
Kleinere europäische Unternehmen – ein Ausblick

Europäische Aktien | Oktober 2023



Philip Dicken
Head of International Equities

- **Höhere Ölpreise, die Inflation und der Zinsdruck behindern die Performance von Small-Cap- und Wachstumsaktien. Allerdings nähern sich die Zinsen ihrem Höhepunkt und die Inflation geht allmählich zurück**
- **Die Gewinne je Aktie steigen, damit sind Small-Cap-Aktien zunehmend attraktiv bewertet**
- **Dies spricht dafür, dass Small-Cap-Titel wieder eine Outperformance erzielen könnten, insbesondere die Aktien hochwertiger und wachstumsstarker Unternehmen**

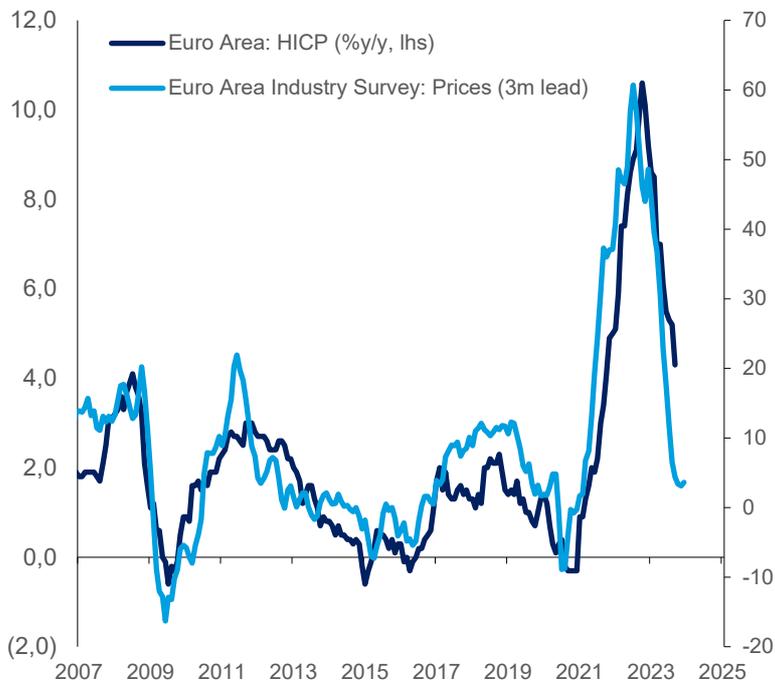
Die Nachrichten der vergangenen beiden Jahre drehten sich in erster Linie um die Inflations- und Zinsprognosen, denn die lange Phase der niedrigen Teuerungsraten und Zinsen fand ein abruptes Ende. Als die Covid-19-Beschränkungen Zug um Zug gelockert wurden und die Nachfrage wieder zunahm, kam es zu Engpässen in den Lieferketten, und die Inflation schnellte in die Höhe. Einige der Faktoren, die diese Entwicklung ausgelöst hatten, waren nur vorübergehender Natur, und an den Lieferketten wurden Anpassungen vorgenommen. Die Inflation hat im Westen allerdings noch nicht wieder das Vorpandemieniveau erreicht. Die Ursachen sind der gesunkene Grad der Globalisierung, die verstärkten staatlichen Konjunkturanreize und die höheren Energiepreise.

Die Zentralbanken unterschätzten zunächst das Inflationsproblem und mussten daher die Zinsen schneller als normalerweise üblich auf ein Niveau anheben, das ihnen angemessener erschien. In den USA könnte es noch zu einem weiteren Zinsschritt kommen, doch nach den Ereignissen in Israel und Gaza ist dies nun weniger wahrscheinlich. Weitere Zinserhöhungen im Vereinigten Königreich und der Eurozone sind noch unwahrscheinlicher.

Mit dem Rückgang der Inflation sind die Realzinsen in den USA gestiegen, nach Jahren der negativen Realzinsen liegen sie nun im positiven Bereich (Abbildung 1).

