

Aktives Management – nicht nur 2025

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Alle Investoren wollen hohes Gewinnwachstum. Die Folge ist eine starke Indexkonzentration.
- Hohe Gewinne führen zu mehr Wettbewerb. Irgendwann fallen die Erträge dann wieder.
- Aktive Investoren müssen erkennen, wo die Gewinne vermutlich fallen und wo nicht.

Ursachen und Symptome sind zweierlei

Wir alle neigen dazu, Symptome mit Ursachen zu verwechseln. Oft kurieren wir dann an den Symptomen herum und nicht an ihren Auslösern. So ist es, wenn ein Hautarzt eine Salbe gegen Ausschlag verschreibt, die noch dazu Nebenwirkungen hat – statt sich mit den tieferen Ursachen zu befassen, einem ungesunden Lebenswandel etwa oder schlechter Ernährung. Dieses Herumdoktern an den Symptomen könnte erklären, warum der Anteil an Lebenszeit, die wir bei guter Gesundheit verbringen, nicht mit der steigenden Lebenserwartung Schritt hält und sogar fällt.

Kaum anders sieht es zurzeit an den Finanzmärkten aus. Die Indexkonzentration ist hoch wie nie. Oft lese und höre ich von aktiven Investoren, dass das mit der wachsenden Beliebtheit des passiven Investierens zu tun habe. Tatsächlich aber haben die rekordverdächtige Indexkonzentration und das immer noch ungebrochen wachsende passiv verwaltete Vermögen dieselbe Ursache: Anleger wollen Aktien von Unternehmen mit einem enormen Gewinnwachstum.

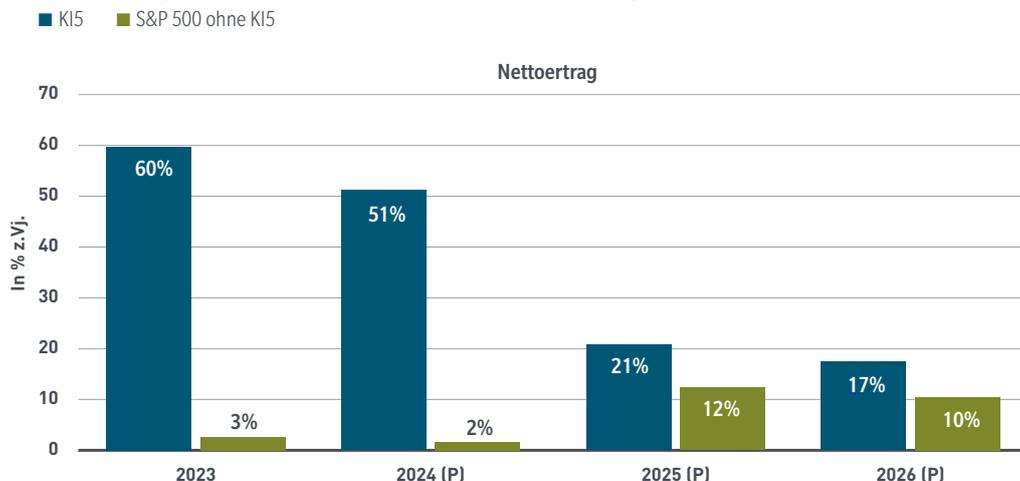
Der Grund

Finanzmärkte bilden stets die aggregierten Cashflowerwartungen der Anleger ab. Nehmen wir Aktien. Jeder Sektor ist anders, aber stets geht es um Gewinne, Gewinne je Aktie, Nettoerträge, freie Cashflows und Ähnliches. Wenn also ein Unternehmen aus einem großen Sektor überdurchschnittlichen Gewinn erzielt, wächst der Indexanteil dieser Aktie überproportional. In den 1950ern und 1960ern war das bei AT&T, General Motors, IBM und anderen Firmen der Fall.

Heute erleben wir das bei Mega Caps aus dem KI-Bereich. Hier liegen die Nettogewinnerwartungen der fünf großen KI-Werte (KI5) deutlich über denen der übrigen S&P-500-Unternehmen (Abbildung 1). 2023 traute man ihnen ein 20-mal so hohes Gewinnwachstum zu. Dieser Vorsprung ist der Hauptgrund für ihren wachsenden Indexanteil.



Abbildung 1: Nachlassender Gewinnvorsprung der KI5



Quellen: FactSet, FactSet Portfolio Analysis. Gewinnschätzungen vom 29. November 2024. Jahresgewinne (Nettoertrag) berechnet als jährliche Veränderung der tatsächlichen und geschätzten Jahresgewinne. Die KI5 sind Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und NVIDIA. Diese 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 hohe Indexkonzentration und der große Anteil passiver Strategien haben aber auch Auswirkungen auf die anderen 495 S&P-500-Aktien. Die Liquidität wächst schließlich nicht. Jeder Dollar, der aktiv gemanagten Portfolios entzogen und in passive Strategien investiert wird, senkt ihre Eigenkapitalrenditen weiter.

