

Passive Anlagen verändern Marktstruktur und Marktverhalten

Die Bedeutung von passiven Anlagen wächst immer weiter. Sie ermöglichen es Investoren, schnell, kostengünstig und vermeintlich ohne Nachteil in verschiedene Anlageklassen und Regionen zu investieren, sogar wenn die zugrundeliegenden Wertpapiere wenig liquide sind. Ihre steigende Bedeutung hinterlässt jedoch Spuren im Verhalten des Gesamtmarktes und bei Einzeltiteln. Passive Anlagen sind einer der Treiber der sich kontinuierlich verändernden Marktstruktur. Wir beleuchten mit einem Fokus auf Aktien die wesentlichen Implikationen passiven Investierens, über die sich Anleger bewusst sein müssen. Viele Befunde gelten aber auch für Anleihenmärkte. Für aktive Anleger ergeben sich aufgrund dieser Entwicklung Chancen.

Der Trend zu passivem Investieren hält unvermindert an, ...

Für viele Anleger bedeutet der Einstieg in den Kapitalmarkt nicht mehr attraktive Wertpapiere selbst auszuwählen oder einen aktiven Portfoliomanager zu engagieren, der die Selektion übernimmt. Es bedeutet vielmehr, Geld in einen passiven Indexfonds oder ETF (Exchange Traded Funds) zu investieren. Dies zeigen die Kapitalflüsse. Laut dem Investment Company Institute (ICI) flossen seit 2010 ca. 50 Milliarden US-Dollar aus aktiven in den USA ansässigen Fonds ab, während knapp 3 Billionen US-Dollar in US-ETFs flossen (Abb. 1). Insbesondere in den letzten Jahren verzeichneten passive Produkte Zuflüsse, aktive Fonds hingegen Abflüsse. Seit Jahresbeginn sahen zwar auch aktive Aktienfonds Zuflüsse, die Zuflüsse in ETFs waren aber mehr als dreimal so groß (Abb. 2).

Altersvorsorgeprodukte und systematische Strategien sind dabei zwei treibende Kräfte. Schon jetzt werden viele 401(k)-Sparpläne (private Altersvorsorge in den USA) – ein Markt der laut ICI immerhin 6,7 Billionen US-Dollar groß ist – passiv abgebildet. Nettozuflüsse werden vor allem in Indexfonds investiert. Während die ältere Generation, die jetzt in Rente geht, noch primär aktive Fonds bespart hat – auch weil es vor der Jahrtausendwende keine breite Verfügbarkeit von ETFs gab – und diese nun im Rentenalter verkauft, setzen die jüngere Generationen bei der Altersvorsorge stärker auf passive Produkte. Dies dürfte neben der teils schlechten

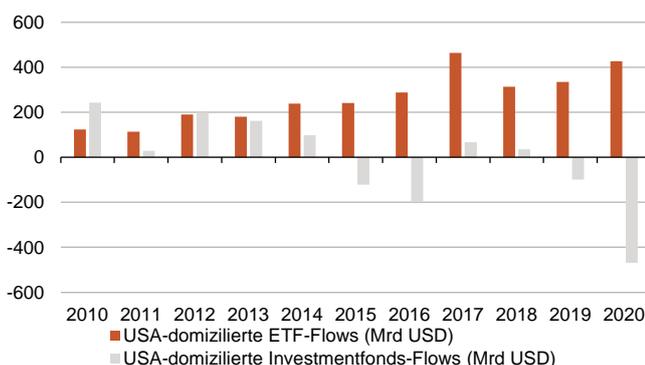
Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Die Marktstruktur und das Marktverhalten verändern sich kontinuierlich weiter, Anleger müssen dies berücksichtigen

Insbesondere Altersvorsorgeprodukte und systematische Strategien treiben den Trend zu passiven Anlagen

Abb. 1: Zwei Welten: Starke Abflüsse bei aktiven Managern...

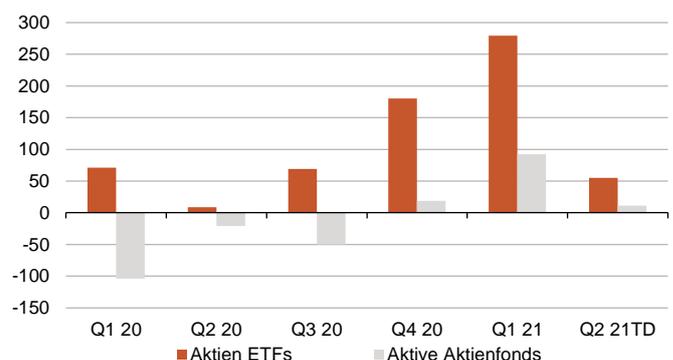
Netto-Flows von in den USA beheimateten Investmentfonds und ETFs



