PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Research

Konzentrationsrisiko auf dem globalen Aktienmarkt

Implikationen für Anleger

PPCmetrics AG
Dr. Luzius Neubert, CFA, Partner
Luca Tonizzo, CFA, Managing Consultant
Kevin Vuong, Investment Consultant

Zürich, 12. Januar 2024

© PPCmetrics AG

Ausgangslage

- Die **Performance von globalen Aktienindizes** wie dem MSCI World Index («MSCI World») und dem MSCI All Country World Index («MSCI ACWI») wurde in den letzten Jahren vermehrt von **einzelnen Titeln getrieben**.
- Aktuell machen **fünf Titel** rund **16.4%** und **zehn Titel** rund **21.3% der Gewichtung** des **MSCI World** aus, wobei **Unternehmen** aus dem **Technologiebereich** (u.a. künstliche Intelligenz) besonders stark gewichtet sind.
- In dieser Präsentation wird die **Struktur** des **globalen Aktienmarktes am MSCI World Index** im Zeitverlauf sowie die **Performance-Implikationen** der am stärksten gewichteten Titel analysiert, sowie **mögliche alternative Umsetzungen zur passiven Replikation** des MSCI World diskutiert.

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

Top 10 Titel

MSCI World Index	Gewichtung
Apple	5.0%
Microsoft	4.4%
Alphabet	2.6%
Amazon.com	2.3%
Nvidia	2.0%
Total Top 5	**16.4%**
Meta Platforms	1.3%
Tesla	1.2%
Broadcom Inc	0.8%
JPMorgan Chase & Co	0.8%
UnitedHealth Group	0.8%
Total Top 10	**21.3%**

Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

SPI	Gewichtung
Nestle	17.7%
Novartis	12.3%
Roche	11.9%
UBS	5.2%
Zürich Versicherung	4.5%
Total Top 5	**51.6%**
Richemont	4.2%
ABB	4.0%
SIKA	2.6%
Holcim	2.4%
Alcon	2.2%
Total Top 10	**66.9%**

Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

- Der **MSCI World Index** ist ein **nach Marktkapitalisierung gewichteter** Index, der **grosse** und **mittelgrosse** Unternehmen aus **23 Industrie-Ländern** abbildet und aktuell rund **1’480 Titel** umfasst.
- **Die fünf grössten Titel** machen derzeit rund **16.4%** der Gewichtung im MSCI World aus, während **zehn Titel** rund **21.3%** ausmachen.
- Zum Vergleich: Der **Schweizer Aktienmarkt** ist mit einem Anteil der fünf grössten Titel von 51.6% nochmals **deutlich stärker konzentriert als der MSCI World**.

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

Top 10 Titel im Zeitverlauf

2023	
MSCI World Index	**Gewichtung**
Apple	5.0%
Microsoft	4.4%
Alphabet	2.6%
Amazon.com	2.3%
Nvidia	2.0%
Total Top 5	**16.4%**
Meta Platforms	1.3%
Tesla	1.2%
Broadcom Inc	0.8%
JPMorgan Chase & Co	0.8%
UnitedHealth Group	0.8%
Total Top 10	**21.3%**

Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2023

2014	
MSCI World Index	**Gewichtung**
Apple	2.0%
Exxon Mobil	1.2%
Microsoft	1.1%
Johnson & Johnson	0.9%
Wells Fargo	0.8%
Total Top 5	**6.0%**
General Electric	0.8%
Procter & Gamble	0.8%
Nestlé	0.7%
JPMorgan Chase & Co	0.7%
Shell	0.7%
Total Top 10	**9.6%**

Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2014

2004	
MSCI World Index	**Gewichtung**
General Electric	1.9%
Exxon Mobil	1.6%
Microsoft	1.3%
Citigroup	1.2%
BP	1.0%
Total Top 5	**7.1%**
Pfizer	1.0%
Bank of America	0.9%
Johnson & Johnson	0.9%
HSBC Holdings	0.9%
Vodafone Group	0.9%
Total Top 10	**11.8%**

Quelle: Bloomberg, Daten per 31.12.2004

Bemerkung: Die farbig markierten Aktien gehörten in den verschiedenen Zeiträumen jeweils zu den zehn grössten Aktien im Index.

- Im **MSCI World** sind aktuell viele **Technologieunternehmen in den Top 10**, während im **2004 Banken** (Citigroup, Bank of America, HSBC Holdings) und **Energieunternehmen** (Exxon Mobil, BP) dominanter waren.

- **Die Zusammensetzung (Titel und Gewichtungen) der Top 5 und Top 10 Titel hat sich im Zeitverlauf stark verändert.**

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

«Effektive Anzahl» Aktien (1)

- Anleger möchten insbesondere bei einem **konzentrierten Portfolio** eine Aussage über dessen **ungefähre Diversifikation** machen können.
- Zu diesem Zweck können sie die **(wenig aussagekräftige) Anzahl Aktien** eines konzentrierten Portfolios in die **(aussagekräftigere) Anzahl Aktien eines gleichgewichteten Portfolios** umrechnen.
- Diese Umrechnung erfolgt anhand des Herfindahl-Hirschman-Indexes wie folgt:

$$Herfindahl\ Hirschman\ Index\ (HHI) = \sum_{i}^{n} w_i^2 \quad \Rightarrow \quad Effektive\ Anzahl\ Aktien = \frac{1}{HHI}$$

$$w_i = Gewicht\ einer\ einzelnen\ Aktie\ im\ Portfolio, \qquad n = Gesamtanzahl\ Aktien\ im\ Portfolio$$

- Die **resultierende Kennzahl** wird als **«effektive Anzahl Aktien»** bezeichnet.
- Wie dies genau gemacht wird, wird auf der folgenden Folie gezeigt.

