

## Was kommt nach der extremen Marktkonzentration?

### Autoren



Benjamin R. Nastou, CFA  
Co-CIO Quantitative Solutions



Derek W. Beane, CFA  
Institutional Portfolio Manager



Jonathan Perlman  
Quantitative Sr. Research Associate

Nach dem extremen Kursanstieg der Magnificent 7 in den USA und der GRANOLAS in Europa ist die hohe Marktkonzentration in aller Munde. Die Großen wurden immer größer, und ihr Anteil an der Marktkapitalisierung wuchs und wuchs. Weil Indizes wie der S&P 500 kapitalisierungsgewichtet sind, haben sie aufgrund der guten Performance einiger weniger hochkapitalisierter Aktien ebenfalls kräftig zugelegt. Die eher mittelmäßige Wertentwicklung der vielen anderen Titel fiel dadurch nicht weiter auf. Verstärkt wurde die Entwicklung durch die immer zahlreicheren passiven Fonds und ETFs, die die Nachfrage weiter anheizten. Passiven Investoren kam das entgegen, da ihnen die Gewinne einiger weniger Titel hohe Erträge bescherten. Wenn Ihr Portfolio überwiegend aus klassischen Large Caps oder hochkapitalisierten Wachstumswerten bestand (wie sie der S&P 500 enthält), haben Sie vermutlich ordentlich verdient, anders als bei einem anderen Portfolioschwerpunkt. In den fünf Jahren von Januar 2019 bis Dezember 2023 hat man mit kapitalisierungsgewichteten Large Caps 126% verdient, mit Small Caps aber nur 61%. Ähnlich groß ist der Unterschied bei den Investmentstilen: Growth verzeichnete 137% Plus, Value nur 67%.<sup>1,2,3,4</sup>

Angesichts der extremen Marktkonzentration stellen sich zwei Fragen:

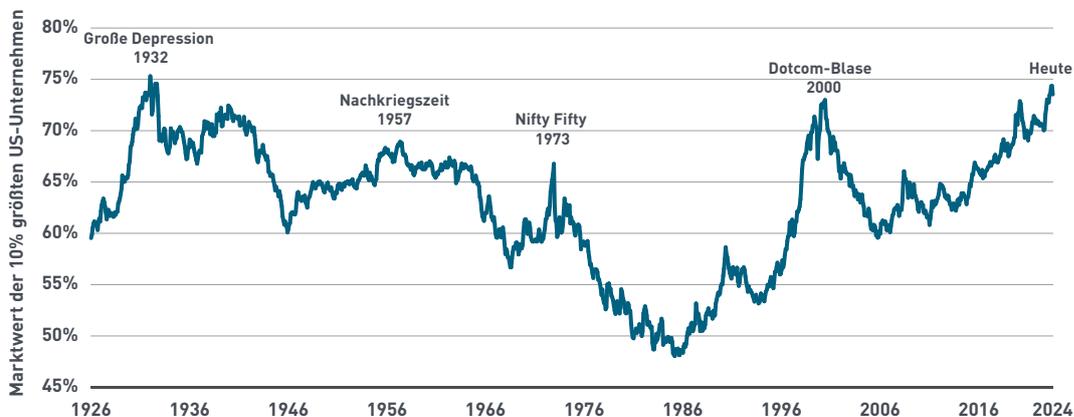
1. Ist sie auch im Vergangenheitsvergleich besonders hoch?
2. Was folgt oft auf einen hochkonzentrierten Markt?

### Damals und heute

Konzentration kann man auf unterschiedliche Weise messen, kommt aber offensichtlich immer zum gleichen Ergebnis: Selten zuvor war der US-Aktienmarkt so konzentriert wie heute. In der Presse ging es zuletzt meist um den S&P 500, wogegen auch nichts einzuwenden ist. Wir legen aber Wert auf eine umfassendere Analyse und betrachten deshalb alle börsennotierten US-Aktien.<sup>5</sup> Abbildung 1 zeigt, dass es auch früher hochkonzentrierte Märkte gab, doch sind wir von der höchsten Konzentration der letzten 100 Jahre nicht mehr weit entfernt. Das heißt nicht, dass sie bald wieder nachlassen muss. Wir haben keine Kristallkugel. Die Vergangenheit kann aber Anhaltspunkte dafür liefern, was bei einem Regimewechsel zu erwarten ist.



Abbildung 1: Marktkonzentration



Quellen: NYSE, American Stock Exchange und NASDAQ, aus der Kenneth R. French Data Library (dartmouth.edu), [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).

Interessant ist auch, dass die Konzentration wenig mit der Marktphase zu tun hat: Besonders hoch war sie nicht nur in der Hausse, wenn Anleger (wie 1973 und 2000) in ihre Lieblingsaktien getrieben wurden, sondern auch in der Baisse (wie 1932 und 1957).

