

Je passiver, desto problematischer?

Exchange Traded Funds (ETFs) und andere Indexfonds haben den Zugang zur Börse für Privatanleger deutlich verbessert: Man bekommt mit einem einzigen Investment eine breite Streuung über viele Aktien oder Anleihen, zahlt in der Regel sehr niedrige Gebühren und kann per Sparplan automatisiert investieren. Über Jahre hinweg sind deshalb weltweit Monat für Monat beträchtliche Beträge in ETFs geflossen, und die Branche verzeichnet mittlerweile Dutzende Monate bzw. Jahre am Stück mit Nettomittelzuflüssen.

Gleichzeitig zeigen sowohl unsere internen Analysen¹ als auch neuere Forschungsarbeiten, dass dieser Erfolg von passiven Produkten eine Reihe von Nebenwirkungen für Marktstruktur und Kursverhalten mit sich bringt, die nichts mit Unternehmensgewinnen oder der Konjunktur zu tun haben, sondern vor allem mit den „mechanischen“ Geldströmen in und aus Indexprodukten. In dieser Publikation geben wir Anlegern einen Überblick über die marktstrukturellen Besonderheiten, die der Vormarsch passiver Investmentprodukte mit sich bringt.

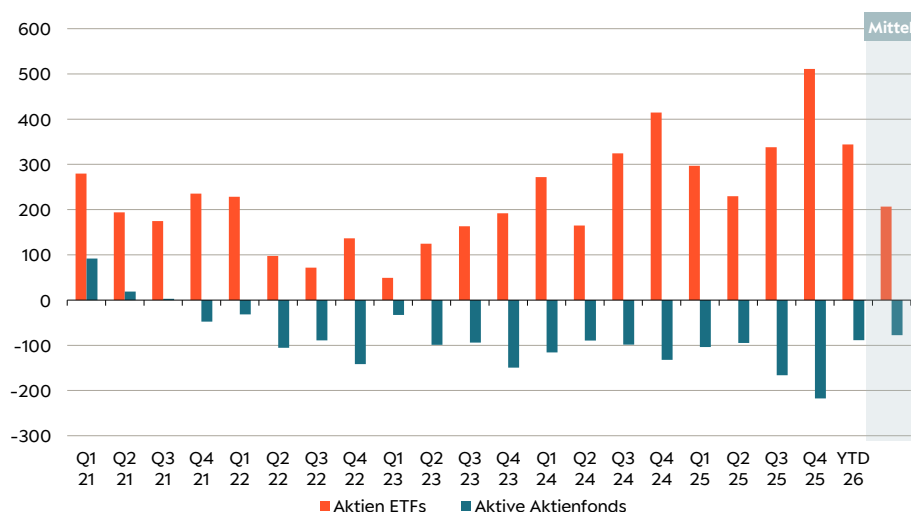
Positive Seite: Einfachheit, Kosten, Streuung

Aus Anlegersicht sind die Vorteile zunächst klar: ETFs bilden Indizes oft sehr genau nach, verursachen im Vergleich zu vielen aktiven Fonds deutlich geringere laufende Kosten und ermöglichen es, mit kleinen Beträgen weltweit in Hunderte oder Tausende von Titeln zu investieren. Dadurch wird es für immer mehr Haushalte möglich, langfristig an der Entwicklung der Unternehmensgewinne teilzuhaben, ohne selbst Aktien auswählen zu müssen.

In der Altersvorsorge spielen ETFs und andere Indexprodukte inzwischen eine Schlüsselrolle: In den USA etwa laufen viele 401(k)-Rentenpläne und Target-Date-Fonds weitgehend über passive Bausteine, die automatisch bespart werden. Dieser Automatisierungsgrad erklärt einen großen Teil der stabilen Zuflüsse: Einmal eingerichtete Sparpläne laufen oft für viele Jahre oder gar Jahrzehnte. Vor allem in den letzten Jahren sahen passive Produkte kontinuierlich Zuflüsse – aktive Fonds hingegen Abflüsse (Abb. 1).

Abb. 1: Aktien ETFs mit kontinuierlichen Zuflüssen, aktive Aktienfonds mit Abflüssen

Netto-Kapitalflüsse von Aktien ETFs und aktiven Aktienfonds global pro Quartal seit 2021 (\$US Mrd.)



