



Konjunktur und Strategie

6. Juni 2024

Zinssenkungen in Sicht: Performancebooster für Small-Caps?

Heute ist ein historischer Tag – zum ersten Mal seit ihrem Bestehen läutet die Europäische Zentralbank einen Zinssenkungszyklus vor der US-Notenbank ein. In der Vergangenheit war dies anders, weil der US-Konjunkturzyklus in aller Regel dem europäischen Konjunkturzyklus vorausgeeilt war und dementsprechend schon aufgrund fundamentaler Zusammenhänge die US-Geldpolitik den Ton angegeben hat. Aktuell ist die ganze Gemengelage ein wenig komplexer. Die Zinssenkung in Europa und die im Laufe des zweiten Halbjahres erwartete Zinssenkung in den USA ist nicht primär das Ergebnis rezessiver Tendenzen, sondern hängt mit den rückläufigen Inflationsraten zusammen. Auch die zuvor erfolgten Zinserhöhungen waren weniger auf gute Konjunkturdaten zurückzuführen, sondern auf massiv steigende Inflationsraten; oftmals als Spätfolge der Corona-Pandemie. Nun könnte man lange darüber streiten, ob ein derart starker Anstieg der Leitzinsen in so kurzer Zeit überhaupt notwendig war, denn viele Gründe hinter dem Inflationsanstieg hatten eher einen exogenen Charakter und konnten durch hohe Leitzinsen nicht hinreichend gut bekämpft werden. Auf der anderen Seite bestand (und besteht) berechtigte Sorge vor Zweitrundeneffekten, die durchaus durch höhere Leitzinsen abgemildert werden können. Nicht selten wird zudem argumentiert, dass die Geldpolitik der EZB für den Euroraum vielleicht sogar ein wenig zu restriktiv war, so dass ein Gegensteuern mehr als angebracht ist. Diese Argumentation wird auch durch die Entwicklung des Geldmengenaggregates M1 gestützt, die in Europa zuletzt massiv rückläufig war, während in den USA eher eine Seitwärtsbewegung beobachtet werden konnte. Während nun die EZB den ersten Schritt hin zu einem

Zinssenkungszyklus getan hat, wird dies in den USA vermutlich noch einige Monate dauern. In den USA sind die Inflationsraten nicht ganz so stark gefallen wie von vielen erhofft, und vor der Wahl wird die Fed möglicherweise keinen Anreiz erkennen, durch ihr Handeln indirekt und ungewollt in den Wahlkampf einzugreifen. Im Dezember stehen dann die Chancen aber gut, dass auch die US-Notenbank mit Zinssenkungen beginnen wird, zumal die US-Konjunktur zuletzt ein wenig gestottert hat – von einer überschäumenden Konjunktur kann jedenfalls keine Rede sein. Einkaufsmanagerindizes, Konsumentenvertrauen, Einzelhandelsumsätze und US-Exporte, aber auch der Philadelphia-Fed-Index wie auch US-Baugenehmigungen haben zuletzt eher Richtung Süden gezeigt und würden eine baldige Zinssenkung unterstützen. Wenn nun auch in den USA Zinssenkungen eingeleitet werden und damit ein globaler Zinssenkungszyklus in Gang kommt, ließe sich argumentieren, dass dies vor allem für kleinere Unternehmen eine wichtige Performancestütze sein könnte. Denn in den letzten zwei Jahren haben vor allem die sehr großen Unternehmen mit ihren gewaltigen Cash-Positionen von den hohen Zinsen profitiert, während viele kleinere Unternehmen, die auf eine stärkere Finanzierung mit Fremdkapital angewiesen sind, eher unter den hohen Zinsen gelitten haben. So sind die Zinsen für Unternehmensanleihen und Bankkredite in den vergangenen zwei Jahren deutlich gestiegen, was die Refinanzierungskosten kleinerer Unternehmen im Vergleich zu den Large Caps überdurchschnittlich verteuert hat.

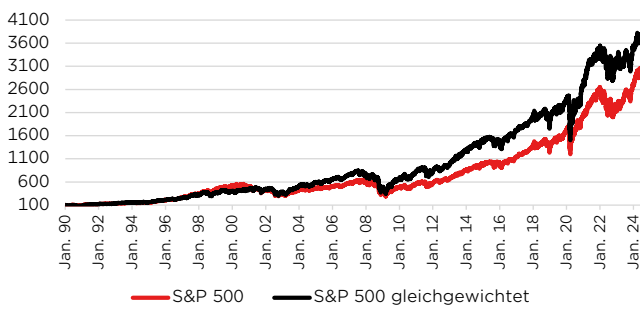
Und so ist es vielleicht auch kein Wunder, dass sich in der aktuellen Hochzinsphase über einen längeren Zeitraum viele große Unternehmen teilweise dramatisch besser entwickelt haben als kleine Unternehmen. Besonders auffällig war dies in den USA. So hat seit Anfang 2023