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

«Effektive Anzahl» Aktien (2)

- Nachfolgend ist ein **Beispiel** eines Portfolios mit zehn Aktien und unterschiedlicher Gewichtung der Aktien dargestellt.
- Je nach Gewichtung der Aktien und damit der Konzentration resultiert eine andere **«effektiven Anzahl» an Aktien**:

	Portfolio (1)	Portfolio (2)	Portfolio (3)
Anzahl Aktien	10	10	10
Gewichtung	Gleichgewichtung	25% in 1 Aktie und gleiche Gewichtung für die anderen	50% in 1 Aktie und gleiche Gewichtung für die anderen
Effektive Anzahl Aktien	**10**	**8**	**3.6**

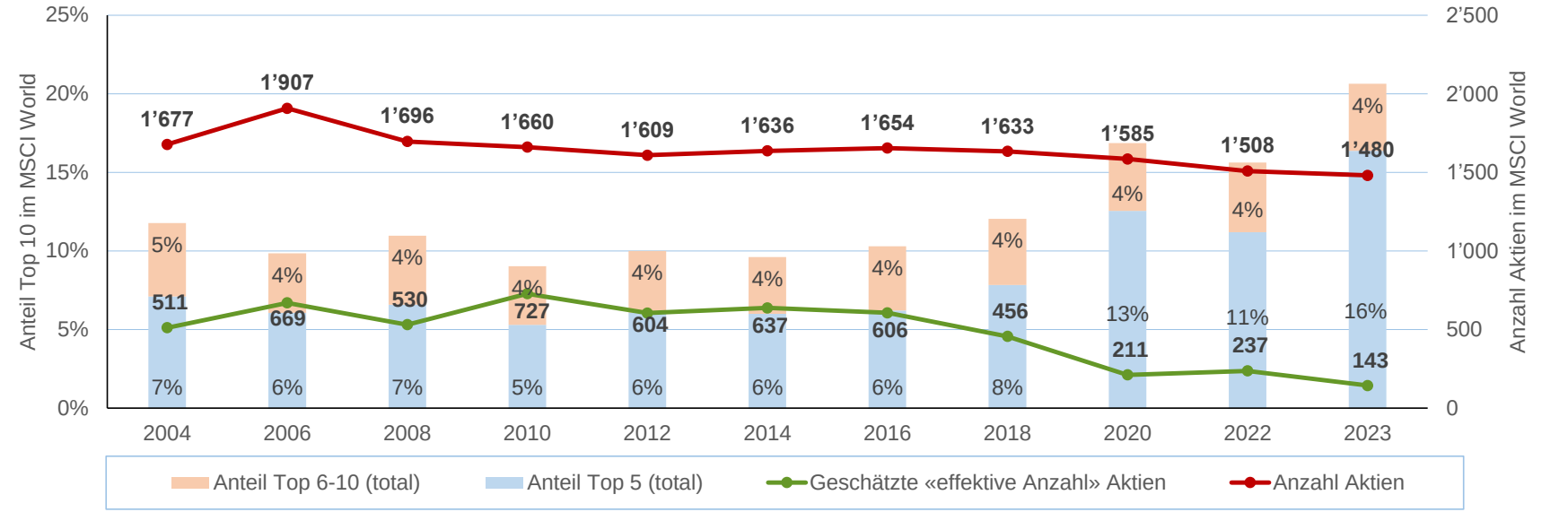
  - Das **Portfolio (1)** besteht aus **zehn gleichgewichteten Aktien**. Die effektive Anzahl der Aktien beträgt zehn.
  - Das **Portfolio (2)** enthält ebenfalls **zehn Aktien**, **die jedoch nicht gleichgewichtet sind**. **Dies entspricht acht effektiven Aktien** und bedeutet, dass das Portfolio (2) mit einem Portfolio vergleichbar ist, das in acht gleichgewichtete Aktien investiert.
  - Das **Portfolio (3)** ist noch stärker konzentriert und besteht aus **3.6 «effektiven Aktien»**.
- Auf der folgenden Folie ist die Entwicklung der «effektiven Anzahl Aktien» über die Zeit für den **MSCI World** dargestellt.

