



WELTPORTFOLIO MIT SMALL CAPS

Wie Sie ein echtes Weltportfolio aufbauen,
welches die Anomalien des Aktienmarktes ausnutzt –
und das mit nur drei ETFs.

Der MSCI World ist in Wahrheit ein Etikettenschwindel. Ein harter Vorwurf, ich weiß. Doch wenn „World“ draufsteht und tatsächlich lediglich Aktien aus 23 Industrienationen vertreten sind, ist der Vorwurf berechtigt.¹ Schwellenländer werden beim angeblichen Welt-Index nämlich komplett ignoriert. Wer also glaubt, er würde die Weltwirtschaft mit einem MSCI-World-ETF abbilden, täuscht sich gewaltig, denn nicht nur der Nationenausschluss, sondern auch die Gewichtung der vertretenen Nationen weicht gewaltig von den Kräfteverhältnissen innerhalb der Weltwirtschaft ab, wie sie sich gerade darstellen:

Abb. 12 | Die größten Volkswirtschaften der Welt und ihre Gewichtung im MSCI World

Nation	Anteil an weltweitem BIP	Gewichtung im iShares Core MSCI World-ETF
USA	24,4 %	67,4 %
China	17,9 %	0,0 %
Japan	5,4 %	5,8 %
Deutschland	4,5 %	2,0 %
Vereinigtes Königreich	3,3 %	4,4 %
Indien	3,1 %	0,0 %
Frankreich	3,1 %	2,9 %
Italien	2,3 %	(keine exakten Angaben)
Kanada	2,1 %	3,5 %
Südkorea	1,9 %	0,0 %

Quelle: iShares (2022) & Visual Capitalist (2022)

In der Tabelle sehen Sie die zehn größten Volkswirtschaften der Welt im Jahr 2021 und die jeweilige Gewichtung in einem herkömmlichen MSCI-World-ETF.² Deutlich zu sehen ist die immense Über-

gewichtung amerikanischer Aktien im Vergleich zur eigentlichen Wirtschaftsleistung der Vereinigten Staaten. China hingegen zählt trotz seiner Größe immer noch als Entwicklungsland und ist demnach nicht Teil des MSCI World. Ein Großteil der Ökonomen ist jedoch der Meinung, dass die chinesische Wirtschaft in Zukunft die US-amerikanische Wirtschaft als Nummer 1 der Welt ablösen könnte. Zwar wurden die Prognosen nach der Coronapandemie und der signifikanten Wachstumsdelle der chinesischen Wirtschaft nach hinten verschoben, doch Goldman Sachs beispielsweise rechnet mit einer Wachablösung im Jahr 2035.³ Zwischen 1976 und 2022 wuchs die chinesische Wirtschaft in jedem Jahr schneller als die US-Wirtschaft. Ebenfalls nicht dabei sind Indien und Südkorea, die von MSCI ebenfalls als Schwellenländer definiert werden.

Im Falle von Südkorea ist dieser Umstand jedoch bereits ein Politikum. Bereits seit 2015 versucht das Finanzministerium Südkoreas vergeblich, die heimische Börse KRX in den MSCI World zu boxen – bislang ohne Erfolg.⁴ Umso besser, dass MSCI einen weiteren Welt-Index im Petto hat, der dieses Problem lösen soll: der MSCI All Country World Investable Market Index. Kurz: ACWI IMI. Mit über 9.200 Unternehmen aus 23 Industriestaaten und 24 Schwellenländern deckt dieser rund 99 Prozent des weltweiten Aktienmarktes ab.⁵ Doch auch hier lohnt sich wie immer ein genauerer Blick auf die Datenlage:

Abb. 13 | Die größten Volkswirtschaften der Welt und ihre Gewichtung im MSCI ACWI IMI

Nation	Anteil an weltweitem BIP	Gewichtung im SPDR MSCI ACWI IMI
USA	24,4 %	60,3 %
China	17,9 %	3,0 %
Japan	5,4 %	5,8 %

