

Globale Aktien:  
Woher die  
unterschiedliche  
Bewertung kommt

# Globale Aktien: Woher die unterschiedliche Bewertung kommt

von Sven Lehmann, Fondsmanager, HQ Trust

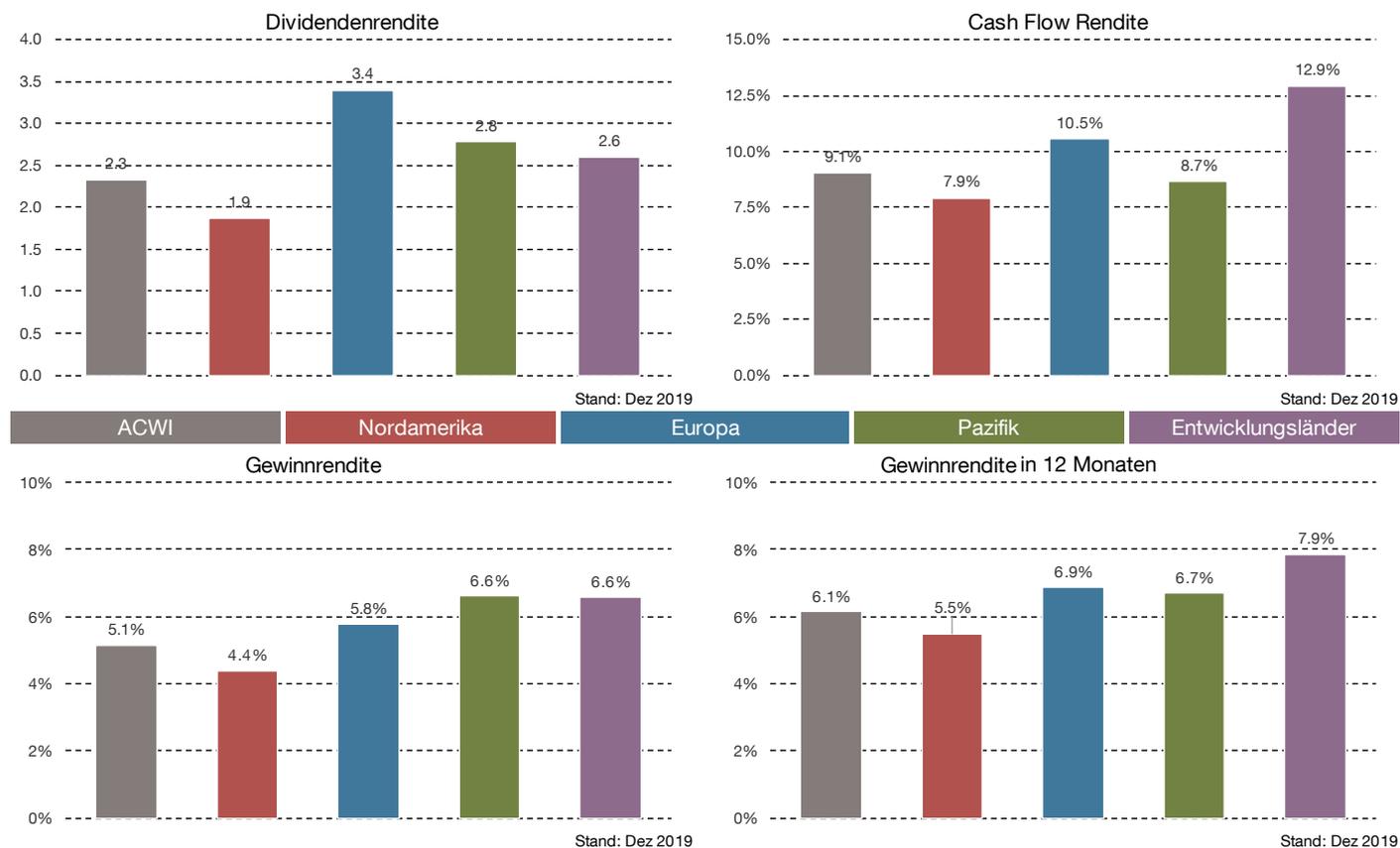
Die Region Nordamerika ist bei allen gängigen Bewertungskennzahlen weltweit die teuerste. Doch kann man die Zahlen überhaupt vergleichen? Schließlich gibt es in den USA viel mehr Technologieunternehmen als in Europa. Ganz so einfach ist es nicht, sagt Sven Lehmann.

