

LÄNDERALLOKATION NACH WIRTSCHAFTSKRAFT

Die meisten regionalen Aktienindizes gewichten die investierten Länder anhand ihrer Börsenkapitalisierung. Diese Anlagestrategie setzt nicht nur Schwerpunkte in großen, sondern auch in teuren Regionen. Auf lange Sicht sind nach Bruttoinlandsprodukt und gleichgewichtete Länderallokationen deutlich lukrativer

Gastautor

Norbert Keimling

Aktive Anlagestrategien haben eine herausfordernde Dekade hinter sich. Nicht zuletzt die hohe Outperformance des US-Marktes führte zu enttäuschenden Wertentwicklungen zahlreicher aktiver und im US-Markt tendenziell untergewichteter Strategien. Kein Wunder, dass sich Anleger nach diesen Erfahrungen vermehrt passiven ETFs auf Standardindizes wie dem MSCI World zuwenden.

Doch sind klassische Indizes langfristig tatsächlich die bessere Wahl? Ein Blick in die Geschichte weckt Zweifel: Standardindizes gewichten die enthaltenen Aktien und damit auch die investierten Länder in der Regel anhand ihrer Börsenkapitalisierung. Je größer die börsennotierten Unternehmen eines Landes und je höher dessen Bewertung, desto höher das Ländergewicht im Index. Investoren setzen damit einerseits systematisch auf große und be-

reits stark gestiegene Börsen. Andererseits ignoriert eine Länderallokation nach Börsenkapitalisierung den wirtschaftlichen Beitrag von nicht börsennotierten Unternehmen. Deshalb spiegelt die Ländergewichtung die wirtschaftliche Realität nur eingeschränkt wider.

Unwucht bei den Indizes

Die Folgen beider Faktoren sind auch im beliebten MSCI All Country World Index augenscheinlich. So zählt das Land mit dem höchsten Indexgewicht, die USA, aktuell nicht nur zu den teuersten Börsen weltweit. Auch scheint der Markt mit einem Indexgewicht von 55 Prozent überrepräsentiert, wenn man bedenkt, dass die US-Wirtschaft lediglich 27 Prozent zum weltweiten Bruttoinlandsprodukt (BIP) beiträgt (siehe Tabelle 1).

Ein anderes Extrem findet sich im wachstumsstarken chinesischen Aktien-

markt: China trägt als zweitgrößte Wirtschaftsmacht 17 Prozent zum weltweiten BIP bei, ist im MSCI All Country World aber mit unter vier Prozent gewichtet. Deutschland ist gleichfalls systembedingt unterrepräsentiert: Obwohl die hiesigen Unternehmen fünf Prozent zum weltweiten BIP beitragen, ist Deutschland aufgrund zahlreicher großer aber nicht börsennotierter Unternehmen nur mit dem halben Gewicht im Index vertreten.

Da die Länderallokation einen maßgeblichen Einfluss auf die Rendite- und Risikocharakteristika eines Portfolios hat, stellt sich insofern die Frage, inwieweit eine Ländergewichtung nach Börsenkapitalisierung aus Investorensicht überhaupt empfehlenswert ist.

Paradebeispiel Japan

Bereits Ende der 80er-Jahre erzeugte die astronomisch hohe Indexgewichtung Ja-

VITA



Norbert Keimling

Leiter Kapitalmarktforschung,
StarCapital AG

Seit 2004 ist Keimling für die StarCapital AG tätig und leitet die Kapitalmarktforschung. Zudem verantwortet er unter anderem den internationalen Aktienfonds StarCapital Primamos. Nach seinem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln.

Analysemethodik

Die von StarCapital durchgeführte Untersuchung basiert auf dem international anlegenden MSCI All Country World Index, der sowohl etablierte Länder als auch Emerging Markets berücksichtigt. Die Berechnung einer BIP- und gleichgewichteten Länderallokation erfolgte auf Basis der MSCI Länderindizes in US-Dollar und unter Berücksichtigung von Dividenden. Die Erkenntnisse fließen in die Länderallokation des hauseigenen Value-Fonds StarCapital Primamos (ISIN: LU 013 734 135 9) und damit unmittelbar in das Fondsmanagement ein.

Weitere Details sind abrufbar unter:
www.starcapital.de/research

pans Diskussionen über alternative Allokationsansätze. Die über Jahre überproportionalen Kurs- und Bewertungsanstiege japanischer Aktien hatten dazu geführt, dass Japan 1989 den MSCI All Country World Index mit einem Gewicht von rund 40 Prozent dominierte. Entsprechend schmerzlich trafen in den Folgejahren die Kursverluste Japans die weltweite Benchmark.

Eine Länderallokation anhand des BIP-Gewichts oder eine Gleichgewichtung aller Länder hätte diese prozyklische Übergewichtung teurer Länder vermieden und deutlich höhere Wertzuwächse generiert. So legte der klassische MSCI All Country World seit 1988 um jährlich 7,7 Prozent zu. Eine BIP-Gewichtung der investierten Länder hätte 9,1 Prozent und eine Gleichgewichtung aller Länder sogar zweistellige Wertzuwächse von jährlich elf Prozent erzielt (siehe Chart rechts).