Nation	Anteil an weltweitem BIP	Gewichtung im SPDR MSCI ACWI IMI
Deutschland	4,5 %	2,0 %
Vereinigtes Königreich	3,3 %	3,9 %
Indien	3,1 %	1,6 %
Frankreich	3,1 %	2,6 %
Italien	2,3 %	0,6 %
Kanada	2,1 %	3,2 %
Korea	1,9 %	1,4 %

Quelle: SPDR (2022) & Visual Capitalist (2022)

Denn auch beim ACWI IMI bleiben die USA mit einer Gewichtung von über 60 Prozent signifikant übergewichtet. Chinesische Aktien sind zwar vertreten, machen jedoch gerade einmal drei Prozent aus. Insgesamt kommen Schwellenländer-Investments im ACWI IMI Index auf einen Anteil von 11,2 Prozent. Die restlichen 88,8 Prozent sind in Industrienationen investiert. Das ist – gemessen am weltweiten Bruttoinlandsprodukt (BIP) – aber immer noch ein viel zu hoher Wert. Je nach Berechnungsgrundlage machen Schwellenländer aber mittlerweile bis zu 49 Prozent vom globalen BIP aus und waren zwischen 2011 und 2021 für 67 Prozent des weltweiten Wirtschaftswachstums verantwortlich.⁶

Weshalb Emerging Markets in ein Welt-Depot gehören

Doch neben der wirtschaftlichen Relevanz gibt es aus Anlegersicht noch zwei weitaus pragmatischere Gründe, weshalb Schwellenländer-Aktien in einem Welt-Portfolio Sinn machen. Zum einen aufgrund der sogenannten Political-Risk-Prämie. Diese besagt, dass Aktien, die einem hohen politischen Risiko ausgesetzt sind (also vor allem

Schwellenländer-Aktien), langfristig eine höhere Rendite generieren als Aktien, für die das weniger der Fall ist.

Abb. 14 | Performance-Vergleich Emerging Markets vs. Industriestaaten seit 1988

MSCI Emerging Markets vs. MSCI Developed Markets

31. Dezember 1987 bis 30. Dezember 2022



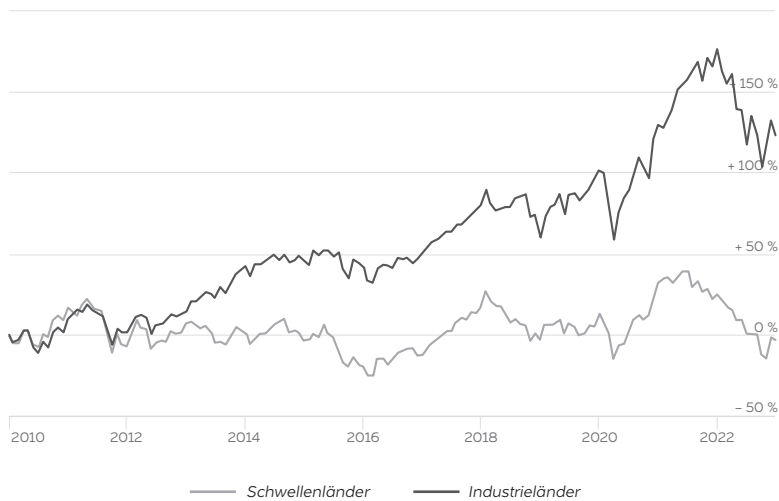
Quelle: Longtermrends⁷

Mit Blick auf die langfristige Wertentwicklung beider MSCI-Indizes scheint die Political-Risk-Prämie gegeben zu sein. Doch Vorsicht: Die Beimischung der Emerging Markets garantiert deshalb keine Überrendite per se über alle Zeiträume hinweg, vielmehr sind Faktorprämien wie die Political-Risk-Prämie zwar langfristig statistisch identifizierbare Treiber von Rendite und Risiko in einer Assetklasse, können aber durchaus kurz- und mittelfristig negative Ergebnisse generieren. Der eigentliche Witz an der Geschichte ist, dass sie das

