

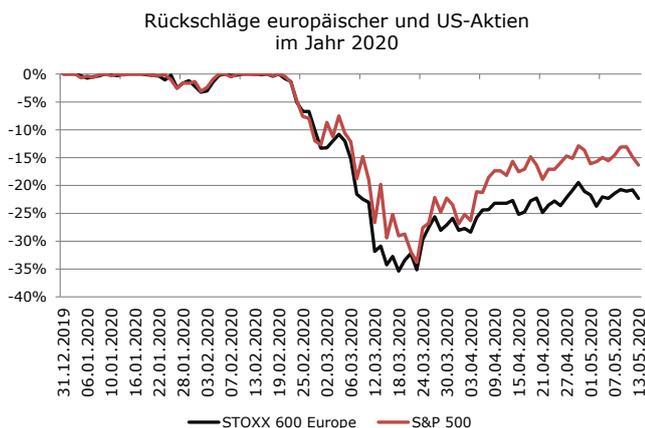


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

14. Mai 2020

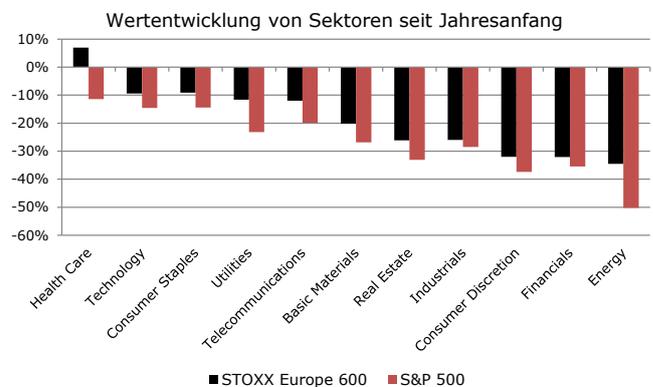
Corona-Krise: Eldorado für aktive Manager?

Die letzten Monate werden unzweifelhaft in die Lehrbücher der Kapitalmarktgeschichte Einzug halten. Erst fielen große Aktienindizes im Rekordtempo um bis zu 35%, um dann ebenfalls im Rekordtempo einen nicht unerheblichen Teil der Verluste wieder aufzuholen. Noch deutlich turbulenter verlief die Entwicklung der einzelnen Aktien. Während sich in „normalen Zeiten“ Aktien und Sektoren nicht selten wie ein homogener Schwarm von Fischen bewegen, entstand im Kontext der Corona-Krise ein extremes „Eigenleben“, gepaart mit einer hohen Diffusion in der Kursentwicklung.



Dies zeigt bereits ein erster Blick auf die Wertentwicklung der Sektoren in Europa und in den USA. So entwickelten sich beispielsweise wenig überraschend Aktien aus dem Pharma- und Gesundheitssektor in beiden Regionen substanziell besser als Energiewerte. Auf den ersten Blick erscheint dies als perfektes Umfeld für aktive Manager, die nicht auf eine Abbildung von Benchmarks abstellen, sondern gerade gezielte Abwei-

chungen von der Benchmark im Portfolio anstreben. Trotzdem ist zu beobachten, dass es in dieser Marktphase nicht einfach war, die Benchmark zu schlagen, obwohl doch die Divergenz der Wertentwicklung zwischen vielen Wertpapieren und Sektoren wie eine Steilvorlage für aktive Manager wirken müsste.



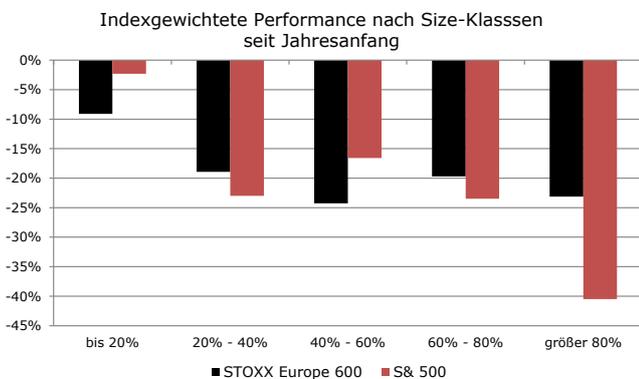
Damit setzt sich in gewisser Weise der Trend des letzten Jahres fort, in dem es empirisch nachweisbar ebenfalls vielen Asset Managern schwer gefallen ist, die Benchmark zu schlagen. Vordergründig ließe sich argumentieren, dass dies das Ergebnis einer gestiegenen Effizienz des Marktes sein könnte – doch hier macht man es sich vermutlich etwas zu einfach, denn warum sollte die Effizienz des Marktes ausgerechnet in den letzten Quartalen gestiegen sein? Vermutlich ist die Wahrheit etwas komplexer. Wir haben vielmehr den Eindruck, dass die derzeitige Schwierigkeit, Indizes zu schlagen, in der Konstruktion marktkapitalisierungsgewichteter Indizes begründet liegt. Bei den marktgängigen Indizes werden Aktien analog zu ihrem Börsenwert gewichtet. Das kann

Konjunktur und Strategie

dazu führen, dass sehr wenige Aktien einen signifikanten Einfluss auf die Wertentwicklung von Indizes haben. Und genau das ist im Moment in besonderem Maße der Fall.

