



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 29/01/2025

Konzentration am Aktienmarkt durch Big-Tech – die neue Normalität?

von SVEN EBERT & PHILIPP IMMENKÖTTER

Zusammenfassung

Was spricht für eine neue Normalität der Konzentration am US-Aktienmarkt und was dagegen?

Abstract

What speaks for a new normality of concentration on the US stock market and what speaks against it?

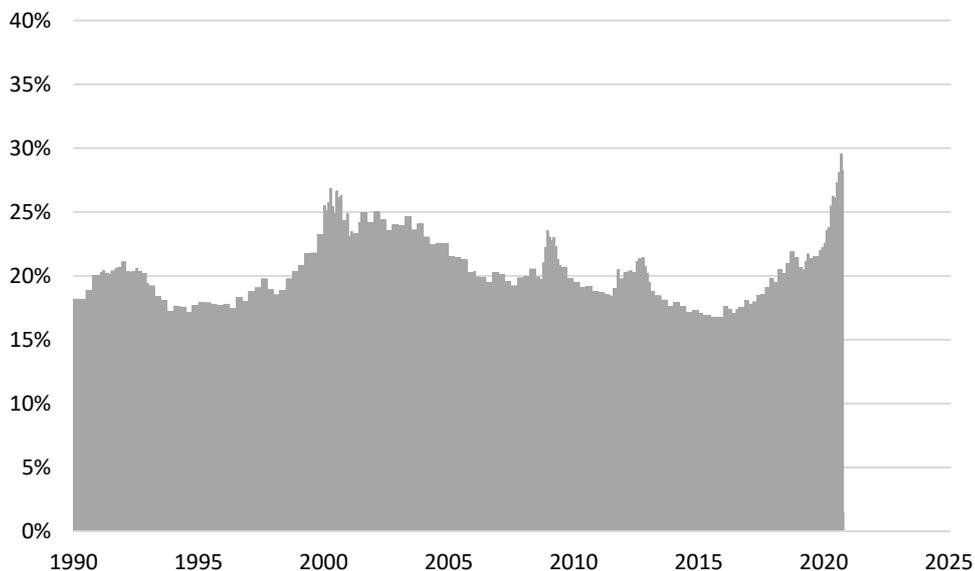


Das Jahr ist erst vier Wochen alt, aber die Konzentration am US-Aktienmarkt hat bereits weiter zugenommen. Auch den jüngsten Kursrutsch hat sie überstanden. Welche Szenarien gibt es für die Zukunft?

In einem kapitalgewichteten Index wie dem S&P 500 bestimmt sich das Gewicht einer Aktie als Anteil des Börsenwerts der Aktie am Marktwert des gesamten Index. Zählt man die Gewichte der zehn größten Aktien zusammen, erhält man eine Kennzahl, mit der man Konzentration messen kann. Die Kennzahl gibt Aufschluss darüber, wie sehr die Kursentwicklung des Index von den größten Aktien des Index abhängt. Ist die Konzentration hoch, so hängt die Indexperformance von einigen wenigen Werten ab und man spricht von einem Konzentrationsrisiko. Kursverluste einzelner großer Titel können im Index weniger durch die übrigen ausgeglichen werden.

Zwischen 1990 und 2020 schwankte die Konzentration des S&P 500 zwischen 15 und 25 Prozent (siehe Abbildung 1). Der Durchschnitt lag bei ungefähr 20 Prozent. Zum Vergleich: Wären alle Unternehmen stets gleich groß, läge die Konzentration bei lediglich zwei Prozent. Eine Konzentration auf wenige Titel und ein damit einhergehendes Konzentrationsrisiko ist also historisch nicht neu. Sie entsteht auf natürliche Art und Weise dadurch, dass einzelne Unternehmen wirtschaftlich erfolgreicher als andere sind und so stärker wachsen können.

Abbildung 1: Die neuen Höhen der Konzentration im S&P 500



Konzentration entspricht dem Marktwert der zehn Aktien mit dem höchsten Marktwert im US-Aktienindex S&P 500. Quelle: Refinitiv, Stand 28.01.2025