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

Titelkonzentration im Zeitablauf

MSCI World Index: Anteil Top 10 Titel und «effektive Anzahl» Aktien im Zeitverlauf



- Die **Konzentration** (gemessen an der kumulierten Gewichtung der Top 10 Titel) im **MSCI World Index** war in den Jahren **2004 – 2018** relativ **stabil** und hat **seit 2020 deutlich zugenommen**.
- Die **effektive Anzahl** der Aktien im **MSCI World** ist seit 2018 **stark gesunken**. Der MSCI World (1'480 Aktien) besteht derzeit aus **143 effektiven Aktien** (d. h. 9.6 % der Aktien im Index).
  - Zum Vergleich: Der Schweizer Aktienmarkt (SPI) besteht aus 14 effektiven Aktien.

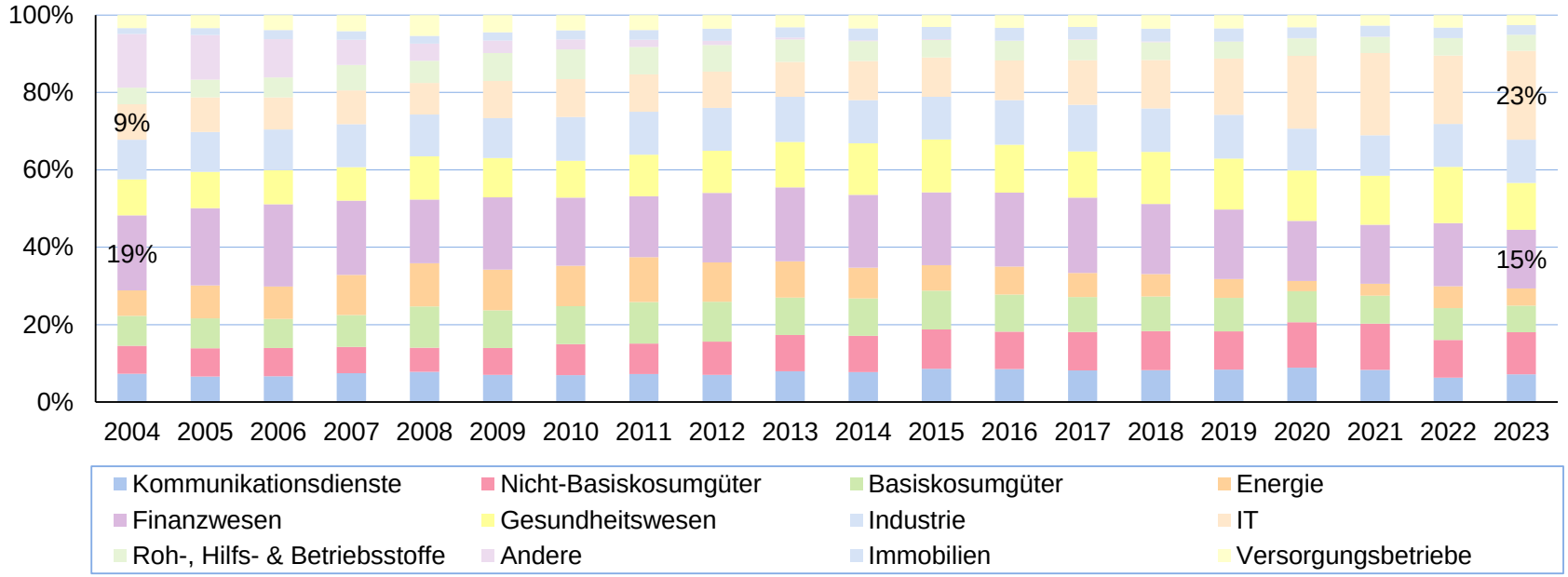
▸ **Trotz zunehmender Konzentration ist der MSCI World weiterhin breit diversifiziert.**

