



# Konjunktur und Strategie

28. Mai 2025

## Indexkonstruktion: Portfolios mit konstanter Konzentration (Teil 2)

Wir haben uns in einem ersten Teil einer Serie zu alternativen Indexgewichtungsstrukturen mit der Frage beschäftigt, ob marktkapitalisierungsgewichtete Indexstrukturen für die nächsten Jahre ein optimaler oder sinnvoller Ausgangspunkt für die Portfoliokonstruktion sind. Unsere Argumentation war dabei wie folgt: Die Marktkapitalisierung von heute ist immer die Funktion der Wertentwicklung von Aktien der Vergangenheit. Wenn die Welt keinen großen Verwerfungen unterworfen ist, dann kann als Arbeitshypothese unterstellt werden, dass die erfolgreichen Unternehmen der Vergangenheit im Durchschnitt auch die erfolgreichen Unternehmen der Zukunft sein werden. In einer solch vergleichsweise stabilen Welt ohne „Regimewechsel“ spricht dann tatsächlich sehr viel dafür, marktkapitalisierungsgewichtete Indizes als Standardlösung zu nutzen, wenn es darum geht, einen Anker für die Portfoliokonstruktion zu wählen. Nun stellt sich aber die Frage, ob wir nicht möglicherweise in disruptiven Zeiten leben, die diese Arbeitshypothese ins Wanken bringen könnten.

Denn in einer Welt, die zunehmend Eigenschaften eines autoritären Merkantilismus aufweist, ist beispielsweise die Ausrichtung auf maximale Globalisierung nicht mehr zwingend ein unternehmerisches Erfolgskriterium. Überhaupt sprechen viele jüngere geopolitische und geökonomische Entwicklungen dafür, dass die Welt auf einen Strukturbruch zustrebt. Es ist nicht gesichert, dass Volkswirtschaften auch in den kommenden Jahren uneingeschränkter Zugang zu kritischen Rohstoffen haben werden, und die Gefahr von Angriffen auf die kritische Infrastruktur hat objektiv zugenommen. Wenn man zudem

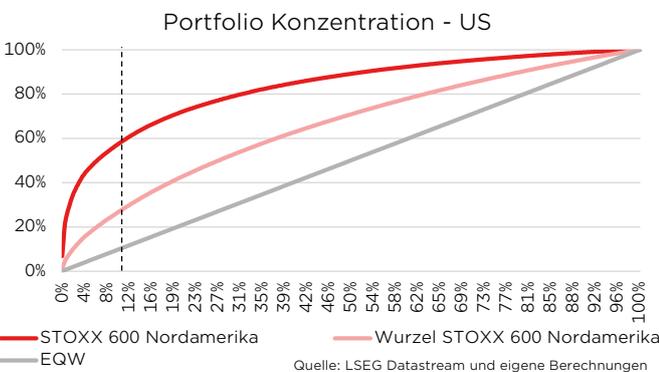
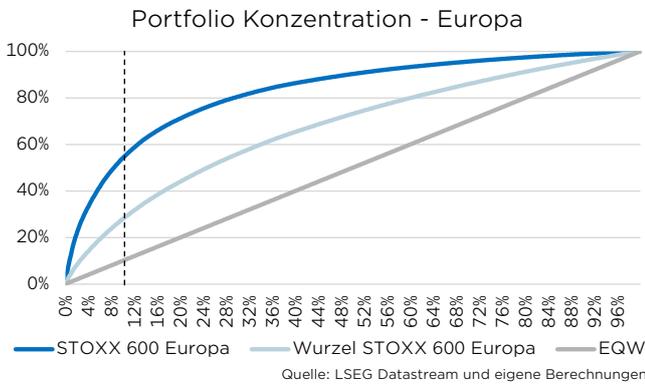
unterstellt, dass auch im technologischen Bereich Umbrüche von historischem Ausmaß anstehen (KI, Quantencomputer, Fusionstechnik), dann gibt es weitere Gründe zur Annahme, dass man an Kapitalmärkten den Trend aus der Vergangenheit nicht unreflektiert fortschreiben kann.

Vor diesem Hintergrund muss sehr kritisch betrachtet werden, dass viele Aktienindizes (nicht nur in den USA) teilweise ein absurdes Ausmaß an Konzentration erreicht haben. Dabei dominieren Unternehmen, die in den letzten 10 oder 15 Jahren nahezu linear von einem Umfeld profitiert haben, dass nicht zwingend fortgeschrieben werden kann. Das bedeutet aber auch, dass mit den jetzigen Indexstrukturen gewaltige implizite Wetten einhergehen, die aus unserer Sicht vermieden werden sollten.