Konjunktur und Strategie

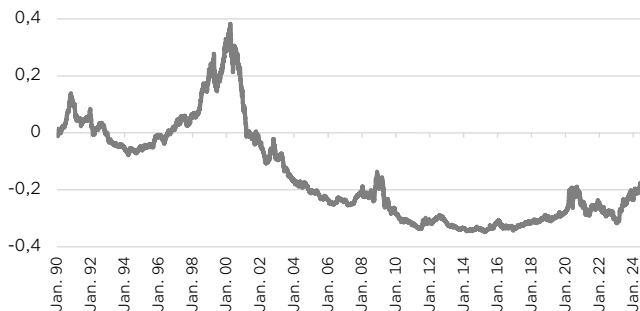
der marktkapitalisierungsgewichtete S&P 500 mit 42% eine deutlich bessere Wertentwicklung erzielt als der gleichgewichtete S&P 500 mit 20%. In diesem Jahr hat sich die Outperformance vieler sehr großer Werte nahtlos fortgesetzt; die Wertentwicklung des „normalen“ S&P 500 ist mehr als doppelt so stark ausgefallen wie die des gleichgewichteten Index (13% vs. 5%).

Langfristig ist das eher eine untypische Entwicklung. In den folgenden Grafiken haben wir die marktkapitalisierungsgewichtete Variante des S&P 500 der gleichgewichteten Variante gegenübergestellt. Hier sieht man, dass zumindest in der Zeit von 2000 bis 2016 Nebenwerte im Trend deutlich besser abgeschnitten haben. Seit 2023 ist es jedoch zu einer deutlichen Umkehr gekommen, wobei man fairerweise sagen muss, dass es in der Zeit von 1994 bis 2000 noch eine dramatisch bessere relative Performance von großkapitalisierten Werten gab.

Wertentwicklung S&P 500 vs S&P 500 gleichgewichtet



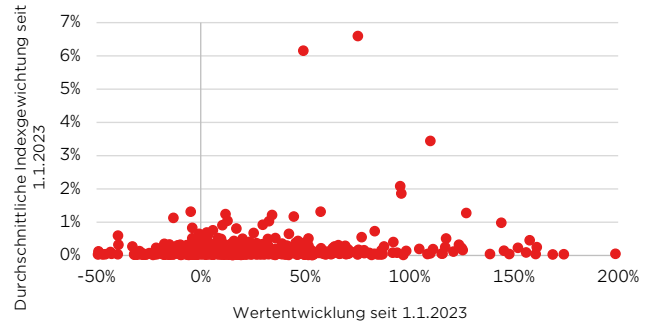
Relative Wertentwicklung S&P 500 vs. S&P 500 gleichgewichtet



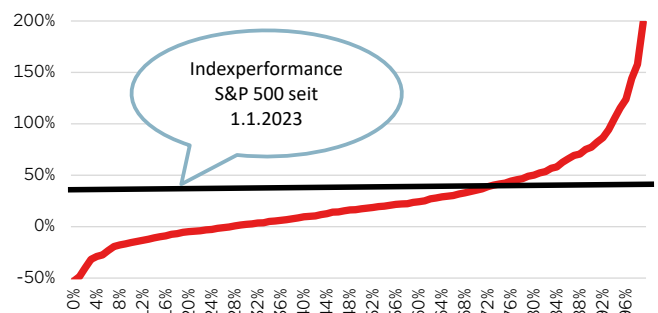
Kennzeichnend für die aktuelle Situation ist daher auch weniger die Dauer oder der Umfang der Outperformance großer Titel, sondern die Tatsache, dass die Performance großer Indizes am Ende nur durch extrem wenige Werte geprägt wird. Hier lässt sich erkennen, dass sich tatsächlich alle Aktien, die ein Gewicht von zwei Prozent oder mehr im Index haben, seit Anfang 2023 signifikant besser entwickeln als die breite Mehrheit der Aktien (Der Median aller Aktien liegt hier bei 17%, die großen Werte aber bei über 50%). Der Sachverhalt wird auch dadurch veranschaulicht, indem man das gesamte Spektrum an

Performance für die 500 Aktien des S&P 500 seit Anfang 2023 in Quantilsränge übersetzt und dem die Indexperformance gegenüberstellt. Hier ist zu erkennen, dass nur etwa 25% der Aktien besser als der Index abgeschnitten haben – ein Ergebnis, dass nur durch die extreme Performance großer Aktien erklärt werden kann. In Europa lässt sich prinzipiell der gleiche Sachverhalt aufzeigen.