Aber wo ist das Problem?

Fallende Nettogewinnerwartungen der KI5

Die hohe Indexkonzentration endet aber nicht, wenn wieder mehr aktiv investiert wird. Jede Veränderung der Konzentration ist nur ein Symptom. Der Grund dafür sind stets die Gewinnerwartungen.

Wie Abbildung 1 zeigt, haben die Wall-Street-Analysten ihre Nettogewinnerwartungen für die KI5 für 2025 und 2026 deutlich gesenkt. 2023 war ihr Gewinnwachstum noch 20-mal so hoch wie das der übrigen 495 Aktien. Für 2026 wird aber nur noch ein 1,7-mal so hohes Wachstum erwartet. Das ist zwar noch immer ein großer Abstand, und die Nominalgewinne der KI5 sind enorm. Entscheidend für die Aktienkurse ist aber das Verhältnis zwischen dem, was passiert, und dem, was die Kurse abbilden.

Wenn der Markt neue Informationen verarbeitet und falsche Gewinnerwartungen dadurch korrigiert werden, führt das zu Volatilität. Eines der Risiken für passive Investoren – und alle anderen, die die KI5 übergewichten – ist eine Preiskorrektur aufgrund nachlassender Gewinnschätzungen der Analysten.



Warum die Analysten recht haben könnten

Wenn eine neue Technologie mit breiten Einsatzmöglichkeiten entsteht, ist das Angebot zunächst knapp. Aber die Nachfrage ist hoch. Dieses Ungleichgewicht beschert den Pionieren enorme Gewinne. Das zieht weiteres Kapital an, da andere Unternehmen ebenfalls am Boom verdienen wollen. Auch ihre Aktienkurse steigen. Es kommt zu Rückkopplungseffekten, sodass immer mehr Unternehmen in den Markt drängen.

Der Wettbewerb wird intensiver, das Angebot steigt. Aber es steigt fast immer zu stark und liegt irgendwann über der Nachfrage. Dann kommt es zum gegenteiligen Effekt: Preise und Erträge fallen, die Aktienkurse geben nach. Überproduktion und Preisverfall führen zu einer Konsolidierung. Am Ende sind Angebot und Nachfrage wieder im Gleichgewicht.

Zwar gibt es in den Wirtschaftswissenschaften keine unumstößlichen Naturgesetze, und natürlich ist jeder Konjunkturzyklus anders. Aber so etwas passiert immer wieder. Obwohl wir nicht wissen, wann der KI-Zyklus von der Wachstums- in die Konsolidierungsphase übergeht, glauben wir fest, dass es irgendwann so weit ist. Früher war es ja auch so: Man denke nur an die Internetblase in den späten 1990ern. Oder an den Eisenbahnboom im mittleren und späten 19. Jahrhundert in England und den USA. So war es bei jeder technologischen Revolution der letzten 100 Jahre, vom Auto bis zum Radio, vom Telefon bis zum Computer.

Softwareentwicklung

In den letzten 30 Jahren haben die Menschen Software gekauft, damit sie ihnen hilft. Jetzt, mit KI, ändert sich die Rolle von Software grundlegend. Sie ist kein Hilfsmittel mehr, sondern führt Aufgaben selbstständig durch. KI-Agenten kombinieren Informationsbeschaffung und Denken, und sie programmieren sich sogar selbst. Das verändert alle Programme und Geschäftsprozesse.

KI ist dabei, SaaS neu zu definieren. Software-as-a-Service war einmal. Heute ist es wohl eher Services-as-a-Software. Wenn große Sprachmodelle zum Standardinput für die Softwareherstellung werden, verbessert KI-basierte Software die Funktionalität vorhandener Programme. Was die Hersteller dafür verlangen können, hängt davon ab, was ihre Kunden mit den Programmen verdienen können.

Software, KI und Technologie generell bieten schier unglaubliche Möglichkeiten. Die Preismacht vieler Softwarehäuser könnte aber massiv fallen. Angesichts des übertrieben hohen Benchmarkanteils von Titeln, denen aufgrund des Kapitalzyklus immer mehr Konkurrenz droht, sollte man Anlagen eigentlich sehr viel stärker streuen – und die Stärken des aktiven Investierens wiederentdecken.

Fazit

Fonds, aktive wie passive, sind einfach nur Kapitalpools. Sie können kurzfristig Einfluss auf die Assetpreise haben, aber am Ende zählen die Gewinne. Sie – und nicht etwa die Kapitalströme – bestimmen langfristig die Kurse. Als einzelwertorientierte Fundamentalinvestoren analysieren wir, wo Gewinne durch zunehmenden Wettbewerb in Gefahr geraten können und wo eher nicht.

Bei stärkerem Wettbewerb dürften Unternehmen die Gewinnerwartungen längst nicht mehr so gut erfüllen können, ob börsennotiert oder nicht. Aktives Portfoliomanagement kann sich dann wieder lohnen. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung 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.

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. +352282612800. 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. **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 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. **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 tätig. **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.