrigiert, was scheinbar dem aktuellen Makrobild widerspricht. Verschiedene Makro-Faktoren erschweren derzeit die Gewinnprognosen und die Berechnung einer fairen Bewertung. Wir zeigen einen möglichen Ansatz auf.

Josh Bouchard, Investment-Strategie

Seit Anfang des Jahres hat sich die konjunkturelle Lage in der Eurozone zunehmend verschlechtert. Der Ausbruch des Ukraine-Krieges hat zu rasch steigenden Energiepreisen geführt. Da die Gaslieferungen Russlands mittlerweile de facto eingestellt sind, muss man bei der Energieversorgung zudem mit einem sehr unsicheren Winter rechnen. Gleichzeitig hat die EZB die Leitzinsen deutlich erhöht, um den anhaltenden Inflationsdruck unter Kontrolle zu bringen. Davon gehen ebenfalls konjunkturelle Bremseffekte aus.

Dieses sogenannte stagflationäre Umfeld, gekennzeichnet durch schwaches Wachstum und hohe Inflation, das sich in vielen Industrieländern zeigt, hat fast alle Anlageklassen in Mitleidenschaft gezogen. Insbesondere aber europäische Aktien, die seit Jahresbeginn mehr als 20% an Wert verloren (in CHF). Mit Blick auf die weitere Entwicklung und die Positionierung im Portfolio stellt sich damit die Frage, wie viel Negatives bereits in den Kursen der Eurozonen-Aktien eingepreist ist?

## Performance von Eurozonen-Aktien seit Jahresbeginn



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

## Kurs-Gewinn-Verhältnis als Bewertungsmass

Die Frage, wie günstig Aktien der Eurozone mittlerweile sind, lässt sich nicht leicht beantworten. Ein erster Schritt ist es, den Aktienkurs in zwei Bestandteile zu zerlegen:

1. Den Gewinn - wie viel die Firmen vom Umsatz nach Abzug der Kosten behalten und davon z.B. als Dividenden auszahlen können.
2. Das Kursgewinnverhältnis (KGV) - wie viel Investoren für die künftig zu erwartenden Gewinne zu zahlen bereit sind. Dieses hängt u.a. vom Diskontsatz (Zinsen), der Risikofreude der Investoren und den Wachstumserwartungen ab. Das KGV ist tiefer, je höher die Zinsen und je niedriger die Wachstumserwartungen sowie die Risikofreude sind.

Multipliziert man das aktuelle KGV, welches angibt, wie viele Franken (bzw. Euro) man derzeit für einen Franken Gewinn bezahlt, mit dem aktuellen Gewinn, erhält man wiederum den aktuellen Kurs.

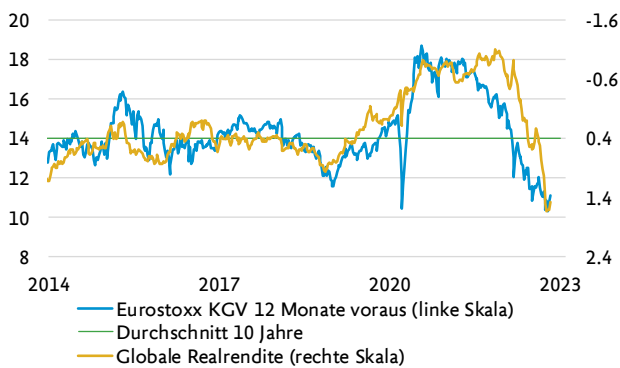
Multipliziert man nun aber das «faire KGV», d.h. eines, das auf Basis der aktuellen Zinsen, Risikofreude und Wachstumserwartungen angemessen wäre, mit einer realistischen Prognose des Gewinns, erhält man den «fairen» Kurs. Die Schwierigkeit besteht nun darin, die zwei Bestandteile (fairen KGV und Gewinn) so genau wie möglich zu bestimmen.

