

Wie stark ist die Deutsche Wirtschaft?

Studie zur Leistungsfähigkeit und den spezifischen Merkmalen der Deutschen Wirtschaft einschließlich eines Vergleichs der wirtschaftlichen Wertschöpfung mit investierbaren Kapitalmarktindizes

Herausgeber

Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG

In Zusammenarbeit mit:



Mit freundlicher Unterstützung der Targobank AG & Co. KGaA

November 2015

Wie stark ist die Deutsche Wirtschaft?

Studie zur Leistungsfähigkeit und den spezifischen Merkmalen der Deutschen Wirtschaft einschließlich eines Vergleichs der wirtschaftlichen Wertschöpfung mit investierbaren Kapitalmarktindizes

Herausgeber:

Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG

Landsberger Straße 98
D-80339 München
Tel +49 (0)89 461 391 71
Fax +49 (0)89 461 391 79
www.institut-va.de
mail@institut-va.de

DSW – Deutsche Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e. V.

Peter-Müller-Straße 14
D-40468 Düsseldorf
Tel +49 (0)211 6697 02
Fax +49 (0)211 6697 60
<http://www.dsw-info.de>
dsw@dsw-info.de

Projektleitung und Redaktion:

Dr. Andreas Beck, Andreas Ritter

Textbeiträge:

Andreas Ritter, Dr. Andreas Beck, Marc Tüngler

Datenanalysen:

Andreas Ritter

Inhalt

1	VORWORT	5
2	ZUSAMMENFASSUNG	6
3	POTENTIAL UND GRENZEN DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT	8
3.1	EINORDNUNG UND INTERNATIONALE BEDEUTUNG DER DEUTSCHEN VOLKSWIRTSCHAFT	8
3.2	ZUSAMMENSETZUNG DES AUßENHANDELS	9
3.3	DER DEUTSCHE MITTELSTAND	12
4	WIRTSCHAFTSLEISTUNG UND MARKTKAPITALISIERUNG	14
4.1	VERGLEICH DER WIRTSCHAFTLICHEN WERTSCHÖPFUNG MIT DER ALLOKATION MARKTKAPITALISierter KAPITALMARKTINDIZES	14
4.2	INTERNATIONALER VERGLEICH VON WIRTSCHAFTSLEISTUNG UND MARKTKAPITALISIERUNG	15
5	VON DER WIRTSCHAFTSLEISTUNG ZUM PORTFOLIO	17
5.1	RAHMENBEDINGUNGEN UND EMPFEHLUNGEN ZUR DEPOTKONSTRUKTION	17
5.1.1	<i>Zeitgemäße und transparente Depotumsetzung mit ETF</i>	18
5.1.2	<i>Verlustrisiken und Diversifikation</i>	19
5.2	ENTWICKLUNG VON MODELLPORTFOLIOS	20
5.2.1	<i>Herleitung von Modellportfolios auf Basis der Wirtschaftsleistung</i>	20
5.2.2	<i>Zusammensetzung und Eigenschaften</i>	22
5.2.3	<i>Vom Anlagehorizont zum Portfolio</i>	23
6	ÜBER DAS INSTITUT FÜR VERMÖGENSAUFBAU	25
7	ALLGEMEINE FACHLICHE UND RECHTLICHE HINWEISE	26

Abbildungen

ABBILDUNG 1: NETTOEXPORTE DER GRÖßTEN VOLKSWIRTSCHAFTEN IN MRD. USD.....	10
ABBILDUNG 2: WIRTSCHAFTLICHER BEITRAG DES DEUTSCHEN MITTELSTANDES.....	13
ABBILDUNG 3: HIDDEN CHAMPIONS HÄUFIGKEITEN IM VERGLEICH.....	13
ABBILDUNG 4: SEKTORZUSAMMENSETZUNG DER WIRTSCHAFTLICHEN WERTSCHÖPFUNG IM VERGLEICH ZU DEUTSCHEN AKTIENINDIZES	15
ABBILDUNG 5: ENTWICKLUNG DES BIP DER GRÖßTEN VOLKSWIRTSCHAFTEN IN MRD. USD.....	16
ABBILDUNG 6: LANGFRISTIGE WERTENTWICKLUNG DES MSCI WORLD INDEX (USD)	18
ABBILDUNG 7: GESCHÄTZTE WERTENTWICKLUNG DER IN TABELLE 5 DARGESTELLTEN ALLOKATION IM VERGLEICH ZU EINER MARKTKAPITALISIERTEN ANLAGESTRATEGIE (EUR)	22
ABBILDUNG 8: SEKTORENVERTEILUNG DES BIP-GEWICHTETEN MODELLPORTFOLIOS	23

