

# EXTRABLATT

# 4

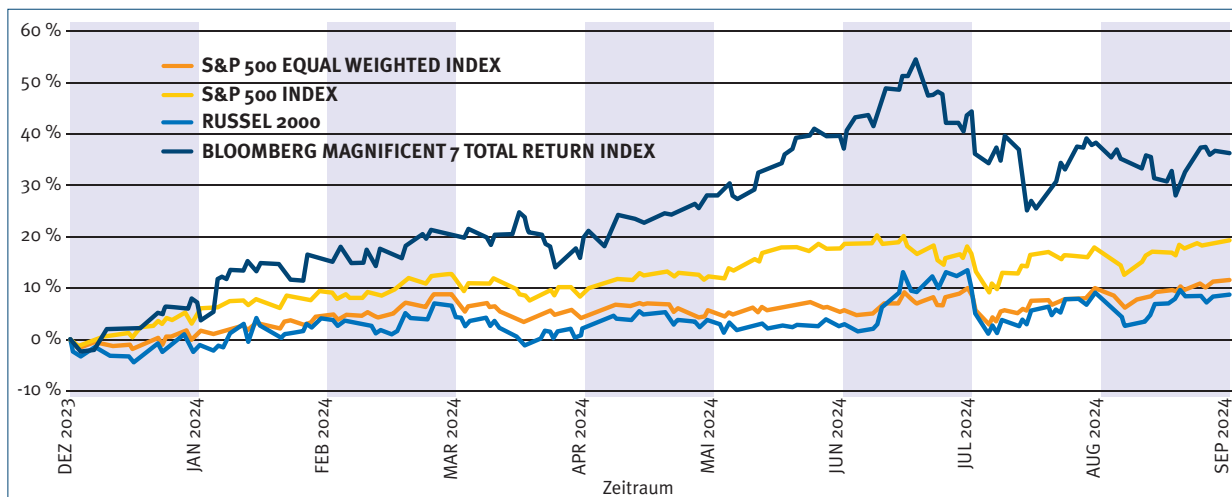
2024

AUS DEM ÖKOWORLD  
FONDSMANAGEMENT

## STUMPF IST TRUMPF

Seit nahezu zwei Jahren ist eine starke Polarisierung an den globalen Aktienmärkten zu beobachten. Während einige Indizes in den USA und Europa auf den ersten Blick eine seit Jahresanfang ordentliche Performance im zweistelligen Bereich aufweisen, zeigt ein Blick unter die Oberfläche, dass oft nur eine Handvoll Unternehmen für die Performance bedeutender Indizes verantwortlich sind.

Die Dominanz und diese Polarisierung einiger weniger Large-Caps zeigt sich sehr gut am Beispiel des S&P500 Index in den USA, der die Performance der 500 größten börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen abbildet und seit Jahresbeginn eine Performance von über 20% erreichte. Zum Vergleich, ein gleichgewichteter Ableger des SP&500 Index erzielte seit Beginn des Jahres eine Rendite von etwa 14% und der Russel 2000 Index, der die Entwicklung der kleinen und mittleren Unternehmen (Small- und Mid-Caps) widerspiegelt, konnte seit Beginn des Jahres etwa 10% erwirtschaften. Der Hauptgrund für die starke Outperformance des S&P500 Index in den letzten Monaten liegt vor allen Dingen bei den sogenannten „Magnificent 7“ oder auf Deutsch, die glorreichen 7. Damit gemeint sind die nach Marktkapitalisierung 7 größten Unternehmen der USA, die aufgrund dieser hohen Marktkapitalisierung auch besonders stark im Index gewichtet sind. Ein Index der nur aus den glorreichen 7 besteht erreicht im laufenden Jahr eine Rendite von über 43%. So verwundert es auch nicht, dass es sich viele aktiv gemanagte Aktienfonds momentan einfach machen indem sie genau diese Unternehmen besonders hoch Gewichten, getreu dem Motto: Stumpf ist Trumpf.