Zeitraum: 01.01.2021 – 19.03.2026

Quelle: Bloomberg, Factset, ICI, eigene Berechnungen

¹ Siehe „Passive Anlagen verändern Marktstruktur und Marktverhalten“, Berenberg Märkte Fokus, 5. Mai 2021.

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

Passive Investmentfonds entwickelten sich über die letzten Jahre zum Favoriten der Anleger.

Egal ob Pandemie, Zölle oder Krieg: Sparpläne bereiten dem Markt einen kontinuierlichen Nachfragestrom.



Nicht-fundamentale Zuflüsse: Sparpläne kennen keine Nachrichtenlage

Diese Stärke – die Disziplin von Sparplänen – ist aber zugleich einer der wichtigsten Nebeneffekte: Ein ETF-Sparplan „kennt“ weder Inflation noch Zinsniveaus, keine geopolitischen Konflikte und keine Bewertungskennzahlen. Er kauft jeden Monat für denselben Betrag dieselben Indizes, egal ob diese aus Sicht der Fundamentaldaten teuer oder günstig erscheinen.

Auf Marktebene bedeutet das: Wenn viel Geld aus aktiven Fonds in ETFs umgeschichtet wird, geht netto mehr Kapital in den Aktienmarkt, weil aktive Fonds meist etwas Kasse halten, ETFs aber nahezu voll investiert sind. Die neu zufließenden Gelder verteilen sich nicht nach „attraktiven“ Bewertungen, sondern rein nach Indexgewicht: Große, bereits stark gestiegene Benchmark-Aktien erhalten automatisch den größten Anteil der Nachfrage. Diese bewertungsunempfindlichen Flows – vor allem aus Sparplänen und Standard-Altersvorsorgeprodukten – sind also ein eigener Treiber von Kursen, unabhängig von Unternehmensgewinnen, Zinsen, Inflation, Konjunkturerwartungen oder Kriegen.

V-Erholungen: Warum sich die Märkte oft schnell erholen

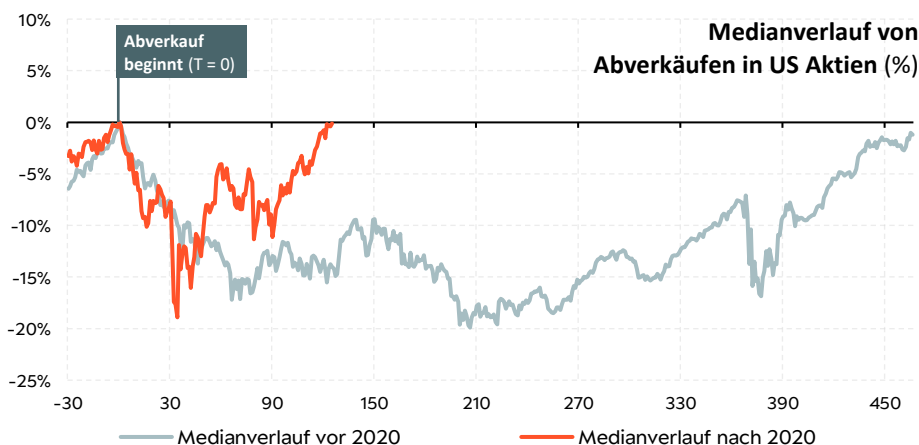
Ein auffälliges Phänomen der letzten Jahre sind schnelle V-förmige Erholungen nach starken Rücksetzern: Nach scharfen Einbrüchen folgen oft ebenso schnelle Gegenbewegungen. Dafür greifen mehrere Zahnräder ineinander: Häufig gibt es einen externen Schock wie beispielsweise die Corona-Pandemie oder den „Liberation Day“ letztes Jahr. Fundamentale Anleger bewerten diesen als negativ und reduzieren Risiko – insbesondere Aktien. Mit der steigenden Volatilität und dem schlechteren Preismomentum müssen dann viele regelbasierte Strategien (Zielvolatilität, Risikoparität, Trendfolger) Risiko, sprich Aktien, prozyklisch reduzieren und verstärken somit den Abverkauf.