Tabellen

TABELLE 1: WETTBEWERBSFÄHIGKEIT DES STANDORTS DEUTSCHLAND IN VERSCHIEDENEN PUBLIKATIONEN .	9
TABELLE 2: ZUSAMMENSETZUNG DES DEUTSCHEN EXPORTVOLUMENS IN 2014	11
TABELLE 3: VERGLEICH VON WIRTSCHAFTSLEISTUNG UND MARKTKAPITALISIERUNG BEI DEN WELTWEIT GRÖßTEN VOLKSWIRTSCHAFTEN	16
TABELLE 4: KORRELATIONEN DER STOXX EUROPE 600 SEKTORINDIZES (OKTOBER 2007 BIS OKTOBER 2015)	20
TABELLE 5: AUF BASIS DER WIRTSCHAFTSLEISTUNG GEWICHTETES AKTIENPORTFOLIO FÜR EURO- INVESTOREN.....	21
TABELLE 6: EXEMPLARISCHES RENTENPORTFOLIO FÜR EURO-ANLEGER	24
TABELLE 7: MODELLPORTFOLIOS VERSCHIEDENER RISIKOKLASSEN.....	24

1 Vorwort - Starke Leistung trifft auf pathologisches Vertrauen

Es zeigt schon schizophrene Tendenzen, wie die Bürger der Bundesrepublik Deutschland ihre eigene Leistung wahrnehmen und wie wenig Vertrauen sie in den Mehrwert legen, den sie selbst jeden Tag erschaffen. Anders ist es zumindest nicht zu erklären, dass – wie die folgende Studie beeindruckend zeigt – die deutsche Wirtschaft in Leistung und Bedeutung weltweit einen deutlich höheren und oft sogar führenden Platz einnimmt, als dies die Eigenwahrnehmung vermuten lässt. Die fatale Konsequenz: Außerhalb Deutschlands wird die Stärke unserer Wirtschaft erkannt und Investoren aus der ganzen Welt haben begriffen, wie sehr es sich lohnt, in deutsche Unternehmen zu investieren und die Früchte zu ernten. Wir Deutschen allerdings mißtrauen uns selbst. Dadurch wandert unsere Wertschöpfung zu einem großen Teil ins Ausland. Dies ist allerdings erstaunlich, wenn man zugleich bedenkt, dass die heimische Wirtschaft in den weltweiten Indizes in Relation zu ihrer Stärke erheblich unterrepräsentiert bewertet wird. Auch das legt die Studie ungeschminkt offen.

Dass wir erheblich selbstbewusster mit unseren Leistungen umgehen sollten und auch dürfen, wird durch die folgende Analyse mehr als deutlich. Es bedarf aber sicherlich noch weiterer Maßnahmen, um das Wissen um die Stärke der deutschen Wirtschaft dann auch in ein Partizipieren und damit ein Investieren umzusetzen. Das Stichwort heißt hier „Aktienkultur“, um die es aber hierzulande bekanntermaßen nicht besonders gut bestellt ist. Und so wird sich leider auch in den nächsten Jahren wenig ändern und der größte Teil der rund 40 Milliarden Euro Dividende, die allein in 2015 ausgekehrt wurden, nicht in den Händen landen, die diesen Mehrwert produziert haben. Den Investoren in den USA, Großbritannien oder auch in Asien kann man allein zu ihrer Weitsicht und ihrem Vertrauen in die deutsche Wirtschaft gratulieren. Das Festhalten der Deutschen an ihren alten Gewohnheiten und damit am Sparen führt aber gerade in der Niedrigzinsphase allein in eine Sackgasse und ohne Umweg danach direkt in die Altersarmut.

Dies müsste insbesondere in Zeiten von ETFs, mit denen man ganze Indizes mit eingebauter Diversifikation kaufen kann, wahrlich nicht mehr der Fall sein. Auch diesen Umstand beleuchtet die vorliegende Studie und sucht innovative Ansätze und Antworten darauf, wie man der enormen Bedeutung der deutschen Wirtschaft in seinem Anlageverhalten angemessen Rechnung tragen kann.

Ich wünsche Ihnen eine interessante und spannende Lektüre und würde mich zugleich freuen, wenn diese Studie vielleicht dazu führt, dass das Misstrauen der heimischen Anleger gegenüber der deutschen Wirtschaft ein wenig abgebaut werden kann.

Marc Tüngler, Geschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.

2 Zusammenfassung

Die Deutsche Volkswirtschaft ist die größte Volkswirtschaft Europas und die Viertgrößte weltweit. Als international konkurrenzfähigste Branchen, auf die auch der beachtliche Exportüberschuss der deutschen Wirtschaft zurückzuführen ist, gelten die Fahrzeugindustrie, der Maschinenbau und die Chemieindustrie. Darüber hinaus bescheinigen zahlreiche von Unternehmensberatungen und Wirtschaftsinstituten durchgeführte Studien dem Standort Deutschland eine exzellente Wettbewerbsfähigkeit, die sich mit den weltweit leistungsfähigsten Volkswirtschaften auf Augenhöhe befindet.