Betrachtungszeitraum: 01.01.2010 - 31.12.2020
Quelle: www.bloomberg.com, ICI

Abb. 2: ... gegenüber deutlichen Zuflüssen bei ETFs

Globale netto Aktienfondszuflüsse für ETFs und aktive Fonds pro Quartal seit 2020 in Milliarden US-Dollar



Betrachtungszeitraum: 01.01.2020 - 28.04.2021
Quelle: BofA Global Investment Strategy, eigene Berechnungen

Performance von aktiven Fonds – besonders von Fonds mit hohen Kosten, die nahe der Benchmark positioniert sind – mit ein Grund sein, wieso aktive Fonds mit Abflüssen kämpfen, während passive Fonds Zuflüsse verzeichnen. Systematische Strategien wie i.d.R. auch Robo Advisor setzen ebenfalls aufgrund der Einfachheit und vermeintlichen Liquidität vorwiegend auf Indexprodukte. Tendenziell erhöhen diese ihre Aktienquote, wenn die Preisentwicklung positiv und die Volatilität niedrig ist, und reduzieren sie im umgekehrten Fall. Sie agieren damit trendverstärkend.

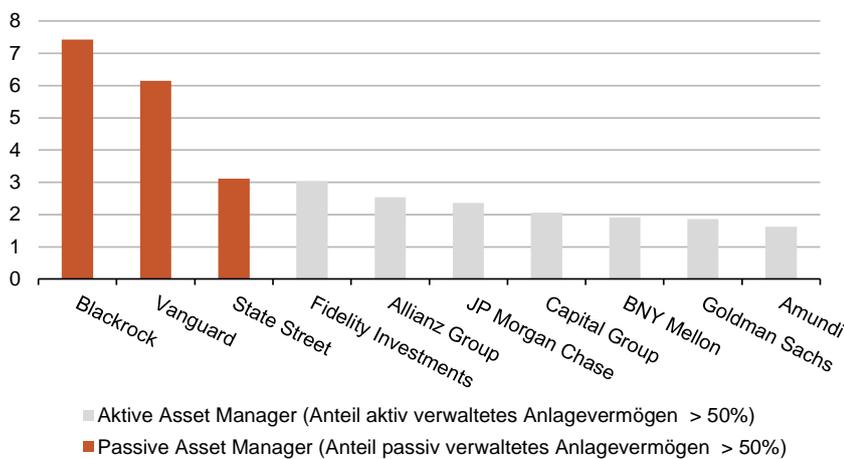
...steigert die Bedeutung passiver Anleger und hat Konsequenzen

Die Indexfonds- und ETF-Anbieter sind zu den größten Vermögensverwaltern der Welt aufgestiegen (Abb. 3). Bei neun von zehn Unternehmen im S&P 500 ist der größte Einzelaktionär einer der großen drei ETF-Anbieter Blackrock, Vanguard und State Street. Indexfonds und ETFs kontrollieren heute mindestens 20 bis 30 Prozent des amerikanischen Aktienmarktes. Obwohl viele Finanzinstitute ihren Kunden eigene Indexfonds anbieten, dominieren die großen drei Anbieter den Markt passiver Produkte mit einem Anteil von 80% und mehr und gewinnen zunehmend Macht sowie Kontrolle.¹ Auch wenn ETFs für Anleger einen Weg darstellen, um kostengünstig, transparent und vermeintlich effizient an der Marktentwicklung zu partizipieren, hat die zunehmende Dominanz passiver Anleger auch nachteilige Effekte auf die Märkte.

Indexfonds und ETFs kontrollieren bereits heute 20 bis 30 Prozent des amerikanischen Aktienmarktes

Abb. 3: Dominanz der ETF-Anbieter

Verwaltetes Vermögen der größten Vermögensverwalter weltweit in Billionen USD in 2019



Quelle: Statista, Asset Manager

1. Passives Investieren begünstigt eine ineffizientere Kapitalallokation

Wenn ein ETF-Anbieter Nettozuflüsse verzeichnet, werden die zugrundeliegenden Indexbestandteile proportional zur Indexgewichtung gekauft, meist unabhängig davon wie fundamental teuer oder günstig die Titel sind. Die Anleger investieren damit verstärkt in die Aktien, die bereits sehr gut gelaufen und daher hoch gewichtet sind, und setzen implizit darauf, dass sich diese Trends auch fortsetzen. Bei Anleihe-ETFs investieren Anleger insbesondere in Anleihen jener Unternehmen, die die höchsten Schulden haben und dadurch sogar überproportionale Risiken aufweisen. Umgekehrt werden beim Verkauf der ETFs alle Bestandteile unabhängig von der Bewertung verkauft. Es gibt dabei also niemanden, der schlechte Anlagen aktiv abstößt oder gute auswählt. Indexfonds und ETFs spiegeln einfach den Markt wider - wenn auch ungenügend (siehe Punkt 2.).