Haben diese ihre Risikoreduktion vollzogen, können sich die Märkte häufig stabilisieren, weil Aktien nicht fundamental getriebene Zuflüsse durch ETF-Sparpläne (und Aktienrückkäufe) erhalten, die keine Krisen kennen, sondern nur periodische Kaufzeitpunkte. Selbst wenn viele aktive Investoren Risiko abbauen, laufen die großen Sparpläne in ETFs weiter, was eine kontinuierliche Nachfrage generiert. Das Zusammenspiel aus dauerhaften ETF-Zuflüssen, Aktienrückkaufprogrammen, Käufer bei „Dips“ (z.B. Privatanleger) sowie die Rückkehr systematischer Käufer, wenn die Volatilität wieder etwas fällt und die Märkte anfangen zu steigen, führt dann häufig dazu, dass Märkte von stark überverkauften Niveaus relativ schnell nach oben „schnappen“ – die berühmten V-Erholungen.

Starke Abverkäufe, auf die dann fast blitzartige Erholungen folgen: V-förmige Kursverläufe sind insbesondere in den letzten Jahren keine Seltenheit mehr.

Abb. 2: Seit 2020 wirken Abverkäufe in US-Aktien deutlich V-förmiger als davor

Medianverlauf aller Abverkäufe seit 1928, in denen US-Aktien mehr als 15 % in weniger als 6M verloren haben



Zeitraum: 01.01.1928 – 31.12.2025

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Target-Date-Fonds: Unterstützung in unruhigen Zeiten – aber nur, wenn Aktien und Anleihen nicht im Gleichlauf fallen

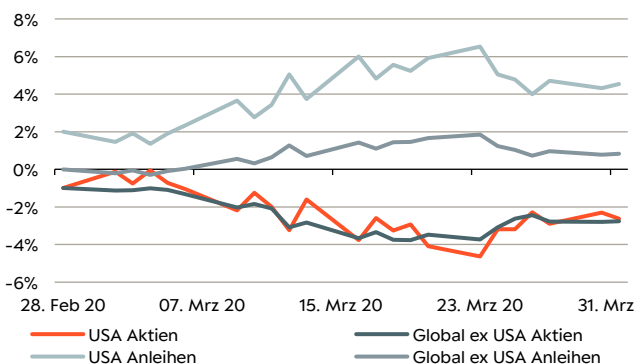
Target-Date-Fonds (TDFs) sind ein Spezialfall passiven Investierens. Sie sind vor allem in den USA eingesetzte Altersvorsorgeprodukte und investieren typischerweise in Aktien- und Anleiheindexfonds und verschieben mit zunehmendem Alter des Anlegers die Allokation planmäßig von Aktien hin zu Anleihen².

Interessant dabei ist vor allem ihr Rebalancierungsmechanismus: Wenn Aktien stark fallen und Anleihen stabil bleiben oder steigen, müssen TDFs Aktien nachkaufen und Anleihen verkaufen, um wieder auf die Zielgewichte zu gelangen. Genau das hat beispielsweise in der Corona-Korrektur im März 2020 stabilisierend gewirkt: Wie das simple Proxymodell unten zeigt, haben die Fonds antizyklisch Aktien gekauft, als viele Anleger panisch verkauften.

Diese antizyklische Komponente hat aber klare Grenzen: Fallen Aktien und Anleihen gleichzeitig deutlich – wie aktuell oder in Q1 2022 in einem Umfeld stark steigender Zinsen – verändert sich das Verhältnis der beiden Anlageklassen im Portfolio kaum. Dann gibt es aus Sicht der TDFs wenig Rebalancierungsbedarf, und dieser stützende Mechanismus bleibt weitgehend aus. Gleiches gilt bei Ölschocks wie der jetzigen Iran-Eskalation, in denen Risikoanlagen und Staatsanleihen zeitweise parallel unter Druck geraten. Auch dann bleibt der automatische Gegenstrom der TDFs schwach oder ganz aus. Damit zeigt sich: Target-Date-Fonds und ähnliche Strategien sind kein universeller Stabilisator, sondern wirken vor allem dann stützend, wenn sich Aktien und Anleihen unterschiedlich entwickeln.

Abb. 3: Große Zielgewichtsabweichungen im März 2020...