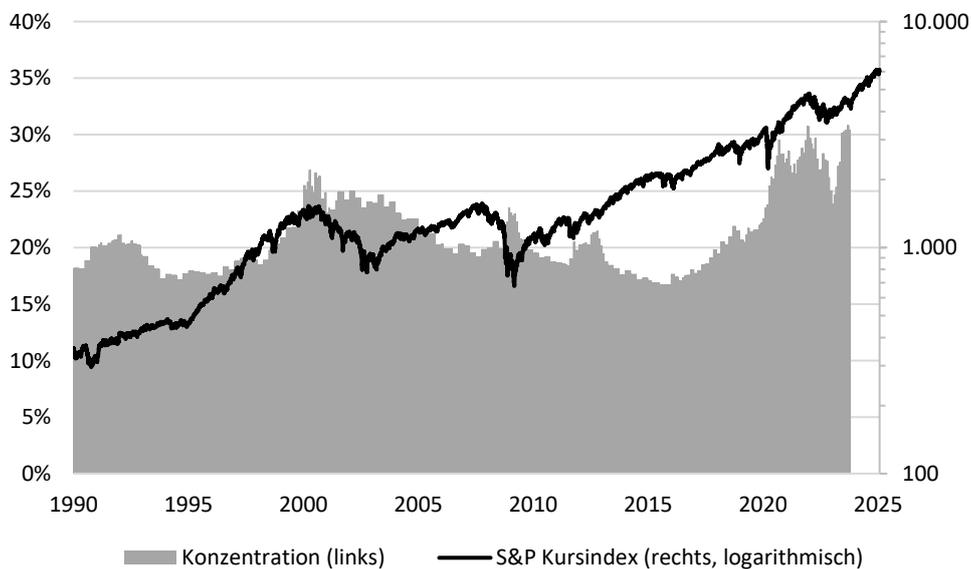
Neu sind allerdings die Höhen, in die sich die Konzentration aufgeschwungen hat. Mit kurzer Unterbrechung zu Beginn der Corona-Pandemie ist die Konzentration im S&P 500 wie an der Schnur gezogen auf über 35 Prozent geklettert. Genau genommen steigt sie seit dem Jahr 2015, also bereits seit zehn Jahren.

Grund für die aktuelle Konzentration des S&P 500 sind die massiven Kursgewinne der Technologieunternehmen in der jüngeren Vergangenheit. Die fortlaufende Digitalisierung und hohe Erwartungen an die zukünftige Leistung von Systemen künstlicher Intelligenz (KI) haben bewirkt, dass sich Aktien wie Nvidia, Microsoft und Meta vom Markt abgesetzt haben. Heute sind neun der aktuell zehn größten Aktien dem Tech-Sektor zuzuordnen.¹

Wie hat sich Konzentration in der Vergangenheit auf- und abgebaut?

Fragt man sich, wohin die aktuelle Situation führen könnte, hilft zunächst der Blick in die Vergangenheit: Die Dotcom-Krise, die große Finanzkrise, die Corona-Krise und der Tech-Winter des Jahres 2022 stehen jeweils in Zusammenhang mit dem Aufbau bzw. Rückgang der Konzentration im S&P 500.

Abbildung 2: Konzentration und Kurs des S&P 500



Konzentration entspricht dem Marktwert der zehn Aktien mit dem höchsten Marktwert im US-Aktienindex S&P 500 im Verhältnis zum Marktwert des gesamten Index. Quelle: Refinitiv, Stand 28.01.2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

¹ Stand 15.01.2025: In absteigender Reihenfolge des Börsenwerts. Apple, Nvidia, Microsoft, Amazon.com, Meta Plattformen, Tesla, Alphabet A, Alphabet B, Broadcom, Walmart. Der Börsenwert der Aktien entspricht 36,5 Prozent des Werts des gesamten Index.



In der Dotcom-Zeit Ende der 1990er Jahre waren die Gewinnerwartungen für Technologie-Unternehmen sehr hoch und die Nachfrage nach den zugehörigen Aktien enorm. Dies erzeugte eine Konzentration im S&P 500. Als die sogenannte Dotcom-Blase Anfang des Jahres 2000 platzte, baute sich auch die Konzentration wieder ab. Jedoch waren nicht nur Tech-Unternehmen unter den größten 10 Aktien des Index vertreten. Unter anderem befanden sich auch die Aktien älterer etablierter Unternehmen wie Citigroup, Walmart und Exxon Mobil hierunter. Letztere wurden nicht abrupt von den fallenden Kursen der Tech-Unternehmen beim Platzen der Blase Anfang des Jahres 2000 erfasst. Mit den fallenden Kursen baute sich die Konzentration dementsprechend auch nur langsam ab.

In der Finanzkrise war dies anders. Als der US-Aktienindex ab dem Jahr 2007 zu fallen begann, waren zwar zwei Banken unter den größten Titeln, es lag aber keine bedeutende Konzentration vor. Erst mit dem deutlichen Kursverfall im Jahr 2008 entstand eine Konzentration, die aus etablierten Tech-, Öl- und Pharma-Titeln bestand, die sich verhältnismäßig gut in der Krise halten konnten. Durch die schnell einsetzende Erholung der übrigen Titel baute sich jedoch bereits im Frühjahr des Jahres 2009 die Konzentration wieder ab. Die Konzentration im S&P 500 während der Finanzkrise wurde also entgegen der Konzentration der Dotcom-Zeit von einem Kursrutsch erzeugt und durch die Kurserholung wieder aufgelöst.