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

Sektorengewichte im Zeitablauf seit 2004

Veränderung der Sektorgewichte im MSCI World Index



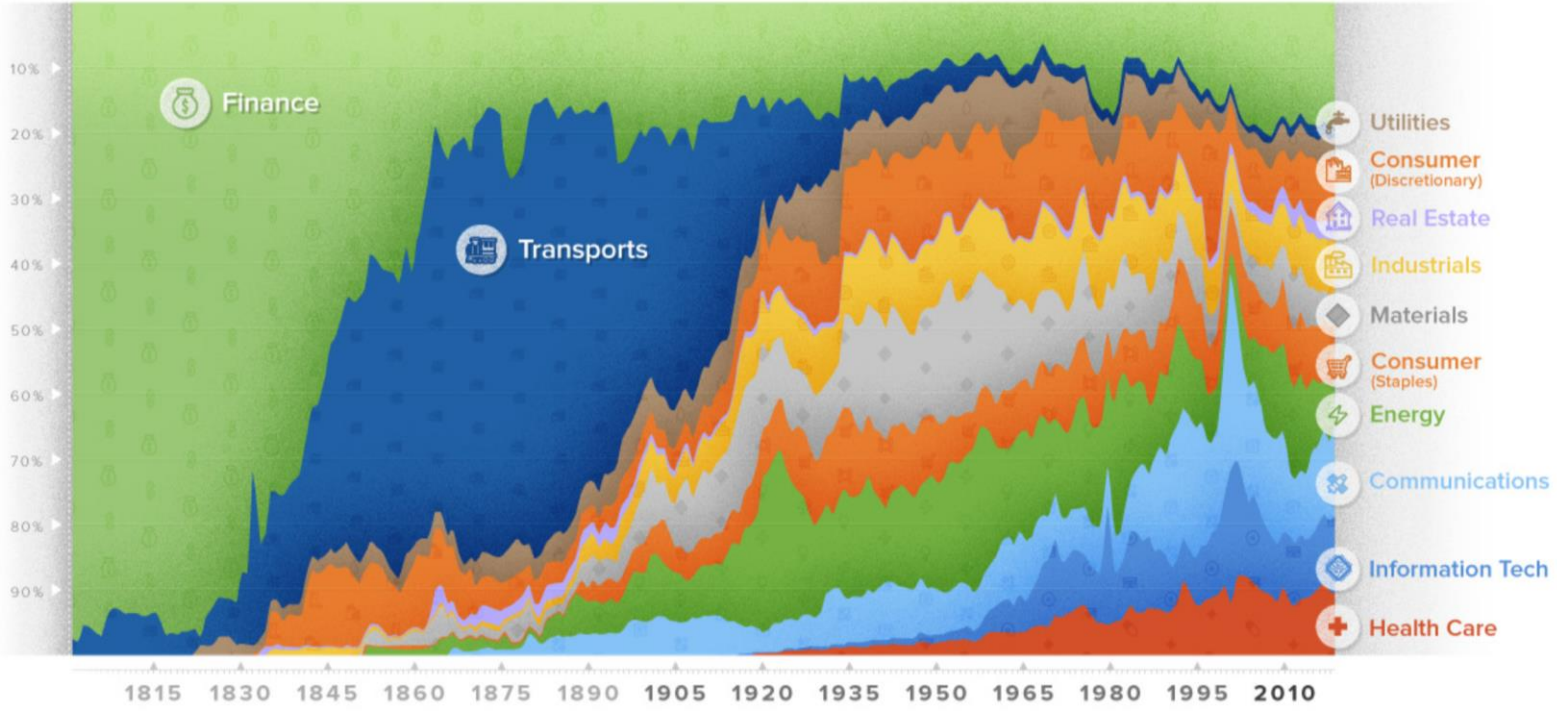
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

- Der **Anteil des IT-Sektors** ist in den letzten 20 Jahren **von 9% auf 23%** gestiegen, während sich der Anteil **Finanztitel von 19% auf 15%** reduzierte.

© PPCmetrics AG

Exkurs: Sektorengewichte in den USA seit 1800

Sektorengewichte im US-Aktienmarkt seit 1800



Quelle: Visual Capitalist, https://www.visualcapitalist.com/200-years-u-s-stock-market-sectors/

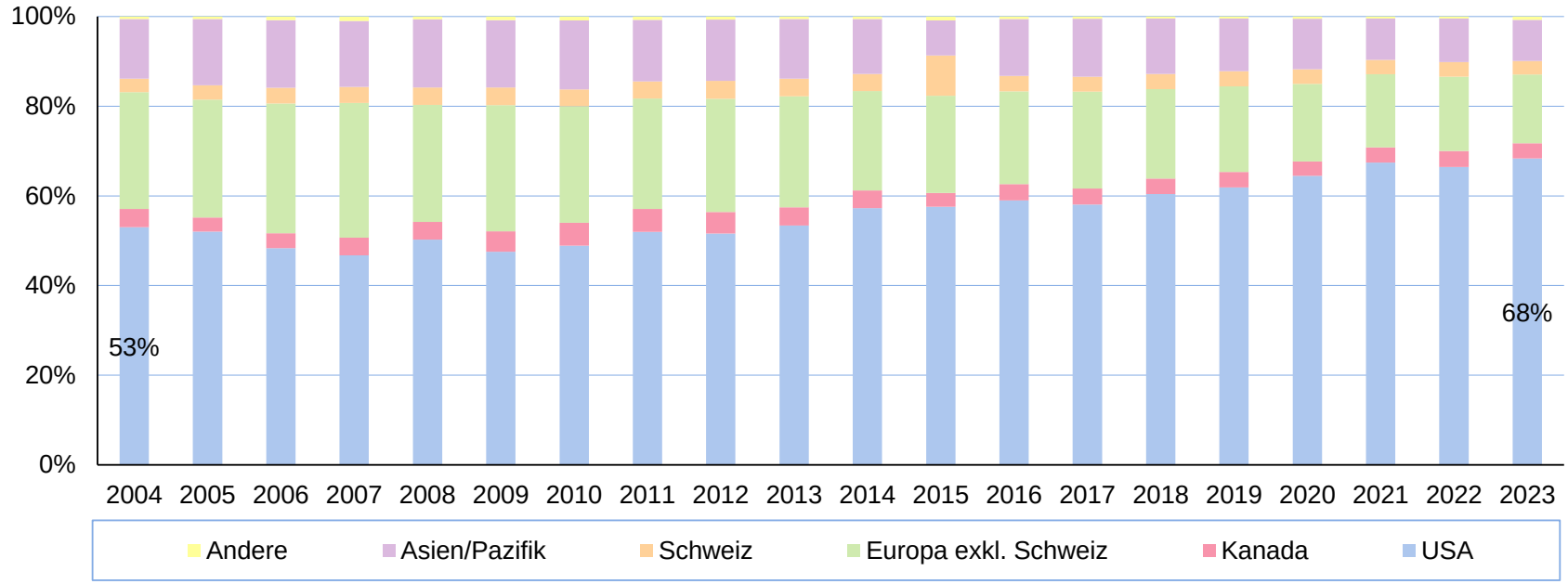
- Im **letzten Jahrhundert** haben neue Sektoren wie **Technologie** und **Health Care gegenüber** anderen Sektoren, z.B. dem **Transport**, an Bedeutung gewonnen.

