



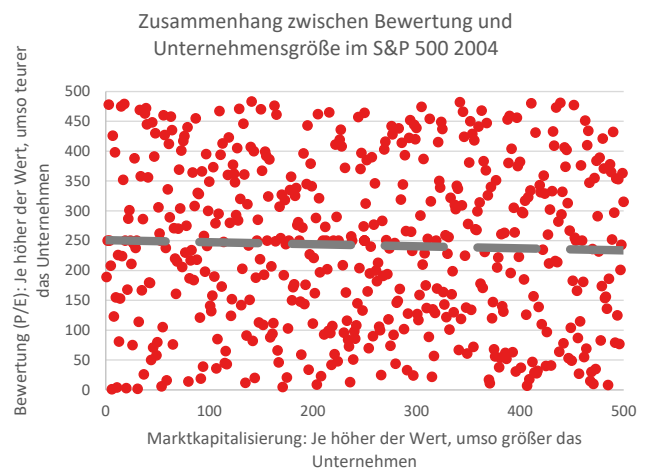
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

4. August 2022

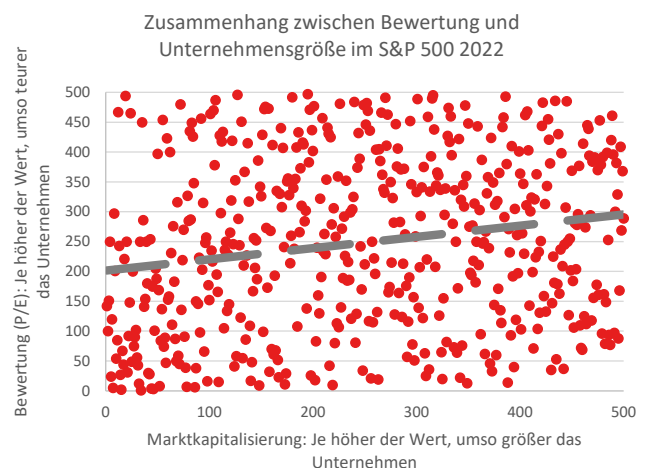
Sind große US-Unternehmen zu teuer?

Es ist alles andere als leicht, Aussagen über die Bewertung von Aktienmärkten zu treffen. Das beginnt schon bei der Frage, welche Bewertungskennzahlen genutzt werden und welchen Einfluss die Zinsen auf das Bewertungsniveau haben. Das von uns verwendete Bewertungsmodell kommt z.B. für den globalen Aktienmarkt derzeit zum Ergebnis, dass die Bewertung in der Nähe eines fairen Niveaus liegt – die Fehlerbandbreite dürfte aber erheblich sein, zumal auch zu einem späteren Zeitpunkt nie unumstößlich feststellbar sein wird, was nun tatsächlich eine faire Bewertung gewesen wäre. Neben dem Blick auf gesamte Indizes gibt es aber weitere Möglichkeiten, sich dem Bewertungsthema zu nähern. Eine Möglichkeit besteht darin, innerhalb von Indizes nach Auffälligkeiten in der Bewertungsstruktur zu suchen. Eine naheliegende Vorgehensweise besteht darin, den Zusammenhang zwischen der Größe eines Unternehmens im Index und seiner Bewertung unter die Lupe zu nehmen. In den USA war beispielsweise viele Jahre im S&P 500 so gut wie kein Zusammenhang zwischen der Größe eines Unternehmens und der Bewertung zu beobachten. Das zeigt exemplarisch die rechts stehende Grafik mit Daten aus dem Jahr 2004; auf der x-Achse ist der Rang der Marktkapitalisierung der Unternehmen abgetragen, auf der y-Achse der Rang der KGVs. Je höher die Rangziffer, umso größer das Unternehmen und umso höher die Bewertung. Im Jahr 2004 gab es keinen auffallenden Zusammenhang zwischen den beiden Größen – wenn man genau hinschaut, war der Zusammenhang sogar leicht negativ. In den dann folgenden Jahren hat sich in den USA im S&P 500 und bei anderen Indizes unter Schwankungen ein Trend

etabliert, der darauf hinausläuft, dass die Größe eines Unternehmens einen immer stärkeren Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens gewonnen hat.