### Und jetzt?

Märkte folgen Zyklen. Mal liegt Value vorn, mal Growth; mal Large Caps, mal Small Caps; mal US-Aktien, mal nicht amerikanische Titel – und mal sind die Märkte konzentriert und mal nicht. Anleger müssen das wissen. Wie die Abbildung zeigt, kommt nach einer Konzentrationsphase irgendwann eine Zeit, in der sich Diversifikation wieder lohnt. Wenn auf jede Konzentrationsphase eine Diversifikationsphase folgt, muss man sich fragen, wie lange der Konzentrationsabbau dauert und was er für welche Marktsegmente bedeutet.

Wir haben deshalb die Zeit unmittelbar vor und unmittelbar nach den Maximalkonzentrationen in Abbildung 1 untersucht. Wir wollten wissen, wie lange die Konzentration steigen kann und wie lange der anschließende Abbau dauert.

Abbildung 2: Zykluslängen

Konzentrationsmaximum	1932	1957	1973	2000	Durchschnitt	Aktueller Zyklus*
Konzentrationsphase (Jahre)	—	11,4	4,3	15,3	10,3	17,7
Diversifikationsphase (Jahre)	13,9	11,3	12,3	5,3	10,7	—

Anmerkung: „Konzentrationsphase“ ist die Zeit vom Konzentrationsminimum bis zum -maximum, „Diversifikationsphase“ die Zeit vom Konzentrationsmaximum bis zum folgenden -minimum. Für die Zeit vor dem Konzentrationsmaximum 1932 liegen keine Daten vor. \* Stand 31. Dezember 2023.

Quellen: NYSE, American Stock Exchange und NASDAQ, aus der Kenneth R. French Data Library (dartmouth.edu), [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).



Bei steigender Marktkonzentration wächst der Indexanteil hochkapitalisierter Aktien, meist zum Vorteil schwach diversifizierter Portfolios. Nach dem Maximum gewinnt der Markt meist an Breite, sodass sich eine stärkere Diversifikation anbietet. Die Phasen dauern meist sehr lange. Im Schnitt nimmt die Konzentration etwa zehn Jahre lang zu, um dann zehn Jahre lang zu fallen. Selbst wenn es schnell geht, dauern Konzentrations- und Diversifikationsphase mindestens vier bis fünf Jahre, was manche für einen vollen Marktzyklus halten. Als die Marktkonzentration im Jahr 2000 zu fallen begann, dauerte die Diversifikationsphase bis April 2006. Die anschließende Konzentrationsphase hält aber jetzt schon fast 20 Jahre an, was deutlich über dem Durchschnitt liegt. Wir wissen nicht, wann sie endet. Es gibt aber empirische Anhaltspunkte dafür, dass sie sowohl extrem ausgeprägt als auch extrem lang ist.

Die Kurse steigen und fallen, und die Konzentration nimmt mal zu und mal ab. Zweifellos kann sie aber Auswirkungen auf andere Marktparameter haben. Das zeigte sich in den letzten Jahren, als hochkapitalisierte Wachstumsaktien deutlich vor Small Caps und Substanzwerten lagen. Ist das typisch für eine solche Phase? Und was passiert, wenn es sich ändert?

### Abbildung 3: Marktentwicklung nach einem Konzentrationsmaximum

Mehrertrag (Prozentpunkte)	3 Jahre		5 Jahre		10 Jahre		Gesamte Diversifikationsphase	
	Annualisiert	Kumuliert	Annualisiert	Kumuliert	Annualisiert	Kumuliert	Annualisiert	Kumuliert
<b>Gleichgewichtet – kapitalisierungs- gewichtet</b>	14	50	12	82	8	125	9	197
<b>Small Caps – Large Caps</b>	10	36	9	61	8	114	9	158
<b>Value – Growth</b>	5	18	7	44	4	46	7	104

Quellen: NYSE, American Stock Exchange und NASDAQ, aus der Kenneth R. French Data Library (dartmouth.edu), [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).

Abbildung 3 zeigt die durchschnittlichen annualisierten und kumulierten Mehrerträge nach dem Konzentrationsmaximum für unterschiedliche Zeiträume in den USA. Dargestellt sind die Performanceunterschiede zwischen dem gleichgewichteten und dem kapitalisierungsgewichteten Index, Small Caps und Large Caps sowie zwischen Substanz- und Wachstumswerten. Ganz rechts sieht man den Mehrertrag während der gesamten Diversifikationsphase, vom Konzentrationsmaximum bis zum Konzentrationsminimum.

