

## Autor

Ross Cartwright  
Lead Strategist,  
Investment Solutions Group

## Im Überblick

- Zwei Zeitzonen: Beim Markttief im August führten andere Unternehmen den Index an als auf dem Hoch im Juli.
- Die Gewinndynamik der Technologie-Mega-Caps lässt nach: Die Bewertungen stehen auf dem Prüfstand.
- Veränderungen der Marktstruktur: Was wir aus der Vergangenheit lernen können.

## Defensive Sektoren: Die unglamourösen Marktführer

Bei der Erholung von den Tiefständen vom 5. August lagen Technologie-Hardwareanbieter und Branchen mit einem höheren Beta vorn, darunter Reisen und Freizeit, Konsumgüter und Automobile. Auf dem Markthöhepunkt am 16. Juli sah das noch ganz anders aus. Defensivere Sektoren wie Tabak, Gesundheit, Nahrungsmittel Einzelhandel, Immobilien und Versorger haben den Marktumschwung gut verkraftet und führten den Markt an.

Aus unserer Sicht liegt das nicht nur an einer Verschlechterung der Marktaussichten, die Aktieninvestoren vorsichtiger werden lässt, sodass sie sich defensiven Sektoren zuwenden. Der Grund ist vielmehr die Kombination aus weniger hohen Erwartungen an die Rendite von KI-Investitionen und Geldpolitik. Weltweit (außer in Japan) senken die Zentralbanken die Zinsen oder signalisieren, es bald zu tun. Aktien mit KI-Bezug und Papiere mit hohem Beta haben noch nicht wieder ihre Höchststände erreicht, aber Titel mit hohen Renditen, die in der Regel ebenfalls defensiv sind, profitieren von der Erwartung einer Zinswende.

Unserer Meinung nach sind niedrigere Zinsen nur dann günstig für renditestarke Aktien, wenn sie die Folge einer Normalisierung der Geldpolitik sind. Wenn der Auslöser dagegen ein starker Wachstumsrückgang oder Anstieg der Arbeitslosenquote ist, profitieren sie nicht. Warum ist das so?

- Die Attraktivität der Rendite dieser Art von Aktien steigt, wenn die Anleihenrenditen fallen.
- Eine weiche Landung könnte zu einer größeren Marktbreite und höheren Unternehmensgewinnen führen.
- Bei einem nur leichten Wachstumsrückgang sinkt die Wahrscheinlichkeit von Dividendenkürzungen.
- Viele dieser Aktien wurden von den Anlegern vernachlässigt und sind jetzt günstig bewertet.

Zudem sind renditestarke Aktien in der Regel Substanzwerte, und die waren im letzten Monat verantwortlich für die gute Performance des Value-Faktors. Niedrigere Renditen bei stabilem Wirtschaftswachstum könnten renditestarken Aktien und zinssensitiven Sektoren weiterhin zugutekommen. Möglicherweise muss die US Federal Reserve ihre Zinsen kräftiger senken, um das Wachstum anzukurbeln. Dann würden die Renditen weiter steigen – nicht aufgrund von Rezessionsorgen, sondern weil die US-Wirtschaft in den letzten Jahren nicht besonders zinssensitiv war. Viele der Gründe dafür, dass die Zinserhöhungen der Wirtschaft nicht sonderlich geschadet haben, dürften auch dazu führen, dass ihr Zinssenkungen nicht sonderlich nutzen.



## Vormachtstellung von Technologie-Mega-Caps schwindet angesichts größerer Marktbreite

Nach dem Einsetzen der Wachstumssorgen Ende Juli sind die Bewertungen (gemessen an den KGV) gefallen, und eine deutliche Verbesserung im Zielkonflikt zwischen BIP-Wachstum und Inflation halten wir für unwahrscheinlich. Die Unternehmensgewinnberichte für das 2. Quartal zeigen deutlich, dass die Gewinne und Margen jetzt auf breiterer Front steigen. Bald dürften nicht mehr nur eine Handvoll Mega Caps aus dem Technologiesektor steigende Gewinne verzeichnen. Zwar sind die Margen hier am höchsten, aber Technologie zählt auch zu den wenigen Sektoren, deren Margen in den letzten beiden Quartalen gefallen sind, während sie sich im übrigen S&P 500 verbessert haben.

Das erwartete KGV des S&P 500 Index lag am 1. September 2024 bei 23,6 und damit deutlich über den durchschnittlichen 17,7 in den letzten 35 Jahren.<sup>1</sup> Aus unserer Sicht gehen die Marktteilnehmer von einer weichen Landung aus. Dafür spricht auch die Markterwartung eines Anstiegs der Gewinne je Aktie um 15% im kommenden Jahr – mehr als doppelt so viel wie im langfristigen Durchschnitt (7%).<sup>2</sup>

Da das US-BIP-Wachstum im nächsten Jahr vermutlich nachlassen wird, könnten die Unternehmensgewinne im kommenden Jahr weniger stark steigen als zurzeit angenommen. Angesichts der Bewertungen und der sehr hohen Erwartungen gibt es nicht mehr viel Luft nach oben. Sinkende Zinsen mögen helfen, aber vielleicht nicht in dem Ausmaß, wie es die Marktteilnehmer erwarten – oder erhoffen. Natürlich werden einige Branchen von der Veränderung des Umfelds profitieren – welche, haben wir bereits weiter oben erläutert –, aber viel wird von der Verfassung der einzelnen Unternehmen abhängen. Hier sind Verschuldung, Barmittelreserven und die Auswirkungen der Zinsänderungen auf die Endkunden maßgeblich.