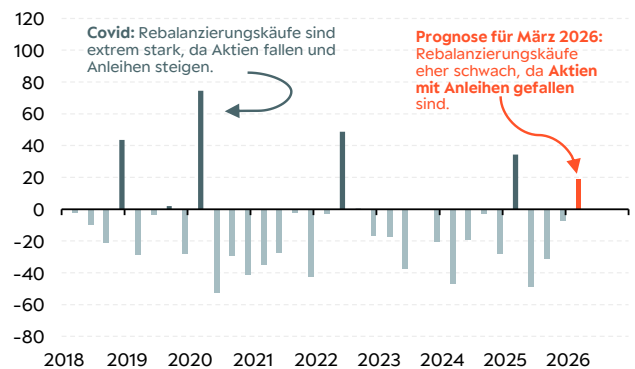
Geschätzte Zielgewichtsabweichungen von einem Target-Date-Fonds



Zeitraum: 28.02.2020 – 31.03.2020 | Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 4: ...führten zu Rebalancierungsflüssen bei Aktien!

Synthetisches Rebalancierungsmodell TDF-Strategien (\$US Mrd.)



Zeitraum: 01.01.2018 – 31.03.2026 | Quelle: Bloomberg, ICI, eigene Berechnungen

Risiken und Nebenwirkungen des Vormarschs der passiven Investmentstrategien

Neben den V-förmigen Erholungen nach Abverkäufen ergibt sich durch die besondere Art der nicht-fundamentalen Kapitalströme eine Reihe anderer Nebenwirkungen, die Studien und Marktanalysen inzwischen recht konsistent beschreiben.

Höhere Marktkonzentration: Große Indexmitglieder, insbesondere US-Technologie- und Wachstumswerte, profitieren überproportional, weil sie in vielen Indizes und Themen-ETFs gleichzeitig stark gewichtet sind. Dadurch konzentriert sich die Marktkapitalisierung zunehmend auf wenige Namen. Gerade sehr große Index-Schwergewichte wirken trügerisch „sicher“ und groß, sind aber relativ zu ihrer Größe oft überraschend illiquide bzw. unelastisch – infolgedessen können signifikante passive Kapitalflüsse zu überproportionalen Kursbewegungen bei diesen Titeln führen.

Durch kontinuierliche Zuflüsse erhöht sich der Marktanteil der Index-Schwergewichte immer weiter.

² Siehe „Steigender Einfluss von Target-Date-Fonds auf die Märkte“, Berenberg Märkte Fokus, 14. September 2022.



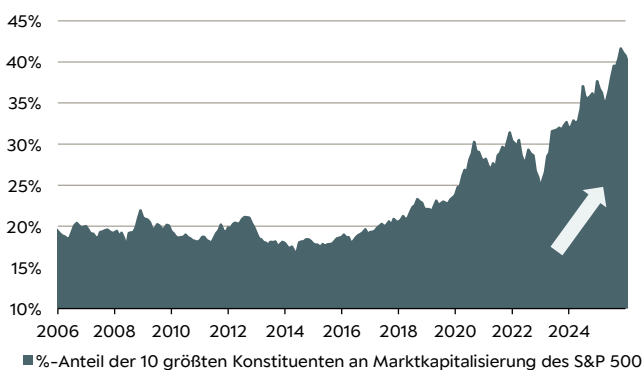
Veränderte Liquidität: ETFs können in normalen Zeiten den Handel von Wertpapieren in Körben bündeln und so die Liquidität erhöhen, in Stressphasen hängt die Handelbarkeit aber letztlich an den Basiswerten. Zudem verlagert sich ein wachsender Teil des Handels in die Schlussauktion, weil viele passive Strategien zum Index-Schlusskurs handeln wollen, um ihren „Tracking Error“, also die Abweichungen zum Index, zu minimieren.

Mehr Volatilität und „häufigere Extremereignisse“: Unsere vergangenen Analysen³ und nun auch vermehrt akademische Studien⁴ kommen zu dem Erkenntnis, dass Märkte häufiger extreme Tagesbewegungen zeigen und die Renditeverteilungen stärkere „Fat Tails“ haben – also längere Phasen scheinbarer Ruhe gefolgt von abrupten Schocks. Passives Kapital verstärkt dieses Verhalten, weil es nicht antizyklisch agiert, sondern Trends eher laufen lässt, bis andere Marktteilnehmer eingreifen.

Vormarsch passiver Investmentstrategien trägt zur erhöhten Fragilität der Märkte herbei.

