



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

11. Juli 2019

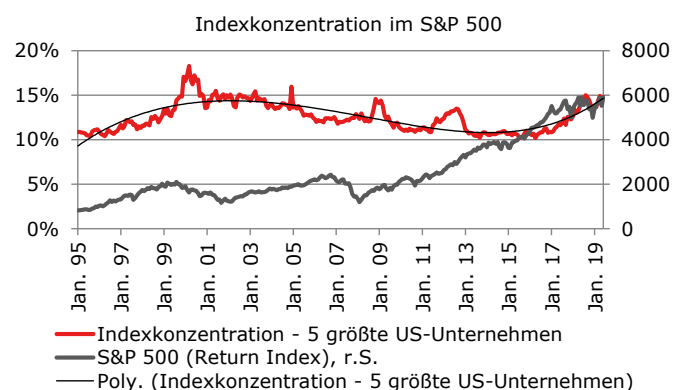
### Wer schlägt den S&P 500 Index?

Die Aussicht auf eine noch expansivere Geldpolitik der Notenbanken hat dazu geführt, dass die Aktienmärkte in diesem Jahr alle dunklen Wolken am konjunkturellen und geopolitischen Horizont einfach ignoriert haben. Der S&P 500 konnte in den ersten sechs Monaten dieses Jahres bereits rund 18,5 Prozent zugelegt; für Euro-Investoren betrug das Plus sogar etwa 19 Prozent. Dies mag zunächst nach einem gelungenen ersten Aktienhalbjahr klingen. Wenn man sich allerdings detaillierter mit der Herkunft dieser Performance auseinandersetzt, dann sind die dunklen Wolken plötzlich gar nicht mehr so weit weg.

Gerade in den USA ist die Herkunft dieser Performance nämlich nicht in der Marktbreite zu suchen, sondern den Indexschergewichten zuzuschreiben. In der Vergangenheit waren dies meistens etablierte, „langweilige“ Unternehmen. Schaut man sich die Indexschergewichte in Europa an, dann ist dies mit einer Nestlé, Roche oder Novartis sicherlich auch immer noch der Fall. In den USA sieht das ganze jedoch komplett anders aus. Mit den sogenannten FAANGM-Aktien (d.h. Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google (Alphabet) und Microsoft) sind schon einmal fünf Aktien (Netflix ist knapp darunter) unter den zehn größten Indexpositionen im S&P 500, die weder alt, noch etabliert, noch „langweilig“ sind. Rechnet man nun eine Visa auch noch dieser neuen Welt zu und eine Berkshire strenggenommen auch, da sie wiederum in zu einem nicht unerheblichen Anteil in die FAANGM Unternehmen investiert ist, bleiben nur noch die Plätze acht (Johnson & Johnson),

neun (JP Morgan) und zehn (Exxon Mobile), die die Old Economy vertreten.

Zusammengenommen machen die größten fünf der 500 Positionen im S&P 500 über 15 Prozent des Gesamtindex aus. Mit dieser aktuell hohen Konzentration stellt sich die Frage, ob es dies auch schon früher gegeben hat und damit eine ganz normale Entwicklung zum Ende eines langen Aufschwungs darstellt. Um dieser Frage auf den Grund zu gehen, haben wir uns auf Monatsbasis die anteilige Marktkapitalisierung der jeweils fünf größten im S&P 500 befindlichen Unternehmen seit 1995 angeschaut. Hier zeigt sich, dass die Indexkonzentration tatsächlich bereits einmal in der Vergangenheit so hoch war und sogar das aktuelle Niveau übertroffen hat.



Dieser Zeitraum bestand aus den Monaten kurz vor dem Platzen der sogenannten Dotcom-Blase. Damals erreichte die anteilige Marktkapitalisierung der fünf größten Unternehmen sogar 18 Prozent. Bei den großen Titeln handelte es sich zu diesem Zeitpunkt allerdings nicht in erster Linie – wie man erwarten könnte – um die hoch

# Konjunktur und Strategie

bewerteten damaligen Internet- und Technologieunternehmen wie Motorola oder Intel und IBM, sondern mit Unternehmen wie beispielsweise Coca Cola und Walmart um Aktien aus verhältnismäßig defensiven Branchen. Die hohe Konzentration war damals – anders als heute – also unproblematisch. Der massive Kurseinbruch folgte damals auf einer breiten Basis und war nicht das Resultat einer Korrektur bei den genannten großen Index-Unternehmen.