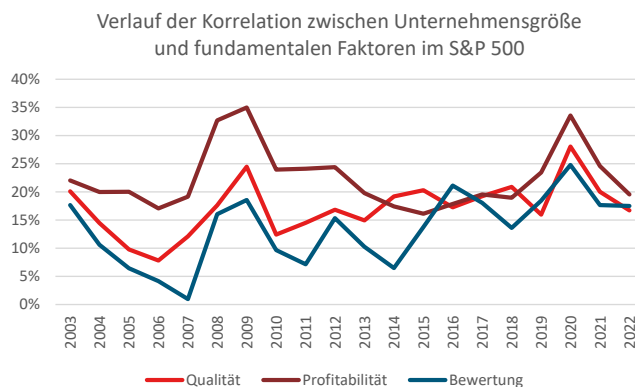
Im Jahr 2022 hat sich der Zusammenhang dann schon so dargestellt, dass der positive Zusammenhang mit bloßem Auge erkennbar wurde; im Jahr 2020 war dieser Zusammenhang übrigens sogar noch stärker ausgeprägt.



Als kritischer Beobachter muss man sich an dieser Stelle fragen, ob hier eine Anomalie vorliegt, die zu einer Korrektur führen könnte. Wenn dem so wäre, hätte das u.U. Konsequenzen. Denn eine Bewertungskorrektur vor allem der großen Werte im Index könnte zu einer erheblichen Korrektur des ganzen Index führen. Rein fundamental spräche auf der anderen Seite nicht zwingend etwas gegen die höhere Bewertung gerade großer Werte. Viele dieser großen Werte befinden sich in oligopolistischen Strukturen, die u.U. eine deutlich geringere Wettbewerbsintensität aufweisen als dies Lehrbücher vermuten lassen würden. Zudem verfügen gerade die großen Unternehmen über ein erhebliches Maß an Preissetzungsmacht. Ihre Geschäftsmodelle sind zudem oftmals schon in sich sehr diversifiziert, was zu einer hohen Stabilität der Cash-Flows führt, womit eine höhere Bewertung durchaus gerechtfertigt wäre. Viele der sehr großen Unternehmen verfügen zudem über Möglichkeiten, sich von potenziellen Wettbewerbern abzuschirmen und über längere Zeit Überrenditen realisieren zu können. So gesehen muss ein höheres Bewertungsniveau bei großen Unternehmen nicht zwangsläufig eine Anomalie sein, die zu einer kurzfristig anstehenden Korrektur führt.

Trotzdem wäre einem wohler, wenn man nicht nur vermuten, sondern auch beweisen könnte, dass es gute fundamentale Gründe für eine hohe Bewertung gibt. Um diesen Beweis zu führen, sind wir wie folgt vorgegangen. In einem ersten Schritt haben wir für die Kennzahlen KGV, Preis-Buchwert-Verhältnis, Dividendenrendite und EV zu EBITDA ab 2003 Jahr für Jahr die Korrelation zur Unternehmensgröße berechnet. Die Berechnungen wurden jeweils auf Basis der historischen Indexzusammensetzung durchgeführt, um an keiner Stelle einer Art von Survivorship-Bias ausgesetzt zu sein. Der Mittelwert der Korrelationen kann der folgenden Abbildung entnommen werden. Die gleiche „Übung“ erfolgte dann für Kennzahlen, die dem Faktor Bilanzqualität und dem Faktor Profitabilität zuzuordnen sind. Wenn nun diese Korrelationen in keiner Weise eine Ähnlichkeit zum Verlauf der Korrelationen beim Thema Bewertung aufweisen würden, gäbe es ein Problem. Denn das wäre der Hinweis darauf, dass größere Unternehmen mit der Zeit relativ zu den anderen Unternehmen immer teurer geworden sind, ohne dass es bei den größeren Unternehmen ansonsten Verbesserungen in der Bilanzqualität oder Profitabilität gegeben hätte. Das ist aber nicht der Fall. Es gibt ganz im Gegenteil einen vergleichsweise engen Zusammenhang zwischen den Korrelationen. In den Jahren, in denen die

großen Unternehmen besonders hoch bewertet sind, weisen sie auch eher eine überdurchschnittliche fundamentale Qualität auf. Das gilt umgekehrt in der Tendenz auch für Jahre, in denen die großen Unternehmen keine überdurchschnittliche Bewertung aufweisen.