Trotz ihrer Leistungsfähigkeit ist die deutsche Wirtschaft unter anderem wegen des starken und nicht börsennotierten Mittelstandes in globalen und entsprechend der Marktkapitalisierung der enthaltenen Länder gewichteten Aktienindizes, die sich bei Privatanlegern in Gestalt von ETFs zunehmender Beliebtheit erfreuen, deutlich unterrepräsentiert. Gemessen an ihrer Wirtschaftsleistung ist die Deutsche Volkswirtschaft in dem sehr breit investierenden und marktkapitalisierten MSCI All Country World Index (ACWI) beispielsweise um knapp 40% zu niedrig gewichtet. Dies trifft in noch stärkerem Ausmaß auf die wirtschaftlich inzwischen recht bedeutenden Schwellenländer zu, während vor allem die USA - aber auch Großbritannien - in dem marktkapitalisierten MSCI ACWI ein in Relation zu ihrem Anteil an der weltweiten Wirtschaftsleistung rund doppelt so hohes Gewicht besitzen.

Volkswirtschaft	BIP ¹	MSCI ACWI (Juni 2015) ²
USA	22,6%	51,5%
Deutschland	5,0%	3,1%
Frankreich	3,7%	3,4%
Großbritannien	3,8%	7,0%
Europa	25,4%	23,3%
Japan	5,9%	7,9%
China	13,4%	3,8%
Indien	2,6%	0,8%
Russland	2,4%	0,4%
Brasilien	2,8%	0,8%

Auf dieser Basis wird im Folgenden ein Aktienportfolio für den deutschen Privatanleger entworfen, welches sich an der tatsächlichen Wirtschaftsleistung der enthaltenen Regionen orientiert und im Hinblick auf die Währungsrisiken auf den Bedarf eines Euro-Investors zugeschnitten ist – der Fremdwährungsanteil von insgesamt rund 90% sowie der US-Dollar Anteil von gut 50% im MSCI

¹ Eigene Berechnung, Daten: Bundeszentrale für politische Bildung, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/3d/>.

² Berechnung: AGF Management Limited, Daten: MSCI, <http://www.agf.com/institutional/global-resources/files/quarterly-report/inst270-msci-acwi-cad.pdf>.

ACWI Index stellen für einen einheimischen Investor auf Grund der volatilen Devisenkurse andernfalls ein erhebliches Risiko dar.

Insgesamt lassen sich bei Verwendung des BIP als Orientierungshilfe für die Portfoliostrukturierung deutlich ausgewogenere Depots konstruieren, wobei das für den Euro-Investor vorgeschlagene Depot mit einer Euroquote von 50% statt des in einem global investierenden und marktkapitalisierten Aktienindex allgegenwärtigen Übergewichts des amerikanischen Wirtschaftsraums eine vergleichsweise ausgewogene Struktur besitzt - mit einem Anteil von jeweils rund 20% in den USA, Deutschland und den Schwellenländern.

Weiterhin wird innerhalb der vorliegenden Studie die Frage diskutiert, inwieweit die deutsche Wirtschaft über Kapitalmarktindizes, die nur einen recht überschaubaren Anteil der wirtschaftlichen Wertschöpfung abbilden, investierbar ist. In diesem Rahmen wird auch die Branchenzusammensetzung der deutschen Kapitalmarktindizes DAX, MDAX und SDAX mit der tatsächlichen Wertschöpfung verglichen und es wird gezeigt, dass die beiden größeren Indizes (DAX und MDAX) ein deutliches Übergewicht im produzierenden Gewerbe aufweisen, welches in der realen Wertschöpfung einer weit entwickelten Volkswirtschaft jedoch nur einen Anteil von etwa 30% belegt. Lediglich im SDAX ist der Dienstleistungssektor analog zur realen Wertschöpfung der deutschen Volkswirtschaft mit knapp 70% gewichtet.

Dementsprechend werden Nebenwerteindizes im Rahmen des entworfenen Modellportfolios wegen ihrer größeren Ähnlichkeit zur tatsächlichen Sektorzusammensetzung der wirtschaftlichen Wertschöpfung und wegen ihrer nachweisbaren langfristigen Überrendite gegenüber den dominierenden Blue Chips in relevantem Umfang beigemischt. Im Ergebnis ist der Deutschlandanteil des entwickelten Modellportfolios bei einer Unterlegung mit 50% Large Caps, 30% Mid Caps und 20% Small Caps zu etwa gleichen Teilen in den Industrie- und den Dienstleistungssektor investiert und ordnet sich damit zwischen dem DAX (etwa 60% Industrie, 40% Dienstleistungssektor) und der tatsächlichen wirtschaftlichen Wertschöpfung (etwa 30% Industrie, 70% Dienstleistungssektor) ein.