Passives Investieren ist weitgehend preisunelastisch

¹ Siehe "The New Money Trust: How Large Money Manager Control Our Economy and What We Can Do About It", Graham Steele, American Economic Liberties Project, November 2020.



Fundamental orientierte, aktive Investoren reagieren bei Zuflüssen tendenziell anders. Ist der Markt teuer bewertet, wird eher mehr Kasse gehalten oder in Titel investiert, die noch relativ günstig erscheinen. Bei attraktiven Bewertungsniveaus wird weniger Kasse gehalten und das Geld eher investiert. Entsprechend liegt es nahe, dass der enorme Anstieg der Bewertungen über die letzten Jahre nicht nur eine Funktion des niedrigeren Zinses war, sondern zumindest teilweise auch der Zunahme von preisunelastischen Kapitalflüssen.

Zudem hat nicht nur der Anteil von Value-Anlegern innerhalb der aktiven Anleger-schaft abgenommen, sondern der Trend zu passiven Anlagen auch eher Growth-als Value-Unternehmen unterstützt. Beispielsweise werden Unternehmen, die Divi-denden auszahlen, „bestraft“. Denn ein Indexprodukt reinvestiert die angefallenen Dividenden nach freier Marktkapitalisierung. Ein dividendenzahlendes Unterneh-men erhält folglich nach dem Dividendentermin proportional weniger Nachfrage nach seinen Aktien als Unternehmen, die keine Dividende gezahlt haben.

In einer Welt mit ausschließlich passiven Anlegern würde das Kapital nur in große Unternehmen fließen und nicht unbedingt in gute, vielversprechende oder effiziente Unternehmen. Selbst in einer zentralen Planwirtschaft dürfte Kapital effizienter verteilt werden. Noch ist es zum Glück nicht ganz so weit. Aber wie groß das Inte-resse der sehr auf niedrige Kosten bedachten ETF-Anbieter ist, die Aktionärsrechte gegenüber den Gesellschaften im Interesse der Anleger zu vertreten, kann in Frage gestellt werden. Denn der Anreiz einen positiven Einfluss auf Unternehmen auszu-üben, um so aktiv die Rendite der zugrundeliegenden Benchmark zu schlagen, fehlt per Definition bei passiven Anlegern – und das in Zeiten in denen „Active Owership“ (Engagement) immer mehr an Bedeutung gewinnt.

2. Passives Investieren verschlechtert den Informationsgehalt von Marktpreisen und somit die Effizienz der Märkte

Das Gros passiver Anlageprodukte bezieht sich auf marktkapitalisierte Indizes und das ist im Prinzip gut so. Ein marktkapitalisierter Index repräsentiert zumindest annähernd das Marktportfolio und nur in diesem Fall führen Zuflüsse proportional über alle Unternehmen nicht zu Verschiebungen der relativen Bewertung. Das entspricht im Ansatz der finanzwirtschaftlichen Theorie, dass das „Marktportfolio“ ein effizientes Portfolio ist, welches alle Marktteilnehmer halten und letztlich nur anhand ihrer Risikoneigung eine Aufteilung ihres Vermögens zwischen diesem Marktportfolio und der Kasse entscheiden. Man stelle sich einmal alternativ vor, alle Marktteilnehmer wollten in einen gleichgewichteten Index investieren. Dies würde letztlich bedeuten, dass alle Unternehmen die gleiche Marktkapitalisierung hätten, unabhängig davon, wie groß sie sind. Small Caps wären heillos überteuert und Large Caps zu billig.

Aber selbst bei marktkapitalisierten Indizes entsteht ein Problem durch vermehrt passives Investieren, denn in der Realität gehen die passiven Kapitalflüsse nicht einmal approximativ in das „Marktportfolio“.

- Auch marktkapitalisierte Indizes repräsentieren nur annähernd das Marktportfolio. Nicht alle Titel sind im Index vertreten und es kommt immer wieder zu Veränderungen der Indexzusammensetzung.
- Die ETF-Anbieter kaufen nicht immer alle Indexbestandteile, sondern mitunter nur die größten Titel mit der höchsten Liquidität (Optimised Sampling), um sowohl den Tracking Error zum zugrundeliegenden Index wie auch die Transaktionskosten der Indexreplikation so gering wie mög-

Fundamental orientierte, aktive Anleger agieren anders

Passives Investieren „bestraft“ Unternehmen, die Dividenden zahlen

Selbst in einer zentralen Planwirtschaft dürfte Kapital effizienter verteilt werden als in einer Welt mit ausschließlich passiven Anlegern

Passive Flüsse in und aus marktkapitalisier-ten Indizes führen zumindest nicht zu einer Verschiebung der relativen Bewertungen...