auch müssen. Denn würden diese Faktorprämien immer funktionieren, würde jeder Anleger auch nur danach handeln, wodurch der Effekt verschwinden würde. Aber dazu gleich mehr. In kürzeren Zeithorizonten wie beispielsweise seit 2010 schneiden Emerging Markets zum Beispiel nicht nur deutlich schlechter ab als Industrienationen, sondern konnten überhaupt keine positive Rendite erzielen:

Abb. 15 | Performance-Vergleich Emerging Markets vs. Industriestaaten seit 1910

MSCI Emerging Markets vs. MSCI Developed Markets
31. Dezember 1987 bis 30. Dezember 2022



Quelle: Longtermrends⁸

Der zweite Grund: Schwellenländer-Aktien sorgen für eine größere Diversifikation. Im Vergleich zu europäischen und amerikanischen Aktien weisen sie die geringste Korrelation auf (bei einer Korrelation von 1.00 laufen beide Assets identisch):

Abb. 16 | Historische Korrelation zwischen amerikanischen, europäischen und Schwellenländer-Aktien

Name	US-Aktienmarkt	Schwellenländer	Europäische Aktien
US-Aktienmarkt	1,00	0,75	0,84
Schwellenländer	0,75	1,00	0,77
Europäische Aktien	0,84	0,77	1,00

Quelle: portfoliovisualizer.com

Durch eine Beimischung von Schwellenländer-Aktien erhöhen Sie also nicht nur Ihre langfristigen Renditeaussichten, sondern reduzieren gleichermaßen Ihr Risiko.

Wie viele Schwellenländer dürfen es sein?

Wie hoch Ihr persönlicher Schwellenländer-Anteil im Weltportfolio ausfallen soll, hängt nun von Ihrer individuellen Situation ab. Grundsätzlich gilt nämlich: Schwellenländer-Aktien sind volatiliter als Aktien aus Industriestaaten. In der folgenden Tabelle habe ich Ihnen deshalb Backtests mit verschiedenen Mischverhältnissen seit 1988 aufgelistet. Die Abkürzung „DM“ steht für „Developed Markets“, die Abkürzung „EM“ für „Emerging Markets“.

Abb. 17 | Rendite/Risiko-Kennzahlen bei verschiedenen Allokationen

Aufteilung DM/EM in %	o Jahres-performance 1988 - 2023	o Volatilität 1988 - 2023	Sharpe Ratio
90/10	8,61 %	14,95 %	0,56
80/20	8,93 %	15,22 %	0,57
70/30	9,20 %	15,65 %	0,58

Aufteilung DM/EM in %	o Jahres-performance 1988 - 2023	o Volatilität 1988 - 2023	Sharpe Ratio
60/40	9,43 %	16,20 %	0.58
50/50	9,61 %	16,88 %	0.57
40/60	9,75 %	17,65 %	0.56
30/70	9,84 %	18,52 %	0.55
20/80	9,89 %	19,46 %	0.53
10/90	9,89 %	20,48 %	0.52

Quelle: portfoliovisualizer.com

Deutlich zu sehen ist: Je mehr Schwellenländer im Weltportfolio beigemischt werden, desto höher fiel in der Vergangenheit die Rendite, aber gleichzeitig auch die Volatilität aus. Spannender ist deshalb der Blick auf die Sharpe Ratio, die uns mehr über die Effizienz jener Mischverhältnisse aufzeigt. Zur Erinnerung: Die Sharpe Ratio, auch Reward-to-Variability-Ratio genannt, gibt an, ob und wie sehr Anleger für das Risiko entlohnt werden. Dabei gilt: Je höher, desto besser. Der „Sweet Spot“ scheint also bei einem Mischverhältnis von 70/30 bis 60/40 zu liegen. Wer an dieser Stelle sein Weltportfolio nicht weiter ausdifferenzieren möchte, kann hier gern einen Schlusstrich ziehen. Die typische 70/30-Mischung aus einem MSCI-World- und MSCI-Emerging-Markets-ETF ist eine gängige Herangehensweise vieler Privatanleger – vor allem mit längerem Anlagehorizont. Ich persönlich füge hingegen noch eine weitere Faktorprämie hinzu, von der ich mir langfristig eine Renditemaximierung verspreche.