3 Potential und Grenzen der Deutschen Wirtschaft

3.1 Einordnung und internationale Bedeutung der Deutschen Volkswirtschaft

Die Deutsche Volkswirtschaft ist im Hinblick auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP), d. h. den Gesamtwert aller Güter (Waren und Dienstleistungen), die innerhalb eines Jahres innerhalb der Landesgrenzen hergestellt werden, nach Abzug aller Vorleistungen, die größte Volkswirtschaft Europas und die Viertgrößte weltweit, nach den USA, China und Japan. Wie bei den meisten weit entwickelten Volkswirtschaften findet die Wertschöpfung mit einem Anteil von 69,0% größtenteils im Dienstleistungssektor statt, während der industrielle Sektor mit 30,3% noch einen relevanten Anteil an der Bruttowertschöpfung besitzt - der primäre Sektor (Land- und Forstwirtschaft und Fischerei) hat mit 0,7% der Bruttowertschöpfung jedoch quasi keine Bedeutung.³

Das Wirtschaftssystem der Bundesrepublik wird als soziale Marktwirtschaft bezeichnet, da der Staat der Wirtschaft einen regulierenden Rahmen vorgibt, der für einen sozialen Ausgleich und humane Arbeitsbedingungen sorgen soll. Das bedeutet einerseits, dass die Bundesrepublik im Hinblick auf Wochenarbeitszeiten, Jahresurlaub, Lohnfortzahlungen im Krankheitsfall und den gesetzlichen Mindestlohn über einen gut funktionierenden Arbeitnehmerschutz verfügt. Es bedeutet andererseits, dass wichtige Elemente des Sozialversicherungssystems wie Rentenversicherung, allgemeine Krankenversicherung und Arbeitslosenversicherung durch eine Kombination von Arbeitnehmerbeiträgen, Arbeitgeberanteilen und staatlichen Zulagen finanziert werden. Darüber hinaus zeichnet sich das Sozialsystem der Bundesrepublik durch eine allgemeine und unbefristete Grundsicherung aus.

Die Deutsche Volkswirtschaft ist die erste der weltweit führenden Industrienationen, die sich im Rahmen der Energiewende dazu verpflichtet hat, den Anteil der erneuerbaren Energien am Stromverbrauch bis 2050 von aktuell 26%⁴ auf 80 % zu steigern. Darüber hinaus stellen die erneuerbaren Energien inzwischen einen erheblichen Wirtschaftsfaktor für die deutsche Industrie dar. Im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit attestieren mehrere von Unternehmensberatungen und Wirtschaftsinstituten durchgeführte Studien dem Wirtschaftsstandort Deutschland eine exzellente Position (vgl. Tabelle 1), womit sich die Deutsche Volkswirtschaft im internationalen Vergleich auf Augenhöhe mit den weltweit leistungsfähigsten Wirtschaftsräumen befindet. Als international konkurrenzfähigste Branchen, innerhalb derer auch die größten Exportüberschüsse erzielt werden (siehe unten), gelten die Automobil- und Nutzfahrzeugindustrie, die Maschinenbauindustrie und die Chemieindustrie.

³ Statistisches Bundesamt, Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen (2014), Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2015, Pressemitteilung vom 25. August 2015 – 305/15, Seite 7.

⁴ Bruttostromerzeugung in Deutschland ab 1990 nach Energieträgern, AG Energiebilanzen e. V., http://www.ag-energiebilanzen.de/index.php?article_id=29&fileName=20150803_brd_stromerzeugung1990-2014.pdf.

Ranking	Deutschlands Platzierung in Europa (einschl. Schweiz und Norwegen)	Deutschlands Platzierung in der Welt
Ernst & Young European Attractiveness Survey (2013)	1	6
A.T. Kearney FDI Confidence Index (2013)	1	7
UNCTAD World Investment Prospects Survey 2013-2015 (2013)	1	3
World Economic Forum Global Competitiveness Index 2013-2014 (2013)	3	4
Deloitte Global Manufacturing Competitiveness Index (2013)	1	2
Institut der deutschen Wirtschaft: Ranking der industriellen Standortqualität	4	5
AmCham Germany Business Barometer	1	-

Tabelle 1: Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland in verschiedenen Publikationen⁵

3.2 Zusammensetzung des Außenhandels

Innerhalb der Deutschen Volkswirtschaft wurden im Jahr 2014 Waren im Wert von 1.134 Mrd. EUR exportiert, denen importierte Waren im Wert von 917 Mrd. EUR gegenüberstehen.⁶ Mit seinem Nettoexportvolumen von 217 Mrd. EUR steht Deutschland weltweit an zweiter Stelle und liegt nur knapp hinter China. Bis einschließlich 2013 führte die Deutsche Volkswirtschaft die Außenhandelsstatistik in Bezug auf den Nettoexportwert oder Außenbeitrag, d. h. die Differenz des Warenwerts von exportierten und importierten Waren, regelmäßig an (vgl. Abbildung 1).