Solange sich alle Aktien in etwa gleich gut oder gleich schlecht entwickeln, ist das zunächst nicht sonderlich spannend. In dem Moment aber, wo die dominierenden Aktien eine substantiell bessere Wertentwicklung als der Rest aufweisen, steigt der Konzentrationsgrad im Index weiter und die Aufgabe eines aktiven Managers, den Index zu schlagen, wird nicht gerade leichter. Denn dann kann ein aktives Portfolio nur noch die Benchmark schlagen, wenn die dominierenden Aktien im Portfolio in noch stärkerem Maße als im Index gewichtet sind. Unter Diversifikationsgesichtspunkten ist das nur selten eine gute Idee, weshalb vernünftige Portfoliomanager davon i.d.R. Abstand nehmen. Der Preis, den sie dafür zahlen, besteht aber darin, dass es schwer wird, im aktuellen Umfeld die Benchmark zu schlagen.

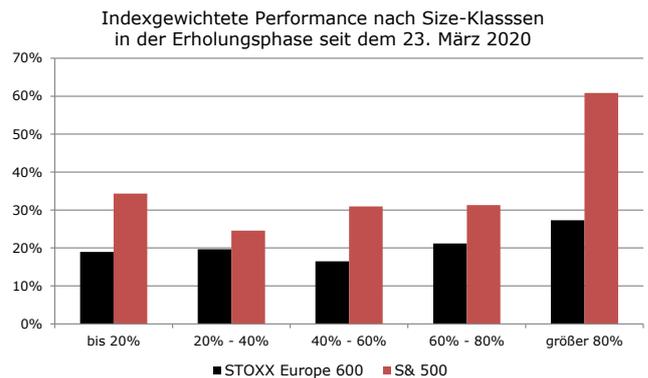
Genau so ein Sachverhalt liegt derzeit vor. Betrachtet man beispielsweise isoliert nur die größten Aktien, die zusammen 20% des Index ausmachen, ist deren Wertentwicklung seit Jahresanfang sowohl in Europa als auch in den USA substantiell besser gewesen als bei den anderen Kohorten kleinerer Aktien. Besonders frappierend ist diese Entwicklung in den USA gewesen, wo die größten 20% der Indexaktien aus dem S&P 500 seit Anfang des Jahres nahezu nichts verloren haben, während die kleinsten Aktien, die zusammen ebenfalls 20% Indexgewicht ausmachen, ziemlich exakt einen 40%-Einbruch verzeichnen mussten.



Dabei waren per Jahresanfang in Europa lediglich 12 Aktien und im S&P 500 7 Aktien erforderlich, um jeweils 20% der Marktkapitalisierung der Indizes zu beschreiben. Jeder Versuch, als aktiver Manager den Aktienmarkt breit und diversifiziert abzubilden und nicht extremste Wetten auf die wenigen sehr großen Unter-

nehmen abzuschließen, ist daher in solchen Marktphasen aus Performancesicht ein ambitioniertes Unterfangen. Um fair zu bleiben muss gesagt werden, dass auch in solchen Marktphasen mit einem breit diversifizierten, aktiven Portfolio die Möglichkeit besteht, den Markt zu schlagen – es ist einfach nur extrem schwer.

Ist das nun ein weiterer Sargnagel für das aktive Management? Wir denken nicht, denn es gibt Hoffnung. Verkürzt man den Betrachtungszeitraum auf die Erholungsphase seit dem 23.3., sieht das Bild in Europa (und auch in den USA) anders aus. Zum ersten Mal seit langer Zeit sind nicht mehr die ganz großen Unternehmen die wesentlichen Performancetreiber, so dass jetzt ein Stockpicking über die ganze Breite des Marktes lohnend erscheint. Aktive Portfoliomanager sollten daher gerade jetzt nicht resignieren, sondern die sich bietende Diffusion in der Wertentwicklung einzelner Aktien und Sektoren profitabel nutzen.



