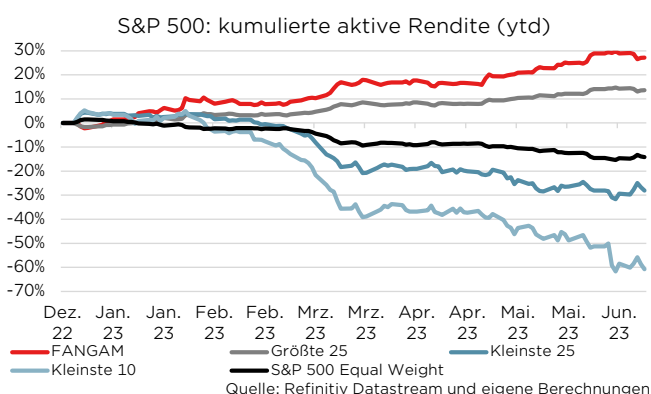


# Konjunktur und Strategie

22. Juni 2023

## Gleichgewichtete Indizes als attraktive Alternative?

Im Zuge der Börsenrally nach dem Corona-Einbruch 2020 rückten die FANGMAN-Aktien aufgrund ihrer frappierenden Wertentwicklung in den Fokus. Hinter diesem Akronym verbergen sich die Technologieunternehmen Facebook, Apple, NVIDIA, Google, Microsoft, Amazon und Netflix. Eine ähnliche Wertentwicklung ist zuletzt wieder zu beobachten gewesen: Begünstigt durch das absehbare Ende der Leitzinserhöhungen in den USA sowie den Hype um künstliche Intelligenz verzeichneten die sieben Aktien seit Jahresstart hohe Wertzuwächse. Ein Portfolio bestehend aus den FANGMAN-Aktien hätte seit Januar 2023 gegenüber dem S&P 500 eine kumulierte aktive Rendite von rund 27 Prozent erzielt. Aber auch ein Portfolio bestehend aus den nach Marktkapitalisierung gemessen größten 25 Aktien aus dem S&P 500 erzielte eine Outperformance von rund 14 Prozent. Ein deutlich anderes Bild hätte sich ergeben, wenn man stattdessen die kleinsten Werte aus dem S&P 500 selektiert hätte: Mit einem Portfolio bestehend aus den kleinsten zehn (-60 Prozent) oder kleinsten 25 Titeln (-28 Prozent) hätte sich eine deutliche Underperformance ergeben.



## Was bedeutet das für Anleger/-innen?

Sollten sie lieber auf die größten Aktien setzen anstatt die kleinsten Aktien oder den Gesamtindex zu allokalieren? Jeder verfolgt natürlich seinen eigenen Anlagestil und seine eigene Investmentphilosophie, daher lässt sich keine allgemeingültige Antwort formulieren. Es sollten aber bestimmte Anlagegrundsätze insbesondere in Zeiten einer solch frappierenden Outperformance der FANGMAN-Aktien wieder vor die Augen geführt werden: Einzeltitelselektion bietet zwar große Renditechancen, jedoch ist ein breit diversifiziertes Portfolio für den langfristigen Vermögensaufbau essentiell. Warum? Bei einer zu starken Konzentration auf nur wenige Einzeltitel besteht nicht nur die Gefahr eines Klumpenrisikos, sondern auch die Abhängigkeit von einzelnen Sektoren oder Investmentstilen nimmt überproportional zu. Natürlich lassen sich solche Extremwetten mit dem Kauf eines S&P 500 ETFs reduzieren, jedoch setzt sich der S&P 500 immer noch zu rund 40 Prozent aus Technologieaktien zusammen und weist damit eine hohe Gewichtung von Wachstumsaktien auf (Growth-Tilt). Außerdem vereinen die zehn größten Positionen des S&P 500 rund 30 Prozent des Gesamtindex!