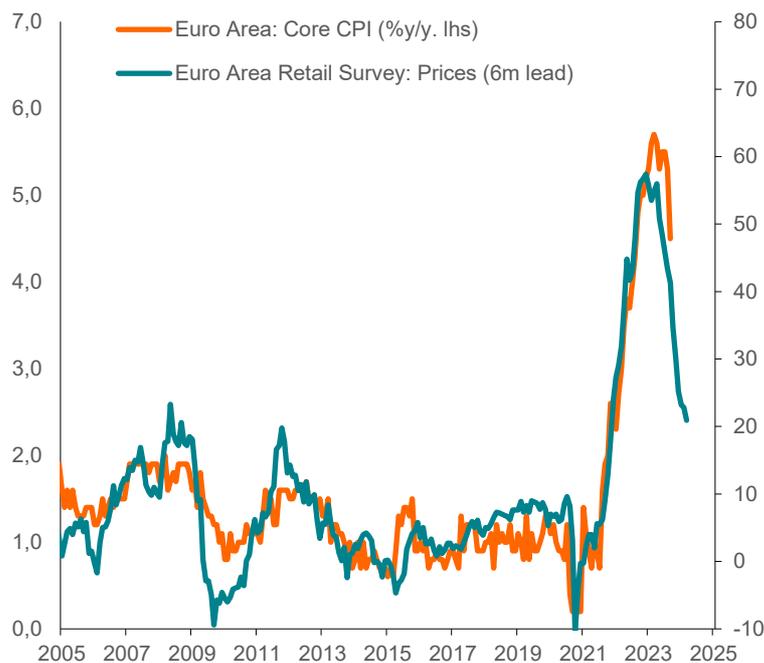
Außerdem haben die Erdgaspreise die Inflation in Europa stärker zunehmen lassen als in den USA. Der jüngste Rückgang der Erdgaspreise dürfte auch die Inflation in Europa sinken lassen (Abbildungen 1 und 2), damit dürften dann auch die Zinsen ihren Höchststand erreichen.

Abbildung 1: Inflation in der Eurozone dürfte sinken



Quelle: BNP Paribas Exane, Oktober 2023

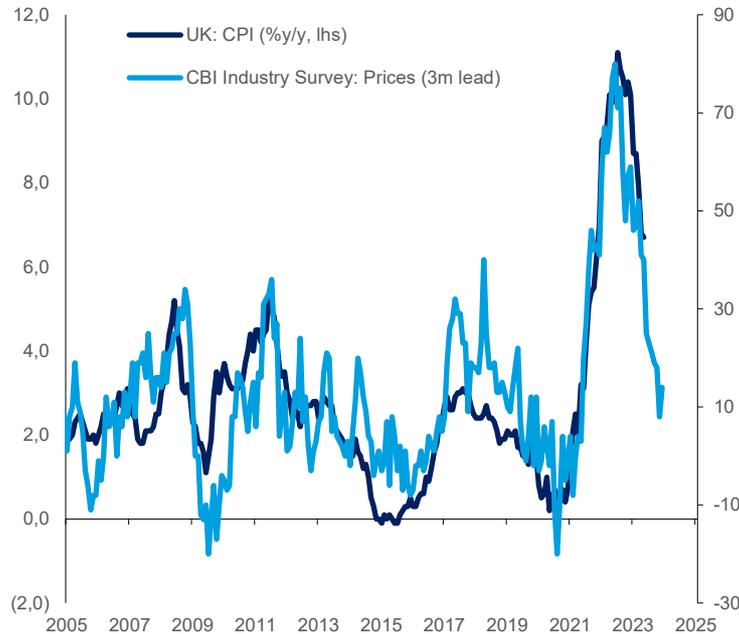
Abbildung 2: Kerninflation in der Eurozone schwächt sich allmählich ab



Quelle: BNP Paribas Exane, Oktober 2023

Dies dürfte auch im Vereinigten Königreich der Fall sein (Abbildung 5).

