



# Konjunktur und Strategie

27. März 2025

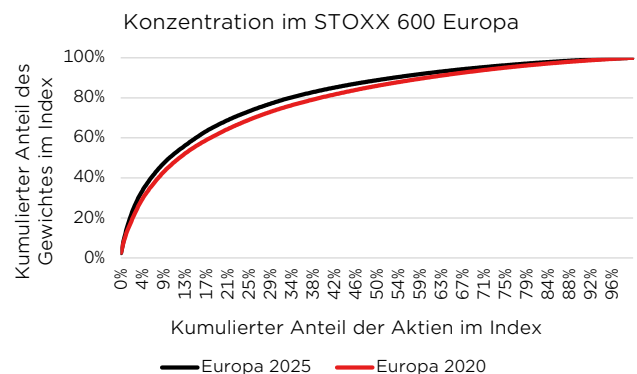
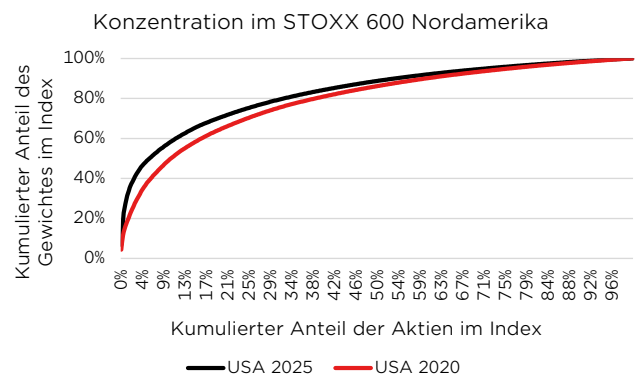
## Marktkapitalisierungsgewichtete Indizes: Der Weisheit letzter Schluss?

Aktienindizes haben die Aufgabe, Aktienmärkte möglichst repräsentativ abzubilden. Da ist es zunächst zielführend und schlüssig, die Gewichte von Wertpapieren in den jeweiligen Indizes mehr oder weniger direkt an die Marktkapitalisierung der jeweiligen Aktien zu koppeln. Wenn sich also eine Aktie in ihrer Marktkapitalisierung verdoppelt, während sich die anderen Aktien mehr oder weniger seitwärts bewegen, dann ist es in dieser Logik auch korrekt, wenn sich das Gewicht dieser Aktie in etwa verdoppelt, während die anderen Gewichte proportional leicht nach unten gehen.

Nun haben sich in den letzten Jahren immer mehr Investoren dazu entschieden, Indexstrukturen über ETFs und andere Vehikel direkt in Portfolios zu transferieren. Die Gründe dafür sind vergleichsweise offensichtlich. Die Kosten für passive Investmentvehikel sind überschaubar, und die Transparenz ist sehr hoch. Gleichzeitig war die absolute Wertentwicklung von Indexprodukten in den letzten Jahren in der Summe mehr als erfreulich, zudem gab es zuletzt eher untypisch wenige aktiv gemanagte Portfolios, die passive Strukturen systematisch und deutlich geschlagen haben.

Hinter den Kulissen zeichnen sich allerdings Entwicklungen ab, die die Frage aufwerfen, ob passive, indexorientierte und marktkapitalisierungsgewichtete Portfoliostrukturen für die kommenden Jahre immer noch eine ideale Lösung für Investoren darstellen. Das Problem liegt dabei in der zunehmend schlechten Diversifizierung dieser Indizes. Nimmt man als Beispiel den STOXX 600 Nordamerika (im S&P 500 sieht es sehr ähnlich aus), dann haben dort etwa 35 der 600 Unternehmen im Index

zusammen 50% des Gewichtes aller Aktien. Das bedeutet aber auch, dass die anderen 565 Aktien so viel Einfluss auf die Indexentwicklung haben wie einige sehr wenige große Aktien. Unsere Berechnungen zeigen zudem, dass diese Konzentration in den letzten fünf Jahren nochmal massiv zugenommen hat.



Eine ähnliche Entwicklung kann für Europa beobachtet werden; auch hier hat die Konzentration seit 2020 zugenommen – jedoch nicht ganz so stark wie in den USA. Aber auch in Europa (gemessen am STOXX 600 Europa) vereinen weniger als zehn Prozent aller Aktien etwas mehr als 50% der Indexgewichte. Auch hier kann von einer guten Diversifizierung kaum noch gesprochen wer-

# Konjunktur und Strategie

den. Eine suboptimale Diversifizierung aufgrund über- großer Konzentrationsrisiken erhöht jedoch zwangsläufig die Volatilität von Portfolios.