Wenn Anleger die Bewertungskennzahlen für die einzelnen Regionen des MSCI ACWI betrachten, wird Ihnen bereits auf dem ersten Blick klar, dass es große Differenzen gibt. Beispiel Dividendenrendite: Beim marktbreiten Index liegen die Ausschüttungen im Schnitt bei 2,3 Prozent. Am höchsten sind die Dividenden in Europa (3,4 Prozent), dahinter folgen die Pazifik-Region (2,8 Prozent) und die Schwellenländer (2,6 Prozent). Das Schlusslicht bilden die USA mit im Schnitt gerade einmal 1,9 Prozent Ausschüttungsrendite.

Bei anderen Kennzahlen wie der Cash Flow-Rendite (Cash Flow/Kurs), der aktuellen Gewinnrendite (Gewinn/Kurs) oder den Analystenschätzungen für die Gewinnrendite des Folgejahres ergibt sich das gleiche Bild: Die Ergebnisse sind zwar sehr unterschiedlich für die einzelnen Regionen – doch die Region Nordamerika ist immer die teuerste.

Die folgende Analyse untersucht die Fragestellung, inwieweit diese Bewertungsdifferenzen auf unterschiedliche sektorale Zusammensetzungen der betroffenen Indizes einerseits und auf unterschiedliche Bewertungsniveaus dieser Indizes andererseits zurückzuführen sind.

## Bewertungskennzahlen nach Regionen<sup>1</sup>



<sup>1</sup>Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

## Die Zusammensetzung regionaler Aktienmarktindizes nach Sektoren ist sehr unterschiedlich

Einige Marktbeobachter sind der Meinung, dass man die Zahlen nicht vergleichen kann. Der Grund sei die unterschiedliche Zusammensetzung der Regionen – eine Argumentation, die auch häufig bei der Erklärung der unterschiedlichen Ertragsentwicklung angeführt wird.

Vereinfacht gesagt, wird die sehr gute Wertentwicklung nordamerikanischer Aktien dem IT-Sektor zugeschrieben, der in den USA, die knapp 95% dieser Region ausmachen, sehr groß ist. Auf der anderen Seite ziehen Marktbeobachter für die schlechtere Wertentwicklung von Europa eine hohe Bankengewichtung heran.

Ein Blick auf Industriegruppen-Ebene der MSCI Indizes zeigt die sehr unterschiedliche Aufteilung der Regionen:

In Europa belegt die Pharmabranche dank großer Player wie Roche oder Novartis sogar den Spitzenplatz, gefolgt von Investitionsgüterherstellern. Dafür rangieren die Banken nicht mehr unter den Top 3 Industriegruppen. Dort befinden sich Lebensmittel, Getränke und Tabak – ein Sektor, der sich im Gegensatz zu den Banken in den vergangenen Jahren sehr gut entwickelt hat.

Der IT-Sektor und insbesondere die Industriegruppe Software & Dienste sind in Nordamerika tatsächlich besonders groß. Allerdings liegen auf den Plätzen zwei und drei mit der Pharma- und der Medienbranche zwei Sektoren, die nicht zu den Hightechs gehören.

Dafür sind die Banken in den Entwicklungsländern mit Abstand am größten, gefolgt von Handel und Hardware.

Von geringer Bedeutung ist hier der Gesundheitssektor. In der Pazifikregion befindet sich die Immobilienbranche unter den Top 3, wobei die Top-Plätze an Investitionsgüter und Banken gehen. Von geringer Bedeutung ist dafür der Energiesektor.