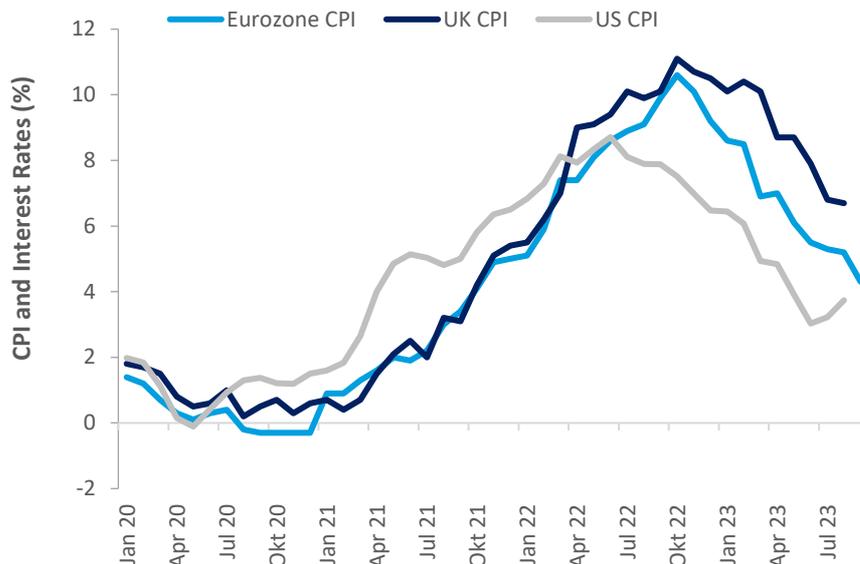
Abbildung 3: Kerninflation im Vereinigten Königreich vollzieht ebenfalls eine Trendwende



Quelle: BNP Paribas Exane, Oktober 2023

Beide Regionen liegen etwas hinter den USA zurück (Abbildung 6).

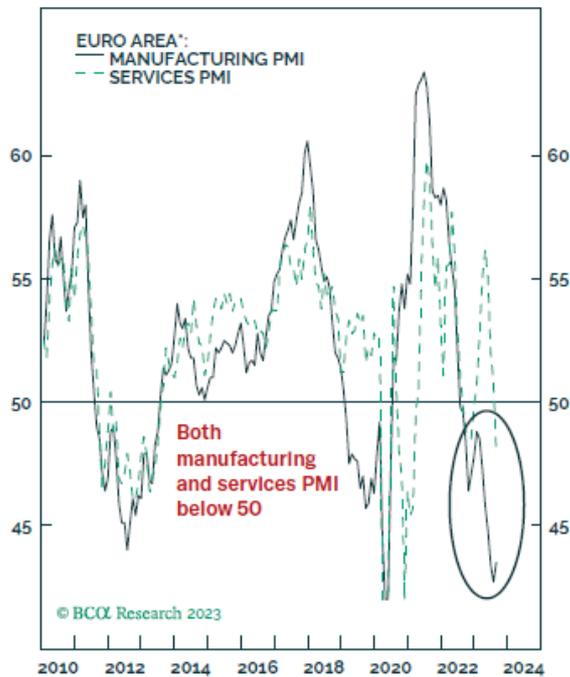
Abbildung 4: Europa hinkt bei den Inflationstrends den USA hinterher



Quelle: Bloomberg, Oktober 2023

In China fiel das Wachstum unterdessen enttäuschend aus: Die Aufhebung der Covid-Beschränkungen verlief nicht reibungslos und die Konsumausgaben steigen nicht so rasch wie erwartet. Darunter leidet das vom Export abhängige verarbeitende Gewerbe in Europa (Abbildung 7), sodass die europäischen Einkaufsmanagerindizes (EMIs) nun unter 50 liegen.