Der Kurssturz zu Beginn der Coronakrise hatte keinen großen Einfluss auf die Konzentration, da er den gesamten Markt herunterriss. Erst mit der Erholung der Kurse und dem verstärkten Fokus der Anleger auf Unternehmen, die von der Pandemie profitierten, erhöhte sich kurzfristig die Konzentration.

Im darauffolgenden Tech-Winter des Jahres 2022 fielen große Tech-Aktien massiv im Preis. Am Markt gab es erhebliche Zweifel an den zukünftigen Gewinnen der Unternehmen. Gleichzeitig wiesen die Tech-Titel eine besonders hohe Zinssensitivität auf, da ihre erwarteten Gewinne meist weit in der Zukunft liegen. Die hoch aufgetürmte Konzentration fiel drastisch ab.

Der Auf- und Abbau von Konzentration eines Aktienindex kann also nicht einfach mit platzenden Blasen erklärt werden. Es ist ein vielschichtiger Vorgang, der durch unterschiedliche Faktoren entstehen kann. Ein Kurssturz führt nicht zwangsläufig zu einem Abbau von Konzentration.



Ein neues Level an Konzentration durch Digitalisierung?

Nicht geklärt ist damit aber der Anstieg der Konzentration auf neue Rekordhöhen. Selbst die Corona-Pandemie und der Tech-Winter konnten diese Entwicklung nicht aufhalten. Vieles spricht dafür, dass die Digitalisierung und neuerdings KI die Struktur der Wirtschaft nachhaltig verändert haben und wir uns an neue Konzentrationsniveaus – getrieben durch die großen Technologiekonzerne - gewöhnen müssen.

Zahlreiche Produkte verfügen über digitale Komponenten, wie es sie in der Vergangenheit nicht gab. Die Fälle reichen von der Automobilindustrie bis hin zu Kinderspielzeug. Ganze Unternehmen verlagern ihre Geschäftsfelder, so dass ein Buchhändler zunächst zu einem Onlineversandhandel und schließlich zu einem Cloudanbieter wird. KI-Elemente lassen sich aus dem Software-Engineering, der Bild- und Textverarbeitung nicht mehr wegdenken. Unternehmen dieser Wertschöpfungskette, wie Microsoft oder Nvidia erlangen so immer wieder größere Marktstellungen, wodurch neue Anwendungen und Absatzmöglichkeiten erschlossen werden können.

Der sprunghafte Anstieg von Ausgaben für den Bau von Rechenzentren in den letzten zehn Jahren, welche die „Cloud“ bzw. die digitale Infrastruktur für diese Entwicklungen der Realwirtschaft bereitstellen, verdeutlicht den Trend. Seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 2014 sind die Ausgaben von 1,6 Milliarden US-Dollar auf über USD 30 Milliarden pro Jahr angewachsen. Das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 30 Prozent (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3: Ausgaben für den Bau von Rechenzentren in den USA

in Milliarden USD



Quelle: Macrobond, Stand 20.01.2025.



Die strukturelle Veränderung der Wirtschaft zeigt sich auch in der Bewertung. Wie von unserem Gründungsdirektor Thomas Mayer² bereits angemerkt, spricht vieles dafür, dass sich ein nachhaltiger Anstieg der Bewertung von US-Aktien hervorgetan hat. Während historisch betrachtet der S&P 500 um ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 15 schwankte, ist dies seit den 1990er Jahren angestiegen und schwankt nun um einen Wert von 30. Dies bedeutet, dass bei den gleichen erwarteten Gewinnen der Kurs nun doppelt so hoch ist. Der Anstieg der Bewertung erfolgte nicht über alle Branchen gleich, sondern ist in Branchen mit einem verhältnismäßig geringem Kapitalstock wie dem Tech-Sektor stärker ausgeprägt.

New Normal oder Konzentrationsrisiko?

In einer einfachen Fortschreibung der jüngeren Entwicklung bleibt Big-Tech der Innovationsmotor der Weltwirtschaft. Die großen US-Tech-Konzerne bleiben die Indexschergewichte und festigen ihr Oligopol im Bereich digitaler Technologien. Die übrigen Unternehmen nehmen die Innovationen auf, können damit aber nicht zu den Big-Tech-Unternehmen aufschließen, da die Tech-Konzerne die entstehenden Produktivitätsgewinne der übrigen Unternehmen zu großen Teilen abschöpfen können. Schutzwälle in Form eines Technik- und Wissensvorsprungs helfen dabei den Unternehmen ihre Vormachtstellung zu behaupten. Die zukünftige Bewertung der großen Tech-Titel kann so auch hoch bleiben, da vergangene Bewertungen und Wachstum bestätigt werden und Anleger weiter Wachstum erwarten. Die Konzentration des S&P 500 verbliebe auf hohem Niveau.