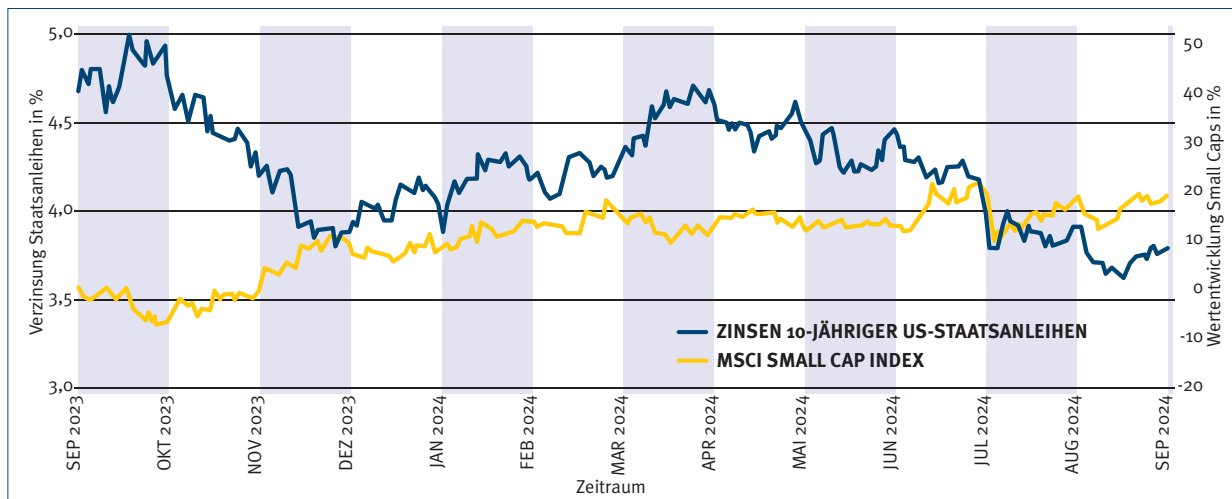
Quelle: Bloomberg, 2. Januar 2024 bis 30. September 2024



Für die ÖKOWORLD sind mit Ausnahme von Nvidia, also die nicht-glorreichen 6 Unternehmen, aufgrund unserer strengen Nachhaltigkeits-Kriterien absolute No-Go Investments. Allgemein ist das Investment-universum aufgrund unserer hohen Ethisch-Ökologischen Ansprüche wesentlich stärker auf Small- und Mid-Caps konzentriert.

## HISTORISCHE CHANCE DER KLEINEREN UNTERNEHMEN DURCH SINKENDE ZINSEN?

Small- und Mid-Cap Werte sind allerdings auch die Unternehmen, die eine erhöhte Zinssensitivität aufweisen. Diese Abhängigkeit wird in Abbildung 2 deutlich, die einen Vergleich des MSCI US Small-Cap Index mit der Entwicklung der Zinssätze von 10-jährigen US-Staatsanleihen zeigt. Die negative Korrelation sieht man am besten im Oktober 2023, als die Zinssätze hoch waren und die Small Cap Renditen niedrig. Die US Zentralbank Federal Reserve hatte im September 2023 angekündigt, die Zinsen nicht zu senken und so erreichte die Verzinsung der 10-jährigen US-Staatsanleihen Höchststände, die zuletzt während der Finanzkrise 2007 gesehen wurden. Ein Umfeld, das Small- und Mid-Cap-Aktien und somit auch unser Anlageuniversum massiven Gegenwind beschert hat.