Die Hauptexportgüter der Deutschen Volkswirtschaft sind Kraftfahrzeuge und Kraftfahrzeugteile – hier stehen einem Exportvolumen von 203 Mrd. EUR noch Importe in Höhe von 87 Mrd. EUR gegenüber, so dass der obenstehende Außenhandelsüberschuss von 217 Mrd. EUR durch die Fahrzeugindustrie bereits zu gut 50% erklärt wird. Neben der Fahrzeugindustrie exportiert die Deutsche Volkswirtschaft Maschinen im Wert von 166 Mrd. EUR, wobei im Maschinenbau ebenfalls ein erheblicher Exportüberschuss von 96 Mrd. EUR, d. h. 44% des Außenhandelsüberschusses, erwirtschaftet wird. An dritter Stelle folgen chemische Erzeugnisse, die im Jahr 2014 mit einem Warenwert von 107 Mrd. EUR exportiert wurden (vgl. Tabelle 2).

Auf Seiten der Importe liegen Datenverarbeitungsgeräte, elektrische und optische Erzeugnisse mit einem Volumen von 90 Mrd. EUR an erster Stelle, die jedoch in fast exakt der gleichen Menge auch exportiert werden. Erdöl und Erdgas werden mit einem Warenwert von 83 Mrd. EUR importiert. Die Fahrzeugindustrie liegt mit den oben bereits erwähnten 87 Mrd. EUR an importierten Warenwerten an zweiter Stelle, und auch in den Industriezweigen Maschinenbau und Chemie stehen den sehr hohen

⁵ Renew's Spezial Ausgabe 72 / April 2014, Hintergrundinformation der Agentur für Erneuerbare Energien, http://www.unendlich-viel-energie.de/media/file/323.72_Renews_Spezial_Wirtschaftsstandort_Deutschland_online_apr14.pdf.

⁶ Statistisches Bundesamt, Außenhandel - Exporte und Importe (Spezialhandel) nach den Güterabteilungen des Güterverzeichnisses für Produktionsstatistiken 2014, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/Aussenhandel/Handelswaren/Tabellen/EinfuhrAusfuhrGueterabteilungen.html>.

Exportvolumina (siehe oben) signifikante Importe in Höhe von 70 und 74 Mrd. EUR (Rang 5 und 4) entgegen.

Die wichtigsten Außenhandelspartner mit einem Umsatz (Exporte und Importe) oberhalb von 100 Mrd. EUR sind Frankreich (169), die Niederlande (161), China (154), die USA (145), Großbritannien (126) und Italien (103). Der größte Außenhandelsüberschuss wird mit den USA (47), Großbritannien (42), Frankreich (34) und Österreich (20) erzielt.⁷

Der erhebliche Exportüberschuss der Deutschen Volkswirtschaft ist nicht allein durch die international bekannten DAX Unternehmen zu erklären, sondern ebenso durch den Deutschen Mittelstand, der im Gegensatz zu den kleinen und mittleren Unternehmen anderer großer europäischer Volkswirtschaften bereits relativ stark auf den Auslandsmärkten präsent ist.

