

Warum die Indexkonzentration wieder nachlässt

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Heute dominieren Mega Caps die Aktienindizes, weil sie einen hohen Anteil an den Unternehmensgewinnen haben – und Anleger glauben, dass es so bleibt. Passive Investoren sind nicht der Grund.
- Der Wettbewerb führt irgendwann zu niedrigeren Erträgen und damit wieder zu mehr Marktbreite.
- KI kann das beschleunigen – durch niedrigere Markteintrittsschranken und intensiveren Wettbewerb.

Indizes sind Gewinntabellen

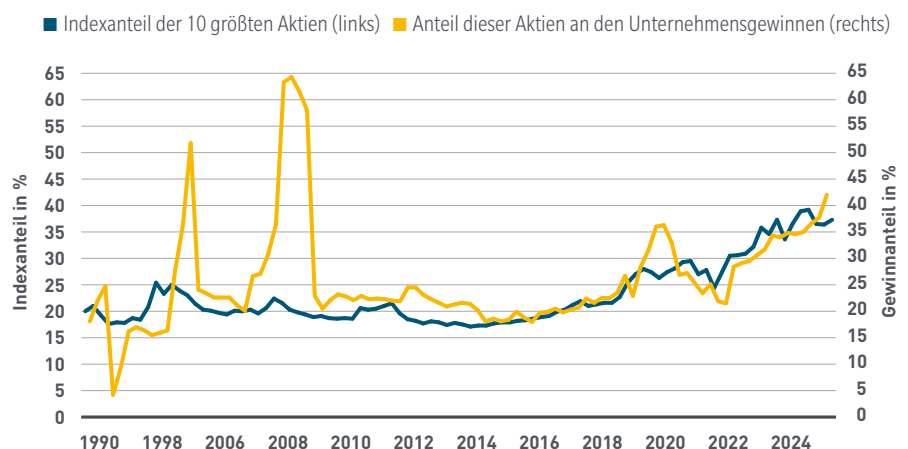
Oft höre ich, dass die hohe Konzentration etwas mit der kapitalisierungsbasierten Indexkonstruktion und der wachsenden Beliebtheit passiver Anlagen zu tun habe. Aber dann verwechselt man Konsequenz und Ursache.

Konzentration beginnt in der Realwirtschaft. Einige wenige Unternehmen haben einen überdurchschnittlichen Anteil an Gewinnen und freien Cashflows. Anleger sind bereit, viel für sie zu zahlen – denn sie glauben, dass Wachstum und Kapitalerträge überdurchschnittlich bleiben. Erst dadurch wird ein kapitalisierungsgewichteter Index hochkonzentriert.

Ein hoher Konzentrationsgrad zeigt also zweierlei – dass die Gewinne vor allem auf einige wenige Unternehmen entfallen und dass die Anleger glauben, dass es so bleibt.

Wie Abbildung 1 zeigt, hat sich der Anteil der zehn größten Indexwerte am S&P 500 meist ähnlich entwickelt wie ihr Anteil an den Unternehmensgewinnen.

Abbildung 1: Indexgewicht und Nettogewinnanteil der 10 größten S&P-500-Werte (seit 1990)



Quelle: Bloomberg. Jahresdaten vom 31. Dezember 1990 bis zum 31. Dezember 2006; Quartalsdaten vom 31. März 2007 bis zum 20. August 2026. Anteil am Nettogewinn auf Basis der jährlichen Nettoerträge von 1990 bis 2005 und der Erträge der letzten 12 Monate ab 2006.

Anmerkung: Der Anteil an den Nettogewinnen kann deutlich steigen, wenn der aggregierte Gewinn des Index kräftig fällt.



Besonders interessant sind die späten 1990er. Die Konzentration stieg deutlich, obwohl passives Investieren noch längst nicht so verbreitet war wie heute. Eines war damals aber ähnlich wie jetzt: Die Gewinne waren sehr konzentriert, und Anleger glaubten, dass es so bleiben würde. Passive Strategien spielten keine Rolle.