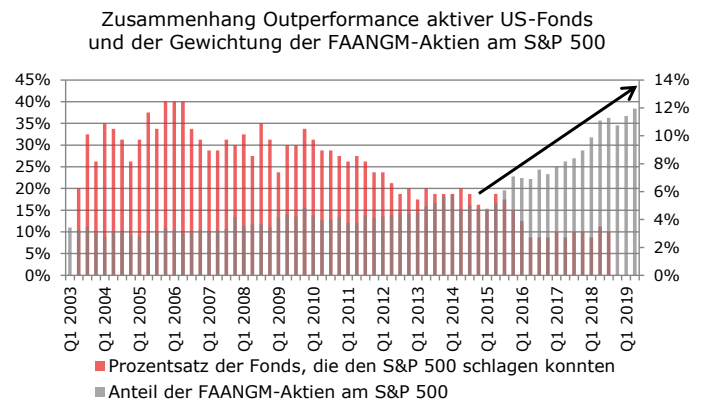
Da sich eine solche Korrektur allerdings – massiver globaler expansiver Geldpolitik sei Dank – noch nicht abzeichnet, stehen in der aktuellen Marktphase aktive Manager und faktorbasierte quantitative Ansätze durch die oben beschriebene Konstellation vor einer großen Herausforderung: Es ist für sie derzeit nahezu unmöglich, den S&P 500 zu schlagen!

Stock-Picker und quantitative Faktoransätze haben hierbei ein ähnliches Problem. Beide Ansätze versuchen über qualitative oder quantitative Methoden Unternehmen zu selektieren, die ein gewisses Exposure zu sog. Risikoprämien oder auch Faktoreigenschaften aufweisen. Die hier gängigen gewünschten Unternehmenseigenschaften sind (hohe) Qualität, (geringe) Volatilität, (geringe) Bewertung und ein hohes Kursmomentum. Außer einem hohen Kursmomentum würde keinem aktiven Fondsmanager ad-hoc ein Grund für den Kauf einer FAANGM-Aktie einfallen, und es würde kein quantitativer Filter diese Aktien selektieren. Auch würde man als aktiver Fondsmanager mit einem hohen Anspruch auf Diversifizierung nicht auf die Idee kommen, knapp 20 Prozent seines Portfolios mit nur sechs Titeln zu bestücken – in Europa darf nach den UCITS Richtlinien eine Einzelposition in einem Aktienfonds z.B. auch gar nicht über zehn Prozent betragen, zumal die aktuellen Höchstgewichte im S&P 500 auch noch in gewissem Sinne einer Branche zugeordnet werden können.

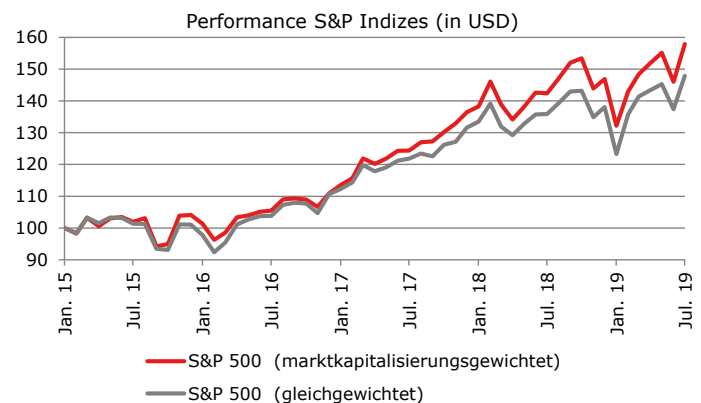
Aber bedeutet dies nun für Investoren, dass ein ETF die einzig sinnvolle Alternative für ein Aktieninvestment in den USA ist? Der Kursanstieg in den ersten fünf Jahren nach Ende der Finanzkrise erfolgte auf einer relativ breiten Basis und war damit ein gutes Umfeld für aktive Manager. Dies zeigt sich auch daran, dass tatsächlich die Konzentration im Index deutlich zurückging, während der Index einen massiven Anstieg aufgewiesen hat. Schaut man sich die durchschnittliche Wertentwicklung der 250 größten Unternehmen von Mitte 2009 bis Mitte

2015 an, so zeigt sich, dass sich diese von der Entwicklung der 250 kleinsten Unternehmen im S&P nicht stark unterscheidet.