...aber passive Anleger kaufen trotzdem nicht einfach nur das „Marktportfolio“ – und das hat Konsequenzen

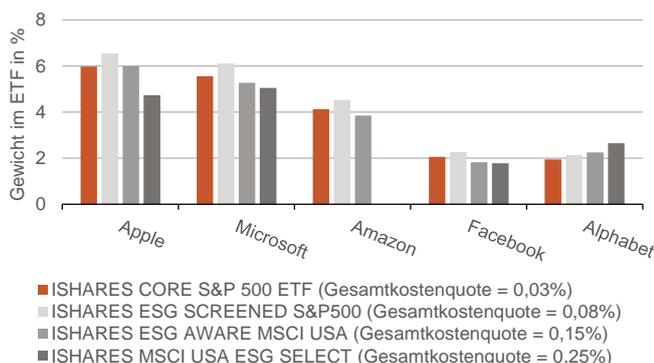
lich zu halten. Dieser Aspekt ist bei breiten Aktienindizes und bei Anleiheindizes besonders bedeutend.

- Anleger setzen nicht nur passiv auf den Gesamtmarkt, sondern selektiv auf Regionen, Segmente oder Investmentstile. So ziehen die sogenannten Megacaps besonders viel Geld auf sich, weil sie besonders häufig in Indizes vertreten sind. Apple ist beispielsweise hoch im Nasdaq, S&P 500 und MSCI Welt gewichtet. Zudem profitiert das Unternehmen als Digitalisierungsgewinner von der Aufnahme in viele Megatrend-ETFs. Ganz zu schweigen vom ESG-Trend, der derzeit Technologieunternehmen, die kein/kaum CO₂ ausstoßen, weitere Nachfrage beschert. Viele der aktuellen ESG-Indizes haben große Überlappungen zu den herkömmlichen Indizes mit hohen Gewichten der Megacaps. Dies ist aus Index- bzw. ETF-Anbietersicht umso verständlicher, weil die Backtests dank der starken Megacap-Performance der letzten Jahre erfreulich aussehen und für die leicht modifizierten ESG-Universen höhere Management-Fees erhoben werden können (Abb. 4).
- Die zunehmend passive Abbildung von Themeninvestments führt zu deutlichen Bewertungsverzerrungen bei einzelnen, illiquideren Small Caps. Sie finden sich häufig in Themenfonds wieder, da diese oft verlangen, dass ein gewisser Mindestumsatzanteil in dem entsprechenden Themenfeld erzielt werden muss. Da Small Caps häufig „Pure Plays“ sind, werden sie überproportional bei Themen-Vehikeln eingesetzt. Zudem allokieren diese ihre Holdings oft nicht nach Marktkapitalisierung, sondern gleichgewichtet. Kommt es aufgrund einer starken Entwicklung eines Themas zu größeren Zuflüssen, verstärkt dies insbesondere die positive Entwicklung der relativ hoch gewichteten Small Caps. Eine Spirale setzt sich in Gang. Allerdings ist das ein zweischneidiges Schwert: Trübt sich die Performance ein, kommt es zu Abflüssen, was die negative Entwicklung insbesondere bei illiquiden Titeln verstärkt. Dies war beispielsweise bei Clean Energy ETFs zu beobachten. Sie gehörten zu den größten Gewinnern im vergangenen Jahr und zu den relativen Verlierern seit Jahresbeginn (Abb. 5). Solche Trends werden also nach oben und unten verstärkt.

Die Theorie, dass das „Marktportfolio“ ein effizientes Portfolio ist, dürfte damit immer mehr in Frage zu stellen sein. Denn immer weniger Anleger sorgen für diese

Abb. 4: ESG-ETFs: große Überlappung mit Nicht-ESG-Index bei höheren Kosten

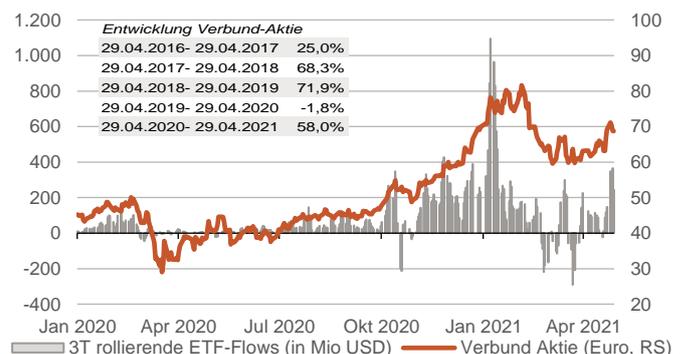
Vergleich Top-Holdings des iShares Core S&P 500 ETF mit ausgewählten iShares USA ESG ETFs



Stand: 26.04.2021
Quelle: iShares, Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 5: ETF-Flows wirken in beide Richtungen verstärkend