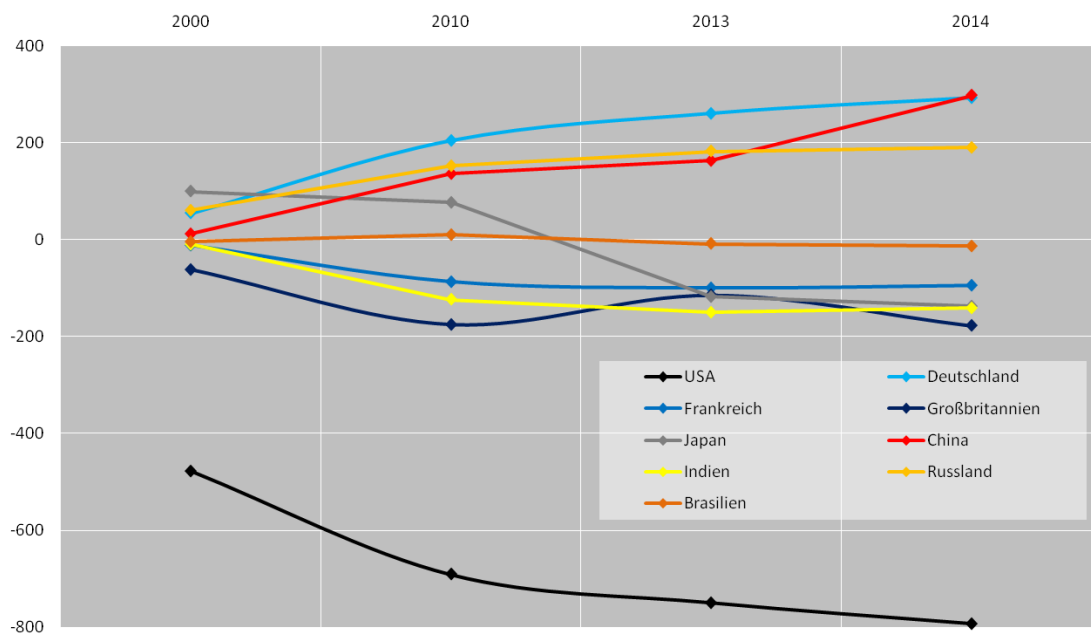


Abbildung 1: Nettoexporte der größten Volkswirtschaften in Mrd. USD⁸

⁷ Statistisches Bundesamt, Außenhandel - Rangfolge der Handelspartner im Außenhandel der Bundesrepublik Deutschland 2014, https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/Aussenhandel/Handelspartner/Tabellen/RangfolgeHandelspartner.pdf?__blob=publicationFile.

⁸ Daten: Bundeszentrale für politische Bildung, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/3d/>.

Sektor	Anteil am Exportvolumen
Kraftwagen und Kraftwagenteile	18,10%
Sonstige Fahrzeuge	4,44%
Maschinen	14,79%
Datenverarbeitungsgeräte, elektr. und opt. Erzeugn.	7,94%
Elektrische Ausrüstungen	6,11%
Fahrzeug-, Maschinen und Elektroindustrie	51,38%
Chemische Erzeugnisse	9,55%
Pharmazeutische und ähnliche Erzeugnisse	5,49%
Gummi- und Kunststoffwaren	3,57%
Papier, Pappe und Waren daraus	1,69%
Glas und -waren, Keramik, Steine und Erden	1,22%
Chemische Industrie	21,52%
Metalle	4,49%
Metallerzeugnisse	3,53%
Kokereierzeugnisse und Mineralölerzeugnisse	1,34%
Erdöl und Erdgas	0,48%
Steine und Erden, sonstige Bergbauerzeugnisse	0,12%
Roh- und Grundstoffe	9,95%
Nahrungsmittel und Futtermittel	4,38%
Getränke	0,46%
Tabakerzeugnisse	0,29%
Bekleidung	1,32%
Textilien	0,96%
Möbel	0,78%
Holz und Holz- Kork- Korb- Flechtwaren ohne Möbel	0,56%
Leder und Lederwaren	0,56%
Konsumgüterindustrie	9,30%

Tabelle 2: Zusammensetzung des Deutschen Exportvolumens in 2014⁹

⁹ Eigene Berechnung, Daten: Statistisches Bundesamt, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/Aussenhandel/Handelswaren/Tabellen/EinfuhrAusfuhrGueterabteilungen.html>.

3.3 Der Deutsche Mittelstand

Die Deutsche Volkswirtschaft zeichnet sich durch einen sehr starken Mittelstand aus, der mehr als 99% aller in Deutschland heimischen Unternehmen beinhaltet. Erfolgreiche mittelständische Unternehmen weisen oft Merkmale wie Konzernunabhängigkeit oder Familienbesitz auf – dementsprechend sind rund 95 % aller deutschen Firmen Familienunternehmen. Der Mittelstand ist auf qualitativer Ebene gekennzeichnet durch die Einheit von Eigentum, Leitung und den unternehmerischen Risiken einschließlich der Mitwirkung der Unternehmensführung an allen unternehmenspolitisch relevanten Entscheidungen. Eine quantitative Definition mittelständischer Unternehmen gibt es nicht - das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) vermeidet quantitative Kriterien in seiner Definition des Mittelstandes und weist darauf hin, dass das deutsche Wort "Mittelstand" keine Entsprechung in anderen Sprachen habe.¹⁰ Nach Definition der Europäischen Kommission sind kleine und mittlere Unternehmen (KMU) Firmen mit weniger als 250 Mitarbeitern und weniger als 50 Millionen Euro Jahresumsatz.¹¹