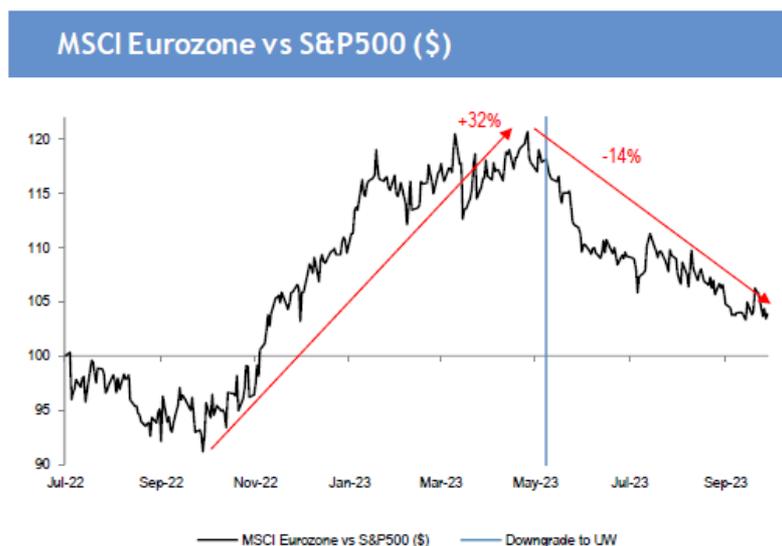
Abbildung 5: Schwache EMIs für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor in Europa



Quelle: BCA Research, Oktober 2023 * Quelle: HCOB, S&P Global PMI. Hinweis: Datenreihe zu Darstellungszwecken bei 42 abgebrochen.

Das europäische Bruttoinlandsprodukt (BIP) stagniert in diesem Jahr, und die Eurozone hat sich zuletzt schwächer entwickelt als die USA, nachdem sie in den sechs Monaten bis September 2022 noch stärker gewesen war (Abbildung 8).

Abbildung 6: Relative Performance des MSCI Eurozone ggü. dem S&P 500



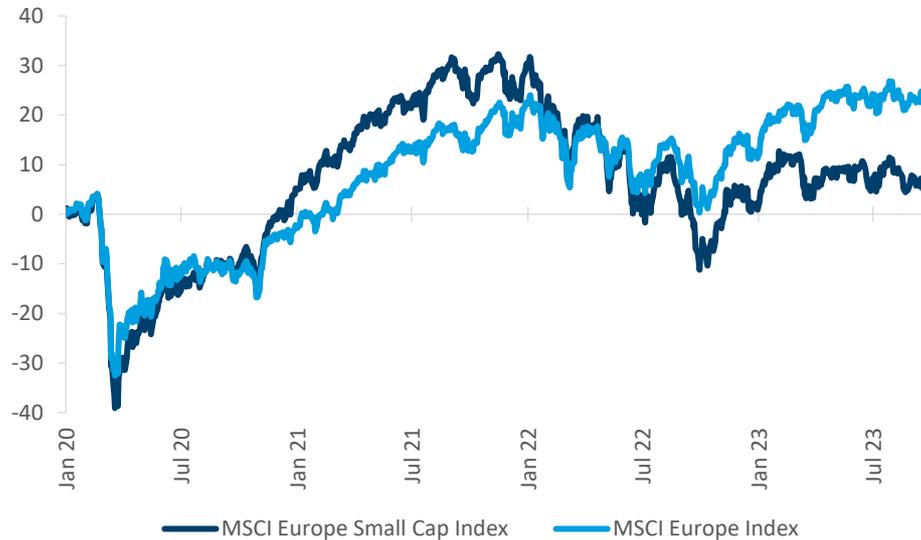
Quelle: Datastream, Oktober 2023

Für die USA erwarten wir eine weiche Landung oder eine nur milde Rezession, und auch in Europa könnte der Wind drehen (Abbildungen 9 und 10).

Performance von Small Caps gegenüber Large Caps

Kleinere Unternehmen hinken Large Caps seit Januar 2020 hinterher, (Abbildung 13):

Abbildung 7: Kumulierte Renditen der MSCI Large Cap und Small Cap Indizes



Quelle: Bloomberg, Oktober 2023

Der steigende Abzinsungssatz hat sich auf die Aktienbewertungen ausgewirkt. Small-Cap-Aktien sind in der Regel eher wachstumsorientiert, daher ist der Druck auf die Bewertungen stärker. Dies ist auf den Wertanteil in den späteren Jahren eines Discounted-Cashflow-Bewertungsmodells zurückzuführen.