Rollierende 3-Tage Kapitalflüsse von iShares Global Clean Energy ETF & iShares Global Clean Energy UCITS ETF und Kursentwicklung der Verbund-Aktie, die Indexmitglied des S&P Global Clean Energy Index ist



Zeitraum: 29.04.2016-29.04.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Effizienz. Wenn der Aktienkurs von Unternehmen A nach Bekanntgabe eines großen Skandals einbricht, liegt das daran, dass aktive Investoren verkaufen. Wenn die Aktien von Unternehmen B in die Höhe schießen, wenn es ankündigt, in einen profitablen Markt einzusteigen, dann liegt das daran, dass aktive Investoren kaufen. Passive Anleger hingegen ignorieren Geschäftsberichte und Marktgerüchte. Mit dem abnehmenden Anteil aktiver Anleger wird immer weniger Aktienresearch betrieben. Die Informationseffizienz sinkt. Die Korrelationen zwischen einzelnen Indexbestandteilen nehmen mit dem Anteil passiver Anleger zu – ihre Preise bewegen sich zunehmend gleichgerichtet. Die Volatilität von Märkten steigt.² Es kommt vermehrt zu abrupten, scharfen Marktbewegungen und Volatilitätsspitzen (siehe auch Punkt 4.). Akademische Studien gehen folglich davon aus, dass die preisunelastische Titelllokation passiver Produkte schon heute die Preissignale verzerrt, die Effizienz der Märkte reduziert und dadurch Geschäfts- und Investitionsentscheidungen erschwert.³

Passives Investieren verzerrt schon heute die Preissignale und reduziert die Effizienz der Märkte...

...dies erschwert Geschäfts- und Investitionsentscheidungen

3. Passives Investieren verändert die Liquiditätssituation am Markt

Die Liquidität am Markt konzentriert sich immer stärker auf wenige, hochkapitalisierte Börsenunternehmen. Zudem verlagert sie sich immer mehr vom Opening Richtung Closing. Die Schlussauktion machte beachtliche 7,5 % des täglichen Volumens im Jahr 2018 aus, gegenüber 3,1 % im Jahr 2010. Das liegt u.a. daran, dass die Schlusskurse der getrackten Indizes die Benchmark für die passiven Anbieter darstellen. Sie versuchen folglich möglichst viele Transaktionen zur Schlussauktion durchzuführen, um den Tracking Error zu minimieren. Im Gegenzug dazu hat sich die Liquidität zum Opening verschlechtert.⁴ Das Wachstum von Indexing und ETFs verlagert aber nicht nur den Handel, sondern kann die Schlusskurse auch verzerren.

Die Marktliquidität konzentriert sich zunehmend und verlagert sich zudem in Richtung Schlussauktion

Zudem haben ETFs einen weiteren bedeutenden Einfluss auf die Liquidität der Märkte. In einem „normalen“ Marktumfeld stellen ETF-Market-Maker als Intermediäre zwischen ETF-Käufern und -Verkäufern im Sekundärmarkt Liquidität zur Verfügung. Transaktionen durch Neuauflage oder Rückgabe von ETF-Anteilen im Primärmarkt machen nur einen Bruchteil des gesamten Umsatzes aus. ETF-Anteile zu handeln scheint unproblematisch, auch bei Anlageklassen die eher schwierig zu handeln und weniger liquide sind. Fällt aber eine der beiden Seiten größtenteils aus, reduziert sich die Liquidität der ETFs auf die des zugrundeliegenden Marktes. ETFs auf Basis eines weniger liquiden Underlyings können damit zwar im normalen Marktumfeld die Liquidität verbessern, aber diese Liquidität kann in Stressphasen schlagartig verfallen. Anleger laufen Gefahr, einer Liquiditätsillusion zu erliegen.

ETFs auf Basis eines weniger liquiden Underlyings können im normalen Marktumfeld die Liquidität erhöhen,...

...in Stressphasen ist diese Liquidität aber möglicherweise nicht gegeben

4. Passives Investieren ist einer von mehreren Treibern zunehmender, extremer Marktbewegungen

2020 gab es über alle Anlageklassen hinweg nahezu dreimal so viele abrupte, scharfe Marktbewegungen wie im Jahr der Finanzmarktkrise 2008 (Abb. 7). Dabei betrachten wir Tagesbewegungen, die mindestens viermal größer sind als die Standardab-

2020: 200-mal mehr "schwarze Schwäne" gesichtet als unter Annahme normalverteilter Renditen erwartet