Aus dieser Analyse lassen sich zwei Schlussfolgerungen ableiten: Die eine Schlussfolgerung wäre die, dass Märkte alles in allem vergleichsweise effizient sind. Wenn es eine Prämie für etwas gibt, fällt diese offensichtlich nicht vom Himmel, sondern ist zumindest tendenziell gut begründet. Das heißt aber auch, dass kleine und damit eher günstige Unternehmen im S&P 500 nicht systematisch ein „Schnäppchen“ darstellen, sondern vermutlich – zumindest im Durchschnitt - zu Recht günstig bewertet sind. Die zweite Schlussfolgerung ist die, dass keine Anomalie innerhalb des Indexes vorliegt, die eine baldige Korrektur erwarten lässt. Das muss selbstredend nicht bedeuten, dass deswegen eine Korrektur unwahrscheinlich ist – es geht nur darum, dass zumindest einer von vielen theoretisch denkbaren Gründen für eine Korrektur unwahrscheinlich ist. Eine gleichmäßige Absenkung des Bewertungsniveaus über alle Unternehmen im Index aufgrund schlechterer Wachstumsaussichten, höherer Zinsen oder geopolitischer Risiken ist natürlich immer möglich und nach wie vor sogar wahrscheinlich. Festzuhalten bleibt aber, dass die obigen Überlegungen nahelegen, dass nicht zwangsweise innerhalb von Portfolios umgeschichtet werden muss. In aller Regel dominieren in Portfolios Aktien, die auch in Indizes wie dem S&P 500 ein hohes Gewicht aufweisen. Unsere Berechnungen lassen es plausibel erscheinen, dass dies nicht geändert werden muss, sondern ganz im Gegenteil nach wie vor die richtige Strategie sein dürfte. Losgelöst davon wäre die Frage zu beantworten, mit welcher Quote Aktien grundsätzlich beigemischt werden. Hier raten wir nach wie vor zu Vorsicht, auch wenn die letzten Tage ein eher freundliches Bild an den Börsen gezeigt haben.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum					
	04.08.2022 15:06	25.07.2022 -1 Woche	29.06.2022 -1 Monat	29.04.2022 -3 Monate	29.07.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	32813	2,6%	5,7%	-0,5%	-6,5%	-1,0%	-9,7%
S&P 500	4155	4,7%	8,8%	0,6%	-6,0%	-1,7%	-12,8%
Nasdaq	12668	7,5%	13,3%	2,7%	-14,3%	-2,8%	-19,0%
Russell 2000	1909	5,0%	11,0%	2,4%	-14,8%	-1,8%	-15,0%
DAX	13686	3,6%	5,3%	-2,9%	-12,5%	-6,5%	-13,8%
MDAX	28229	6,0%	7,0%	-6,2%	-20,0%	-11,5%	-19,6%
TecDAX	3209	6,5%	10,4%	2,6%	-12,8%	2,2%	-18,1%
EuroStoxx 50	3758	4,3%	6,9%	-1,2%	-8,7%	-5,4%	-12,6%
Stoxx 50	3671	2,5%	4,8%	-1,5%	2,8%	0,3%	-3,9%
SMI (Swiss Market Index)	11207	0,7%	3,7%	-7,6%	-7,3%	-6,2%	-13,0%
FTSE 100	7479	2,4%	2,3%	-0,9%	5,7%	-0,3%	1,3%