## Gibt es Alternativen zu marktkapitalisierten Indizes?

Wem bei diesen Statistiken das Klumpen- beziehungsweise Einzeltitelrisiko zu hoch ist, kann einen Schritt weitergehen und stattdessen einen gleichgewichteten Index allokalieren. Anders als bei einem marktkapitalisierten Index erhält jeder Indextitel das gleiche Portfoliogewicht, sodass kleinere Titel über- und größere Titel relativ untergewichtet werden. Einzel- und Klumpenrisiken

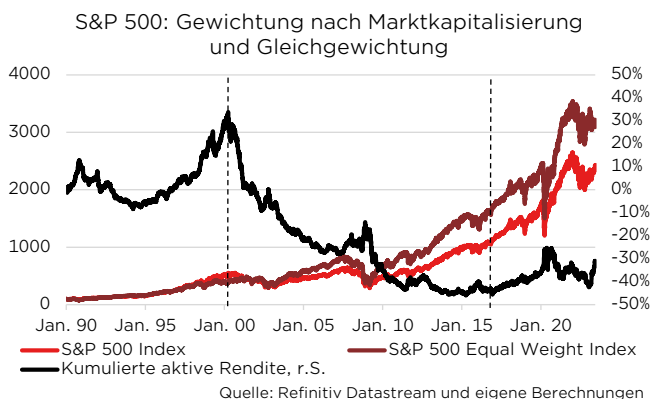
werden somit minimiert. Aber ergibt eine solche Indexkonstruktion insbesondere vor dem Hintergrund der ersten Abbildung überhaupt Sinn? Zugegebenermaßen hätte man mit einer relativen Untergewichtung der FANGAM-Aktien seit Jahresstart Performancepotenzial verschenkt.

Tabelle 1: Kennzahlen von marktkapitalisierten und gleichgewichteten Indizes

| Kennzahl                         | S&P 500 | S&P 500 EW | STOXX Europe 600 | STOXX Europe 600 EW |
|----------------------------------|---------|------------|------------------|---------------------|
| Rendite p.a.                     | 10,0%   | 10,9%      | 5,0%             | 5,3%                |
| Volatilität p.a.                 | 18,2%   | 18,9%      | 18,1%            | 17,6%               |
| Downside Volatilität             | 14,5%   | 15,2%      | 14,1%            | 14,2%               |
| Maximaler Drawdown               | -55,2%  | -59,5%     | -61,0%           | -65,4%              |
| Value at Risk (1%, Tagesrendite) | -3,1%   | -3,2%      | -3,4%            | -3,2%               |
| Sharpe Ratio                     | 0,55    | 0,58       | 0,28             | 0,30                |
| Sortino Ratio                    | 0,69    | 0,72       | 0,36             | 0,37                |
| Calmar Ratio                     | 0,18    | 0,18       | 0,08             | 0,08                |

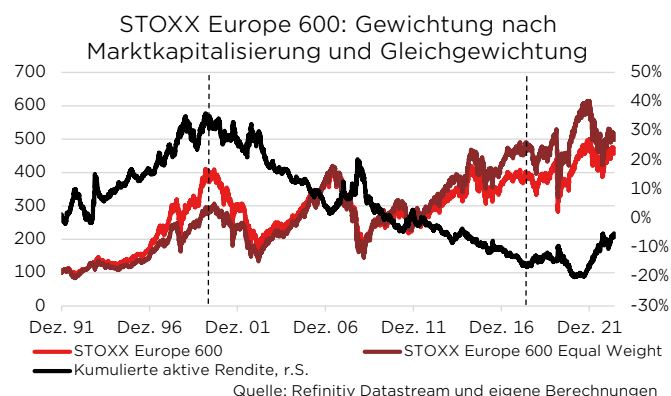
Quelle: Refinitiv Datastream und eigene Berechnungen. Daten: S&P 500 ab 1990, STOXX Europe 600 ab 1992.  
EW: equal weight