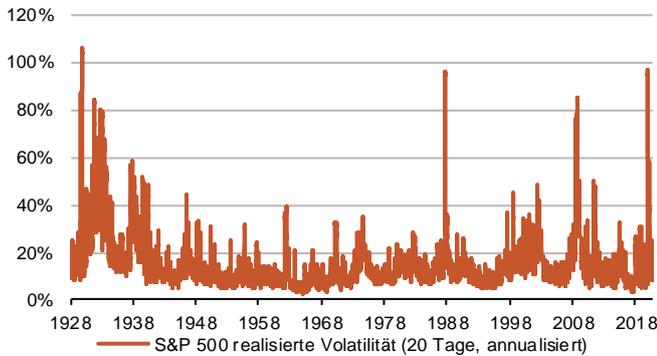
² Siehe "Do ETFs Increase Volatility?" Itzhak Ben-David, Francesco A. Franzoni und Rabih Moussawi, 2017, Journal of Finance, Forthcoming. "The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability?" Kenechukwu Anadu, Mathias Kruttli, Patrick McCabe und Emilio Osambela, Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper SRA 18-04, May 2020.

³ Siehe "On the Economic Consequences of index-linked investing", Jeffrey Wurgler, NBER Working Paper 16376, September 2010. "Is there a Dark Side to Exchange Traded Funds? An Information Perspective", Doron Israeli, Charles M. C. Lee und A. Sridharan, Review of Accounting Studies, Vol. 22, 1048-1083, 2017.

⁴ Siehe "Who trades at the Close? Implications for Price Discovery, Liquidity, and Disagreement", Vincent Bogousslavsky & Dimitriy Muravyev, 3. Dezember 2020.

Abb. 6: Extreme Aktienmarktvolatilität in 2020...

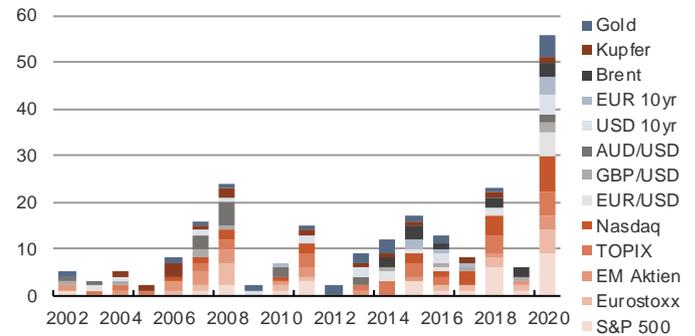
Schwankungsbreite des amerikanischen Aktienmarktes - 2020 nur noch vergleichbar mit 1929 und 1987



Betrachtungszeitraum: 01.01.1928-31.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 7: ... mit extremen Marktbewegungen in allen Anlageklassen

Anzahl von Tagesbewegungen mindestens 4-mal größer als die Standardabweichung der Tagesbewegungen der letzten 100 Tage in 13 unterschiedlichen Anlagen



Zeitraum: 01.01.2002-31.12.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

weichung (Volatilität) der Tagesbewegungen der jeweils letzten 100 Tage. Die Eintrittswahrscheinlichkeit solch extremer Bewegungen war 2020 ca. 200-mal höher als unter der Annahme einer Normalverteilung der Renditen, die noch immer vielen modell-basierten Anlagestrategien zugrunde liegt. Auch wenn Fundamentalentwicklungen und Erwartungsänderungen der Kapitalmarktteilnehmer 2020 extrem waren, können diese das Ausmaß der Entwicklungen an den Märkten nur teilweise erklären.

Der wesentliche Grund für das veränderte Marktverhalten liegt nach unserer Einschätzung in der Diskrepanz aus kontinuierlich steigenden Liquiditätsanforderungen und sich verschlechternder (Qualität der) Marktliquidität.⁵ Der Vormarsch passiven Investierens spielt dabei an verschiedenen Stellen eine wesentliche Rolle.

Auf der einen Seite ist ein zunehmend trendverstärkendes Verhalten vieler Marktteilnehmer mittels passiver Anlagen zu beobachten. Diese ermöglichen es, einfach und zu vermeintlich niedrigen Kosten auch in Anlageklassen zu investieren, die üblicherweise eher schwierig zu handeln und weniger liquide sind oder bei Anleihen in zu großer Stückelung daherkommen. Niedrige Zinsen, die Substitution von Staatsanleihen durch Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen und höhere Aktienquoten machen Multi-Asset-Portfolios riskanter, weniger gut diversifiziert und anfälliger. Das führt dazu, dass sich auch Multi-Asset-Anleger zunehmend prozyklisch verhalten, und beispielsweise Risiken in fallenden Märkten abbauen, häufig einfach und schnell mittels passiver Anlagen. Auch hat die Bedeutung systematischer Anlagestrategien wie Ansätze mit Zielvolatilität, Risikoparitätische Ansätze, CTAs oder Short-Volatilität-Strategien deutlich zugenommen, nicht zuletzt aufgrund von Robo Advisors. Diese Strategien agieren i.d.R. prozyklisch und damit trendverstärkend, meist mittels passiver Anlagen.