Abb. 5: Marktkonzentration nimmt immer weiter zu

Marktkapitalisierung der größten 10 US-Aktien vs. Gesamtmarkt

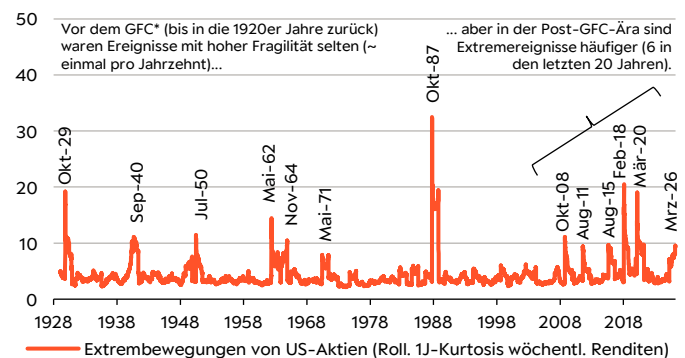


Zeitraum: 01.01.2006 – 31.12.2025

Quelle: Bloomberg, Factset, ICI, eigene Berechnungen

Abb. 6: Extremereignisse treten immer häufiger auf

Rollierende 1-Jahres-Kurtosis von wöchentlichen Renditen



Zeitraum: 01.01.1929 – 31.03.2026 | *GFC: Great Financial Crisis von 2008

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Was bedeutet ein immer größerer Passivanteil?

Genau diese Frage adressiert das neueste Research von Green, Krishnan und Sturm⁴: Es zeigt, dass mit steigender Passivquote der Mechanismus, der Kurse zu den fundamentalen Werten zurückführt, kontinuierlich an Stärke verliert. Ab einem bestimmten Schwellenwert – die Autoren diskutieren Größenordnungen von etwa zwei Dritteln Marktanteil passiver Investoren – steigt die erwartete Volatilität deutlich an. Bei noch höheren Passivanteilen nimmt die Volatilität überproportional („kubisch“) zu, was ausgeprägte Boom- und Crashzyklen wahrscheinlicher macht.

Im Extremfall ergibt sich daraus sogar die Möglichkeit, dass ein breiter Index innerhalb kurzer Zeit in die Nähe sehr niedriger Niveaus fällt, bevor er sich wieder erholt – weniger, weil die Unternehmensgewinne kollabieren, sondern weil kaum noch aktive Anleger übrig sind, die in Panikphasen als Käufer auftreten.

Praktisch gehen die Autoren selbst davon aus, dass Notenbanken und andere Institutionen einen kompletten Kollaps verhindern würden; entscheidend ist aber, dass schon weit darunter ein „fragileres“ Marktumfeld entsteht, in dem Kursausschläge heftiger und Erholungen abrupter ausfallen. In Kombination mit den empirischen Befunden – höhere Konzentration, mehr Gleichlauf, geringere Liquidität und stärkere Extreme – ergibt sich somit ein Bild, in dem die strukturellen Nebenwirkungen passiven Investierens immer stärker zum bestimmenden Merkmal der Märkte werden, je länger und je kräftiger die ETF-Zuflüsse anhalten.

Fortschreitende Adaption passiver Investmentprodukte dürfte Volatilität am Markt überproportional erhöhen.

³ Siehe „Ein goldenes Zeitalter für aktives und wahres Multi Asset“, Berenberg Insights, 21. Februar 2023.

⁴ Siehe „A Model for Passive That Breaks the Market“, Green, Krishnan und Sturm, SSRN, 18. März 2026.



Wie lange können ETF-Zuflüsse anhalten?

Daten zu globalen ETF-Strömen legen nahe, dass der Trend noch nicht am Ende ist: Weltweit wurden in den vergangenen Jahren Rekordzuflüsse verzeichnet, mit teils mehr als einer Billion US-Dollar Neugeldern pro Jahr und Dutzenden Monaten in Folge mit Nettomittelzuflüssen. Gerade in Europa und Nordamerika ist die Zahl der ETF-Investoren und das verwaltete Vermögen in diesen Fonds weiter stark gewachsen.

Hinzu kommt ein demografischer Effekt: Studien zeigen, dass besonders Millennials und Gen-Z-Anleger ETFs in ihren Depots und Altersvorsorgekonten überdurchschnittlich häufig nutzen⁵. Diese Generationen stehen erst am Anfang bzw. in der Mitte ihrer Sparphase. Solange sie verstärkt auf ETFs setzen und Regulierungen wie QDIA-Regeln in den USA passives Investieren in der Altersvorsorge begünstigen, spricht vieles dafür, dass die ETF-Zuflüsse noch etliche Jahre, wahrscheinlich eher Jahrzehnte, anhalten.