Klein, aber oho

Die Rede ist von der sogenannten Small-Size-Prämie. Diese besagt, dass kleine Unternehmen langfristig die großen Schwergewichte an der Börse outperformen. Ich weiß, es gibt vielleicht keine Faktorprämie, die derart kontrovers diskutiert wird, und vermutlich

keine Faktorprämie, die schon häufiger totgesagt wurde. Deshalb lohnt auch hier ein Blick auf die langfristigen Zahlen:

Abb. 18 | Historische Überrenditen der Small-Size-Faktorprämie

Überrendite von Small Caps gegenüber Benchmark

Zeitraum	Anzahl Jahre	Small Size
1975 - 2020	46	3,3 %
1975 - 1994	20	5,4 %
1995 - 2020	26	1,7 %
1975 - 1990	16	7,1 %
1991 - 2000	10	-3,1 %
2001 - 2010	10	6,4 %
2011 - 2020	10	0,5 %

Quelle: Gerd Kommer⁹

Fakt ist: Auch die Small-Size-Prämie scheint sich über längere Zeiträume auszuzahlen. Doch der Teufel liegt hier im Detail, denn wer sich Small Caps über einen passiven Indexfonds in sein Depot holt, bekommt meist auch einen höheren Anteil an Aktien mit niedrigerer Qualität. Eine solche „negative“ Prämie kann zu Problemen führen, weil sie die eigentlichen Vorzüge der Faktorprämien egalalisieren kann. Die Lösung in diesem Fall sind sogenannte Smart-Beta-ETFs, die nur jene Aktien aufnehmen, die ein oder gleich mehrere (Qualitäts-)Kriterien erfüllen. In diesem konkreten Beispiel wäre dies ein Small-Cap-Value-ETF. Also ein ETF, der auf Aktien mit niedriger Marktkapitalisierung setzt und gleichzeitig einen Value-Filter eingebaut hat. Wie grandios die Kombination der Faktorprämien Small Size und Value in Kombination funktioniert, wurde nicht zuletzt von den Urvätern des Faktor-Investings Eugene Fama und Kenneth French dokumentiert. In ihrer im Jahr 2018 veröffentlichten Studie „Volati-

lity Lessons“ haben die zwei Forscher die Wirksamkeit verschiedener Faktoren oder Kombifaktoren für den US-Aktienmarkt zwischen 1963 bis 2016 getestet und kommen zu einem beeindruckenden Ergebnis: Mit einer durchschnittlichen monatlichen Überrendite von 0,52 Prozent gegenüber dem Markt generierte die Small-Value-Prämie nicht nur die höchste Überrendite der getesteten (Multi-)Faktoren, sondern war dabei statistisch gesehen derart konstant, dass ein Fortbestehen des Faktors mindestens genauso wahrscheinlich ist wie die Tatsache, dass Aktien langfristig höhere Renditen einfahren als kurzfristige Anleihen höchster Bonität (Equity-Prämie).¹⁰

Einzigiger Wermutstropfen: In Deutschland gibt es derzeit nur zwei handelbare ETFs, die die Fakten „Small Cap“ und „Value“ miteinander kombinieren – einer mit dem Fokus auf amerikanische Aktien und der andere auf europäische Aktien. Da durch die Beimischung des MSCI-World-ETFs aber ohnehin schon eine Übergewichtung des amerikanischen Aktienmarktes vorliegt, fällt meine Wahl auf den Small-Value-ETF mit Fokus auf europäischen Aktien. Wichtig: Dieser ETF schließt Nicht-Value-Werte nicht kategorisch aus, sondern gewichtet diese nur weniger stark. Das Weltportfolio mit Small Caps kann also mit nur drei ETFs umgesetzt werden:

Abb. 19 | Das Weltportfolio mit Small Caps mit drei ETFs

Name	WKN	Fondsvolumen in Mio. €	Kostenquote (TER) p. a.	Gewichtung
iShares Core MSCI World	AORPWH	42.531	0,20 %	60 %
Xtrackers MSCI Emerging Markets	A12GVR	4.420	0,18 %	30 %
SPDR MSCI Europe Small Cap Value Weighted	A12HU7	126	0,30 %	10 %

Quelle: justetf.com (Stand: Januar 2023)

Die Zeit als X-Faktor

Um es nochmals zu betonen: Faktorprämien sind keine Garantie für sofortige Überrenditen. In der Historie gab es immer wieder Zeiträume von teilweise mehreren Jahren, in denen Faktorprämien schlechter abgeschnitten haben als der Markt:

Abb. 20 | Anteil von Zeiträumen mit negativen Faktorprämien seit 1927

Anteil von Zeiträumen mit negativen Faktorprämien
(US-Aktienmarkt im Zeitraum von Juni 1927 bis Dezember 2018)

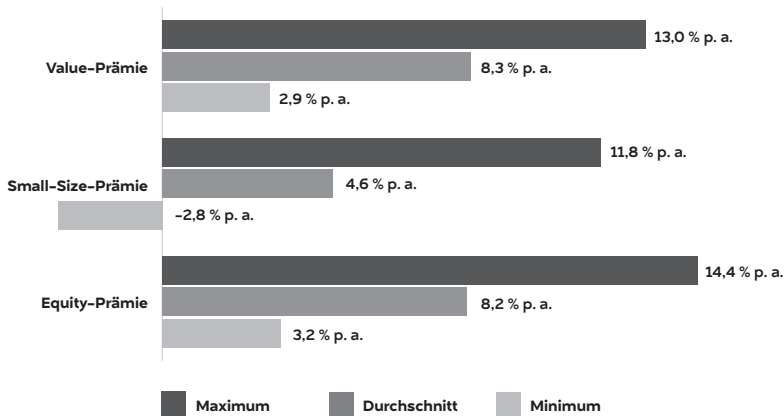
	Equity-Prämie	Small-Size-Prämie	Value-Prämie
1 Jahr	30 %	43 %	39 %
5 Jahre	21 %	37 %	25 %
10 Jahre	15 %	27 %	16 %

Quelle: Gerd Kommer

Die Tabelle zeigt auf, wie hoch der Anteil von verschiedenen Zeiträumen war, in denen die jeweilige Faktorprämie eine niedrigere Rendite als der Markt einfahren konnte. Dabei ist schön zu sehen, dass die Wahrscheinlichkeit zunehmend abnimmt, je größer der Zeithorizont ist. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass eine Faktorprämie nach zehn Jahren negativ ist. Allein deshalb macht es Sinn, gleich mehrere Faktorprämien in einem Depot zu kombinieren, um so eine möglichst hohe Diversifikation zu erreichen.

Spannend ist an dieser Stelle noch folgender Chart:

Abb. 21 | Annualisierte Faktorprämien (10 Jahre) nach vorhergehenden 10-Jahres-Zeiträumen mit negativen Faktorprämien seit 1927



Quelle: Gerd Kommer

Dieser zeigt auf, dass Faktorprämien, nachdem diese in den vorherigen zehn Jahren negativ waren („negativ“ heißt, dass diese schlechter abgeschnitten haben als der Markt und nicht unbedingt, dass sie eine negative Rendite eingebracht haben), historisch gesehen dazu neigen, in den darauffolgenden Jahren besonders stark zu performen.