Dabei muss eine hohe Indexkonzentration nicht zwingend mit einer hohen Gewinnkonzentration einhergehen. Es kann sein, dass Anleger die Dauerhaftigkeit der Gewinne neu einschätzen und sich dadurch die Bewertungen ändern. In den späten 1990ern war der Index kurzzeitig sehr viel konzentrierter als die Gewinne. Heute ist die Übereinstimmung größer. Aber wie dauerhaft sind die Gewinne?

Passive Investoren können Indexgewichte konservieren, aber keine Nachfrage, Preismacht, Gewinnmargen oder Kapitalrenditen schaffen. Der Index hat keinen Einfluss darauf, welche Unternehmen Kunden gewinnen oder überdurchschnittlich erfolgreich sind. Er bildet nur das Ergebnis ab. Die Gewinnverteilung ist das Spiel, der Index die Tabelle.

Wie die Indexkonzentration nachlassen kann

Die enormen Erträge von KI-Unternehmen locken Kapital und neue Anbieter an. Dadurch steigt das Angebot, und die Kunden haben mehr Wahlmöglichkeiten. Weil die Preise unter Druck geraten, müssen die etablierten Unternehmen mehr Geld für die Verteidigung ihrer Marktposition ausgeben. Irgendwann verdient man dann mit dem nächsten investierten Dollar weniger, selbst wenn frühere Investitionen noch eine Zeit lang rentabel sind.

Das ist der Kapitalzyklus, über den wir in den letzten Jahren so viel geschrieben haben. Eisenbahn und Telekommunikation veränderten die Wirtschaft, aber die damit einhergehenden Investitionen und der neue Wettbewerb führten zu Überkapazitäten und niedrigeren Gewinnen. Die Technologie war da, und das auch dauerhaft. Weniger dauerhaft war aber die Erwartung, dass derart hohe Gewinne bis in alle Ewigkeit anfallen würden.

Die Konzentration kann auch nachlassen, ohne dass die größten Unternehmen verschwinden oder nicht mehr wachsen. Es reicht schon, wenn ihr Anteil am Gewinnwachstum nachlässt, sie mehr Geld zur Verteidigung ihrer Marktposition ausgeben (wie wir es gerade erleben), mit Neuinvestitionen weniger verdienen (ebenfalls gerade der Fall) oder niedriger bewertet sind (dito). Dann rechnen Anleger damit, dass deren Wettbewerbsvorsprung nicht mehr so lange anhält.

Die Konzentration muss nicht deshalb enden, weil sie hoch ist. Sie endet, wenn sich der Wettbewerb ändert.

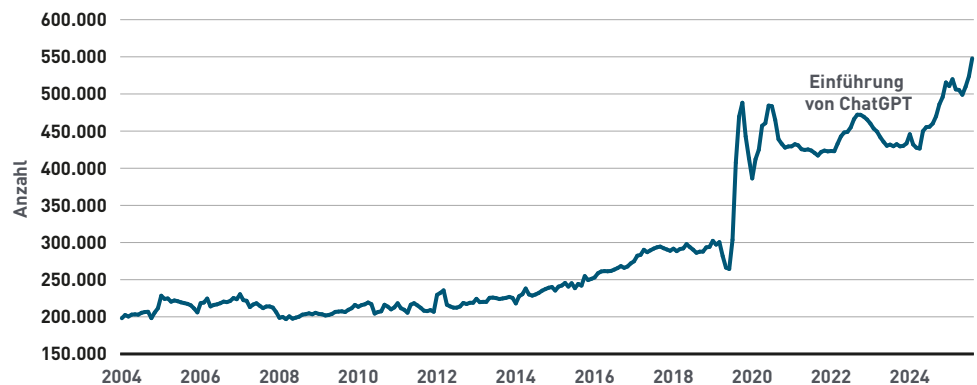
KI beschleunigt die Entwicklung

KI beschleunigt solche Veränderungen. Anleger haben sich lange daran orientiert, was KI für die Marktführer von heute bedeutet. Vielleicht unterschätzen sie aber, wie sie den Wettbewerbern von morgen helfen kann.