© PPCmetrics AG

MSCI World: Strukturanalyse

Regionengewichte im Zeitverlauf

Veränderung der Regionengewichte im MSCI World Index



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

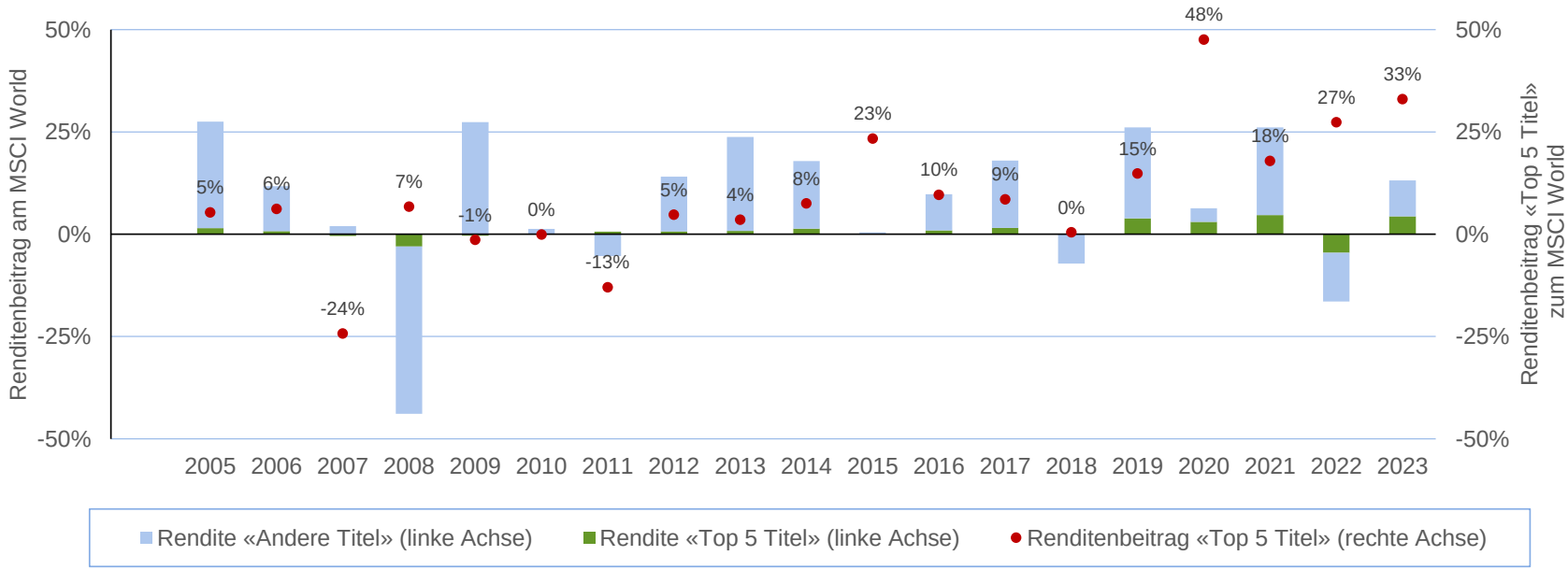
- Der **Anteil der USA** am MSCI World ist in den letzten Jahren **von 53% auf 68%** gestiegen.
- **Langfristiger Vergleich**: In den Jahren **1945 - 1985** machte die USA zwischen **50% und 70%** des globalen Aktienmarktes aus, während der Anteil der USA am globalen Aktienmarkt in den Jahren **1985 - 1997** zwischen **28% und 40%** lag.

© PPCmetrics AG

MSCI World: Performancetreiber

Renditebeitrag «Top 5 Titel» im Zeitverlauf

Renditenbeitrag der Top 5 Titel im MSCI World



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung (Top 5 Titel: Rebalancing alle zwei Jahre), Renditen in CHF

- Die obige Grafik zeigt den **Beitrag der fünf grössten Titel** («Top 5 Titel») **im MSCI World zur Rendite des Index**.
- **Seit 2020** haben die **fünf grössten Titel** im MSCI World Index **zwischen 18% und 48% zur Rendite** des Index **beigetragen (Anstieg gegenüber früheren Jahren)**.