2022 wurden die Bewertungen von Wachstumsaktien im Vergleich zu jenen von Substanzwerten deutlich stärker korrigiert. In diesem Sommer war im Zuge der geänderten Zinserwartungen ein ähnlicher, wenn auch schwächerer Effekt zu beobachten.

Eine Marktschwäche macht sich bei den Aktienkursen kleinerer Unternehmen stärker bemerkbar als bei denen größerer Unternehmen, wenn sich Anleger bei der Vermögensallokation von einer mutmaßlich riskanteren oder volatileren Anlageklasse abwenden.

Bewertungen

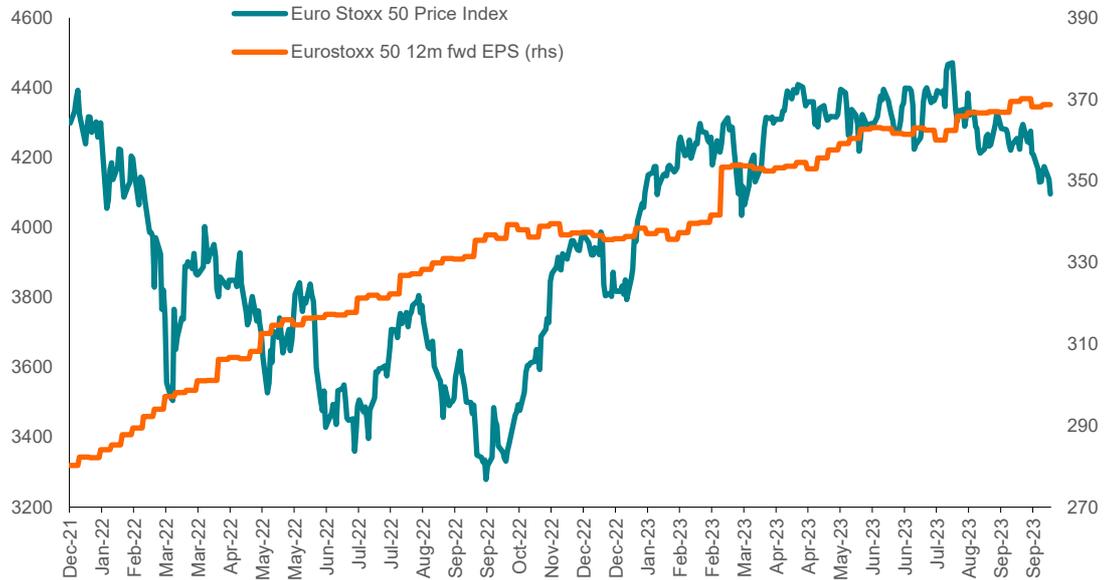
Trotz des schwachen Konjunkturmilieus und der geopolitischen Volatilität sind die Gewinnkorrekturen 2023 für die Eurozone bisher positiv ausgefallen. Somit sind europäische Aktien nun attraktiv bewertet, insbesondere im Vergleich zu ihren US-Pendants. Selbst bei einer Ausklammerung der größten US-Technologieaktien ist der Abschlag für langfristig orientierte Anleger interessant.

Abbildung 8: Indexbewertungen der einzelnen Märkte – Europa ist attraktiv

Bewertungsniveaus	KGV 2023	KGV 2024	KCV 2023	Dividendenrendite 2023
Europa	12,6	12,0	11,2	3,5 %
USA	19,6	17,4	15,1	1,6 %
Japan	14,7	14,0	9,9	2,2 %
Asien ohne Japan	14,4	11,7	9,2	2,6 %