Betrachten wir einmal das Beispiel Walmart. Im letzten Quartal erzielte das Unternehmen gute Ergebnisse, und seine Aktie ist gestiegen. Dies wurde allgemein als Zeichen für eine stabile Konsumnachfrage gewertet, auch wenn es Signale für nachlassende Ausgaben von Haushalten mit niedrigem Einkommen und jüngeren Verbrauchern gab. Das kann man aber auch anders sehen: Walmart bietet Produkte für den täglichen Bedarf, also Waren, die wir regelmäßig kaufen und verbrauchen. Diese Ausgaben schwanken selbst bei nachlassender Konjunktur nicht besonders stark. Was, wenn die Konsumausgaben bei Walmart kein Zeichen für Stärke, sondern für Schwäche sind? Vielleicht sind ja die zuletzt hohen Umsätze darauf zurückzuführen, dass vermögendere Verbraucher, die sonst bei teureren Einzelhändlern einkaufen, jetzt zu Walmart gehen.

Wir gehen davon aus, dass sich die Aktienmärkte parallel zu den Unternehmensgewinnen entwickeln werden. Die Anleihenmärkte sind aufgrund der erwarteten Zinssenkungen bereits gefallen, und wir sehen keinerlei Signale für eine Erholung im Hausbau oder bei den Hypothekenanträgen. Auch dies stützt unsere These einer zurzeit niedrigen Risikobereitschaft. Stärkere Arbeitsmarktdaten würden den Ausblick allerdings verbessern. Kurzfristig geben wir nach wie vor defensiven Large Caps mit hoher Qualität den Vorzug.

## Denkanstoß: Überlegungen zu Veränderungen der Marktstruktur

Als Investoren werfen wir oft einen Blick in die Vergangenheit, um Schlüsse für die Zukunft zu ziehen. Eine übliche Analysemethode ist die Betrachtung eines früheren Ereignisses, um zu erfahren, was geschieht, wenn sich dieses Ereignis wiederholt. Das kann zwar hilfreich sein, aber man sollte immer auch auf die Auslöser achten und darauf, wie sich die Marktstruktur im Laufe der Zeit verändert hat.

Den S&P 500, wie wir ihn kennen, gibt es erst seit 1988. Entwickelt wurde der Index schon 1923, aber damals bestand er nur aus 90 Aktien. 1957 waren es 500. Ursprünglich waren im S&P 500 genau 425 Industrieunternehmen, 25 Eisenbahngesellschaften



und 50 Versorger enthalten. 1976 kamen 40 Finanzaktien hinzu, während die Zahl der Unternehmen aus den Sektoren Industrie, Transport und Versorger auf 400, 20 und 40 gesenkt wurde. 1988 schaffte Standard & Poor's die Sektorbeschränkungen ab, um den Index zu einem diversifizierten und für die gesamte US-Wirtschaft repräsentativen Portfolio zu machen. Im Juli 2002 wurden alle Unternehmen mit Sitz außerhalb der USA (mit insgesamt 1,3% Anteil an der Marktkapitalisierung des Index) aus dem S&P 500 entfernt und durch US-Firmen ersetzt.<sup>3</sup>

Der Global Industry Classification Standard (GICS<sup>®</sup>) wurde 1999 von MSCI und Standard & Poor's entwickelt.<sup>4</sup> Alle GICS-Sektordaten, die sich auf Zeiträume vor 1999 beziehen, beruhen auf einer Zuordnung im Nachhinein. Auch das Wachstum der Mega Caps hat die Struktur von Benchmarkindizes verändert. Sie dominieren die Performance ihres Sektors und haben aufgrund ihrer Größe auch Einfluss auf die Eigenschaften der Benchmark. Beispielsweise hat sich der Anteil von Unternehmen aus traditionell zyklischen Sektoren wie Finanzen, Industrie, Energie und Grundstoffe am Index halbiert, von etwa 60% in den frühen 1980er-Jahren auf weniger als 30% heute.<sup>5</sup> Bei Betrachtung der Indexperformance der Vergangenheit sollten Investoren nie vergessen, wie gravierend sich die Benchmark verändert hat, bevor sie eine Einschätzung treffen, inwieweit sich die Vergangenheit wiederholen wird. ▲

### Anmerkungen

<sup>1</sup> Bloomberg, Stand 1. September 2024.

<sup>2</sup> Morgan Stanley.

<sup>3</sup> The Long-Term Returns on the Original S&P 500 Firms, von Jeremy J. Siegel und Jeremy D. Schwartz.

<sup>4</sup> MSCI – Frequently Asked Questions about GICS.

<sup>5</sup> Piper Sandler.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG<sup>®</sup> ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei explizite oder implizite Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Haftung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

„Standard & Poor's<sup>®</sup>“ und „S&P<sup>®</sup>“ sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P). Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und die Massachusetts Financial Services Company (MFS) darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500<sup>®</sup> ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Der **S&P 500 Index** misst die Wertentwicklung des breiten US-Aktienmarktes. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Die oben genannten Informationen sowie die Nennung einzelner Unternehmen und/oder Wertpapiere sollten nicht als Anlageberatung, Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder als Hinweis darauf verstanden werden, dass für irgendein MFS-Produkt eine Transaktion geplant ist.



Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Diese Einschätzungen dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

### GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) (ABN 68 607 579 537) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanzerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreier Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.