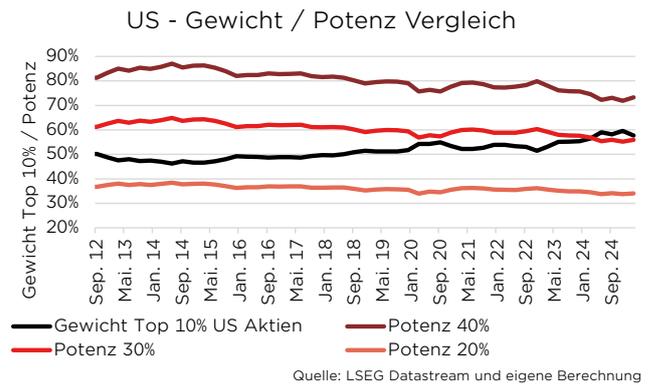
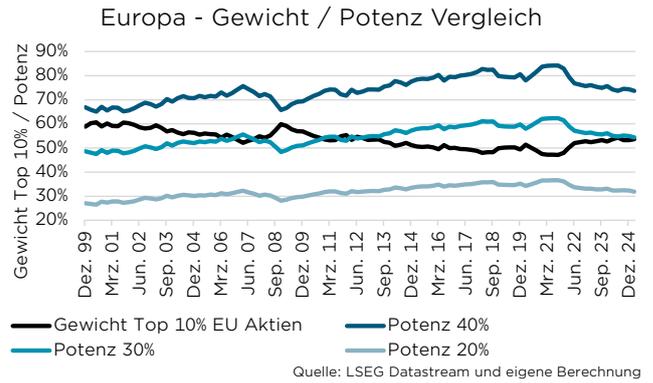
Wir haben daher in einem ersten Schritt vorgeschlagen, Indexgewichtungen nicht direkt an der Marktkapitalisierung auszurichten, sondern an der Wurzel der Marktkapitalisierung. In der heutigen Ausgabe von Konjunktur und Strategie gehen wir jedoch einen Schritt weiter und verallgemeinern dieses Konzept. Denn auch die Ausrichtung an der Wurzel der Marktkapitalisierung hat etwas Arbiträres. Auch bei dieser Lösung hat man keinen direkten Einfluss auf das Konzentrationsmaß des Indexes. Es ist lediglich sichergestellt, dass die Konzentration geringer ausfällt als im Fall der direkten Kopplung an die Marktkapitalisierung. Aus diesem Grund erscheint es naheliegend, den Ansatz in die Richtung weiterzuentwickeln, direkt ein gewünschtes Konzentrationsmaß anzuordern zu können. Dabei bestehen durchaus viele Möglichkeiten, überhaupt Konzentrationsmaße zu definieren. Wir haben uns aus Gründen der Einfachheit entschieden, die Konzentration über das kumulierte Gewicht der größ-

# Konjunktur und Strategie

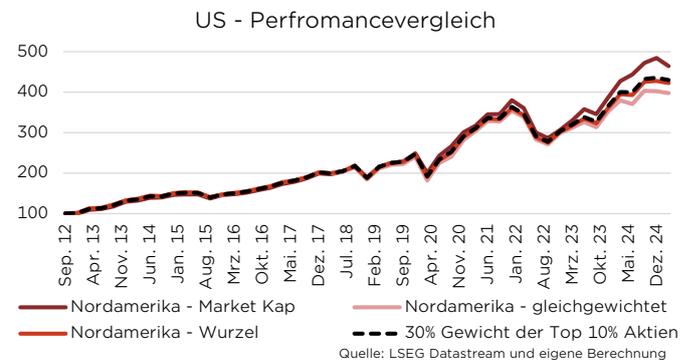
ten 10% der Aktien eines Indexes zu messen. Im marktkapitalisierten STOXX 600 Nordamerika liegt dieser Wert derzeit bei 60%, im europäischen STOXX 600 liegt dieser Wert leicht über 50%. Wie wäre es nun, wenn man direkt definieren könnte, dieses Maß der Konzentration immer bei 30% (oder 20% oder 40%) halten zu können? In Phasen einer Zunahme der Konzentration würde das dazu führen, dass beim Umschichtungstermin die sehr stark gewichteten Aktien im Gewicht leicht reduziert werden, während in Phasen abnehmender Konzentration im Gegenteil die stark gewichteten Aktien sogar im Gewicht nach oben gezogen werden. Diesem Ansatz läge also ein inhärent antizyklischer Investmentansatz mit klar definierten „Klumpenrisiken“ zu Grunde.



Mathematisch gelingt dieser „Kunstgriff“, indem nicht die Quadratwurzel der Marktkapitalisierung bestimmt wird, sondern die  $n$ -te Wurzel, wobei der Wert  $n$  so gewählt wird, dass bei jedem Umschichtungstermin exakt das gewünschte Konzentrationsmaß erreicht wird. Damit wird die Potenz, mit der die Marktkapitalisierung potenziert wird (siehe die Werte in den folgenden zwei Grafiken), zur Funktion der Ausgangsverteilung der Gewichte im marktkapitalisierten Index. In den folgenden beiden Grafiken ist dabei zu sehen, wie die Potenz jeweils gewählt werden muss, damit das gewünschte Konzentrationsmaß von 20%, 30% und 40% kumuliertem Gewicht für die größten 10% der Aktien in den jeweiligen Indizes erreicht wird.