Ganz anders hingegen sieht die Entwicklung von 2015 bis heute aus. Hier zeigt sich, dass die nach Marktkapitalisierung größere Hälfte der Unternehmen und ganz besonders die größten Unternehmen eine Wertentwicklung aufgewiesen haben, die sich massiv von der Wertentwicklung der kleineren Unternehmen unterschieden hat. Dies spiegelt sich auch in dem Konzentrationsmaß wieder, welches in den Zeitraum von zehn Prozent auf 15 Prozent angestiegen ist. Außerdem zeigt sich, dass mit steigendem Anteil der FAANGM-Aktien am S&P500 Index die Anzahl aktiver Fonds, die den S&P 500 outperformen konnten, stetig nach unten ging.

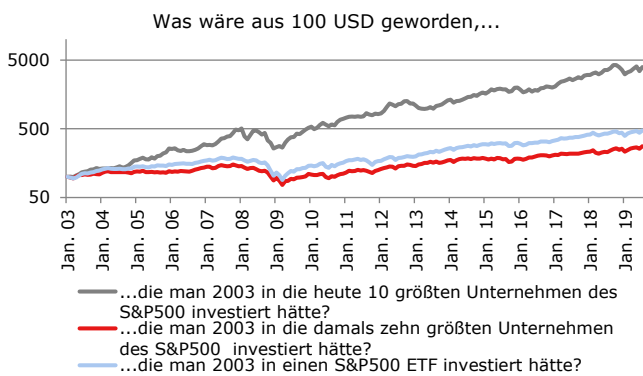


Auch der Vergleich der Performance des „regulären“ marktkapitalisierungsgewichteten S&P 500 mit einem gleichgewichteten S&P-500-Index zeigt eindrucksvoll den Einfluss der hochgewichteten Unternehmen. Während der S&P 500 seit Anfang 2015 in USD knapp 60 Prozent zulegen konnte, waren es „lediglich“ 46 Prozent, wenn alle 500 Aktien das gleiche Gewicht erhalten. Würde man lediglich die letzten drei Jahre betrachten, wäre es tatsächlich die bessere Alternative gewesen, in einen S&P 500 ETF zu investieren.



# Konjunktur und Strategie

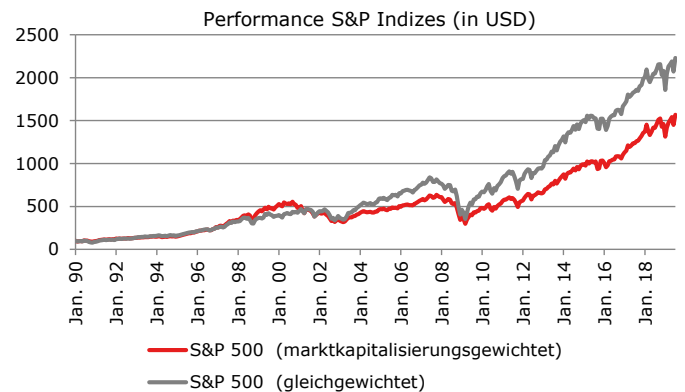
Zur Ehrenrettung der aktiven Manager und Faktoransätze sieht dies für einen längeren Zeitraum allerdings ganz anders aus. Letztlich haben Aktien in einem marktkapitalisierungsgewichteten Index heute ein hohes Gewicht, da sie in der Vergangenheit besonders erfolgreich waren und dementsprechend mit ihren Kursen und damit ihrer Marktkapitalisierung stärker zugelegt haben als andere Unternehmen. Die heute zehn größten Positionen im S&P 500 haben seit Anfang 2003 bzw. seitdem sie existieren zusammen im Schnitt knapp 25 Prozent p.a. zugelegt, während der breite Index im gleichen Zeitraum jährlich knapp zehn Prozent zulegen konnte. Auf den ersten Blick könnte man dies als Beweis dafür werten, dass es Sinn ergibt, große Unternehmen stärker zu gewichten. Wer diese Ergebnisse aber derart interpretiert, begeht einen erheblichen Denkfehler. Denn eine gute historische Performance der Indexschergewichte aus heutiger Sicht hat sie ja gerade zu diesen befördert. Viel interessanter ist doch die Frage, wie sich ein Portfolio entwickelt hätte, das aus den zehn größten Positionen im Jahr 2003 bestanden hätte. Hier existiert kein sog. Survivorship-Bias, und dementsprechend belastbar sind diese Ergebnisse. Die Performance dieses Portfolios läge bei knapp sechs Prozent p.a. und demnach deutlich unter dem S&P 500 Index.