Aber war das schon immer der Fall? Wir haben uns die Wertentwicklung des S&P 500 und STOXX Europe 600 als marktkapitalisierte und gleichgewichtete Indizes näher angeschaut und miteinander verglichen. Tatsächlich zeigt ein Blick in die Vergangenheit ein sehr interessantes Bild und überrascht womöglich den ein oder anderen: Anleger/-innen wären unter Renditegesichtspunkten mit den jeweils gleichgewichteten Indizes (equal weight, EW) langfristig besser beraten gewesen. So hat der gleichgewichtete S&P 500 Index seit 1990 eine Jahresrendite von 10,9 Prozent erzielt – 90 Basispunkte mehr als der marktkapitalisierte Index. Beim STOXX Europe 600 fällt die Differenz mit 30 Basispunkten ebenfalls positiv aus. Ein Blick auf die Sharpe und Sortino Ratio<sup>1</sup> spricht ebenfalls für die gleichgewichteten Indizes, wenngleich die Abweichung fast vernachlässigbar ist.



Wie passen diese Ergebnisse mit der klaren Outperformance der FANGAM-Aktien seit Jahresstart zusammen? Über den Beobachtungszeitraum hinweg lassen sich immer wieder Trendwechsel identifizieren und dabei drei Abschnitte erkennen: Bis zum Platzen der Dotcom Blase

stieg die kumulierte aktive Rendite des nach Marktkapitalisierung gewichteten S&P 500 Index gegenüber der gleichgewichteten Variante an. Mit Ausnahme der Anfangsphase der globalen Finanzkrise dominierte im Anschluss der gleichgewichtete Index, sodass die kumulierte aktive Rendite deutlich fiel. Seit 2017 erzielte wieder der marktkapitalisierte S&P 500 Index eine relative Outperformance. Deutlicher Rückenwind war insbesondere nach dem Corona bedingten Aktienmarkteinbruch sowie im ersten Halbjahr 2023 zu beobachten. Für den STOXX Europe 600 ergibt sich ein qualitativ ähnliches Bild.



## Wie sieht die Entwicklung in Stressphasen aus?

Neben den Rendite- und Risikoeigenschaften über den gesamten Beobachtungszeitraum sind insbesondere die statistischen Eigenschaften in Stressphasen für Anleger/-innen von Bedeutung. Für unsere Auswertung konzentrieren wir uns auf die Dotcom Blase, die globale Finanzkrise und die Corona-Pandemie. Dabei lautet unsere Arbeitshypothese: Gleichgewichtete Indizes weisen aufgrund einer geringeren Konzentration auf einige wenige Titel sowie einzelne Sektoren in gestressten Marktphasen ein besseres Risikoprofil als das marktkapitalisierte Pendant auf.

Während der Dotcom Blase lässt sich diese Behauptung durchaus bestätigen: Die Wertentwicklung des gleichgewichteten S&P 500 und STOXX Europe 600 Index fielen relativ besser aus, allerdings variiert die Performance je nach Festlegung des Start- und Endzeitpunktes. Eine robustere und gleichzeitig interessantere Kennzahl ist der maximale hypothetische Verlust, den Anleger/-innen in dieser Phase hätten erleiden müssen. Auch hier schneiden die gleichgewichteten Indizes (S&P 500: -39,1 Prozent;

<sup>1</sup> Kennzahlen: Sharpe Ratio = (Portfoliorendite – risikolose Rendite) / Portfoliovolatilität; Sortino Ratio: (Portfoliorendite – risikolose Rendite) / Downside Portfoliovolatilität

STOXX Europe 600: -56,4 Prozent) besser ab als die marktkapitalisierten Pendanten (S&P 500: -47,4 Prozent; STOXX Europe 600: -59,9 Prozent). Während der globalen Finanzkrise behielten die gleichgewichteten Indizes zwar im Hinblick auf die Wertentwicklung die Oberhand, waren jedoch durch eine höhere Volatilität und einen höheren maximalen Drawdown charakterisiert. Spätestens in der letzten Stressphase lässt sich die ursprüngliche Arbeitshypothese nicht mehr aufrechterhalten, denn im Zuge der Corona-Pandemie dominierten die marktkapitalisierten Indizes sowohl im Hinblick auf die Wertentwicklung als auch auf den Risikogesichtspunkten. Hier federten vor allem große Technologiewerte die Verluste ab.