### Zusammensetzung der MSCI Indizes<sup>2</sup>

Industriegruppe	ACWI	Nordamerika	Europa	Pazifik	Entwicklungsländer
Energie	5.1%	4.8%	6.7%	1.7%	7.3%
Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	4.6%	2.9%	7.1%	6.8%	7.3%
Investitionsgüter	7.0%	6.2%	10.2%	10.6%	3.2%
Gewerbliche Dienste & Betriebsstoffe	1.2%	1.0%	2.2%	2.1%	0.2%
Transportwesen	2.1%	1.9%	1.4%	4.5%	1.8%
Automobile & Komponenten	1.8%	0.7%	2.6%	6.4%	2.1%
Gebrauchsgüter & Bekleidung	2.1%	1.2%	4.8%	3.4%	1.3%
Verbraucherdienste	1.7%	1.9%	1.1%	2.0%	1.5%
Groß- und Einzelhandel	5.1%	5.8%	1.5%	2.5%	9.6%
Lebensmittel- und Basisartikeleinzelhandel	1.5%	1.5%	1.0%	2.0%	1.6%
Lebensmittel, Getränke & Tabak	4.5%	3.5%	9.2%	3.0%	3.7%
Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte	2.0%	1.7%	3.6%	1.9%	1.2%
Gesundheitswesen: Ausstattung & Dienste	4.4%	6.1%	2.1%	2.9%	0.9%
Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften	7.4%	7.3%	11.9%	6.4%	2.0%
Banken	8.6%	6.3%	8.8%	10.7%	17.1%
Diversifizierte Finanzdienste	4.1%	4.8%	3.4%	3.3%	2.5%
Versicherungen	3.7%	2.8%	5.7%	5.3%	4.0%
Software & Dienste	8.4%	12.6%	3.4%	1.6%	1.8%
Hardware & Ausrüstung	5.5%	6.5%	0.9%	5.3%	8.0%
Halbleiter & Geräte zur Halbleiterproduktion	3.6%	3.9%	2.3%	1.4%	6.3%
Telekommunikationsdienste	2.7%	2.0%	3.1%	4.8%	4.0%
Medien	6.1%	8.2%	1.2%	1.9%	7.3%
Versorgungsbetriebe	3.3%	3.3%	4.5%	2.5%	2.6%
Immobilien	3.2%	3.1%	1.4%	7.1%	3.0%
	Top 3 Industriegruppen				

Stand: Dez 2019

<sup>2</sup>Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

## Die Sektoren sind im Mittel unterschiedlich zum MSCI ACWI bewertet

Bei dem Vergleich der Bewertungskennzahlen in den einzelnen Regionen sollten Anleger auch beachten, dass die Sektoren im Mittel unterschiedlich zum MSCI ACWI bewertet sind. In der folgenden Tabelle sind die historischen Mittelwerte der relativen Bewertungen zum MSCI ACWI über den natürlichen Logarithmus der Kennzahlen Dividendenrendite, Cash Flow Rendite und Gewinnrendite berechnet, wobei höher günstiger ist: Die Tabelle zeigt deutlich, dass der IT-Sektor historisch immer teurer als andere Branchen war, vor allem bei der Dividendenrendite. Kombiniert man dies mit der deutlichen Übergewichtung des IT-Sektors von Nordamerika, kann man auf den ersten Blick zu dem Schluss kommen, dass die Bewertungsunterschiede der Regionen aus den unterschiedlichen Gewichtungen kommen.

### Historische relative Bewertung zum ACWI<sup>a</sup>

Industriegruppe	Dividendenrendite	Cash-Flow-Rendite	Gewinnrendite
Energie	24,3%	29,3%	13,3%
Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	10,9%	21,3%	6,3%
Investitionsgüter	-4,9%	-5,9%	-3,0%
Gewerbliche Dienste & Betriebsstoffe	-27,3%	-16,1%	-19,7%
Transportwesen	-19,0%	25,2%	-3,9%
Automobile & Komponenten	-9,6%	67,3%	31,7%
Gebrauchsgüter & Bekleidung	-38,0%	-10,2%	-31,5%
Verbraucherdienste	-16,4%	-23,9%	-12,6%
Groß- und Einzelhandel	-57,3%	-33,4%	-22,2%
Lebensmittel- und Basisartikeleinzelhandel	-13,5%	-6,6%	-5,3%
Lebensmittel, Getränke & Tabak	19,0%	-26,6%	-1,3%
Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte	-8,9%	-48,5%	-22,2%
Gesundheitswesen: Ausstattung & Dienste	-95,4%	-34,2%	-12,8%
Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften	-5,9%	-44,7%	-16,3%
Banken	36,6%		26,0%
Diversifizierte Finanzdienste	-11,4%	-12,5%	14,5%
Versicherungen	3,3%	106,9%	11,7%
Software & Dienste	-141,7%	-71,9%	-46,6%
Hardware & Ausrüstung	-78,4%	-20,4%	-21,4%
Halbleiter & Geräte zur Halbleiterproduktion	-71,6%	-15,4%	-26,7%
Telekommunikationsdienste	38,7%	50,1%	0,0%
Medien	-48,1%	-19,8%	-43,0%
Versorgungsbetriebe	52,4%	47,1%	15,9%
Immobilien	42,7%	-34,3%	-10,5%