Man sieht, dass dann meist die Marktsegmente besser abschneiden, die in den Jahren zuvor hinten gelegen haben – und das mit großem Vorsprung. Konkret zeigt Abbildung 3 Folgendes:

- **Marktbreite:** Gleichgewichtete Indizes lagen deutlich vor kapitalisierungsgewichteten Indizes. Nach einer Zeit mit extremer Konzentration verzeichneten diversifiziertere Portfolios (etwa gleichgewichtete) im Schnitt Mehrertrag gegenüber ihren stärker konzentrierten, kapitalisierungsgewichteten Pendanten. Das könnte gut für aktive Manager sein, die meistens stärker diversifizieren. Definitionsgemäß entsprechen passive Portfolios hingegen genau dem Index, dem sie folgen. Da einige wenige sehr erfolgreiche Titel einen großen Teil der Large-Cap-Indizes ausmachen, könnte eine Schwäche dieser Titel hohe Verluste passiver Strategien zur Folge haben. Aktive Manager können hingegen behutsam diversifizieren und das hohe Konzentrationsrisiko der Benchmark meiden.



- **Größe:** Small Caps lagen vor Large Caps. Vielleicht verzichtet man auf Ertrag, wenn man nicht auch in niedriger kapitalisierte Aktien investiert. Die Verzerrung vieler Large-Cap-Indizes und die Möglichkeit, aktive Positionen in einem weniger von Analysten beobachteten und weniger effizienten Markt einzugehen, könnten aktiven Managern ebenfalls nützen. Sie haben die Aussicht auf Mehrertrag durch Einzelwertauswahl.
- **Stil:** Value lag vor Growth. Wie bei der Marktkapitalisierung kann sich auch bei den Anlagestilen Diversifikation lohnen. Natürlich lagen Wachstumswerte zuletzt vorn. Stildiversifikation kann aber die Erträge stabilisieren, wenn sie irgendwann wieder hinten liegen.

Natürlich weiß niemand genau, wann die Konzentration wieder fällt. Aber das halten wir auch gar nicht für so wichtig. Ob der Betrachtungszeitraum ein oder zwei Jahre vor dem Konzentrationsmaximum beginnt, ist für das Vorzeichen unserer Ergebnisse egal. Selbst wenn man zu früh umschichtet, kann man unserer Ansicht nach am Wendepunkt von einer höheren Diversifikation profitieren. Wir halten eine ordentliche Diversifikation für wichtiger als den genauen Zeitpunkt.

## Fazit: Argumente für Diversifikation

Nach den hohen Kursgewinnen der letzten zehn Jahre, ermöglicht durch nur wenige Aktien, kann man den Nutzen der Diversifikation leicht vergessen. Aber das wäre unklug. Die letzten gut zehn Jahre werden wohl irgendwann als eine Zeit extremer Konzentration in die Geschichte eingehen – mit einer sehr guten Performance einiger weniger Titel. Wir wissen nicht, wann der Regimewechsel kommt. Die Vergangenheit zeigt uns aber, dass er dramatisch werden kann. Die anschließende Diversifikationsphase kann dann genauso lange dauern wie die Konzentrationsphase zuvor. Diversifikation und aktives Management können sich lohnen! ▲

## Anmerkungen

<sup>1</sup> S&P 500, Bruttoertrag der Top 50.

<sup>2</sup> Russell 2000<sup>®</sup>, Gesamtertrag.

<sup>3</sup> Russell 3000<sup>®</sup> Growth, Gesamtertrag.

<sup>4</sup> Russell 3000<sup>®</sup> Value, Gesamtertrag.

<sup>5</sup> Quellen: NYSE, American Stock Exchange und NASDAQ, aus der Kenneth French Data Library (dartmouth.edu), [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).



„Standard & Poor's<sup>®</sup>“ und „S&P<sup>®</sup>“ 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 MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500<sup>®</sup> 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.

Quelle und Eigentümer der Handelsmarken, Dienstleistungsmarken und Copyright-Angaben zu den Russell-Indizes ist die Frank Russell Company (Russell). Russell<sup>®</sup> ist eine Handelsmarke der Frank Russell Company. Weder Russell noch seine Lizenzgeber übernehmen irgendeine Haftung für Fehler oder Auslassungen in den Russell-Indizes oder -Ratings. Niemand sollte sich auf die Russell-Indizes, Russell-Ratings und/oder auf die in diesem Dokument enthaltenen Daten verlassen. Die Russell-Informationen dürfen nur mit vorheriger und ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung von Russell weitergegeben werden. Der Inhalt dieses Dokuments wurde/wird von Russell nicht beworben, unterstützt oder genehmigt.

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.

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten.

### GLOBALER DISCLAIMER

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

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.;

**Kanada:** 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<sup>®</sup>, 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. **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 Finanzenerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board 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 steuerbefreierter 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 tätigt. **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.