Auf der anderen Seite hat sich die Liquidität an den Märkten mit immer weniger Investoren, die auch mal marktkonträr agieren, den begrenzteren Risikobudgets der Handelstische der Banken, dem Aufstieg elektronischer Handelsplattformen und sogenannter High Frequency Traders (HFTs), den Anforderungen von MiFID II

Veränderte Marktstruktur begünstigt starke Marktbewegungen: zunehmende Liquiditätsanforderungen...

...bei abnehmender Liquidität. Der Vormarsch passiven Investierens spielt dabei eine wesentliche Rolle

⁵ Siehe Beitrag von Prof. Dr. Meyer in „Anlagechancen 2019: Die Hausse vor dem Ende“, Verlag FUCHSBRIEF, Oktober 2018; Berenberg Märkte – Fokus „Achtung Risiko – Die Anfälligkeit der Märkte steigt“, 11. Oktober 2018; Berenberg Märkte – Fokus „Wie Schwarze Schwäne zur Plage wurden“, 20. April 2020; Berenberg Märkte – Fokus „Unternehmensanleihen – 2020: Jahr der Extreme oder neue Normalität“, 8. Juli 2020.



und dem Vormarsch passiven Investierens deutlich verschlechtert (siehe Punkt 3.). Im Ergebnis kommt es dadurch nach oben wie auch nach unten immer wieder zu Übertreibungen und scharfen Korrekturbewegungen.

5. Passives Investieren ist für aktive Anleger Fluch und Segen zugleich

Die zunehmende Ineffizienz der Märkte und vermehrte Übertreibungen in die eine wie andere Richtung bieten aktiven Anlegern immer mehr Chancen. Beispielsweise können sie versuchen, das Verhalten passiver Anleger zu antizipieren und sich dafür zu positionieren. Eindrückliche Beispiele sind die zunehmenden Indexaufnahmen von chinesischen Festlandaktien oder -anleihen. Solange der starke Trend hin zu passiven Anlagen anhält und das Marktverhalten immer weniger fundamental begründbar wird, erschwert dies andererseits aktive Anlageentscheidungen. Eine fundamental richtige Anlageentscheidung wird möglicherweise über lange Zeit nicht aufgehen, solange die passiven Kapitalflüsse in die andere Richtung laufen. Das führt zu dem aktuellen Paradoxon, dass noch immer weniger aktive Anleger out- als underperformen, obwohl die Dominanz passiver Anleger kontinuierlich zunimmt.

Wir sehen den Trend hin zu passivem Investieren wie ein Pendel. Dieses läuft derzeit mit Schwung noch immer in die gleiche Richtung, dürfte nach unserer Einschätzung aber zukünftig an Momentum verlieren, je mehr und je stärker aktive Strategien aufgrund der zunehmenden Opportunitäten nach Kosten ihre Benchmarks schlagen. Bis das Pendel beginnt in die andere Richtung zu schwingen, dürften aber noch Jahre vergehen. Denn einfache Produktstrukturen, geringe Kosten, gewisse steuerliche Vorteile in den USA⁶, einfacher Marktzugang über Neobroker mit niedrigen Eintrittsbarrieren, der vereinfachte Zugang zu Finanzbildung (Soziale Medien, Youtube, etc.) und in Erwartung einer steigenden Investitionsquote in der Bevölkerung in Aktien dürften vorerst weiter für deutliche Zuflüsse bei passiven Anlagen führen. Wie eingangs beschrieben, verzeichnen aktive Aktienfonds dieses Jahr aber wieder Zuflüsse, wenn auch nur einen Bruchteil der Zuflüsse von passiven Produkten (siehe Abb. 2).

Spannend wird es spätestens dann, wenn die Generationen, die primär passive Produkte bespart, in Rente gehen. Dann dürften sie nämlich Aktienbeteiligungen in weniger riskante Anlagen umschichten oder verkonsumieren. Im Aggregat hätten die Aktien-Indexfonds dann mit Abflüssen zu kämpfen, was den Aktienmarkt und insbesondere die Megacaps ceteris paribus stark belasten dürfte. Das dürfte allerdings noch Jahrzehnte hin sein. Und wer weiß, vielleicht entschließen sich ja gerade dann die westlichen Zentralbanken ihre Kaufprogramme auf Aktien-ETFs auszuweiten.

6. Dominanz der passiven Anleger und systematischer Strategien bestimmt typischen Ablauf in Krisen

Solange passive Vehikel über Sparpläne kontinuierlich netto Geld einsammeln, dürften starke Abverkäufe am Aktienmarkt tendenziell von der aktiven Anlegergemeinschaft ausgehen. Dazu ist ein externer Schock notwendig. Ein Teil der Investoren wird dann das Risiko reduzieren, was zu fallenden Kursen, einem nachlassenden Momentum, geringerer Liquidität und steigender Volatilität führt. Ist der daraus entstandene Impuls groß genug, ziehen die Systematiker nach und reduzieren auch Risiken, i.d.R. undifferenziert mittels passiver Anlagen. Dies hat zur Folge, dass

Ineffizientere Märkte bieten aktiven Anlegern tendenziell mehr Chancen...