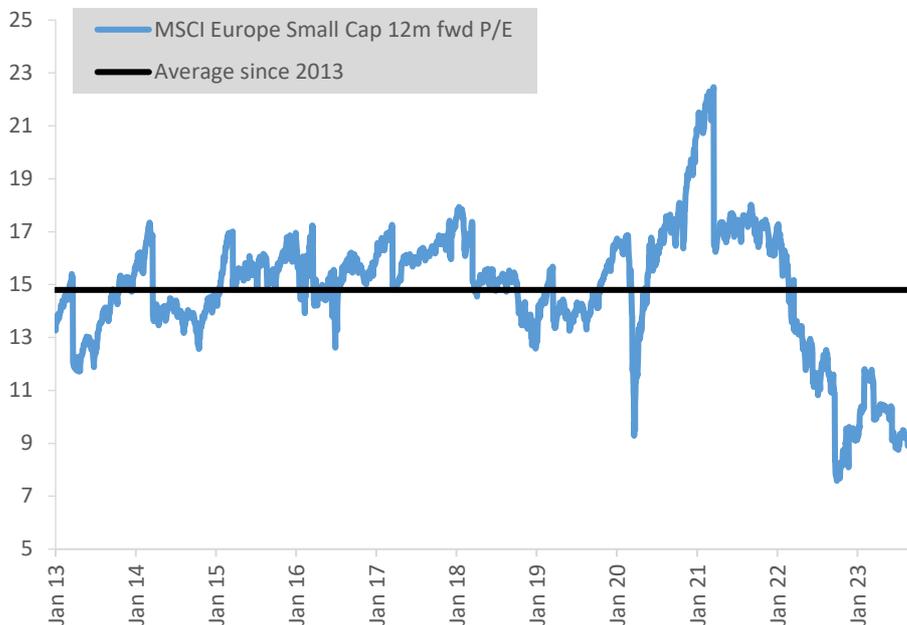
Quelle: Bloomberg, Oktober 2023

Abbildung 9: Gewinnzahlen werden weiter nach oben korrigiert, insbesondere in Europa



Quelle: BNP Paribas Exane, Oktober 2023

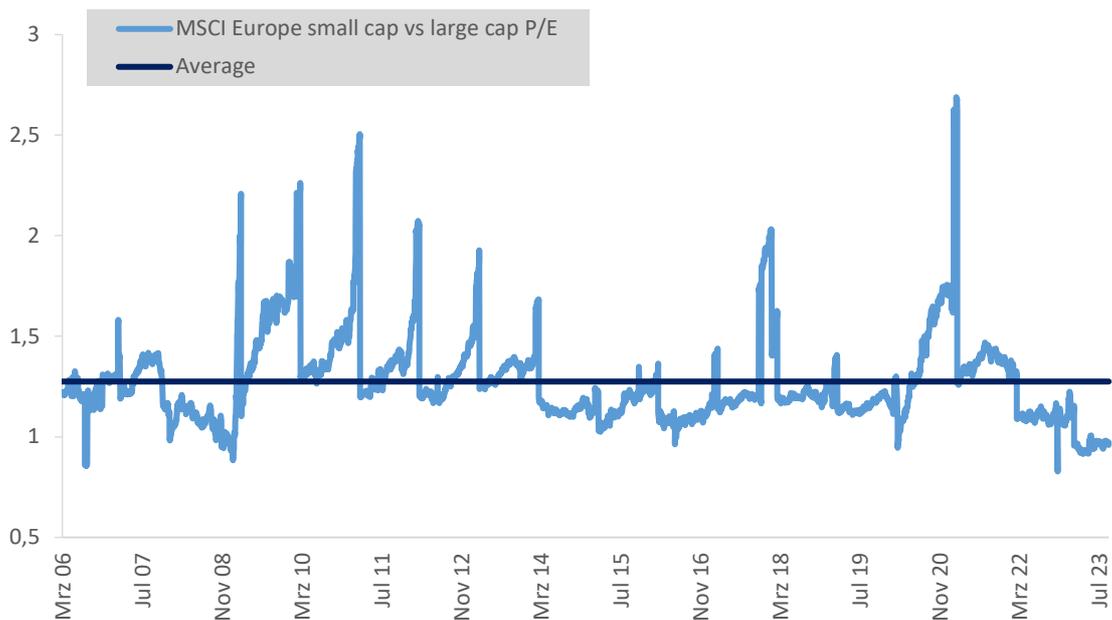
Abbildung 11: KGV von Small Caps auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten 12 Monate



Quelle: Bloomberg, Oktober 2023

Kleinere europäische Unternehmen zeigen seit einiger Zeit eine schwächere Performance als ihre größeren Pendanten, daher sind ihre Bewertungen so interessant wie schon länger nicht mehr (Abbildung 17).