Quelle: Bloomberg, 2. Oktober 2023 bis 30. September 2024

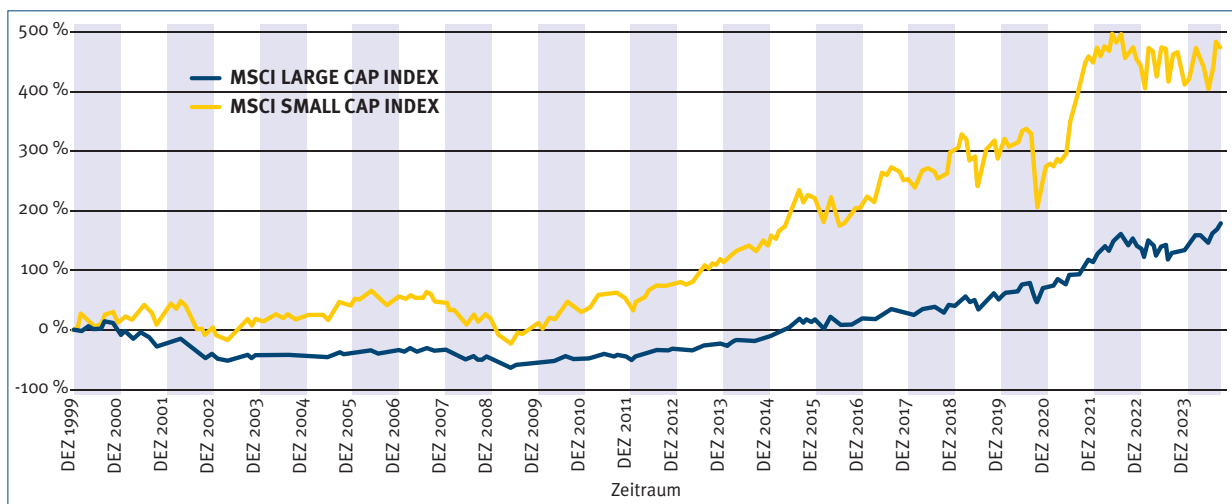
Die Gründe warum Small- und Mid-Caps wesentlich stärker von Veränderungen des Zinsniveaus beeinflusst werden sind vielseitig. Kleinere Unternehmen haben häufig höhere Investitionskosten die für künftiges Wachstum benötigt werden. Das betrifft zum Beispiel sehr viele Unternehmen im Bereich der erneuerbaren Energien wie Entwickler von Solarkraftwerken oder Windturbinenhersteller. Darüber hinaus spielt auch die Bewertung künftiger Erträge eine wichtige Rolle. Investoren diskontieren in der Regel zukünftige Gewinne mit dem aktuellen Leitzins, um deren heutigen Wert zu ermitteln. Kleinere Unternehmen haben häufiger Geschäftsmodelle die stark zukunftsorientiert sind und reagieren entsprechend empfindlich auf Schwankungen im Leitzins. So sehen wir aktuell viele kleinere Unternehmen mit aktuell historisch günstigen Bewertungen am Markt. Das führt insgesamt zu einem herausfordernden Umfeld für diversifizierte Anleger, was uns aber nicht von unserem bewährten Investmentansatz abkehren lässt.



Die vergangenen drei Jahre waren für kleinere Unternehmen aufgrund steigender Zinsen eine Herausforderung. Angesichts der jüngsten Zinsentscheidungen der EZB und der Fed sowie der sich abzeichnenden ersten positiven Marktsignale erwarten wir eine Verbesserung der Performance von Small-Cap-Aktien. Die Kombination aus niedrigeren Zinsen und dem höheren Wachstumspotenzial kleinerer Unternehmen dürfte das Bewertungsdifferential zu größeren Unternehmen in Zukunft deutlich verringern.

### WIE HABEN SICH IN DER HISTORIE NEBENWERTE BEHAUPTET?

In der historischen Betrachtung zeigt sich eine klare Outperformance von Small-Cap Aktien gegenüber Large-Caps. Ein kurzer Vergleich zwischen Small- und Large-Cap-Indizes in den letzten 25 Jahren zeigt, dass die Gesamtrendite von Small-Cap-Aktien im MSCI USA Index mehr als doppelt so hoch ist wie die von Large-Caps.