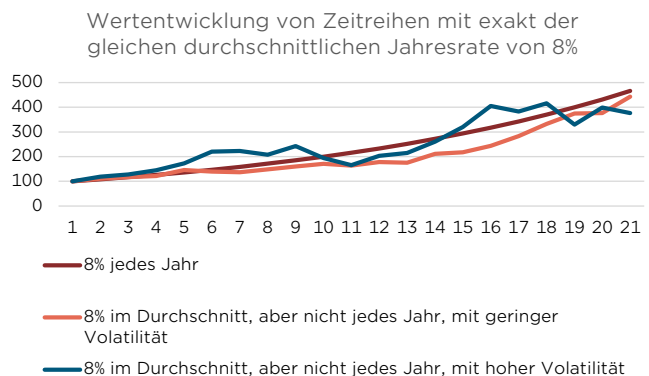
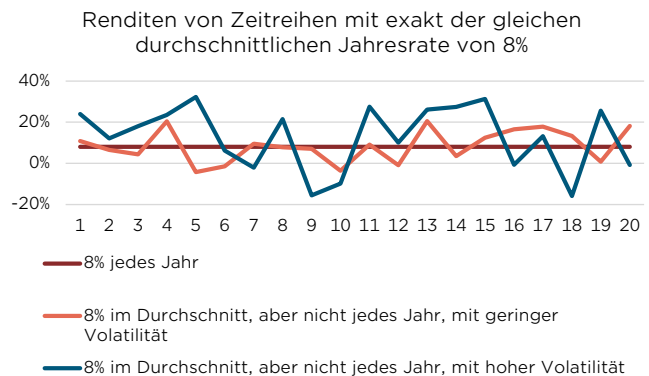
Dieser Sachverhalt gilt als unbestritten; er wird von vielen Investoren jedoch nicht als sonderlich kritisch einge- ordnet, da man davon ausgeht, dass eben nur die Volati- lität, nicht aber die langfristige Wertentwicklung davon tangiert wird. Und da gerade passive Investments sehr lange gehalten werden, verliert eine kurzfristig erhöhte Volatilität an Bedeutung, während die langfristig zu er- wartende Rendite davon unberührt scheint – so das gän- gige Denkmuster vieler Investoren.

Tatsächlich enthält dieses Denkmuster aber einen Fehler, der den allermeisten Investoren (und selbst sehr vielen Profis!) überhaupt nicht klar ist. Das Grundproblem sieht dabei wie folgt aus. Die implizite Grundannahme hinter dieser Denkweise ist die, dass realisierte Renditen über lange Perioden vom Durchschnitt der tatsächlichen Ren- diten über kürzere Perioden abhängen. Wenn beispiels- weise jedes Jahr die Rendite eines Aktienindexes exakt acht Prozent beträgt, dann wird die realisierte annualisierte Rendite des Portfolios nach sehr vielen Jahren ebenfalls exakt bei acht Prozent liegen. Wenn nun von Jahr zu Jahr leichte Schwankungen in der Rendite zu ver- zeichnen sind, die durchschnittliche Rendite aber eben- falls wieder acht Prozent beträgt, dann müsste am Ende einer langen Periode wieder eine annualisierte Rendite von acht Prozent auf dem Papier stehen. So zumindest die typische Vorstellung, mit der wiederum implizit un- terstellt wird, dass bei gleichen Durchschnittsrenditen das Risiko keinen Einfluss auf die realisierte Rendite am Ende eines langen Investmenthorizontes hat.

Wir haben uns nun gefragt, ob dies tatsächlich so ist. Dazu haben wir in einem ersten Schritt ein Beispiel kon- struiert, in dem drei Portfolios gegeneinander ins Rennen geschickt werden. Alle drei Portfolios haben über einen Zeitraum von 20 Perioden exakt eine durchschnittliche Rendite von acht Prozent; allerdings weisen alle drei Portfolios eine unterschiedliche Volatilität auf.

Wie sich an diesem Beispiel zeigt, erreichen die drei Portfolios am Ende der letzten Periode nicht den gleichen Wert, obwohl die Durchschnittsrendite in allen drei Port- folios über alle Perioden hinweg exakt identisch war. In dem Beispiel ist der Endwert des Portfolios eine Funktion der Volatilität. Je höher bei gleichen durchschnittlichen Renditen die Volatilität, umso geringer die langfristige Wertentwicklung. Nun stellt sich die Frage: Haben wir es hier mit einem ungünstig gewählten Beispiel zu tun, oder versteckt sich hier eine grundsätzlich gültige Systematik? Ein Blick in die Literatur verrät, dass wir es hier nicht mit

einem Zufallsergebnis zu tun haben. Ganz im Gegenteil. In der Literatur ist in diesem Zusammenhang von einer „Volatilitätssteuer“ die Rede. Die realisierte Rendite eines Portfolios kann sogar anhand einer Formel (siehe dazu auch Aswath Damodaran, NYU Stern School of Business) approximiert werden; danach ist die realisierte Rendite von dem Durchschnitt der Renditen über alle Pe- rioden abhängig, reduziert um die halbe Varianz (bzw. die halbe Volatilität) der Renditen über alle Perioden.



