

---

# In Europa müssen die Zinsen nicht viel weiter steigen

---

Europäische Aktien | März 2023

---



**Paul Doyle**  
Head of Large Cap European Equities

- **Europa hat rasch gehandelt, um sich von russischer Energie unabhängiger zu machen, und die Inflation ist gesunken – wird die vorherigen Niveaus aber nicht wieder erreichen**
- **Angesichts der beachtlichen potenziellen Nachfrage nach Gebrauchsgütern gibt es in Europa Grund zur Hoffnung, doch die Signale sind durchwachsen**
- **Wir erwarten nicht, dass die Europäische Zentralbank die Zinsen so stark anheben wird, wie der Markt dies erwartet, und die Aktienkurse haben noch Aufwärtspotenzial**

Man sagt, dass Not erfinderisch macht, und Europa hat seine Abhängigkeit von russischem Gas rasch reduziert. Angesichts der explodierenden Preise haben die privaten Haushalte weniger geheizt, um Energie zu sparen, während die Unternehmen weniger Gas verbrannten, die Produktion aber dennoch aufrechterhielten. Europa hatte außerdem Glück, dass der Winter mild war. Um die Lieferprobleme anzugehen, hat Deutschland die ersten fünf schwimmenden Terminals für verflüssigtes Erdgas (LNG) gebaut<sup>1</sup>, und erstmals überhaupt strömt Gas aus Norwegen nach Polen<sup>2</sup>.

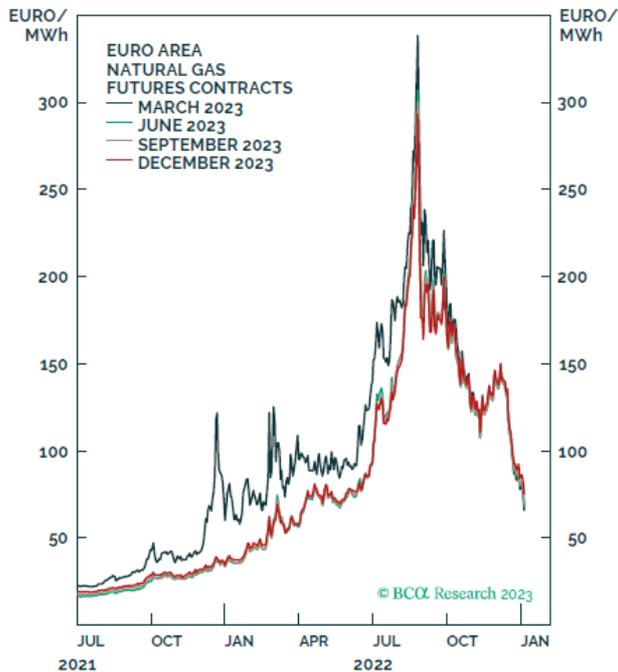
Die unmittelbare Krise verliert an Schärfe, sodass die Gaspreise stark gesunken sind (Abbildung 1). Dies dämpft die Inflation und gibt dem Geschäftsklima Auftrieb – allesamt positive Faktoren für Aktien. Die Inflation in Europa resultierte aus den pandemiebedingten Lieferschwierigkeiten, die durch die Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine verschärft wurden. Wir erwarten, dass sich die Verbraucherpreisinflation bis zum Jahresende auf 3% bis 4% abschwächt, was der europäischen Wirtschaft zugutekommen würde.

---

<sup>1</sup> Reuters, Germany says fifth floating LNG terminal to be built by end of 2022 (Deutschland: Fünftes schwimmendes LNG-Terminal soll Ende 2022 fertig sein), 19. Juli 2022

<sup>2</sup> Euronews, Norway-Poland gas pipeline opens in key move to cut dependency on Russia (Eröffnung der Pipeline Norwegen-Polen wichtiger Schritt zur Unabhängigkeit von Russland), 27. September 2022

Abbildung 1: Erdgaspreise im Euroraum



EURO/MWh	EURO/MWh
EURO AREA	EURORAUM
NATURAL GAS	ERDGAS
FUTURES CONTRACTS	FUTURES-KONTRAKTE
MARCH 2023	MÄRZ 2023
JUNE 2023	JUNI 2023
SEPTEMBER 2023	SEPTEMBER 2023
DECEMBER 2023	DEZEMBER 2023
JUL	JULI
OCT	OKT.
JAN	JAN.
APR	APR.