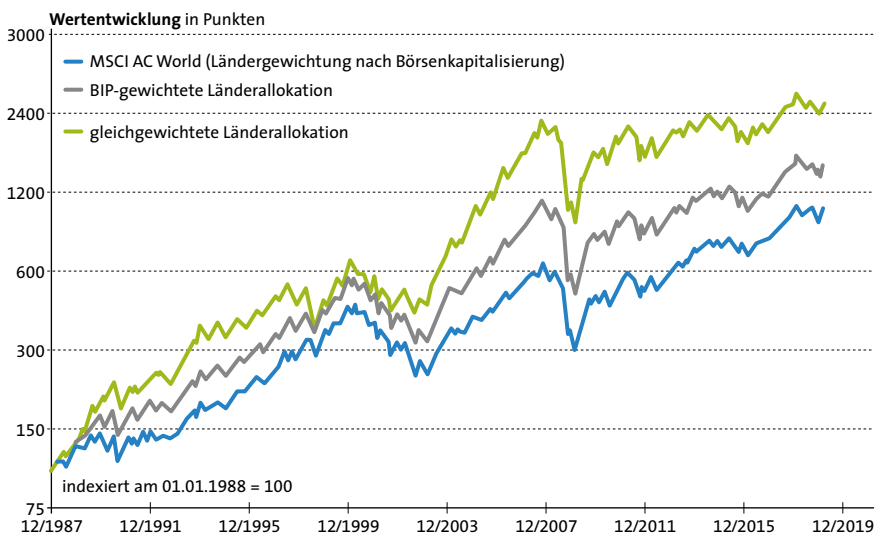
Die Outperformance von BIP- und gleichgewichteten Ansätzen lässt sich auch in anderen Regionen wie in Europa oder den Emerging Markets nachweisen. Beide alternativen Länderallokationen erzielten im Mittel über alle untersuchten Regionen hinweg jährlich signifikant höhere Renditen als die gebräuchliche Gewichtung nach Börsenkapitalisierung (Tabelle 2). Auch risikobereinigt, anhand der Sharpe Ratio, waren beide alternativen Ansätze überlegen.

Ein Wermutstropfen bleibt jedoch: Sowohl die BIP- als auch die Gleichgewichtung aller Länder generiert nicht in jeder Marktphase Überrenditen. Wie das hohe japanische Aktienmarktgewicht vor dem Einbruch 1989 den MSCI World begünstigte, profitierten die weltweiten Standardindizes in den vergangenen Jahren von der US-Outperformance. Und wie damals in Japan scheint ein Ende der US-Outperformance für viele Anleger kaum vorstellbar.

Leicht vergisst man hierbei, dass sich Überbewertungen langfristig stets abbauen, dass die Gewinner der zurückliegenden zehn Jahre häufig in der folgenden Dekade enttäuschen und dass auch die US-Outperformance alles andere als zeitstabil ist. So hat der MSCI Europe seit seiner Auflage im Jahr 1969 über nahezu alle Halteperioden bis zur Finanzkrise 2008 höhere Wertzuwächse als der amerikanische MSCI USA erzielt. Für langfristige und antizyklische Investoren, die aktuell benchmarknah mit hohem US-Gewicht aufgestellt sind, könnte der Zeitpunkt deshalb günstig sein, ihre Länderallokation kritisch auf den Prüfstand zu stellen. ■

OUTPERFORMANCE ALTERNATIVER LÄNDERGEWICHTUNGEN

Die Performance-Entwicklung alternativer Gewichtungen des MSCI All Country World gegenüber der Gewichtung nach Markt kapitalisierung



Alle Angaben in USD und inklusive Dividenden im Zeitraum vom 29.01.1988 bis 28.02.2019. Quelle: StarCapital AG, Thomson Reuters Datastream und MSCI

TABELLE 1: LÄNDERGEWICHTE DES MSCI ALL COUNTRY WORLD IM ZEITVERLAUF

Erhebliche Unterschiede je nach Gewichtungsmodus

Jahr	MSCI AC World		BIP-Gewichtung		Gleichgewichtung
2019	USA	55 %	USA	27 %	alle 47 Länder jeweils 2 %
	Japan	7 %	China	17 %	
	UK	5 %	Japan	7 %	
1989	Japan	39 %	USA	33 %	alle Länder jeweils 3 %
	USA	30 %	Japan	18 %	
	UK	8 %	Deutschland	8 %	

Quelle: StarCapital AG und MSCI

Ländergewichtung des MSCI All Country World im Vergleich zu einer BIP- und einer gleichgewichteten Länderallokation für zwei exemplarische Jahre

TABELLE 2: ALTERNATIVE LÄNDERGEWICHTUNGEN DES MSCI ALL COUNTRY WORLD

Performance-Unterschiede in verschiedenen Regionen

Region	Zeitraum	Ländergewichtung n. Börsenkapitalisierung	Ländergewichtung nach BIP	Gleichgewichtung
Developed Markets	1969 – 2019	9,5 %	10,0 %	10,6 %
Europa	1969 – 2019	9,7 %	9,9 %	10,5 %
Emerging Markets	1988 – 2019	10,3 %	15,4 %	13,7 %
All Country World	1988 – 2019	7,7 %	9,1 %	11,0 %

Quelle: StarCapital AG, Thomson Reuters Datastream und MSCI

Alternative Gewichtungen des MSCI All Country World gegenüber der Gewichtung nach Market Cap für ausgewählte Regionen. Alle Angaben in USD und inklusive Dividenden