Es scheint somit keine gute Strategie gewesen zu sein, auf die Sieger von gestern zu setzen und zu hoffen, dass diese auch die Sieger von morgen sein werden. Aber

genau dies ist die implizite Wette eines marktkapitalisierungsgewichteten Index.

Aktuell geht diese Wette zwar auf, aber die große Frage ist, wie lange das noch der Fall sein wird. In der Vergangenheit gab es oftmals Phasen – interessanterweise oftmals vor Rezessionen oder zumindest konjunkturellen Abschwüngen – in denen marktkapitalisierungsgewichteten Indizes besser performt haben als der breite Markt. In der langen Frist ist die Outperformance der alternativen bzw. in diesem Beispiel gleichgewichteten Indizes aber signifikant.



Als Investor sollte man sich jedoch darauf einstellen, dass alternative Indexgewichtungen (egal ob aktives Management, gleichgewichtete Indizes oder Faktoransätze) nicht kontinuierlich zu einer Outperformance gegenüber klassischen Indizes führen werden. Wer Risikoprämien am Aktienmarkt vereinnahmen will, braucht vor allem Zeit. Das Wort Risikoprämie besteht zu Recht aus zwei Bestandteilen. Wer langfristig eine Prämie erhalten möchte, geht kurzfristig immer das Risiko ein, eine schlechtere Entwicklung als ein klassischer Index zu erleiden. Wer aber bereit ist, dieses kurzfristige Risiko einzugehen, wird langfristig durch alternative Indexkonstruktionen belohnt, die nicht auf die Sieger von gestern setzen, sondern auf Aktien mit aktuell attraktiven fundamentalen und technischen Eigenschaften.

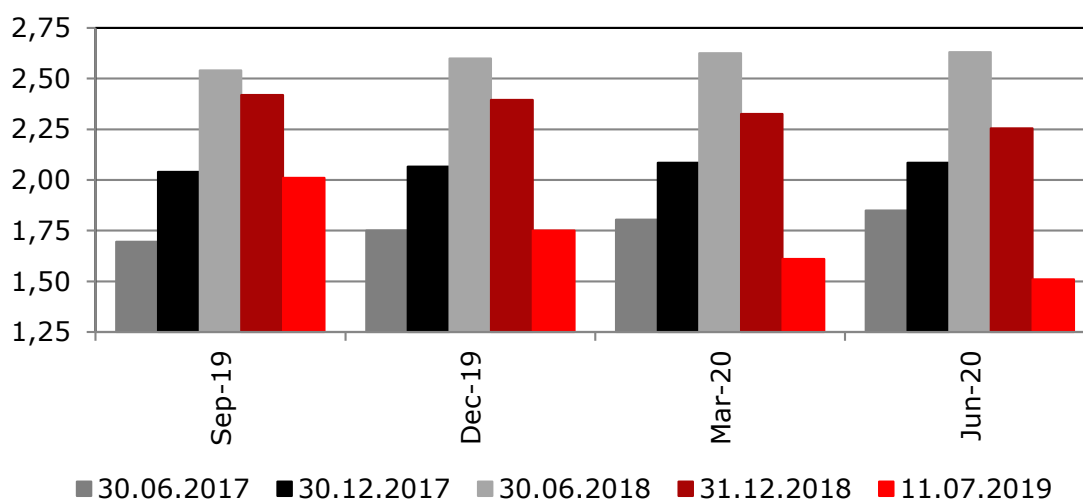
## Wochenausblick für die Zeit vom 15. bis 19. Juli 2019