Seit 2012 hat sich diese Form der Indexkonstruktion in Europa in etwa so gut entwickelt wie der „offizielle“ STOXX 600; in den USA lag die Wertentwicklung marginal unter dem STOXX 600 Nordamerika.



Spannend ist allerdings die Wertentwicklung der letzten Monate. Während der STOXX 600 Nordamerika zeitweise massive Rückschläge verzeichnete, kam es mit der von uns vorgeschlagenen Indexkonstruktion per saldo zu keinem Rückgang in der Wertentwicklung. Das ist vielleicht ein Hinweis darauf, dass hier eine Indexkonstruktion vorliegt, die insbesondere in der Zukunft (aber auch schon in der aktuell sich anbahnenden Transitionsphase) superiore Ergebnisse erzielen könnte. Sogar für reine Stockpicker wäre eine Portfoliokonstruktion auf Basis der obigen Methode sinnvoll – mehr dazu im dritten Teil dieser Serie.

Dr. Christian Jasperneite

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	28.05.2025 14:15	08.05.2025 -1 Woche	14.04.2025 -1 Monat	14.02.2025 -3 Monate	14.05.2024 -12 Monate	31.12.2024 YTD
Dow Jones	42344	2,4%	4,5%	-4,9%	7,0%	-0,5%
S&P 500	5938	4,8%	9,8%	-2,9%	13,2%	1,0%
Nasdaq	19199	7,1%	14,1%	-4,1%	16,3%	-0,6%
Russell 2000	2090	3,2%	11,1%	-8,3%	0,2%	-6,3%
DAX	24125	3,3%	15,1%	7,2%	28,9%	21,2%
MDAX	30779	4,1%	15,6%	11,3%	13,1%	20,3%
TecDAX	3871	4,0%	14,2%	0,9%	13,1%	13,3%
EuroStoxx 50	5396	2,0%	9,9%	-1,8%	6,2%	10,2%
Stoxx 50	4544	2,2%	8,2%	-3,3%	0,5%	5,5%
Nikkei 225	37722	2,1%	11,0%	-3,6%	-1,7%	-5,4%
MSCI Welt	3869	4,3%	10,1%	-0,8%	12,6%	4,3%
MSCI Welt SRI	3553	4,8%	10,2%	-1,3%	9,6%	1,5%
MSCI Emerging Markets	1164	2,7%	9,8%	3,5%	7,7%	8,2%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	130,95	-22	-9	-190	44	-249
Bobl-Future	119,03	-23	-9	153	241	117
Schatz-Future	107,33	-10	-12	53	215	34
3 Monats Euribor	2,02	-12	-23	-50	-180	-69
3M Euribor Future, Dez 2025	1,72	3	-2	-28	-101	-17
3 Monats \$ Libor	4,41	7	8	7	-103	4
Fed Funds Future, Dez 2025	3,91	5	41	-4	-30	0
10-jährige US Treasuries	4,45	7	7	-4	-1	-13
10-jährige Bunds	2,54	2	5	14	2	17
10-jährige Staatsanl. Japan	1,52	19	21	17	56	43
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,27	0	-17	-21	-51	0
IBOXX AA, €	3,15	10	2	19	-30	11
IBOXX BBB, €	3,59	9	-9	22	-43	14
ML US High Yield	7,71	-22	-69	35	-36	6
<b>Rohstoffmärkte</b>						
Rohöl Brent	64,68	2,9%	-1,2%	-13,8%	-21,5%	-13,5%
Gold	3311,85	-1,4%	3,2%	14,2%	40,9%	26,1%
Silber	32,30	-1,0%	1,0%	-0,4%	13,7%	8,8%
Kupfer	9621,33	1,5%	5,1%	1,4%	-3,9%	11,2%
Eisenerz	99,48	1,3%	-0,6%	-6,9%	-14,7%	-4,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1296	-1,5%	1,1%	63,6%	-35,0%	30,0%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1311	0,1%	-0,6%	7,9%	4,8%	8,9%
EUR/ GBP	0,8395	-0,9%	-2,6%	0,8%	-2,4%	1,5%
EUR/ JPY	163,38	0,0%	0,3%	2,1%	-3,3%	0,2%
EUR/ CHF	0,9352	0,3%	0,2%	-1,0%	-4,6%	-0,6%

Quelle: LSEG 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

Jan Mooren  
+49 40 3282-2132  
jmooren@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.