© PPCmetrics AG

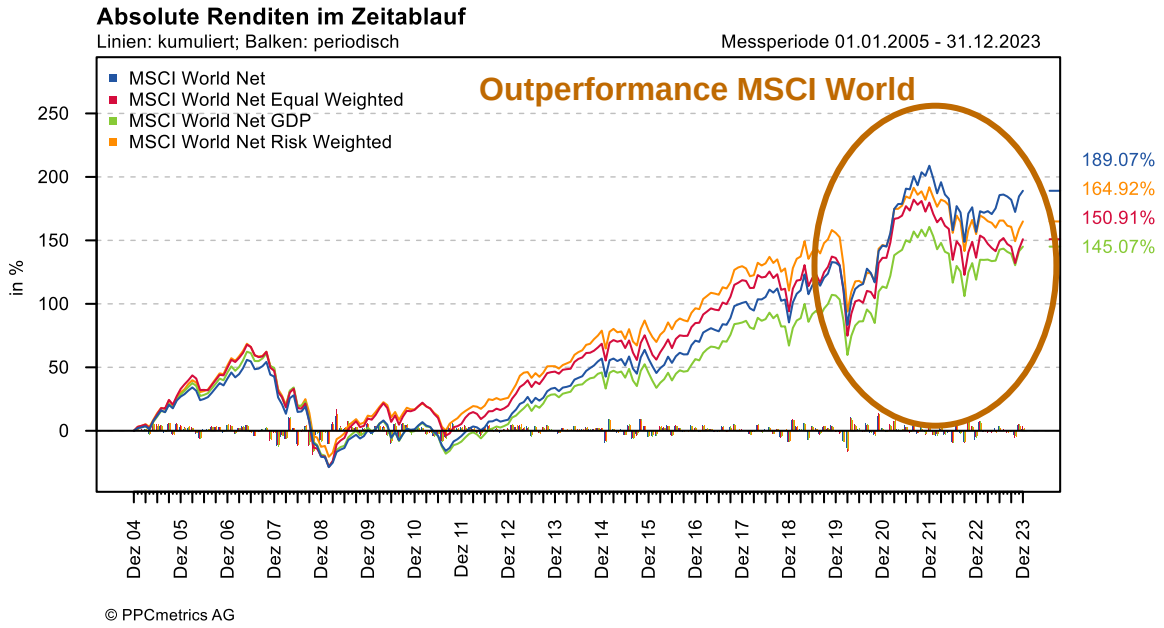
Alternative zur Replikation des MSCI World

- **Trotz der zunehmenden Gewichtung von Einzeltiteln bleibt der MSCI World breit diversifiziert.**
- Als **Alternative zur passiven Indexierung des MSCI World** kann ein globales Aktienportfolio mit den folgenden Ansätzen umgesetzt werden:
  - **Alternative Indexgewichtung**: Passive Umsetzung mit alternativen Indexgewichtungen
  - **Aktive Umsetzung**: Umsetzung mit aktiven Ansätzen
- Auf den folgenden Folien zeigen wir die **Implikationen der möglichen Alternativen zur passiven Indexierung des MSCI World** auf.

© PPCmetrics AG

Alternative zur Replikation des MSCI World

Alternative Indexgewichtungen (1)



Hauptunterschied gegenüber **MSCI World** (aktuell):

- **Equal Weighted**: Übergewicht Small Cap Aktien
- **GDP Weighted**: Übergewicht Europa gegenüber USA
- **Risk Weighted**: Untergewicht Technologiesektor vs. Industriesektor und untergewichtet USA vs. Japan

- In der Grafik wird die **absolute Rendite** des **MSCI World** und von Indizes mit einer **alternativen Gewichtung im Zeitablauf** dargestellt.

- **Sowohl längerfristig als auch über die letzten fünf Jahre hat der MSCI World Index eine höhere Rendite erzielt als die Indizes mit einer alternativen Gewichtung.**

© PPCmetrics AG

Alternative zur Replikation des MSCI World

Alternative Indexgewichtungen (2)

Rendite-/Risikoeigenschaften von globalen Aktienindizes mit alternativer Indexgewichtung

Indexierte Vermögensentwicklung

Periode: 01.01.2005 - 31.12.2023	MSCI World Net	MSCI World Net Equal Weighted	MSCI World Net GDP	MSCI World Net Risk Weighted
Rendite p.a	5.75%	4.96%	4.83%	5.26%
Volatilität p.a.	15.13%	16.03%	15.58%	14.25%
Maximum Draw-down	-54.25%	-57.34%	-55.56%	-52.84%
Recovery Period (Anzahl Monate)	70	70	97	68
Höchste Monatsrendite	11.40%	16.93%	13.38%	12.80%
Tiefste Monatsrendite	-15.58%	-18.91%	-16.70%	-15.97%
Längste Sequenz positive Rendite	11	11	11	11
Längste Sequenz negative Rendite	6	6	6	6