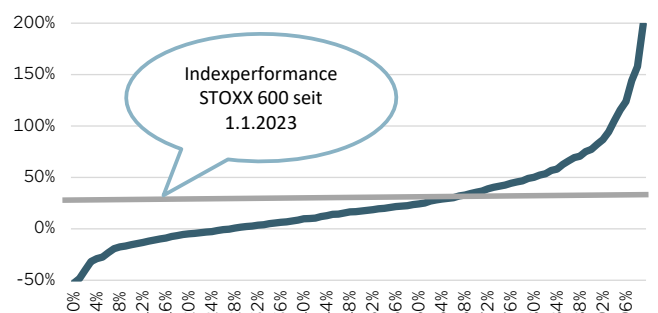
S&P 500: Indexgewichtung und Wertentwicklung



Wertentwicklung Aktien im S&P 500 nach Quantilsrang seit 1.1.2023



Wertentwicklung Aktien im STOXX 600 nach Quantilsrang seit 1.1.2023



Eine Zinswende könnte nun aber der Auslöser dafür sein, dass sich dieser Trend umkehrt und sich die aktuelle Anomalie auflöst. Denn kleinere Unternehmen mit einem oftmals höheren Anteil an Fremdkapitalfinanzierung reagieren zinssensitiver. Wenn dann im Laufe der nächsten Quartale auch noch die Konjunktur wieder anzieht, könnte das der Startschuss für eine beachtliche Rallye kleiner Unternehmen werden, die meist auch konjunktursensitiver sind.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	06.06.2024 15:22	24.05.2024 -1 Woche	30.04.2024 -1 Monat	29.02.2024 -3 Monate	30.05.2023 -12 Monate	29.12.2023 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	38807	-0,7%	2,6%	-0,5%	17,4%	3,0%
S&P 500	5365	1,1%	6,5%	5,3%	27,6%	12,5%
Nasdaq	17188	1,6%	9,8%	6,8%	32,0%	14,5%
Russell 2000	2064	-0,3%	4,6%	0,4%	16,8%	1,8%
DAX	18650	-0,2%	4,0%	5,5%	17,2%	11,3%
MDAX	26977	-0,5%	2,7%	4,5%	0,7%	-0,6%
TecDAX	3446	0,2%	5,2%	1,7%	7,1%	3,2%
EuroStoxx 50	5061	0,5%	2,8%	3,8%	17,9%	11,9%
Stoxx 50	4564	1,5%	3,8%	6,7%	14,9%	11,5%
Nikkei 225	38704	0,1%	0,8%	-1,2%	23,5%	15,7%
MSCI Welt	3483	0,6%	5,4%	4,4%	23,3%	9,9%
MSCI Welt SRI	3192	-1,8%	2,0%	-10,2%	14,4%	2,6%
MSCI Emerging Markets	1063	-1,9%	1,6%	4,1%	9,5%	3,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	131,49	141	141	-116	-370	-573
Bobl-Future	115,76	-45	-67	-46	-189	-352
Schatz-Future	105,53	38	22	18	-14	-122
3 Monats Eunbor	3,75	-16	-14	-14	28	-13
3M Eunbor Future, Dez 2024	3,32	-8	0	30	35	102
3 Monats \$ Libor	5,61	0	2	1	11	2
Fed Funds Future, Dez 2024	4,96	-12	-14	35	147	113
10-jährige US Treasuries	4,30	-17	-38	5	61	44
10-jährige Bunds	2,56	-1	0	18	20	56
10-jährige Staatsanl. Japan	0,97	-3	13	26	54	35
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,82	-2	6	0	-15	12
IBOXX AA, €	3,57	6	6	14	-4	50
IBOXX BBB, €	4,12	5	3	7	-44	36
ML US High Yield	8,17	8	-15	15	-63	38
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	78,65	-3,8%	-10,5%	-6,1%	6,9%	1,2%
Gold	2357,30	0,8%	2,6%	15,2%	20,4%	14,1%
Silber	31,36	3,5%	18,7%	38,6%	35,1%	29,3%
Kupfer	10007,14	-1,9%	1,2%	19,1%	23,5%	18,2%
Eisenerz	107,02	-9,0%	-3,5%	-14,3%	1,7%	-21,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1852	3,1%	9,9%	-12,3%	64,9%	-11,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0874	0,3%	1,5%	0,4%	1,2%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8515	0,0%	-0,3%	-0,5%	-1,5%	-1,7%
EUR/ JPY	169,90	-0,2%	1,0%	4,5%	13,3%	8,7%
EUR/ CHF	0,9700	-2,3%	-0,9%	1,7%	0,1%	4,8%

Quelle: Refinitiv Datastream



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

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@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.