Dank KI kann man heute leichter Unternehmen gründen und betreiben. Was früher eine große Organisation mit vielen Mitarbeitern erforderte, vom Research über die Programmierung bis zu Marketing, Kundenservice und Administration, kann immer häufiger zugekauft oder automatisiert werden. KI garantiert nicht, dass ein neues Unternehmen Erfolg hat, macht aber Unternehmensgründungen billiger. Die Zahl der Gründungen wächst zurzeit kräftig.



Abbildung 2: Gründungsanträge in den USA (sb., gl. 3-Monats-Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Oktober 2004 bis zum 31. Juli 2026.

Die wachsende Zahl der Gründungsanträge in den USA ist interessant, wobei ein Antrag natürlich noch kein funktionierendes Unternehmen ist. Der Anstieg beweist nicht, dass es an KI liegt. Und doch passt die Entwicklung zu fallenden Markteintrittsschranken für Gründer, was für etablierte Firmen nichts Gutes verheißt.

Indexunternehmen mit fallendem Gewinnanteil

Viele Firmen, die die etablierten Unternehmen von heute angreifen, sind nicht börsennotiert. Wer Gewinnanteile abgibt, hat daher lange einen hohen Indexanteil. Erfolgreiche Neugründungen werden erst später aufgenommen.

Vielleicht ist es auch gar nicht ein einzelnes Unternehmen, das den etablierten die Gewinne streitig macht. Bisweilen greifen viele kleinere Wettbewerber den Markt an, sodass die Preise fallen und auch die Kunden profitieren. Der wirtschaftliche Nutzen kann wachsen, während der Anteil der Indexschergewichte fällt.

Nicht jede Markteintrittsschranke wird gesenkt. In *Strategie aktuell* haben wir dieses Jahr schon oft geschrieben, dass eigene Daten, bewährte Prozesse, Regulierung, Vertriebsnetze und Kundenbeziehungen mit zunehmendem KI-Einsatz immer wichtiger werden. Man muss erkennen, welche Unternehmen ihre Stärken ausbauen können – und wessen Erträge weniger dauerhaft sind, als Anleger annehmen.

Die Frage ist nicht, welche Unternehmen KI nutzen. Fast alle tun es, und die erfolgreichen haben dann die richtige Kombination aus Humankapital und Künstlicher Intelligenz. Die Frage ist, bei welchen Unternehmen die Wachstums-, Margen- und Ertragserwartungen auch dann noch angemessen sind, wenn die Kosten steigen und der Wettbewerb intensiver wird.

Viele aktiv gemanagte Portfolios sind in den größten Unternehmen gegenüber der Benchmark untergewichtet. Das hat nicht unbedingt etwas mit einer Abneigung gegen Großunternehmen zu tun. Es zeigt aber, dass die Portfoliomanager deren außergewöhnliche Rentabilität nicht für endlos halten. Diese Disziplin kann der Performance schaden, wenn Gewinne und Indexgewichte noch konzentrierter werden. Sie kann sich aber auch lohnen, wenn der Kapitalzyklus dreht, die Erträge fallen und dann andere Aktien vorn liegen. Ein kapitalisierungsgewichteter Index verändert sich erst, wenn sich die Kurse ändern. Ein aktiver Manager kann aber schon reagieren, bevor die Tabelle anders aussieht. Man muss dabei nicht jedes Unternehmen finden, das künftig einen höheren Anteil am Gewinn hat. Genauso wichtig kann es sein, die Verlierer zu identifizieren.

Fazit

Passive Investoren können die heutige Marktkonzentration verstärken. Sie sind aber nicht der Grund dafür, dass einzelne Unternehmen extrem hohe Gewinne erzielen. Und sie können die Konzentration auch nicht zementieren, wenn der Wettbewerb Gewinner und Verlierer produziert. Auch heute bestimmt der Wettbewerb und nicht die Indexmechanik, wann die hohe Marktkonzentration wieder nachlässt. Passive Investoren bilden das dann einfach nur ab. ▲



Der **S&P 500 Index** bildet den US-Aktienmarkt umfassend ab. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Standard & Poor's® und S&P® 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® 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.

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.

Alle Anlagen gehen mit gewissen Risiken einher, einschließlich des Risikos eines möglichen Kapitalverlusts.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Angebot zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweis für Anleger in Kanada: Herausgegeben in Kanada von 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) 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. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd. (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland übermittelt wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.