Aber der Innovationsmotor rund um KI könnte ins Stottern geraten. Innovation verläuft nun mal nicht geradlinig, sondern auch in Schüben. Und effizientere Algorithmen, die ähnlich leistungsstark sind, aber die Nachfrage nach Halbleitern verändern, von kleineren Unternehmen wie DeepSeek, können die Marktstellung der großen Player in Frage stellen. Unternehmen anderer Branchen könnten in dieser Zeit aufholen, in dem sie sich KI und andere Tech-Entwicklungen zu Nutze machen und damit relativ an Börsenwert gewinnen. Ein vorübergehender Rückgang der Konzentration im S&P 500 wäre die Folge. Die Renditen der neu gewonnenen Produktivitätsfortschritte würden die Unternehmen aber vermutlich wieder in Big-Tech Applikationen stecken wollen, was den Konzentrationsrückgang abmildern könnte.

Allerdings sprechen statistische Argumente für eine Rückkehr auf traditionelle Niveaus. Aktuell liegt die Bewertung gemessen am KGV der zehn größten Unternehmen des S&P 500 beim zweifachen der Bewertung des Gesamtindex. Damit ist auch dieses Verhältnis zu Zeiten hoher Konzentration historisch hoch und spricht für ein deutliches Konzentrationsrisiko, welches mittelfristig einen Abbau der Konzentration im S&P 500 nahelegt.

² Thomas Mayer: [US-Aktienmarkt: Teuer, aber auch gut? Flossbach von Storch RI](#), 2024.



Tabelle 1: Konzentration und Bewertung im Aktienindex S&P 500

Hochpunkt der Konzentration	TOP10 Unternehmen		S&P 500 KGV	KGV-Verhältnis TOP10 zu S&P 500
	Anteil des Index	KGV		
Feb 91	20,4%	18,3	15,9	1,2
Mrz 00	26,8%	66,4	31,4	2,1
Okt 08	22,3%	12,9	12,5	1,0
Aug 12	21,3%	18,8	15,2	1,2
Aug 20	29,6%	46,5	29,7	1,6
Jan 22	29,2%	51,0	24,4	2,1
Jan 25	35,3%	56,1	28,4	2,0

KGV ist Kurs-Gewinn-Verhältnis. Anteil am Index entspricht der Marktkapitalisierung der 10 größten Titel im Verhältnis zum Gesamtindex, Quelle: Refinitiv, Stand 20.01.2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Ebenfalls denkbar wäre, dass die Konzentration noch weiter steigt. Die Finanzkrise zeigte, dass durch ungleichmäßig fallende Kurse eine Konzentration entstehen kann. Ein exogener Schock, wie beispielsweise eine Erhebung von Importzöllen, würde die US-Wirtschaft insgesamt belasten. Die Tech-Konzerne, geschützt durch Elon Musk und andere Berater von Donald Trump, wären jedoch eventuell weniger betroffen. Um in einer möglichen Günstlingswirtschaft nicht zu kurz zu kommen, haben sich einige Tech-Manager schon in Stellung gebracht. Die Anwesenheit von Elon Musk (Tesla), Jeff Bezos (Amazon) und Mark Zuckerberg (Meta) in der ersten Reihe bei der Inauguration des neuen US-Präsidenten Donald Trump zeugen von dieser Verbindung. Die derzeit noch nicht genau umrissene Stargate-Initiative von Donald Trump deutet die staatliche Unterstützung von Big-Tech an. Die Konzentration würde in diesem Szenario noch weiter ansteigen.

Fazit

Digitale Lösungen sind tief in unser Leben und Arbeiten integriert und der Abstand zum historischen Mittelwert der Konzentration ist immens: Selbst, wenn die 10 größten Unternehmen in ihrem Börsenwert stagnieren, müsste sich der Börsenwert der anderen 490 Unternehmen mehr als verdoppeln, damit ein Rückgang von 35 % auf 20 % möglich wird. Stagnieren die aktuell 490 kleinsten Unternehmen, müssten die zehn größten Unternehmen mehr als die Hälfte ihres Börsenwerts verlieren.

Wer an die Innovationsfähigkeit der Technologieunternehmen auf die lange Sicht glaubt, der sollte auch von einer langfristig höheren Konzentration ausgehen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. Sven Ebert & Dr. Philipp Immenkötter *Redaktionsschluss* 28. Januar 2025