## Rückgang der KGVs angesichts des Realzinsanstiegs angemessen

Es sind nun vor allem die KGVs, die seit Anfang des Jahres stark korrigiert haben. Von einem Niveau von 16 am Jahresanfang sind die KGVs der Eurozonen-Aktien im Durchschnitt um 35 % auf 10 zurückgegangen. Das heisst, dass man derzeit «nur» 10 Franken für einen Franken Gewinn bezahlen muss, während man im langfristigen Durchschnitt 14 Franken bezahlten musste. Im Vergleich zu historischen

Niveaus und anderen Ländern scheinen die Aktien der Eurozone deshalb sehr günstig zu sein. Vergleicht man sie aber mit den gestiegenen Zinsen, sieht diese scheinbar günstige Bewertung nicht mehr ganz so beeindruckend aus. Es scheint eher der Fall zu sein, dass die KGVs einfach auf einen neuen, dem aktuellen Zinsumfeld angemessenen Wert gesunken sind.

#### KGV von Eurozonen-Aktien und globale Realrenditen



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

#### Hohe Gewinnerwartungen als Bewertungsrisiko

Zugleich liegt der andere Kurs-Bestandteil, der Gewinn (wir beziehen uns im Folgenden auf die Gewinnerwartungen der Analysten), für den Eurostoxx aktuell auf hohem Niveau. Auf den ersten Blick scheint es, dass die hohen Gewinnschätzungen der Analysten nicht mit einer sich anbahnenden Verschlechterung der Wirtschaftslage vereinbar sind.

Falls sich diese Gewinnerwartungen tatsächlich als zu optimistisch herausstellen, würde das beim aktuellen Kursniveau bedeuten, dass die Investoren ein höheres KGV bezahlen als die Gewinnschätzungen suggerieren. Wären die Gewinnschätzungen der Analysten beispielsweise 20 % zu hoch, würden Investoren derzeit nicht 10 Franken für 1 Franken Gewinn, sondern in Wahrheit 12.5 (=10/0.8) Franken für 1 Franken Gewinn zahlen.

Anders gesagt: denkt man, dass ein KGV-Wert von 10 derzeit in etwa angemessen ("fair") ist, müssten die Kurse im Falle sinkender Gewinnschätzungen weiter unter Druck kommen, damit das KGV ungefähr bei 10 bleibt. Die sehr negative Haltung ggü. Eurozonen-Aktien dürfte genau auf dieses Risiko eines Rückgangs der Gewinnschätzungen zurückzuführen sein.

#### Ein Detailblick auf die Gewinnentwicklung im Euroraum lohnt sich

Um also die Frage zu beantworten, ob die Gewinnschätzungen tatsächlich zu hoch sind, ist es notwendig, die makroökonomischen Treiber der Gewinnentwicklung detaillierter zu untersuchen. Dabei fallen einige Punkte besonders ins Gewicht:

1. Aktien der Eurozone erzielen einen Grossteil ihres Umsatzes ausserhalb des Währungsraums (>60 %) und sogar des Kontinents (ca. 50 %). Damit sind sie gegenüber dem Wachstum der Weltwirtschaft ebenfalls klar exponiert und hängen nicht nur von dem der Eurozone ab. Die globale Konjunktur steht derzeit robuster dar als die der Eurozone, was stützend wirkt.
2. Wechselkursentwicklungen haben einen grossen Einfluss auf Umsatz und Gewinn der Unternehmen. Der Euro hat seit Jahresbeginn aber deutlich an Wert verloren, was den Wert z.B. von USD-Erlösen erhöht, wenn sie in EUR gemessen werden.
3. Die Sektoren-Aufteilung der Aktienindizes weicht z.T. deutlich von der Sektoren-Aufteilung der Gesamtwirtschaft der Eurozone ab. Während die hohen Energiepreise das Wirtschaftswachstum insgesamt belasten, stützen sie das Gewinnwachstum der Unternehmen aus dem Energie- und Rohstoffsektor, die in den Aktienindizes ein höheres Gewicht haben als in der BIP-Rechnung. Dadurch wird das Gewinnwachstum im Vergleich zum BIP-Wachstum gestützt - zumindest solange die Preise hoch bleiben (dies gilt selbst, wenn die Regierungen eingreifen sollten, um Preise zu deckeln bzw. Gewinne mit Sondersteuern belegen würden).