Stand: Dez 1995 - Dez 2019

<sup>a</sup>Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

## Die Bewertungsunterschiede der Regionen lassen sich zerlegen

Doch diesen Schluss auf Basis eines Sektors zu ziehen, ist zu kurz gesprungen, zumal man mit wenigen Rechenschritten die Bewertungsunterschiede der Regionen zerlegen kann – in Unterschiede aus der Gewichtung und tatsächliche Bewertungsdifferenzen. Schließlich setzt sich die Bewertung des Gesamtmarktes (BG) aus der gewichteten (gi) Summe der Bewertungen Bi der einzelnen Sektoren zusammen:

$$B_G = \sum_{i=1}^n g_i * B_i$$

Somit kann man die Bewertungsdifferenz einer Region BR mit der Bewertung des MSCI ACWI BAC bilden, und durch eine Addition der 0 eine Zerlegung in einen Allokationsteil und reinen Bewertungsteil aufteilen:

$$B_R - B_{AC} = \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{R_i} - \sum_{i=1}^n g_{AC_i} * B_{AC_i}$$

$$\begin{aligned} &= \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{R_i} - \sum_{i=1}^n g_{AC_i} * B_{AC_i} + \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{AC_i} - \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{AC_i} \\ &= \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{AC_i} - \sum_{i=1}^n g_{AC_i} * B_{AC_i} + \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{R_i} - \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{AC_i} \\ &= \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{AC_i} - g_{AC_i} * B_{AC_i} + \sum_{i=1}^n g_{R_i} * B_{R_i} - g_{R_i} * B_{AC_i} \\ &= \sum_{i=1}^n (g_{R_i} - g_{AC_i}) * B_{AC_i} + \sum_{i=1}^n g_{R_i} * (B_{R_i} - B_{AC_i}) \end{aligned}$$

Auf diese Weise hat HQ Trust die Bewertungsdifferenz in zwei Teile zerlegt: Einer stammt von **der unterschiedlichen Gewichtung der Sektoren**. Der andere Teil kommt aus der **Bewertungsdifferenz der einzelnen Sektoren**. Exemplarisch haben wir dies in der nachfolgenden Darstellung bei der Dividendenrendite europäischer Aktien und dem ACWI durchgeführt.

### Beispielrechnung Dividendenrendite Europa<sup>4</sup>

Industriegruppe	Gewichtung (Gew)			Differenz * DY_ACWI	Dividendenrendite (DY)			Differenz * Gew_Europa
	ACWI	Europa	Differenz		ACWI	Europa	Differenz	
Energie	5.1%	6.7%	1.6%	0.07	4.58	5.90	1.32	0.09
Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	4.6%	7.1%	2.5%	0.07	3.00	3.60	0.60	0.04
Investitionsgüter	7.0%	10.3%	3.3%	0.07	2.13	2.34	0.21	0.02
Gewerbliche Dienste & Betriebsstoffe	1.2%	2.2%	1.0%	0.01	1.45	2.15	0.71	0.02
Transportwesen	2.1%	1.4%	-0.7%	-0.01	2.02	2.70	0.68	0.01
Automobile & Komponenten	1.8%	2.6%	0.7%	0.02	3.19	4.24	1.05	0.03
Gebrauchsgüter & Bekleidung	2.1%	4.8%	2.7%	0.05	1.68	2.06	0.39	0.02
Verbraucherdienste	1.7%	1.1%	-0.6%	-0.01	2.03	2.55	0.51	0.01
Groß- und Einzelhandel	5.1%	1.2%	-3.9%	-0.03	0.82	2.62	1.80	0.02
Lebensmittel- und Basisartikelseinzelhandel	1.5%	1.0%	-0.5%	-0.01	2.00	3.13	1.13	0.01
Lebensmittel, Getränke & Tabak	4.5%	9.3%	4.7%	0.14	2.99	2.94	-0.05	0.00
Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte	2.0%	3.6%	1.6%	0.04	2.19	2.49	0.29	0.01
Gesundheitswesen: Ausstattung & Dienste	4.4%	2.1%	-2.3%	-0.02	1.05	1.30	0.24	0.01
Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften	7.4%	12.0%	4.6%	0.11	2.29	2.85	0.56	0.07
Banken	8.6%	8.8%	0.2%	0.01	4.03	5.69	1.66	0.15
Diversifizierte Finanzdienste	4.1%	3.4%	-0.7%	-0.01	2.09	2.90	0.81	0.03
Versicherungen	3.7%	5.7%	1.9%	0.06	3.00	4.72	1.71	0.10
Software & Dienste	8.4%	3.4%	-5.0%	-0.05	1.00	1.15	0.15	0.01
Hardware & Ausrüstung	5.6%	0.9%	-4.7%	-0.08	1.67	1.66	-0.01	0.00
Halbleiter & Geräte zur Halbleiterproduktion	3.6%	2.3%	-1.4%	-0.03	1.87	0.94	-0.92	-0.02
Telekommunikationsdienste	2.7%	3.1%	0.4%	0.01	4.13	4.96	0.83	0.03
Medien	6.1%	1.2%	-4.9%	-0.03	0.53	3.21	2.68	0.03
Versorgungsbetriebe	3.3%	4.5%	1.2%	0.04	3.47	4.46	1.00	0.04
Immobilien	3.2%	1.5%	-1.7%	-0.06	3.42	4.08	0.66	0.01
<b>Gesamtmarkt</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.36</b>	<b>2.33</b>	<b>3.40</b>	<b>1.07</b>	<b>0.71</b>