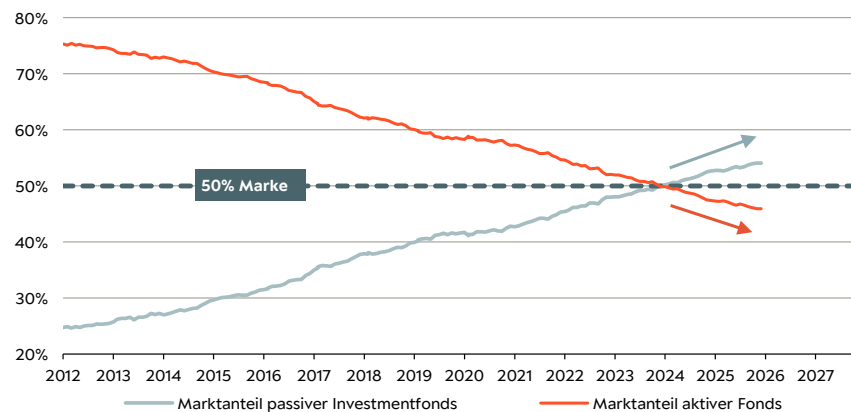
Marktanteil passiver Strategien dürfte mittelfristig weiter steigen...

Natürlich können schwere Krisen, sehr lange Bärenmärkte oder politische Eingriffe diesen Trend bremsen oder zeitweise umkehren, indem zum Beispiel eine steigende Arbeitslosigkeit zu einer geringeren Sparrate bei der privaten Altersvorsorge führt. Aber aus heutiger Sicht ist es plausibel, dass der „passive Anteil“ am Markt weiter steigt, bevor er – demografisch bedingt durch Verrentung und Entsparphasen – irgendwann wieder abnimmt. Schließlich sind die älteren Generationen tendenziell deutlich vermögender als die jüngeren, sodass im Aggregat ETFs verkauft werden dürften. Die alles entscheidende Frage ist also, wann dieser Zeitpunkt erreicht sein wird. Und wenn dem so ist und Indexfonds kontinuierlich mit Abflüssen zu kämpfen haben, spricht vieles dafür, dass Indizes und insbesondere die Schwergewichte im Index überproportional stark fallen.

...doch langfristig könnte die Verrentung der vermögenden Generationen passiven Investmentvehikeln Assets entziehen.

Abb. 7: Passive Fonds haben mittlerweile höheren Marktanteil als aktive Fonds

Geschätzter Marktanteil, basierend auf Bloombergs US-Fondsdatenbank



Zeitraum: 01.01.2012 – 31.12.2025

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

⁵ Siehe „Der ineffiziente Markt“, Berenberg Märkte Fokus, 14. Januar 2025



Impressum

Herausgeber

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Portfoliomanagement Alternatives & Leiter Multi Asset Strategy & Research

Autor



Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Portfoliomanagement Alternatives &
Leiter Multi Asset Strategy & Research

T.: +49 69 91 30 90-501

E.: ulrich.urbahn@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

Monitor

► **Fokus**

Investment Committee Protokoll

www.berenberg.de/publikationen



Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information 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 zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, Verkaufsprospekt, aktueller Jahresbericht und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen finden Sie unter www.berenberg.de/esg-investments. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten Sie Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Der Investmentfonds weist aufgrund seiner Zusammensetzung / der von

dem Fondsmanagement verwendeten Techniken eine erhöhte Volatilität auf, d.h. die Anteilspreise können auch innerhalb kurzer Zeiträume stärkeren Schwankungen nach unten oder nach oben unterworfen sein. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Überseering 28, 22297 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter der Internetadresse <https://productdocumentsuite.berenberg.de> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache finden Sie auf der Homepage der Kapitalverwaltungsgesellschaft www.universal-investment.com/media/document/Anlegerrechte. Zudem weisen wir darauf hin, dass Universal-Investment bei Fonds für die sie als Kapitalverwaltungsgesellschaft Vorkehrungen für den Vertrieb der Fondsanteile in EU-Mitgliedstaaten getroffen hat, beschließen kann, diese gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU, insbesondere also mit Abgabe eines Pauschalangebots zum Rückkauf oder zur Rücknahme sämtlicher entsprechender Anteile, die von Anlegern in dem entsprechenden Mitgliedstaat gehalten werden, aufzuheben. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. 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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. 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 verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen. Datum 30.03.2026