Insgesamt hat der Deutsche Mittelstand im Jahr 2011 mit einem Anteil von fast 55 % zur Wertschöpfung in der deutschen Wirtschaft beigetragen. Sein Anteil am Gesamtumsatz aller deutschen Unternehmen lag mit einem Volumen von 2.100 Mrd. EUR ohne ausländische Tochterkonzerne bei knapp 36% - die DAX Unternehmen einschließlich ihrer ausländischen Konzerntöchter erwirtschafteten im Jahr 2011 dagegen nur einen Gesamtumsatz von 1.190 Mrd. EUR. Auf personeller Ebene sind 59,4% aller sozialversicherungspflichtigen Arbeitnehmer in Deutschland bei einem mittelständischen Unternehmen beschäftigt, und sogar 84,2% aller Ausbildungsplätze werden vom Mittelstand getragen (vgl. Abbildung 2).¹² Eine weitere Besonderheit des deutschen Mittelstandes ist die im internationalen Vergleich beträchtliche Häufigkeit der *Hidden Champions* (vgl. Abbildung 3). Hidden Champions („heimliche Marktführer“) sind relativ unbekannt und in der Regel mittelständische Unternehmen, die in ihrem Marktsegment jeweils Marktführer sind und somit maßgeblich zum oben erwähnten Exportüberschuss der deutschen Volkswirtschaft beitragen. Sie zeichnen sich im Wesentlichen durch die folgenden Merkmale aus:¹³

- Sie belegen im Hinblick auf ihren Marktanteil Rang 1, 2 oder 3 auf dem Weltmarkt oder auf ihrem Heimatkontinent
- Der Jahresumsatz liegt in der Regel unter 3 Mrd. EUR
- Sie sind meist inhabergeführt und nicht börsennotiert, d. h. der Öffentlichkeit weitgehend unbekannt

¹⁰ Institut für Mittelstandsforschung, Mittelstandsdefinition, <http://www.ifm-bonn.org/mittelstandsdefinition/>.

¹¹ Europäische Kommission, Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen, 2003/361/EG, http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=uriserv:OJ.L_.2003.124.01.0036.01.DEU.

¹² Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, German Mittelstand: Motor der deutschen Wirtschaft, 2014, <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/factbook-german-mittelstand,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>.

¹³ Simon, Hermann, Hidden Champions des 21. Jahrhunderts: Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Campus, Frankfurt a. M., 2007.

Besonders häufig treten die Hidden Champions im Maschinenbau sowie in den Bereichen Elektroindustrie und Industrieprodukte auf. Bekanntere Repräsentanten der Hidden Champions sind beispielsweise die Unternehmen Schwan-Stabilo (Schreibgeräte), Webasto (Standheizungen), Flexi (Roll-Leinen für Hunde) oder Arnold & Richter (ARRI – Filmkameras).