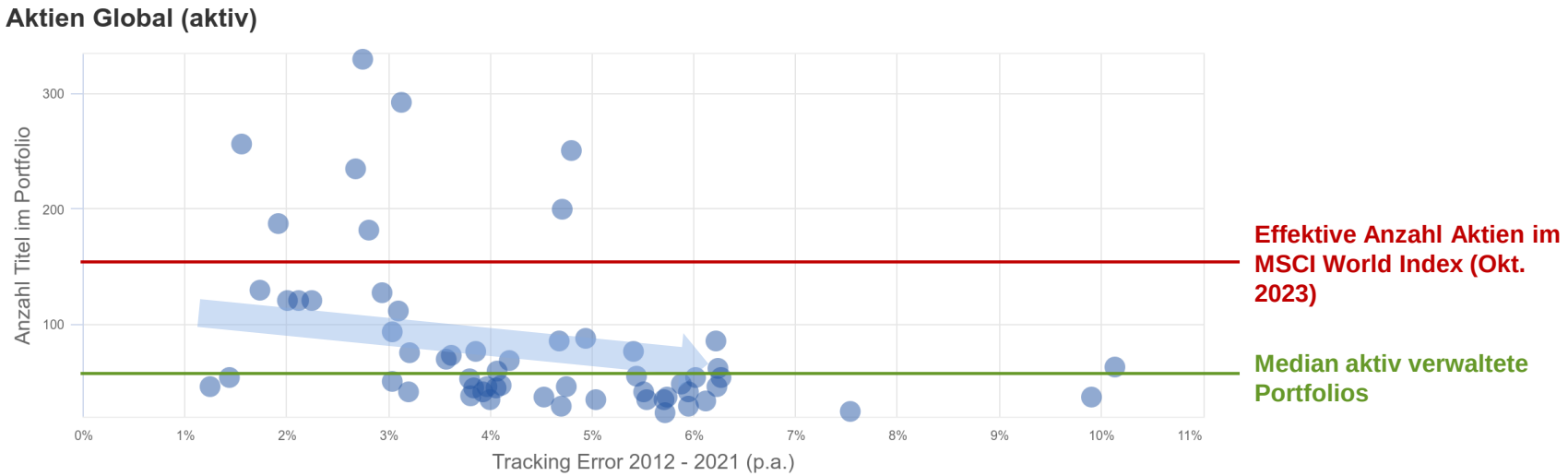
© PPCmetrics AG

- Seit 2005 wiesen die Indizes mit einer **Indexgewichtung nach dem Bruttoinlandprodukt** (MSCI World Net GDP) oder mit einer **Gleichgewichtung** (MSCI World Net Equal Weighted) tiefere absolute Renditen sowie eine höhere Volatilität im Vergleich zum Index mit einer Gewichtung nach **Marktkapitalisierung** (MSCI World) auf.
- Der **MSCI World Risk Weighted Index** wies eine **tiefere absolute Rendite** sowie eine **tiefere Volatilität** als der MSCI World aus. Die **risikoadjustierte Rendite** des **MSCI World** war jedoch besser.

- **Indizes mit einer alternativen Indexgewichtung wiesen langfristig weniger gute Rendite-/Risikoeigenschaften als der MSCI World auf.**
- **Die Komplexität der Umsetzung mit alternativen Indexgewichtungen (Verfügbarkeit von Produkten, Index Turn-over, Indexlizenzkosten, …) kann sich ebenfalls erhöhen.**

Alternative zur Replikation des MSCI World

Aktive Umsetzung



Quelle: PPCmetrics Marktscreen 2022

- Die obige Grafik zeigt, dass der historische **Tracking Error** (aktives Risiko) umso **höher** ist, je **geringer** die **Anzahl** der **Aktien** im **Portfolio aktiver Manager** ist.
- Die meisten **Portfolios** investierten in eine **geringere Anzahl von Aktien** (Median: 54 Aktien) als die aktuelle **«effektive Anzahl»** von **Aktien** (143) im MSCI World Index (siehe S. 7).

▸ **Aktive Umsetzungen haben aufgrund der tieferen Titelanzahl höhere Konzentrationsrisiken als der MSCI World, aber möglicherweise eine weniger starke Abhängigkeit/Wette auf die grössten Aktien im Index.**

© PPCmetrics AG

Fazit

- Die **Konzentration** im **globalen Aktienmarkt** hat in den letzten Jahren **deutlich zugenommen**. Dennoch weisen **andere Indizes** (wie z.B. der Schweizer Aktienmarkt) nach wie vor deutlich **höhere Konzentrationsrisiken** als der MSCI World auf.
- Eine höhere Konzentration führt zu einer **zunehmenden Abhängigkeit** der **Indexperformance** von **einzelnen**, **stark gewichteten Titeln in den USA**.
- Trotz der zunehmenden Gewichtung von Einzeltiteln bleibt der **MSCI World allerdings breit diversifiziert**.
- Indizes mit einer **alternativen Indexgewichtung** wiesen langfristig **weniger gute Rendite-/Risikoeigenschaften auf als der MSCI World**.
- **Aktive Umsetzungen** haben aufgrund der **tieferen Titelanzahl höhere Konzentrationsrisiken** als der MSCI World, aber möglicherweise **weniger starke Abhängigkeiten von den grössten Aktien im Index**.
- **Hohe Tracking Errors**[1] (aktives Risiko) bei aktiven Umsetzungen **erhöhen andere Portfoliorisiken** (z.B. Titelselektion, Faktor-Exposure, Sektoren-Positionierungen, …) im Vergleich zum MSCI World.