Gewichtungsunterschied

Bewertungsunterschied

<sup>4</sup>Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

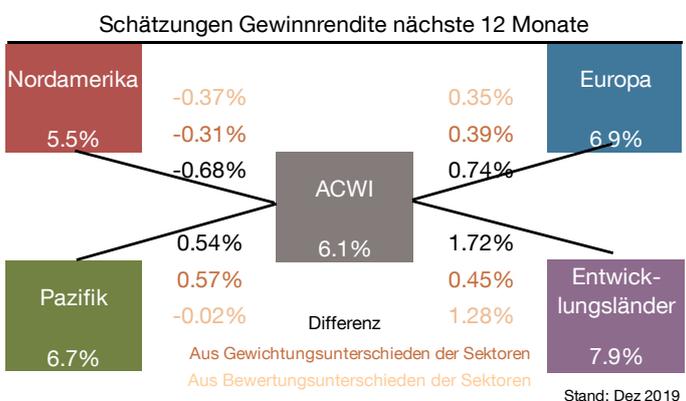
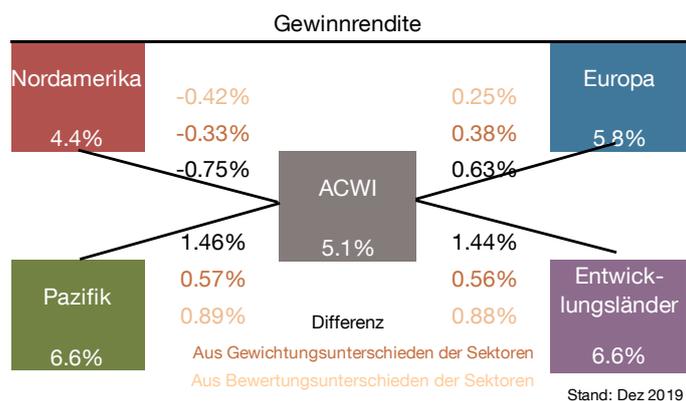
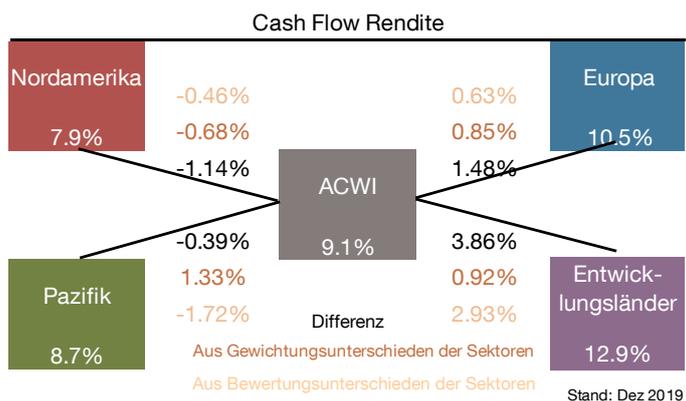
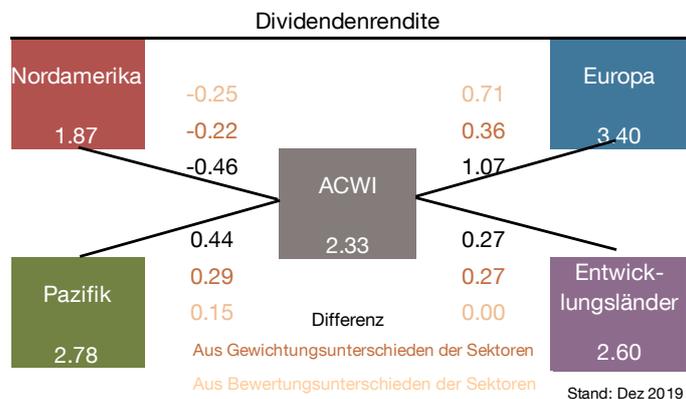
Bereits auf den ersten Blick wird deutlich, dass nahezu alle Industriegruppen in Europa eine höhere Dividendenrendite aufweisen als die entsprechenden Industriegruppen des ACWI. Daher ist klar, dass die Bewertungsdifferenz nicht alleine von der unterschiedlichen Gewichtung der Industriegruppen kommen kann. Diese Aufteilung liefert aber auch einen Beitrag:

Sektoren mit einer hohen Dividendenrendite – wie Energie oder Banken – sind in Europa viel höher als im ACWI gewichtet. Zudem ist die Dividendenrendite in den einzelnen Untergruppen des IT-Sektors, der in Europa deutlich geringer gewichtet ist, viel niedriger. Insgesamt kommen zwei Drittel der höheren Dividendenrendite aus der Bewertung der Industriegruppen.

Diese Erkenntnisse lassen sich nun sehr einfach für die unterschiedlichen Regionen und Kennzahlen berechnen. In den Abbildungen rechts sind die Ergebnisse komprimiert zusammengefasst.

Mit Hilfe dieser Abbildung lassen sich auch zwei Regionen in einer Kennzahl leicht vergleichen, in dem man über die Differenz zum ACWI vergleicht. Ein Beispiel: Die Differenz der Dividendenrendite von Europa und USA beträgt  $3,40 - 1,87 = 1,53$ . Die Aufteilung in die beiden Komponenten berechnet man über die Differenz zum ACWI.

Dadurch ergibt sich für den Teil der Gewichtsunterschiede der Sektoren  $0,36 - (-0,22) = 0,58$  und für den Teil der Bewertungsunterschiede der Sektoren  $0,71 - (-0,25) = 0,96$ . Dies zeigt, dass der Unterschied in der Dividendenrendite nur zu rund einem Drittel aus der unterschiedlichen Gewichtung stammt.



## Fazit

Die Bewertungsdifferenzen von Nordamerika stammen nur rund zur Hälfte aus der unterschiedlichen Gewichtung der Sektoren. Das gleiche Bild bietet sich bei Europa, nur dass dieser Kontinent in allen Kennzahlen günstiger ist als der ACWI.

Differenzierter ist das Bild in der Region Pazifik. Hier kommen die Bewertungsvorteile bei den Schätzungen der Gewinnrendite alleine aus den Gewichtsunterschieden. Bei der Cash Flow-Rendite ist sogar der Teil der Bewertungsunterschiede der Sektoren viel größer und wird durch die Gewichtsunterschiede der Sektoren verringert.

In den Entwicklungsländern kommt mit Ausnahme der Dividendenrendite der Hauptteil der Differenz aus den Bewertungsunterschieden der Sektoren.

## Zum Autor

Sven Lehmann ist seit 2011 im Portfoliomanagement bei HQ Trust tätig und dort unter anderem für die Erstellung, Pflege und Analyse von Modellen für Volkswirtschaft und Kapitalmärkte verantwortlich.

Seit 2012 managt er den Fonds HQT Global Quality Dividend. Der Diplom-Wirtschaftsmathematiker verfügt über mehr als 16 Jahre Erfahrung in der Finanz- und Versicherungswirtschaft.



## Zu HQ Trust

HQ Trust ist das Multi Family Office der Familie Harald Quandt. Wir kümmern uns um das Vermögen von Privatpersonen, Familien, Stiftungen und institutionellen Anlegern. Unser Team bietet Dienstleistungen in den Bereichen Family Office, Private Vermögensverwaltung, Alternative Investments und Beratungsdienstleistungen für institutionelle Anleger.