#### Sektoren-Gewichte: Eurozonen-Aktien vs. Gesamtwirtschaft

Sektor	Sektoren-Gewichte		
	Eurostoxx Aktien	Eurozone Wirtschaft	Differenz
Industrie/Technologie	28%	32%	-4%
Finanzen	15%	7%	8%
Nicht-Basiskonsum	15%	11%	4%
Gesundheitsversorgung	9%	7%	1%
Basiskonsumgüter	9%	9%	0%
Versorger	7%	6%	1%
Rohstoffe/Energie	12%	7%	6%
Kommunikation	5%	5%	-2%
Immobilien	1%	8%	-3%
Öffentlicher Sektor	0%	8%	-8%

Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

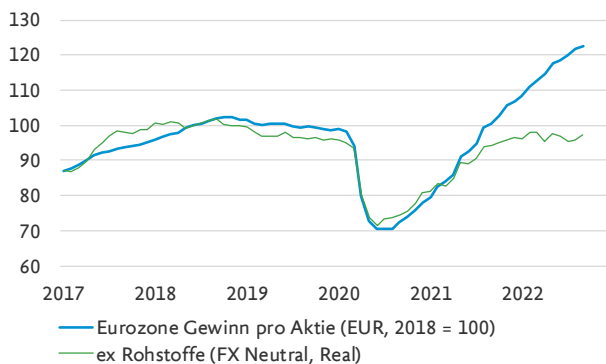
4. Schliesslich muss zum ersten Mal seit langem auch die Inflation in Betracht gezogen werden, wenn man die Gewinnentwicklung einschätzen will. In den letzten 20 Jahren war die Inflation eher tief und stabil. Infolgedessen bewegten sich inflationsbereinigtes (reales) BIP-Wachstum und nominales Gewinnwachstum in die gleiche Richtung. Heute dagegen liegt die globale Inflationsrate bei fast 7 %. Damit können die Gewinne nominal in etwa mit dieser Rate wachsen, auch wenn das reale BIP-Wachstum eigentlich stagniert.

#### Bereinigte Gewinnschätzungen weniger optimistisch

Zusammengenommen tragen diese Makrotreiber viel zum hohen Stand des Gewinns pro Aktie in der Eurozone bei. Wenn man die Gewinne um die genannten Sondereffekte bereinigt, erhält man einen Blick auf die Gewinnlage der Unternehmen, der eher mit der Lage der Realwirtschaft verein-

bar sein dürfte. Auf Basis dieser Bereinigung liegt das geschätzte Gewinnniveau nach unseren Berechnungen rund 3 % tiefer als im Jahr 2018, während die geschätzten realen BIPs der Länder, in denen die Eurozonen-Unternehmen ihrer Umsätze erwirtschaften, sogar 5 % höher liegen als 2018. Obschon dies nicht zwangsläufig bedeutet, dass die Aktien der Eurozone günstig sind, widerspiegelt das niedrige Niveau der bereinigten Gewinnerwartungen unserer Ansicht nach die derzeit angespannte wirtschaftliche Lage.