[1] Umso grösser der Tracking Error zum Index, desto höher die Chancen sowie die Risiken einer Out- bzw. Underperformance zum Index

© PPCmetrics AG

Handlungsbedarf für Anleger

- Wir empfehlen, **folgende Massnahmen** zu **prüfen**:
  - **Kenntnisnahme** der **aktuellen Zusammensetzung** sowie der **Performancetreiber** des MSCI World.
  - **Bei einer passiven Umsetzung**: **Laufende Überwachung** der **Konzentration** in den relevanten **Referenzindizes**.
  - **Bei einer aktiven Umsetzung**: **Laufende Überwachung** der **Investitionsansätze** und der **Anlageleistungen** der Manager und regelmässige Besprechungen der Anlageleistungen und Portfoliopositionierungen an **Review-Meetings**.

© PPCmetrics AG

Autoren

Dr. Luzius Neubert, CFA

Partner

E-Mail: luzius.neubert@ppcmetrics.ch

Luca Tonizzo, CFA

Managing Consultant

E-Mail: luca.tonizzo@ppcmetrics.ch

Kevin Vuong

Investment Consultant

E-Mail: kevin.vuong@ppcmetrics.ch

© PPCmetrics AG

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

Über PPCmetrics

Die PPCmetrics AG ist ein führendes Beratungsunternehmen und erbringt unter anderem folgende Dienstleistungen: Investment Controlling, Investment Consulting, Auswahl von Finanzdienstleistern (Asset Manager Selection), öffentliche Ausschreibungen für die Selektion von Finanzdienstleistern (Public Procurement), Asset Liability Management (ALM), Festlegung von Anlagestrategien, Asset Allocation, Portfolioanalysen, Erstellen von Anlagereglementen, Beratung bei nachhaltigen Vermögensanlagen (ESG), juristische Beratung (Legal Consulting, BVG und Finanzmarktrecht, Pension Fund Governance), Actuarial Consulting (aktuarielle und versicherungstechnische Beratung) sowie Tätigkeit als Pensionskassenexperte. Zu den Kunden der PPCmetrics AG im In- und Ausland zählen institutionelle Investoren wie Versicherungsgesellschaften sowie namhafte professionelle Investoren wie Vorsorgeeinrichtungen, Personalvorsorgestiftungen, staatliche Sozialversicherungen und Pensionsfonds und andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, grosse Unternehmen, Stiftungen, Vereine (namentlich Non-Profit-Organisationen) oder vermögende Privatpersonen (UHNWI) und deren Fachberater (z.B. Family Offices). Zusätzliche Informationen über die PPCmetrics AG sind unter www.ppcmetrics.ch/de/uber-uns einsehbar.

Rechtliche Hinweise

Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden auf deren Initiative hin und führt ihre Analysen nach den von ihr entwickelten Prozessen durch. Sie trifft keine Anlageentscheide für ihre Kunden und gibt ausdrücklich keine Anlageempfehlungen ab. Es liegt in der Verantwortung und im Ermessen der Kunden als sachkundige Anleger, wie sie aufgrund der Beratung der PPCmetrics AG entscheiden und handeln. Die PPCmetrics AG geht davon aus, dass die Kunden über das nötige Fachwissen und ausreichende Erfahrung im Finanzbereich verfügen, um ihre Anlageentscheide zu treffen und die damit verbundenen Risikoeinschätzungen vorzunehmen. Eine Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung nach FIDLEG nimmt die PPCmetrics AG nicht vor. Die PPCmetrics AG geht aufgrund der Vorgaben der Kunden davon aus, dass die Anlagen mit ihren Anlagezielen, namentlich ihrer Risikofähigkeit sowie der strategischen Asset Allocation und dem Zeithorizont der Anlagen vereinbar sind. Die PPCmetrics AG ist nicht in die Entwicklung, Verwaltung oder Empfehlung von Finanzinstrumenten involviert. Sie beteiligt sich nicht am Vertrieb von Finanzinstrumenten, nimmt im Zusammenhang mit der Erbringung ihrer Dienstleistungen keine Entschädigungen von Dritten entgegen und wird ausschliesslich von ihren Kunden gemäss Honorarvereinbarung entschädigt. Die Partner der PPCmetrics AG sind im Beraterregister der BX Swiss AG (www.regservices.ch) als Anlageberater eingetragen. Die PPCmetrics AG ist zudem der Finanzombudsstelle FINOS, Talstrasse 20, 8001 Zürich (www.finos.ch) unterstellt. Im Weiteren ist die PPCmetrics AG von der OAK BV als Expertin für die berufliche Vorsorge zugelassen. Weiterführende Informationen und Hinweise finden Sie unter www.ppcmetrics.ch/de/uber-uns/regulierung.

PPCmetrics AG hält sich an die Bestimmungen des schweizerischen Datenschutzgesetzes und, wo anwendbar, der Datenschutz-Grundverordnung der Europäischen Union. Weiterführende Informationen zum Datenschutz sowie zur Datenbearbeitung durch PPCmetrics AG finden Sie unter www.ppcmetrics.ch/de/uber-uns/datenschutz/.

© PPCmetrics AG

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Videos

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Tagungen

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

Webseite