Quelle: Intercontinental Exchange, Ice Futures Limited, Januar 2023

Längerfristig wird die Inflation unseres Erachtens nicht wieder auf Niveaus um 2% sinken, die wir seit 20 Jahren gewöhnt waren. Wir sehen sie eher bei etwa 4%. Gründe dafür sind unter anderem: ein Mangel an Rohstoffen nach jahrelang niedrigen Investitionsausgaben, die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft nach Covid-19, die alternde Bevölkerung in Europa, Europas Subventionen für die grüne Wende, die Deglobalisierung sowie die militärischen Spannungen in Europa. Dies alles wird zu höheren Anleiherenditen und einer größeren Marktvolatilität führen – und mithin zu niedrigeren KGVs (Kurs-Gewinn-Verhältnissen) als in der Vergangenheit.

### Durchwachsene Signale zur Stärke der Wirtschaft

Es gibt Anlass zur Hoffnung in Europa, allerdings sind die Signale durchwachsen. Der beste Frühindikator ist die Geldmenge, die anscheinend weiter sinkt. Wenn die Inflation, wie von uns erwartet, nachgibt, wird die Nachfrage anziehen. In Europa besteht eine erhebliche potenzielle

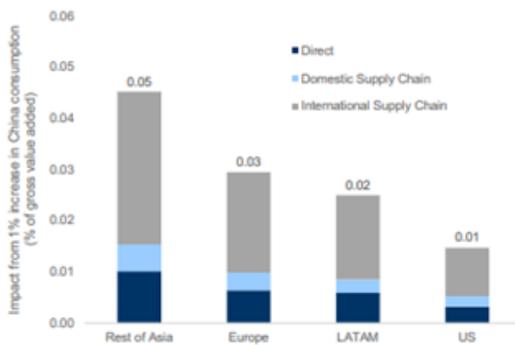
Nachfrage nach Gebrauchsgütern. In den USA ist die Nachfrage indes schon jetzt höher als vor Covid-19.

Ebenfalls positiv ist das Ende der Null-Covid-Politik in China. Europa liefert 8% seiner Exporte nach China<sup>3</sup>, mehr setzen dort nur die südostasiatischen Länder ab. Sobald die Zahl der Covid-19-Infektionen in China sinkt und die Verbraucher wieder reisen, werden sie auch mehr Geld ausgeben. Die Lieferkettenprobleme werden abnehmen, und die stärkere Nachfrage in China wird den Abwertungsdruck auf den Renminbi reduzieren. Auch das ist positiv für Europa.

Die Sektoren in Europa mit dem stärksten China-Engagement sind Halbleiter, Grundstoffe, Luxusgüter, Energie und Autos. China hat einen Anteil von einem Viertel an der Halbleiter- und von 16% an der Luxusgüternachfrage<sup>4</sup>.

Abbildung 2: China in vier Grafiken

**Exhibit 1: The European economy is more exposed to a China consumption recovery than other non-Asia regions**



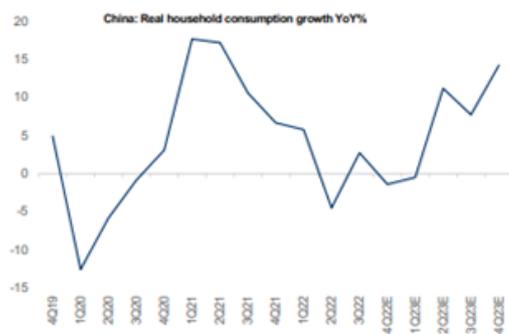
Source: WIOD, Morgan Stanley Research. Note: Gross value added (GVA) assesses the output of an economy, based on the production approach of the national accounting system, and the sum of GVA plus taxes on products minus subsidies on products is equal to GDP.

**Exhibit 2: Mobility metrics are starting to recover across China**



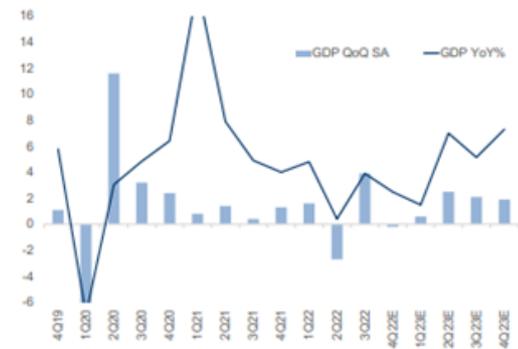
Source: CEIC, WIND, Morgan Stanley Research