... aber bei kontinuierlich starken Zuflüssen in passive Anlagen, kann es lange dauern bis die Fundamentaldaten greifen

Trend zu passivem Investieren dürfte an Momentum verlieren, je mehr und je stärker aktive Strategien wieder outperformen

Vorerst ist aber weiter mit deutlichen Zuflüssen bei passiven Anlagen zu rechnen

⁶ Siehe "ETF Heartbeat Trades, Tax Efficiencies, and Clientele: The Role of Taxes in the Flow Migration from Active Mutual Funds to ETFs" Rabih Moussawi, Ke Shen und Raisa Velthuis, December 8, 2020. <https://ssrn.com/abstract=3744519>



auch vermehrt andere Investoren ihre Aktienquoten reduzieren und die Korrelationen im Abverkauf steigen, wodurch Opportunitäten bei einzelnen Investments entstehen. Ein negativer Kreislauf entsteht, bis die Systematiker kaum noch Aktien halten. Die Aktienrückkaufprogramme der Unternehmen, weniger Delta-Hedging der Optionshändler, Pensionskassen-Rebalancierungen und die monatlichen Sparpläne der Privatanleger sorgen dann dafür, dass der Markt sich stabilisiert und sich auch zügig wieder erholt, wie im März 2020 geschehen. Wenige Käufe haben aufgrund der äußerst niedrigeren Liquidität dazu geführt, dass die Märkte schnell und deutlich wieder nach oben geschneit sind. Das sich verbessernde Preismomentum und die Abnahme der Volatilität hat dann auch dazu geführt, dass aktive Investoren und Systematiker wieder stärker Aktien nachgefragt haben. Letztlich haben die kontinuierlichen passiven „Sparplan“-Zuflüsse dann zumindest teilweise als Stabilisator in der Krise gewirkt. Sie ignorieren fundamentale Ereignisse wie Pandemien.

Lehren für Anleger – nicht gegen den Trend stellen, aber Risiken und konträre Chancen im Blick haben

Unserer Meinung nach sollten aktive Anleger ETFs insbesondere für taktische Positionen oder in effizienten Märkten einsetzen. Sie sollten sich zudem der Chancen und Risiken von passiven Kapitalflüssen bewusst sein und sich dieses Wissen zunutze machen:

- Für Investoren entstehen zunehmend Chancen, bei Aktien/Segmenten, die besonders von passiven Flüssen profitieren. Dazu gehören beispielsweise Veränderungen der Benchmark-Zusammensetzung wie die stärker werdende Bedeutung und damit Gewichtung von chinesischen Investments in globalen Aktien- und Anleiheindizes.
- Als aktiver Anleger kann man insbesondere in effizienten Märkten wie dem US-Aktienmarkt ETFs einsetzen. Ansonsten hat man aber einen Vorteil, wenn man sich in Nischenmärkten bewegt, die noch keine oder eine geringe ETF-Durchdringung haben. Diese sind dann weniger korreliert zum Gesamtmarkt, häufig weniger volatil und dürften sich insbesondere in Krisenzeit besser behaupten.
- Im Umfeld zunehmend passiven und systematischen Investierens und negativer Realzinsen spielen Fundamentalkennzahlen wie die Bewertungen eine weniger wichtige Rolle für Allokationsentscheidungen. Entscheidender ist die richtige Einschätzung wie wesentliche Anlegergruppen positioniert sind, agieren und was sie voraussichtlich als nächstes tun. Die Analyse von Sentiment, Anlegerflüssen und Positionierungsdaten nimmt damit eine zentralere Rolle ein. Anleger sollten insbesondere regelbasierte Anlagestrategien im Blick haben. Immer dann, wenn diese im Schnitt extreme Positionen aufweisen, bietet sich möglicherweise ein konträres Verhalten an.
- Anleger sollten zudem genau beobachten, wann der Trend sich umkehrt und ETFs netto im Aggregat verkauft werden. Das dürfte für den Gesamtmarkt zwar noch Jahr(zehnt)e dauern, aber bei Sektor-, Regionen- und Themen-ETFs kann dies durchaus schneller und immer mal wieder geschehen. Dann dürften vor allem Indextitel unter Druck geraten, die überproportional von solchen ETFs gehalten werden.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

AUTOREN



Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset
Leiter des Bereichs Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarkt-
meinung des Wealth and Asset Management
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de



Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung
von Investmentideen und die Kapitalmarkt-kommunikation
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 20. April 2020

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- ▶ Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de