Tablle 2: Kennzahlen von marktkapitalisierten und gleichgewichteten Indizes in Stressphasen

| Krise                                              | S&P 500 | S&P 500<br>EW | STOXX<br>Europe 600 | STOXX<br>Europe 600 EW |
|----------------------------------------------------|---------|---------------|---------------------|------------------------|
| <b>Dotcom Blase (Feb 2000 bis Mrz 2003)</b>        |         |               |                     |                        |
| Wertentwicklung                                    | -37,0%  | -9,8%         | -51,9%              | -47,7%                 |
| Maximaler Drawdown                                 | -47,4%  | -39,1%        | -59,9%              | -56,4%                 |
| Volatilität                                        | 23,2%   | 22,5%         | 24,1%               | 19,5%                  |
| Schlechteste Tagesrendite                          | -5,8%   | -5,9%         | -6,2%               | -5,9%                  |
| Value at Risk (1%, Tagesrendite)                   | -3,4%   | -3,2%         | -4,0%               | -3,1%                  |
| <b>Globale Finanzkrise (Dez 2007 bis Dez 2009)</b> |         |               |                     |                        |
| Wertentwicklung                                    | -15,9%  | -10,5%        | -31,2%              | -29,4%                 |
| Maximaler Drawdown                                 | -55,2%  | -59,5%        | -57,9%              | -60,8%                 |
| Volatilität                                        | 29,8%   | 33,3%         | 30,7%               | 32,3%                  |
| Schlechteste Tagesrendite                          | -9,0%   | -9,6%         | -7,6%               | -8,1%                  |
| Value at Risk (1%, Tagesrendite)                   | -5,4%   | -6,0%         | -5,7%               | -5,7%                  |
| <b>Corona-Pandemie (Dez 2019 bis Jun 2020)</b>     |         |               |                     |                        |
| Wertentwicklung                                    | 0,7%    | -7,5%         | -10,1%              | -11,7%                 |
| Maximaler Drawdown                                 | -35,5%  | -38,3%        | -35,5%              | -38,3%                 |
| Volatilität                                        | 42,4%   | 46,5%         | 33,2%               | 35,3%                  |
| Schlechteste Tagesrendite                          | -12,0%  | -12,3%        | -11,5%              | -11,9%                 |
| Value at Risk (1%, Tagesrendite)                   | -8,5%   | -9,2%         | -6,1%               | -6,8%                  |

Quelle: Refinitiv Datastream und eigene Berechnungen. EW: equal weight

## Wie lautet unser Fazit?

Wie häufig im Leben lassen sich Sachverhalte nicht immer in schwarz oder weiß einteilen. So verhält es sich auch mit der Fragestellung, ob gleichgewichtete Indizes bessere Rendite- und Risikoeigenschaften aufweisen als die „klassischen“ marktkapitalisierten Indizes und damit eine attraktive Alternative darstellen. Auf Basis unserer empirischen Untersuchung lässt sich nicht eindeutig ableiten, dass Anleger/-innen sich mit gleichgewichteten Indizes besserstellen als mit den marktkapitalisierten Pendanten. Vielmehr wird es immer Marktphasen geben, in denen entweder der marktkapitalisierte oder gleichgewichtete Index die Nase vorne hat. Hier das richtige Timing zu beweisen, kann natürlich ab und an gelingen, jedoch sollte man demütig sein und sich eingestehen, dass eine Trefferquote von 100 Prozent über einen längeren Zeitraum utopisch ist. Wichtiger aus unserer Sicht ist, dass sich Anleger/-innen der Existenz von gleichgewichteten Indizes bewusstmachen und ihr Anlageuniversum erweitern. Inwieweit sie als Alternative zu „klassischen“ marktkapitalisierten Indizes fungieren, entscheidet letztendlich die persönliche Bereitschaft, Sektor- und Investmentstilwetten sowie Klumpenrisiken einzugehen.

## Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte                   | Stand               | Veränderung zum        |                        |                         |                          |                   |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
|                                | 22.06.2023<br>16:39 | 15.06.2023<br>-1 Woche | 19.05.2023<br>-1 Monat | 21.03.2023<br>-3 Monate | 21.06.2022<br>-12 Monate | 30.12.2022<br>YTD |
| Dow Jones                      | 33912               | -1,4%                  | 1,5%                   | 4,2%                    | 11,1%                    | 2,3%              |
| S&P 500                        | 4414                | -0,3%                  | 5,3%                   | 10,3%                   | 17,3%                    | 15,0%             |
| Nasdaq                         | 13559               | -1,6%                  | 7,1%                   | 14,3%                   | 22,5%                    | 29,5%             |
| Russell 2000                   | 1851                | -2,0%                  | 4,4%                   | 4,1%                    | 9,3%                     | 5,1%              |
| DAX                            | 15977               | -1,9%                  | -1,8%                  | 5,1%                    | 20,2%                    | 14,7%             |
| MDAX                           | 26857               | -1,7%                  | -2,8%                  | -0,6%                   | -2,4%                    | 6,9%              |
| TecDAX                         | 3159                | -2,9%                  | -3,9%                  | -2,5%                   | 10,8%                    | 8,1%              |
| EuroStoxx 50                   | 4302                | -1,5%                  | -2,1%                  | 2,9%                    | 23,1%                    | 13,4%             |
| Stoxx50                        | 3948                | -1,5%                  | -3,1%                  | 3,4%                    | 15,6%                    | 8,1%              |
| SMI (Swiss Market Index)       | 11168               | -1,2%                  | -3,5%                  | 3,5%                    | 6,6%                     | 4,1%              |
| FTSE 100                       | 7492                | -1,8%                  | -3,4%                  | -0,6%                   | 4,8%                     | 0,5%              |
| Nikkei 225                     | 33265               | -0,7%                  | 8,0%                   | 23,5%                   | 26,7%                    | 27,5%             |
| Brasilien BOVESPA              | 118799              | -0,4%                  | 7,3%                   | 17,6%                   | 19,2%                    | 8,3%              |
| Russland RTS                   | 1057                | 0,3%                   | 2,0%                   | 7,5%                    | -23,4%                   | 8,9%              |
| Indien BSE 30                  | 63239               | 0,5%                   | 2,4%                   | 8,9%                    | 20,4%                    | 3,9%              |
| China CSI 300                  | 3864                | -1,6%                  | -2,0%                  | -3,0%                   | -10,7%                   | -0,2%             |
| MSCI Welt                      | 2928                | -1,3%                  | 3,0%                   | 8,0%                    | 15,1%                    | 12,5%             |
| MSCI Welt SRI                  | 2884                | -1,7%                  | 4,1%                   | -0,1%                   | 17,9%                    | 16,7%             |
| MSCI Emerging Markets          | 1004                | -1,9%                  | 2,8%                   | 5,4%                    | -1,2%                    | 5,0%              |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| Bund-Future                    | 133,42              | 73                     | -82                    | -260                    | -991                     | 49                |
| Bobl-Future                    | 115,38              | -21                    | -199                   | -267                    | -574                     | -37               |
| Schatz-Future                  | 104,84              | -16                    | -68                    | -110                    | -326                     | -58               |
| 3 Monats Euribor               | 3,57                | 42                     | 42                     | 117                     | 373                      | 168               |
| 3M Euribor Future, Dez 2023    | 3,99                | 10                     | 25                     | 70                      | 147                      | 39                |
| 3 Monats \$ Libor              | 5,54                | 3                      | 15                     | 52                      | 339                      | 77                |
| Fed Funds Future, Dez 2023     | 5,30                | 8                      | 56                     | 87                      | 182                      | 65                |