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-13,4	-3,6	3,1	-2,1	-21,1	<b>-15,8</b>	16. Juli
D: ZEW Lageeinschätzung	15	11,1	5,5	8,2	7,8	<b>8,0</b>	16. Juli
D: Produzentenpreise, m/m	-0,1%	-0,1%	0,5%	-0,1%	<b>0,2%</b>		19. Juli
D: Produzentenpreise, y/y	2,6%	2,4%	2,5%	1,9%	<b>1,7%</b>		19. Juli
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,5%	1,4%	1,7%	1,2%	<b>1,2%</b>		17. Juli
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,0%	0,8%	1,3%	0,8%	<b>1,1%</b>		17. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Und täglich grüßt das Murmeltier

USA: Fed Funds Futures



Wie es zuletzt häufig zu beobachten war, demonstrieren die vergangenen Handelstage auf eindrucksvolle Art und Weise, wie sehr die Erwartungen an die Geldpolitik die Aktienmärkte beeinflussen. Ein starker US Arbeitsmarktbericht mit einem Anstieg der Beschäftigten um über 224.000 Stellen führte zu drei aufeinanderfolgenden Tagen mit Kursverlusten an den US-Börsen. Die Ratio dabei ist die, dass der unerwartet gute Arbeitsmarkt die Fed dazu veranlassen könnte, die Zinsen weniger oder später als erwartet zu senken. Da kamen das gestern veröffentlichte Fed Protokoll zur letzten Zinssitzung im Juni sowie die im halbjährlichen Turnus angesetzte Anhörung des Fed Vorsitzenden im US-Kongress gerade zur rechten Zeit, um den S&P 500 doch wieder zu einem neuen Höchststand zu beflügeln. Bei der letzten Notenbanksitzung hatte die Fed noch die Füße still gehalten und die Zinsen unverändert belassen, dabei die Weichen aber klar in Richtung einer Zinssenkung im Juli gestellt und damit den Markterwartungen entsprochen. Das Fed Protokoll bestätigt nochmals die "dovische" Einstellung der US Notenbanker. Die ökonomischen Risiken seien weiter angestiegen und viele Fed-