In dieser Formel steckt eine Menge Sprengstoff. Denn diese Formel – die kein weit entferntes akademisches Konstrukt ist, sondern die Realität an Kapitalmärkten ziemlich exakt beschreibt – ruft förmlich dazu auf, Port- foliokonstruktionen zu wählen, die nicht die durch- schnittlich zu erwartende Rendite mindern, aber die „fat tails“ in der Renditeverteilung reduzieren. Und selbst wenn man durch diese Maßnahmen die durchschnittlich zu erwartende Rendite (im Sinne des arithmetischen Mit- tels über alle Perioden) leicht reduziert, kann die reali- sierte Performance bei geringerer Volatilität immer noch höher ausfallen. Das sollte ein Weckruf für alle sein, die sich auch jetzt noch mit hochkonzentrierten passiven, in- dexreplizierenden Strukturen wohlfühlen. Nicht alles, was in der Vergangenheit gut funktioniert hat, muss auch in Zukunft so gut funktionieren!

Dr. Christian Jasperneite

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	27.03.2025	14.03.2025	20.02.2025	20.12.2024	20.03.2024	31.12.2024
	17:12	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	42376	2,1%	-4,1%	-1,1%	7,2%	-0,4%
S&P 500	5750	2,0%	-6,0%	-3,0%	10,1%	-2,2%
Nasdaq	17872	0,7%	-10,5%	-8,7%	9,2%	-7,5%
Russell 2000	2065	1,0%	-8,7%	-7,9%	-0,5%	-7,4%
DAX	22658	-1,4%	1,5%	13,9%	25,8%	13,8%
MDAX	28600	-1,9%	4,4%	11,9%	8,9%	11,8%
TecDAX	3693	-2,1%	-4,0%	8,2%	9,6%	8,1%
EuroStoxx 50	5377	-0,5%	-1,5%	10,6%	7,5%	9,8%
Stoxx 50	4632	-0,1%	-1,5%	9,0%	5,9%	7,5%
Nikkei 225	37800	2,0%	-2,3%	-2,3%	-5,5%	-5,3%
MSCI Welt	3709	1,2%	-4,7%	-0,4%	8,6%	0,0%
MSCI Welt SRI	3375	0,3%	-6,8%	-4,0%	3,2%	-3,6%
MSCI Emerging Markets	1132	1,1%	-0,1%	5,5%	9,6%	5,2%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	128,15	92	-345	-599	-376	-529
Bobl-Future	117,53	72	47	-65	-3	-33
Schatz-Future	106,89	22	19	-22	132	-9
3 Monats Eumibor	2,37	-11	-17	-40	-155	-35
3M Eumibor Future, Dez 2025	2,04	-4	0	17	-45	14
3 Monats \$ Libor	4,33	0	0	-1	-114	-4
Fed Funds Future, Dez 2025	3,74	3	-22	-22	-17	-17
10-jährige US Treasuries	4,38	6	-13	-15	10	-20
10-jährige Bunds	2,78	-7	27	49	36	41
10-jährige Staatsanl. Japan	1,59	8	16	54	86	51
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,67	-15	7	41	-4	39
IBOXX AA, €	3,22	-8	18	25	-16	18
IBOXX BBB, €	3,64	-8	21	24	-32	18
ML US High Yield	7,60	-11	22	1	-29	-5
<b>Rohstoffmärkte</b>						
Rohöl Brent	73,73	3,9%	-3,6%	1,2%	-14,3%	-1,4%
Gold	3052,06	2,1%	3,9%	16,2%	41,5%	16,3%
Silber	33,45	-0,5%	1,4%	13,7%	34,3%	12,7%
Kupfer	9885,36	1,6%	3,7%	11,9%	12,1%	14,2%
Eisenerz	102,25	-0,6%	-4,4%	-1,5%	-7,3%	-1,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1634	-2,1%	73,6%	65,1%	-28,5%	63,9%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0794	-0,9%	3,4%	3,9%	-0,5%	3,9%
EUR/ GBP	0,8324	-1,1%	0,5%	0,4%	-2,5%	0,7%
EUR/ JPY	163,05	0,7%	4,1%	0,1%	-0,9%	0,0%
EUR/ CHF	0,9521	-1,2%	1,0%	2,4%	-1,4%	1,2%

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

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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.