### Entwicklung der Eurozone Gewinne und BIP

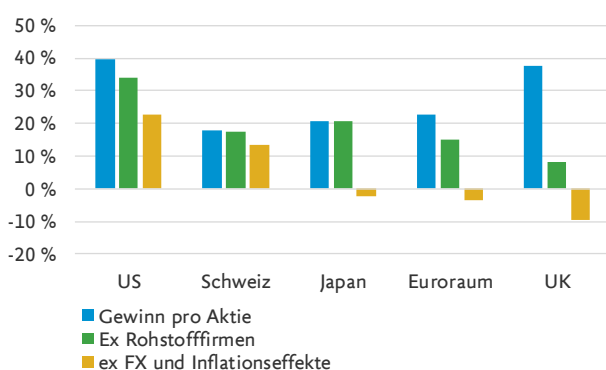


Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

### Regionale Aktienmärkte unterschiedlich betroffen

Obwohl diese Makro-Faktoren die Umsätze sowie den Gewinn der meisten grossen Unternehmen beeinflussen, ändert sich das Ausmass und die Richtung je nach Aktienmarkt in Abhängigkeit z.B. von der Grösse des Rohstoffsektors, dem Umsatzanteil des Auslands bzw. der Entwicklung der Wechselkurse im jeweiligen Land.

### Änderung des Gewinns pro Aktie 2022 ggü. 2018



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Im Schweizer Markt ist beispielsweise der Rohstoffsektor kaum vertreten. Dafür sind die Unternehmen grösstenteils sehr global orientiert. Im Gegensatz zum Euro hat der Schweizer Franken dieses Jahr jedoch gegenüber den meisten Währungen aufgewertet. Dadurch ist der Gewinn pro

Aktie in Franken gerechnet schwächer. In den USA führt eine höhere Inflation zu höheren Gewinnen, aber die Stärke der Währung wirkt in die entgegengesetzte Richtung.

Insgesamt bekommt man angesichts dieser Anpassungen ein Bild, das mehr oder weniger zum heutigen Konjunkturausblick passt, d.h. eine schwächere Gewinnentwicklung in Europa und eine stärkere Gewinnentwicklung in Amerika. Die Gewinnschätzungen für die einzelnen Märkte reflektieren daher dieses Bild weitgehend.

### Wie bei Aktien der Eurozone positionieren?

Unsere Bewertungsanalyse hat gezeigt, dass die Gewinnerwartungen für Aktien der Eurozone schon vorsichtiger sind als es auf den ersten Blick erscheint. Auch wenn wir davon ausgehen, dass die Gewinnschätzungen für die globalen Aktienmärkte vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Unsicherheiten insgesamt noch relativ optimistisch sind, gilt dies entsprechend weniger stark für die Eurozone.

Die oben aufgezeigte Analyse der Gewinnerwartungen und daraus abgeleitete Bewertung der Aktien ist ein wichtiges, aber nicht das einzige Kriterium für die Entscheidung, wie stark ein Aktienmarkt im Portfolio gewichtet werden sollte. Daneben spielt u.a. auch die Positionierung der Marktteilnehmer eine wichtige Rolle: Ist zum Beispiel der Markt mehrheitlich schon sehr negativ bezüglich eines gewissen Aktienmarktes eingestellt und hat ihn entsprechend untergewichtet, kann es durchaus sein, dass so ein Markt besser als andere abschneidet, allein weil die Positionierung bereits sehr negativ ist, was den weiteren Verkaufsdruck reduzieren kann.

Aufgrund der unsicheren wirtschaftlichen Aussichten sind wir derzeit bei Aktien insgesamt untergewichtet, so auch in der Eurozone. Angesichts der bereits sehr pessimistischen Stimmung der Investoren und einer ausgeprägten negativen Positionierung sehen wir allerdings durchaus die Möglichkeit einer positiven Gegenbewegung, sollte sich die Stimmung nur schon ein wenig aufhellen. In so einem Fall muss zudem sorgfältig darauf geachtet werden, ob es Anzeichen einer Trendwende bei den Aktien gibt. Das gilt im Speziellen für die Aktien der Eurozone, die derzeit das absolute Schlusslicht im Ranking bei institutionellen Anlagegesellschaften bilden. Da unsere Analyse auf eine fairere grundlegende Bewertung hindeutet, sehen wir in der Eurozone das grösste Aufwärtspotenzial, sollte die Lage beginnen sich zu beruhigen.