Mitglieder sehen eine baldige Zinssenkung gerade im Sinne des Risikomanagements als wünschenswert an, um mögliche nachteilige Schocks abzufedern. Auch im Hinblick auf die niedrige Inflation (zuletzt 1,5 Prozent) und rückläufige Inflationserwartungen sei für viele Teilnehmer der Sitzung (aber nicht alle) eine Zinssenkung erforderlich. Letzte Zweifel an einem Zinsschritt waren aber schon kurz zuvor während einer Anhörung von Jerome Powell zerstreut worden. Powell betonte noch einmal die zahlreichen wirtschaftlichen Risiken und führte zudem aus, dass weitere zuletzt veröffentlichte Daten das Bild einer konjunkturellen Abschwächung bestätigen. Auf die Frage, ob der unerwartet positive Arbeitsmarktbericht den Blick der Fed verändert haben, antwortete Powell ohne übliches Geplänkel mit "...No!". Lediglich bei der Frage nach einer möglichen Senkung um 50 Basispunkte blieb der Fed Vorsitzende ausweichend. Dennoch stiegen die Wetten auf eine Senkung um 50 Basispunkte, wobei jedoch 25 Basispunkte das Grundscenario am Markt bleiben.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	11.07.2019 17:08	04.07.2019 -1 Woche	10.06.2019 -1 Monat	10.04.2019 -3 Monate	10.07.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	26998	0,1%	3,6%	3,2%	8,3%	15,7%
S&P 500	2994	-0,1%	3,7%	3,7%	7,2%	19,4%
Nasdaq	8198	0,3%	4,8%	2,9%	5,7%	23,6%
DAX	12318	-2,5%	2,3%	3,5%	-2,3%	16,7%
MDAX	25739	-1,2%	2,6%	2,3%	-2,4%	19,2%
TecDAX	2876	-2,3%	3,2%	4,9%	2,3%	17,4%
EuroStoxx 50	3496	-1,3%	3,2%	2,1%	0,7%	16,5%
Stoxx 50	3190	-1,6%	2,0%	0,9%	2,9%	15,6%
SMI (Swiss Market Index)	9873	-1,9%	1,3%	3,3%	12,6%	17,1%
FTSE 100	7507	-1,3%	1,8%	1,1%	-2,4%	11,6%
Nikkei 225	21644	-0,3%	2,4%	-0,2%	-2,5%	8,1%
Brasilien BOVESPA	104993	1,3%	7,7%	9,4%	40,2%	19,5%
Russland RTS	1392	-1,3%	4,3%	10,3%	15,8%	30,6%
Indien BSE 30	38823	-2,7%	-2,4%	0,6%	7,1%	7,6%
China Shanghai Composite	2918	-2,9%	2,3%	-10,0%	3,2%	17,0%
MSCI Welt (in €)	2201	-0,3%	3,5%	2,7%	3,1%	18,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1049	-1,2%	3,1%	-4,1%	-2,5%	10,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	172,51	-134	140	662	1013	897
Bobl-Future	134,16	-50	15	104	212	164
Schatz-Future	112,23	-8	12	29	20	29
3 Monats Euribor	-0,36	0	-4	-5	-4	-5
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,48	2	-9	-16	-35	0
3 Monats \$ Libor	2,34	4	-10	-26	0	-47
Fed Funds Future, Dez 2019	1,78	6	-3	-47	-88	-1
10-jährige US Treasuries	2,09	13	-5	-39	-78	-60
10-jährige Bunds	-0,26	14	-4	-23	-58	-50
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,14	3	-2	-7	-17	-14
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,52	15	-1	-20	-44	-35
US Treas 10Y Performance	620,65	-1,1%	0,7%	4,2%	10,1%	6,9%
Bund 10Y Performance	664,76	-0,9%	0,8%	2,6%	7,6%	6,0%
REX Performance Index	497,79	-0,3%	0,3%	1,3%	2,6%	2,1%
IBOXX AA, €	0,23	5	-17	-24	-53	-65
IBOXX BBB, €	0,97	5	-31	-43	-62	-109
ML US High Yield	6,44	3	-23	-18	-19	-157
JPM EMBI+, Index	876	-1,1%	1,9%	4,4%	9,7%	10,6%
Wandelanleihen Exane 25	7434	0,0%	1,9%	2,5%	0,8%	7,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	403,74	-0,5%	-1,7%	-5,1%	-8,0%	-1,3%
MG Base Metal Index	289,60	-0,7%	0,8%	-8,7%	-10,7%	-1,7%
Rohöl Brent	66,92	5,3%	6,0%	-6,4%	-15,2%	26,0%
Gold	1410,40	-0,4%	6,1%	7,8%	12,4%	10,1%
Silber	15,21	-0,7%	3,3%	-0,3%	-5,5%	-1,9%
Aluminium	1833,00	2,7%	5,1%	-0,3%	-13,4%	-1,6%
Kupfer	5928,50	0,3%	1,2%	-8,1%	-6,2%	-0,3%
Eisenerz	120,84	-1,9%	21,7%	30,5%	91,2%	74,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1777	4,5%	58,0%	142,1%	14,3%	39,8%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1252	-0,3%	-0,4%	-0,2%	0,0%	-1,7%
EUR/ GBP	0,8974	0,0%	0,6%	4,4%	1,6%	0,0%
EUR/ JPY	121,88	0,2%	-0,7%	-2,8%	-6,5%	-3,2%
EUR/ CHF	1,1128	0,1%	-0,6%	-1,3%	-4,5%	-1,3%
USD/ CNY	6,8681	-0,1%	-0,9%	2,2%	3,5%	-0,1%
USD/ JPY	108,47	0,6%	0,0%	-2,3%	-2,3%	-1,0%
USD/ GBP	0,7977	0,3%	1,2%	4,4%	5,8%	1,6%

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

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
jboettger@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 herein 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.