**Exhibit 3: We forecast a sharp recovery in China household consumption in 2023 ...**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

**Exhibit 4: ... with GDP growth picking up sharply from 2Q onwards**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

Exhibit 1 : The European economy is more exposed to a China consumption recovery than other non-Asia regions	Grafik 1: Europas Wirtschaft ist von einer Erholung des Konsums in China stärker abhängig als andere nichtasiatische Regionen
Impact from 1% increase in China consumption (% of gross value added)	Auswirkungen eines Anstiegs des chinesischen Konsums um 1% (% der Bruttowertschöpfung)
0.06	0,06

<sup>3</sup> Morgan Stanley Research, Stand: Juni 2022

<sup>4</sup> Morgan Stanley Research, Stand: Juni 2022

Direct	Direkt
Domestic Supply Chain	Inländische Lieferkette
International Supply Chain	Internationale Lieferkette
Rest of Asia	Übriges Asien
Europe	Europa
LATAM	Lateinamerika
US	USA
Source: WIDO, Morgan Stanley Research; Note: Gross value added (GVA) assesses the output of an economy, based on the production approach of the national accounting system, and the sum of GVA plus taxes on products minus subsidies on products is equal to GDP.	Quelle: WIDO, Morgan Stanley Research; Hinweis: Die Bruttowertschöpfung bildet die Gesamtheit der produzierten Güter und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft ab. Die Grundlage bildet der Produktionsansatz innerhalb der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, und die Summe aus Bruttowertschöpfung und Steuern auf Produkte abzüglich Subventionen für Produkte entspricht dem Bruttoinlandsprodukt (BIP).

Exhibit 2: Mobility metrics are starting to recover across China	Grafik 2: Mobilitätskennzahlen beginnen sich in ganz China zu erholen
18-city subway passenger	U-Bahn-Fahrgäste in 18 Städten
National intercity highway mobility	Mobilität auf nationalen Schnellstraßen
Jun-22	Juni 22
Feb-22	Feb. 22
Mar-22	März 22
Apr-22	Apr. 22
May-22	Mai-22
Jun-22	Juni 22
Jul-22	Juli 22
Aug-22	Aug. 22
Sep-22	Sept. 22
Oct-22	Okt. 22
Nov-22	Nov-22
Dec-22	Dez. 22
Jan-23	Jan. 23

Exhibit 3: We forecast a sharp recovery in China household consumption in 2023 ...	Grafik 3: Wir prognostizieren für 2023 eine starke Erholung des Konsums der privaten Haushalte in China...
China: Real household consumption growth YoY%	China: Reales Konsumwachstum privater Haushalte zum Vorjahr in %

Exhibit 4: ... with GDP growth picking up sharply from 2Q onwards	Grafik 4: ... und eine kräftige Beschleunigung des BIP-Wachstums ab dem 2. Quartal
---	--

Quelle: Schätzungen von Morgan Stanley Research, Januar 2023

### Bewertungsabschlag größer denn je

Bei Aktien erscheinen die Bewertungen (unter anderem in Europa) nach den Kursrückgängen im Jahr 2022 nun angemessen. Der Bewertungsabschlag von europäischen gegenüber US-Aktien ist größer denn je. Die KGVs auf Basis der geschätzten Gewinne der nächsten zwölf Monate liegen bei 10x in Europa und 17x in den USA<sup>5</sup>. US-Unternehmen sind zwar möglicherweise rentabler als andere, jedoch werden eine stärkere Konjunktur in China und ein schwächerer US-Dollar die Bewertungen außerhalb der USA steigen lassen.

In dem unwahrscheinlichen Fall, dass europäische Aktien in diesem Jahr verlieren, wird dies an einem Rückgang der Gewinne liegen.

### Die USA sind anders

Der neutrale Zinssatz ist der Zinssatz, der sich aus der Höhe der Investitionen ergibt, die ein Land mit seinen Ersparnissen tätigt. Alles, was die Ersparnisse verringert oder die Investitionen

<sup>5</sup> Bloomberg, Stand: Februar 2023

erhöht, wird den neutralen Zinssatz steigen lassen. Dieser ist in den USA am höchsten. Das bedeutet, dass die US-Wirtschaft höhere Zinssätze verkraften kann als die Wirtschaft anderer Länder.