| 10-jährige US Treasuries       | 3,78                | 6                      | 6                      | 18                      | 47                       | -6                |
| 10-jährige Bunds               | 2,49                | -1                     | 7                      | 22                      | 73                       | -7                |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | 0,38                | -5                     | -2                     | 13                      | 14                       | -3                |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | 1,02                | -4                     | 1                      | -9                      | -44                      | -59               |
| US Treas 10Y Performance       | 596,97              | 0,0%                   | 0,1%                   | -0,2%                   | 0,1%                     | 2,9%              |
| Bund 10Y Performance           | 539,35              | 0,6%                   | 0,2%                   | -0,7%                   | -2,8%                    | 2,7%              |
| REX Performance Index          | 432,66              | 0,0%                   | -0,7%                  | -0,6%                   | -3,3%                    | 0,0%              |
| IBOXX A.A., €                  | 3,71                | -5                     | 5                      | 14                      | 75                       | 11                |
| IBOXX BBB, €                   | 4,59                | -5                     | -4                     | 3                       | 57                       | -10               |
| ML US High Yield               | 8,66                | 13                     | -9                     | -23                     | 17                       | -31               |
| Wandelanleihen Exane 25        | 6620                | 0,0%                   | 0,0%                   | 0,0%                    | 5,1%                     | 0,0%              |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| S&P Commodity Spot Index       | 559,92              | 2,2%                   | 3,0%                   | 2,1%                    | -25,9%                   | -8,2%             |
| MC Base Metal Index            | 388,24              | -1,2%                  | 0,3%                   | -4,3%                   | -11,5%                   | -7,2%             |
| Rohöl Brent                    | 75,17               | -0,7%                  | -0,6%                  | 0,0%                    | -34,5%                   | -11,5%            |
| Gold                           | 1919,49             | -1,7%                  | -2,4%                  | -1,4%                   | 4,4%                     | 5,7%              |
| Silber                         | 22,76               | -4,4%                  | -4,7%                  | 2,2%                    | 4,5%                     | -4,2%             |
| Aluminium                      | 2181,75             | -1,4%                  | -4,7%                  | -1,6%                   | -13,4%                   | -7,1%             |
| Kupfer                         | 8606,25             | 0,6%                   | 4,9%                   | -1,8%                   | -4,3%                    | 2,9%              |
| Eisenerz                       | 112,85              | -0,1%                  | 5,4%                   | -11,8%                  | -15,4%                   | 1,4%              |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 1138                | 4,0%                   | -17,8%                 | -24,7%                  | -54,2%                   | -24,9%            |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| EUR/ USD                       | 1,0968              | 1,4%                   | 1,5%                   | 1,8%                    | 4,0%                     | 2,8%              |
| EUR/ GBP                       | 0,8606              | 0,5%                   | -0,8%                  | -2,6%                   | 0,1%                     | -3,0%             |
| EUR/ JPY                       | 156,49              | 2,4%                   | 4,6%                   | 9,7%                    | 8,9%                     | 11,3%             |
| EUR/ CHF                       | 0,9824              | 0,6%                   | 0,9%                   | -1,5%                   | -3,8%                    | -0,2%             |
| USD/ CNY                       | 7,1779              | 0,6%                   | 2,4%                   | 4,3%                    | 7,3%                     | 4,0%              |
| USD/ JPY                       | 141,89              | 1,1%                   | 2,8%                   | 7,1%                    | 3,8%                     | 8,2%              |
| USD/ GBP                       | 0,7849              | 0,0%                   | -2,4%                  | -4,3%                   | -3,6%                    | -5,6%             |

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

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

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

Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.