Nikkei 225	27932	0,8%	4,2%	4,0%	0,5%	5,6%	-3,0%
Brasilien BOVESPA	103775	3,5%	4,2%	-3,8%	-17,4%	-7,4%	-1,0%
Russland RTS	1105	-4,4%	-21,8%	2,2%	-32,6%	-8,2%	-30,8%
Indien BSE 30	58299	4,5%	9,9%	2,2%	10,7%	1,9%	0,1%
China CSI 300	4102	-2,6%	-7,2%	2,1%	-15,4%	-11,3%	-17,0%
MSCI Welt	2755	3,9%	7,0%	-1,4%	-10,8%	-5,3%	-14,7%
MSCI Welt SRI	2671	4,2%	7,7%	-1,8%	-9,7%	-5,2%	-17,5%
MSCI Emerging Markets	986	-0,1%	-2,7%	-8,4%	-23,9%	-18,3%	-20,0%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	156,96	221	997	337	-1948	-903	-1441
Bobl-Future	127,78	117	459	60	-754	-320	-546
Schatz-Future	110,02	19	121	-13	-233	-168	-201
3 Monats Euribor	0,25	84	83	84	80	78	84
3M Euribor Future, Dez 2022	1,16	-8	-10	0	170	1	1
3 Monats \$ Libor	2,79	2	51	145	266	229	258
Fed Funds Future, Dez 2022	3,32	-5	-6	0	323	2	3
10-jährige US Treasuries	2,68	-14	-41	-20	141	70	118
10-jährige Bunds	0,81	-16	-70	-9	131	62	99
10-jährige Staatsanl. Japan	0,17	6	-7	-6	16	-3	10
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,41	-25	-84	-43	77	12	54
US Treas 10Y Performance	633,04	1,6%	4,2%	2,9%	-10,2%	-5,3%	-9,4%
Bund 10Y Performance	610,37	2,0%	7,4%	1,9%	-10,4%	-4,5%	-7,9%
REX Performance Index	468,24	0,8%	3,9%	1,2%	-6,1%	-2,6%	-4,6%
IBOXX AA, €	1,82	-18	-92	0	172	73	133
IBOXX BBB, €	2,98	-19	-95	33	252	125	211
ML US High Yield	7,72	-32	-110	68	314	186	281
Wandelanleihen Exane 25	6713	0,0%	7,2%	-6,9%	-19,6%	-11,0%	-18,0%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	692,64	2,9%	-6,0%	-8,5%	27,5%	5,1%	23,4%
MG Base Metal Index	392,06	2,8%	-5,5%	-22,1%	-11,6%	-21,1%	-15,0%
Rohöl Brent	96,68	-8,2%	-16,8%	-10,3%	27,0%	-0,3%	23,3%
Gold	1779,49	3,6%	-2,0%	-6,8%	-2,7%	-6,7%	-2,4%
Silber	20,26	9,8%	-2,5%	-12,3%	-21,4%	-17,3%	-12,9%
Aluminium	2504,24	4,0%	2,2%	-17,4%	-4,0%	-24,6%	-10,8%
Kupfer	7931,25	6,3%	-5,6%	-18,8%	-19,1%	-19,9%	-18,6%
Eisenerz	110,11	4,4%	-15,6%	-27,0%	-48,4%	-23,0%	-2,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1731	-18,1%	-20,8%	-28,0%	-46,1%	-22,9%	-21,9%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0187	-0,5%	-3,1%	-3,3%	-14,2%	-10,2%	-10,1%
EUR/ GBP	0,8404	-0,9%	-2,8%	0,0%	-1,2%	0,6%	0,1%
EUR/ JPY	136,04	-2,7%	-5,2%	-0,7%	4,3%	4,2%	4,3%
EUR/ CHF	0,9766	-1,0%	-2,4%	-4,5%	-9,5%	-6,4%	-5,5%
USD/ CNY	6,7511	0,0%	0,7%	2,2%	4,5%	6,9%	6,2%
USD/ JPY	133,21	-2,5%	-2,5%	2,6%	21,7%	15,8%	15,7%
USD/ GBP	0,8256	-0,6%	0,1%	3,6%	15,4%	11,9%	11,8%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.