In den USA ist der neutrale Zinssatz seit der globalen Finanzkrise niedrig: Die privaten Haushalte und die Unternehmen zahlten Schulden ab, was eine Sparwut auslöste, durch die der Preis des Geldes sank. Die Globalisierung und die extrem hohen Ersparnisse in anderen Teilen der Welt verstärkten dies. Doch diese Entwicklungen kehren sich nun um, sodass der neutrale Zinssatz steigt. Durch die alternde Bevölkerung steigt der Abhängigenquotient – das Verhältnis der Anzahl von Personen, die nicht im Erwerbstätigenalter sind, zur Anzahl von Personen im Erwerbstätigenalter. Deshalb wird die Produktionsmenge relativ zu den Ausgaben sinken; dies treibt die Inflation an.

Die Zinskosten für die US-Regierung – wie auch für andere Regierungen – werden sich erhöhen, vielleicht sogar bis auf Niveaus wie zu Beginn der 1990er-Jahre. Längerfristig werden höhere Kapitalkosten das systemische Risiko in den Volkswirtschaften und an den Kapitalmärkten verringern, weil Fremdkapitaleinsatz und Fehlallokationen von Kapital vom Markt bestraft werden. Der Krieg in der Ukraine dürfte unterdessen die Investitionen in erneuerbare Energien beschleunigen und mithin der Produktivität in Europa positive Impulse geben.

Kurzfristig bestehen die Risiken für die Kurse von US-Anlagen (Aktien und Anleihen) weiterhin, weil durch die nachlassende Inflation die realen Löhne steigen. Das nominale Lohnwachstum wird wegen der angespannten Lage am US-Arbeitsmarkt der Inflation hinterherhinken. Höhere Reallöhne treiben die Konsumausgaben an, sodass die Konjunktur überhitzen könnte – was gefährlich wäre, weil die US-Notenbank dann gezwungen sein würde, die Zinsen wieder anzuheben. Aktien würden darauf nicht gut reagieren.

### **Inflationsrisiken nehmen ab**

Wir erwarten nicht, dass die Europäische Zentralbank die Zinsen so stark anheben wird, wie der Markt dies erwartet. Der neutrale Zinssatz in Europa ist niedrig – viel niedriger als in den USA. Europas Wirtschaft ist zu labil, um solche Zinserhöhungen wie jene der US-Notenbank zu verkraften. Der neutrale Zinssatz in Deutschland liegt bei rund 0%, und in Italien ist er negativ. Deutschland könnte mit einem Zinssatz von 2,5% umgehen, Italien nicht.

Alles in allem wurde die Inflation in Europa durch einen angebotsseitigen Schock verursacht, eine Lohn-Preis-Spirale konnte jedoch verhindert werden. Die Zinsen müssen in Europa nicht so stark steigen. Das bedeutet, dass die Aktienkurse noch Aufwärtspotenzial haben.



### **Wichtige Hinweise**

#### **Nur zur Verwendung durch professionelle und/oder gleichwertige Anleger gemäß Ihrer Rechtsprechung (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten) Für Vermarktungszwecke bestimmt.**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Es beinhaltet kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellt keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem mit dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko. Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. Anlagen im Ausland können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen. Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse, und Prognosen stellen keine Garantie dar. Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

**In Australien:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift, für die von ihr für „Wholesale-Kunden“ in Australien erbrachten Finanzdienstleistungen eine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen gemäß des Corporations Act 2001 (Cth) zu halten, befreit und stützt sich hierbei auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument darf in Australien nur an „Wholesale-Kunden“ im Sinne der Definition in Section 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

**In Singapur:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

**In Hongkong:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE: AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

**In Japan:** Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co, Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) Nr. 3281, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association sowie im Verband der Wertpapiergesellschaften vom Typ II.

**Im Vereinigten Königreich:** Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204, und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, jeweils eingetragen in England und Wales und von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

**Im EWR:** Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Nr. B 110242 und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert von der Autoriteit Financiële Markten (AFM), eingetragen unter der Nr. 08068841.

**In der Schweiz:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, einem nichtregulierten Schweizer Unternehmen, oder Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH in ihrer Eigenschaft als ständige Vertretung von Columbia Threadneedle Management Limited, zugelassen und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

**Im Nahen Osten:** Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.

Dieses Dokument kann Ihnen von einem verbundenen Unternehmen bereitgestellt worden sein, das Teil der Unternehmensgruppe von Columbia Threadneedle Investments ist: Columbia Threadneedle Management Limited im Vereinigten Königreich; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., von der niederländischen Finanzmarktaufsicht (AFM) reguliert und eingetragen unter der Nr. 08068841.

**Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**