Ob das nun die generelle Trendwende ist, auf die alle gewartet haben, wird sich zeigen. Fakt ist aber, dass zunächst der Bann gebrochen scheint, wonach nur die ganz großen Unternehmen zu den Siegeraktien gehören. Aus Bewertungssicht lag diese Entwicklung schon länger in der Luft. Auch wenn die langfristigen unternehmerischen Aussichten der sehr großen Unternehmen in den meisten Fällen als sehr gut bezeichnet werden können, erscheinen die damit einher gehenden Bewertungen angesichts einer drohenden Rezession teilweise komplett absurd. Und es darf nicht vergessen werden, dass es in den letzten Jahrzehnten eher die kleinen Unternehmen waren, die aufgrund ihrer Anpassungsfähigkeit und Flexibilität den Markt geschlagen und damit auch aktiven Asset Managern die Chance auf eine Outperformance ermöglicht haben. Sollte sich dieser Trend wieder etablieren, stehen sogar wieder goldene Jahre für aktive Investoren bevor.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	14.05.2020 17:58	30.04.2020 -1 Woche	06.04.2020 -1 Monat	06.02.2020 -3 Monate	06.05.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	23180	-4,8%	2,2%	-21,1%	-12,3%	-18,8%
S&P 500	2796	-4,0%	5,0%	-16,4%	-4,7%	-13,5%
Nasdaq	8775	-1,3%	10,9%	-8,3%	8,0%	-2,2%
Value Line Arithmetic	4946	-8,1%	8,1%	-25,4%	-22,5%	-25,7%
DAX	10337	-4,8%	2,6%	-23,9%	-15,9%	-22,0%
MDAX	22995	-0,2%	9,0%	-20,5%	-10,4%	-18,8%
TecDAX	2914	2,1%	9,4%	-9,1%	2,2%	-3,3%
EuroStoxx 50	2755	-5,9%	-1,5%	-27,6%	-20,5%	-26,5%
Stoxx 50	2755	-3,4%	0,1%	-21,0%	-13,0%	-19,0%
SMI (Swiss Market Index)	9448	-1,9%	-0,2%	-14,2%	-2,2%	-11,0%
FTSE 100	5742	-2,7%	2,9%	-23,5%	-22,2%	-23,9%
Nikkei 225	19915	-1,4%	7,2%	-16,6%	-10,5%	-15,8%
Brasilien BOVESPA	76628	-4,8%	3,4%	-33,5%	-19,3%	-33,7%
Russland RTS	1103	-2,0%	1,8%	-28,4%	-11,4%	-28,8%
Indien BSE 30	31123	-7,7%	12,8%	-24,7%	-19,4%	-24,6%
China Shanghai Composite	2870	0,4%	3,8%	0,1%	-1,2%	-5,9%
MSCI Welt (in €)	1998	-1,9%	6,2%	-15,7%	-4,3%	-11,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	909	-1,0%	6,4%	-16,0%	-11,3%	-15,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	173,63	-80	181	-19	819	314
Bobl-Future	135,79	-16	87	125	280	216
Schatz-Future	112,24	-5	16	25	31	34
3 Monats Euribor	-0,25	2	7	15	6	13
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,39	5	-1	4	-17	0
3 Monats \$ Libor	0,45	-11	-90	-129	-211	-146
Fed Funds Future, Dez 2020	0,02	-2	-6	-127	-195	-1
10-jährige US Treasuries	0,61	-4	-7	-104	-189	-131
10-jährige Bunds	-0,54	4	-12	-18	-55	-35
10-jährige Staatsanl. Japan	0,00	5	1	2	5	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,51	3	-19	19	-20	-4
US Treas 10Y Performance	722,52	-0,8%	-0,6%	10,7%	21,3%	13,6%
Bund 10Y Performance	679,81	-0,8%	0,8%	1,3%	5,4%	3,3%
REX Performance Index	498,36	0,3%	0,4%	0,5%	1,4%	1,0%
IBOXX AA, €	0,58	7	-54	42	14	28
IBOXX BBB, €	1,74	4	-70	101	48	83
ML US High Yield	8,19	-2	-162	220	161	215
Wandelanleihen Exane 25	7368	0,9%	4,9%	-6,0%	0,9%	-3,8%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	354,43	0,3%	-2,5%	-12,5%	-15,1%	-11,7%
MG Base Metal Index	252,24	-0,4%	5,0%	-10,3%	-16,8%	-15,9%
Rohöl Brent	30,14	18,1%	-9,4%	-45,3%	-57,8%	-54,5%
Gold	1732,59	1,6%	5,1%	10,8%	35,5%	13,9%
Silber	14,97	-0,3%	1,6%	-16,1%	0,4%	-16,5%
Aluminium	1442,65	-1,1%	0,4%	-15,7%	-18,5%	-19,0%
Kupfer	5167,50	0,1%	6,1%	-9,7%	-17,0%	-16,0%
Eisenerz	88,35	5,4%	7,1%	9,1%	-5,5%	-3,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	398	-37,3%	-34,1%	-7,7%	-59,6%	-63,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0797	-0,7%	0,1%	-1,9%	-3,6%	-3,9%
EUR/ GBP	0,8855	2,0%	0,6%	4,3%	3,6%	4,5%
EUR/ JPY	115,64	-0,2%	-1,6%	-4,3%	-6,8%	-5,2%
EUR/ CHF	1,0504	-0,5%	-0,5%	-2,0%	-7,9%	-3,2%
USD/ CNY	7,0935	0,5%	0,0%	1,7%	4,8%	1,9%
USD/ JPY	106,16	-1,0%	-2,8%	-3,5%	-4,2%	-2,3%
USD/ GBP	0,8203	3,5%	0,5%	6,1%	7,4%	8,7%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@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.