Quelle: Bloomberg, 31. Dezember 1999 bis 30. September 2024

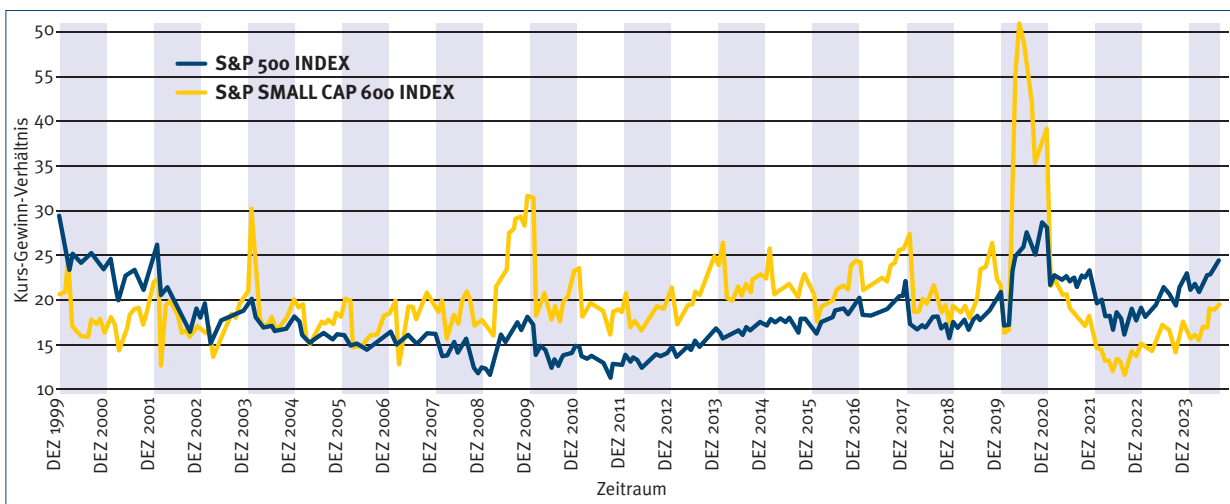
Es gab auch in der Vergangenheit immer wieder Phasen in denen Large-Caps eine stärkere Rendite erwirtschafteten als Small- und Mid-Caps. Das letzte Mal ereignete sich so ein Zyklus während der Dotcom Blase um die 2000 Wende herum. Von Januar 1997 bis Dezember 1998 erzielte der MSCI Large-Cap USA Index eine sechs Mal höhere Rendite (71,46 %) als der MSCI Small-Cap USA Index (12,30 %). Dieser Unterschied hat sich dann aber nach dem Platzen der Blase schnell bereinigt. Dehnt man den Zeitraum bis 2005 aus, dann betrug die Rendite der Small Caps 164 %, während die Rendite der Large Caps bei 56 % lag.

Die wissenschaftliche Literatur zu dem Thema legt ebenfalls nahe, dass sich das Anlageklima in einem Umfeld günstiger Finanzierungsbedingungen für Aktien von kleineren Unternehmen wieder aufhellen wird. Eugene Fama, Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften (2013), und sein Mitautor Kenneth French, ebenfalls bekannt in akademischen Kreisen, erweiterten traditionelle Kapitalmarktmodelle, indem sie neue Faktoren zur Erklärung von Aktienrenditen hinzufügten. In einem der einflussreichsten Aufsätze zur Bewertung von Anlageklassen, „The Cross-Section of Expected Returns“ (1992), veröffentlicht in der renommierten Fachzeitschrift, The Journal of Finance, bestätigten sie die in der akademischen Welt davor bereits weit verbreitete Auffassung, dass Small-Cap-Aktien langfristig besser abschneiden als Large-Cap-Aktien.



## AUS DEM ÖKOWORLD FONDSMANAGEMENT

Es gibt also viele gute Belege dafür, das hohe Bewertungsdifferential als historische Chance für Small- und Midcaps zu betrachten. Die vorliegende Grafik zeigt, dass Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung im aktuellen Jahrtausend überwiegend niedriger bewertet wurden als Small- und Mid-Caps. Die gegenwärtig beobachtete Abweichung von diesem langfristigen Trend, in der Large Caps überdurchschnittlich hoch bewertet sind, halten wir aufgrund der in diesem Extrablatt dargelegten Fakten für vorübergehend und gehen entsprechend davon aus, dass sich diese Anomalie in naher Zukunft auflösen und der Markt zu seinen historischen Wertungsverhältnissen zurückkehren wird.



Quelle: Bloomberg, 31. Dezember 1999 bis 30. September 2024