## Disclaimer

Dieser Bericht dient nur zur Information des Empfängers. Ohne Zustimmung von HQ Trust GmbH dürfen diese Informationen nicht vervielfältigt und/oder Dritten zugänglich gemacht werden. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung, eine Finanzanalyse noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder eine sonstige Empfehlung im Sinne des WpHG dar. Der Zweck dieses Berichts ist die Unterstützung der Diskussion mit HQ Trust über die Anlagemöglichkeiten, die unseren Kunden zur Verfügung stehen. Obwohl der Text auf Informationsquellen beruht, die wir für verlässlich erachten, kann doch keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Garantie, Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich ihrer Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Qualität übernommen werden. Der Text stellt weder eine allgemeine Anleitung für Investitionen noch eine Grundlage für spezifische Investmententscheidungen dar. Des Weiteren gibt er keine impliziten oder expliziten Empfehlungen in Bezug auf die Art und Weise, in der Kundenvermögen investiert werden sollte bzw. werden wird.

Soweit in diesem Dokument Indizes dargestellt oder auf diese Bezug genommen wird, ist zu berücksichtigen, dass die benutzten Indizes keine Management- oder Transaktionskosten beinhalten. Investoren können nicht direkt in Indizes investieren. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierte Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. Bezugnahmen auf diese Benchmark implizieren nicht, dass das Portfolio Rendite, Volatilität oder andere Ergebnisse ähnlich wie die Benchmark erzielt. Die Zusammensetzung der Benchmark reflektiert unter Umständen nicht die Art und Weise in der das Portfolio konstruiert ist in Bezug auf erwartete und tatsächliche Rendite, Portfolio Richtlinien, Restriktionen, Sektoren, Korrelationen, Konzentration, Volatilität oder Tracking Error Ziele, die alle über die Zeit variieren können. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierte Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. HQ Trust gibt keine Haftungserklärung oder Verpflichtung ab, dass die Performance des Kundenvermögens der Benchmark entspricht, sie übertrifft oder ihr folgt. Frühere Wertentwicklungen eines Index, einer Benchmark oder anderer Maße sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Bericht stellt kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf an Personen mit Sitz in Ländern, in deren Gerichtsbarkeit ein solches Angebot oder Aufforderung zum Kauf nicht autorisiert ist oder an Personen, bei denen es ungesetzlich wäre, ein solches Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf abzugeben, dar. Es liegt in der Verantwortung jeder Person oder jedes Personenkreises, die dieses Material im Besitz hat, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren

Gesetze und Regularien jeder relevanten Gerichtsbarkeit zu beachten.

Die dargestellten Meinungen entsprechen ausschließlich unseren aktuellen Ansichten zum Zeitpunkt der Übergabe des Berichts und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein.

Bestimmte Transaktionen, insbesondere solche, die Futures, Optionen und hochverzinsliche Anleihen, sowie Investments in Emerging Markets umfassen, haben unter Umständen den Effekt, dass sie das Risiko substantiell erhöhen und somit nicht für alle Investoren geeignet sind. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen einem Währungsrisiko und können infolge von Kursschwankungen einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder das mit diesen Investments erzielte Einkommen haben. Solche Investments sind ebenfalls betroffen, wenn Devisenbeschränkungen eingeführt werden sollten oder andere Gesetze und Restriktionen bei diesen Investments Anwendung finden. Investments, die in diesem Text erwähnt werden, sind nicht notwendigerweise in allen Ländern erhältlich, eventuell illiquide oder nicht für alle Investoren geeignet. Investoren sollten sorgfältig prüfen, ob ein Investment für ihre spezifische Situation geeignet ist und sich hierbei von HQ Trust beraten lassen. Der Preis und der Wert von Investments, auf die sich dieser Bericht bezieht, können steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital zurückerhalten. Die historische Performance ist kein Richtwert für die zukünftige Performance. Zukünftige Erträge sind nicht garantiert und ein Verlust des eingesetzten Kapitals kann auftreten.

Die zuständige Aufsichtsbehörde für HQ Trust ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**HQ Trust GmbH**

Harald Quandt Haus  
Am Pilgerrain 17  
61352 Bad Homburg v.d. Höhe  
Deutschland

T +49 6172 402 850

F +49 6172 402 859

[www.hqtrust.de](http://www.hqtrust.de)