Abbildung 10: Relative KGVs zeigen, dass Small Caps günstig bewertet sind



Quelle: Bloomberg, Oktober 2023

Ausblick

Wir konzentrieren uns weiterhin auf höherwertige, wachstumsstarke Unternehmen, die bei allen makroökonomischen Rahmenbedingungen florieren können. Höhere Zinsen – und damit auch höhere Abzinsungssätze – bedeuten, dass wir die Aktienbewertungen dieser Unternehmen noch genauer prüfen müssen.

Dank der Research-Aktivitäten, die wir seit Jahresbeginn durchgeführt haben, sind wir gut aufgestellt, um zukünftig eine Outperformance zu erzielen. Zu diesem Zweck investieren wir in ein Small-Cap-Universum, das im Vergleich zu sowohl europäischen Large Caps als auch zu US-Aktien gut positioniert ist.



Wichtige Informationen

Nur für professionelle Kunden und/oder gleichwertige Arten von Anlegern in Ihrem Land (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Hierbei handelt es sich um ein Marketingdokument. Die Nennung von Aktien stellt keine Handlungsempfehlung dar.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und sollte nicht als für eine bestimmte Anlage repräsentativ erachtet werden. Es stellt kein Angebot und auch keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gilt es als Anlageberatung oder sonstige Leistung. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, darunter auch das Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Ihr Kapital ist nicht geschützt.** Das Marktrisiko kann einen einzelnen Emittenten, einen Wirtschaftssektor, einen Industriezweig oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert der Anlagen ist nicht garantiert. Deshalb erhält ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurück. **Internationale Anlagen** bergen bestimmte Risiken und können aufgrund möglicher Veränderungen der politischen oder wirtschaftlichen Verhältnisse oder wegen Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Bilanzierungsstandards volatil sein. **Die genannten Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die genannten Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand am genannten Datum, können sich bei einer Veränderung der Markt- oder sonstigen Bedingungen ändern und können von den Meinungsäußerungen anderer verbundener Unternehmen oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) abweichen. Die tatsächlich von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften getätigten Anlagen oder getroffenen Anlageentscheidungen, sei es für die eigene Anlageverwaltungstätigkeit oder im Namen von Kunden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und berücksichtigen die persönlichen Umstände eines Anlegers nicht. Anlageentscheidungen sollten immer auf Grundlage der konkreten finanziellen Bedürfnisse, der Ziele, des zeitlichen Horizonts und der Risikobereitschaft eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und keine Prognose sollte als Garantie angesehen werden.** Von Dritten bezogene Informationen und Einschätzungen stammen zwar aus Quellen, die als glaubwürdig angesehen werden, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

Für Australien gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Auflage befreit, eine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS wird in Singapur (Registernummer: 201101559W) von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) reguliert, der vom australischen Recht abweicht.

Für Singapur gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, die in Singapur der Aufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289)

untersteht. Registernummer: 201101559W. Dieses Werbedokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

Für Hongkong gilt: 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, die von der Securities and Futures Commission („SFC“) zur Durchführung regulierter Aktivitäten (Typ 1) zugelassen ist (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong gemäß der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

Für Japan gilt: Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd., registriert als Financial Instruments Business Operator (FIBO) unter der Nr. 3281 durch den Generaldirektor des Local Finance Bureau der Region Kanto sowie Mitglied der Japan Investment Advisers Association und der Type II Financial Instruments Firms Association (T2FIFA).

Für das Vereinigte Königreich gilt: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204, eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London, EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

Für den EWR gilt: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Registernummer B 110242; eingetragener Firmensitz: 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Großherzogtum Luxemburg.

Für die Schweiz gilt: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragener Firmensitz: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Für den Nahen Osten gilt: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. 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; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln.

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