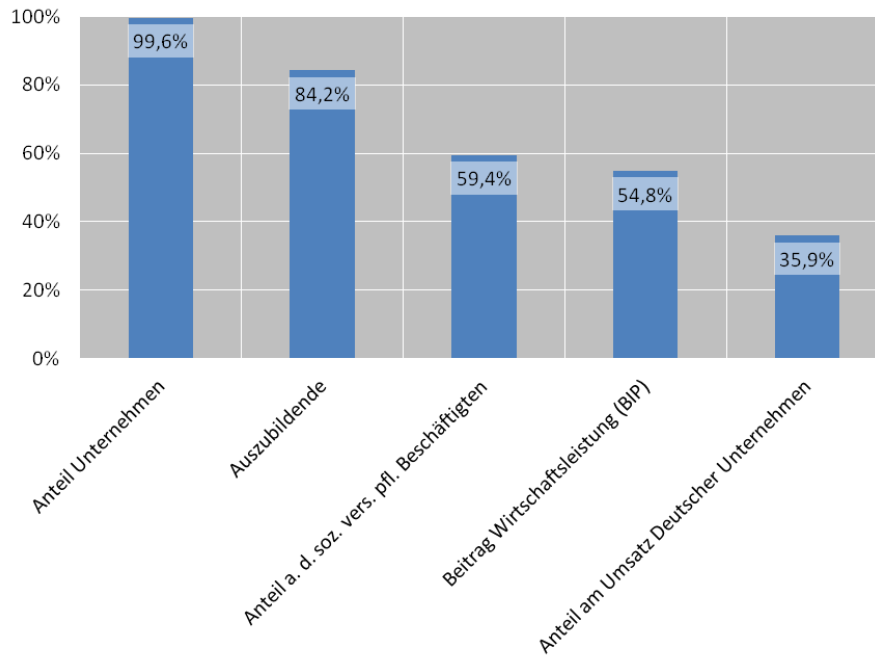


Abbildung 2: Wirtschaftlicher Beitrag des deutschen Mittelstandes

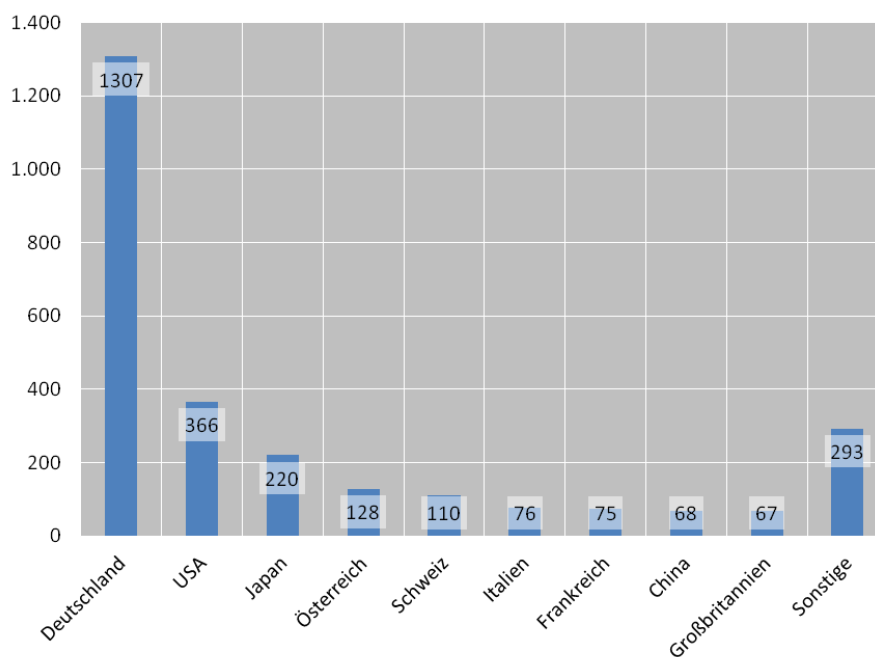


Abbildung 3: Hidden Champions Häufigkeiten im Vergleich

4 Wirtschaftsleistung und Marktkapitalisierung

In nahezu allen Volkswirtschaften weicht die Zusammensetzung der marktkapitalisierten Leitindizes, welche lediglich den über Aktien investierbaren Anteil der Wirtschaftsleistung eines Landes abbilden, im Hinblick auf die Gewichtung der Wirtschaftssektoren erheblich von der tatsächlichen Entstehung des Bruttoinlandsproduktes ab. Dieser investierbare Anteil der wirtschaftlichen Wertschöpfung ist in der Bundesrepublik recht überschaubar, da bereits 55% der wirtschaftlichen Wertschöpfung durch nicht börsennotierte Mittelstandsunternehmen getragen werden und da von den verbleibenden 45% noch die Wertschöpfungsaktivitäten der Selbständigen (10,1%)¹⁴ und der im öffentlichen Dienst Beschäftigten (ca. 18%) abgezogen werden müssten, um eine Schätzung für den Wertschöpfungsanteil zu erhalten, der auf große und börsennotierte Unternehmen zurückzuführen ist. Vor diesem Hintergrund wird die Entstehung der Bruttowertschöpfung je Wirtschaftssektor im folgenden Abschnitt mit der Branchenzusammensetzung der marktkapitalisierten Indizes DAX, MDAX und SDAX verglichen.

4.1 Vergleich der wirtschaftlichen Wertschöpfung mit der Allokation marktkapitalisierter Kapitalmarktindizes

Der DAX ist der wichtigste deutsche Aktienindex und enthält die 30 größten und weitgehend bekannten Unternehmen mit der höchsten im Streubesitz befindlichen Marktkapitalisierung und dem größten Börsenumsatz. Er repräsentiert somit rund 80% des in Deutschland zugelassenen Börsenkapitals. Der MDAX enthält 50 weitere Titel in Gestalt von mittelgroßen Kapitalgesellschaften, die den 30 DAX-notierten Unternehmen hinsichtlich Marktkapitalisierung und Börsenumsatz nachfolgen. Der SDAX schließt mit 50 kleineren Unternehmen unmittelbar unterhalb des MDAX an.¹⁵ Es ist bei Betrachtung der Sektoren leicht zu erkennen, dass der marktkapitalisierte DAX im Vergleich zur Zusammensetzung der Deutschen Wirtschaftsleistung (im Sinne des BIP) mit einem Anteil von 58% ein deutliches Übergewicht im produzierenden Gewerbe besitzt, während das BIP zu etwa 70% aus dem Dienstleistungssektor resultiert (vgl. Abbildung 4). Sektoren, in denen der DAX ein wesentlich niedrigeres Gewicht besitzt als die innerhalb der Deutschen Volkswirtschaft erzeugte Wertschöpfung sind neben dem öffentlichen Dienstleistungs-, Erziehungs- und Gesundheitssektor – der DAX enthält per Definition keine öffentlichen Dienstleister und lediglich einen Gesundheitsdienstleister in Gestalt des Krankenhausbetreibers Fresenius – weiterhin noch das Handels-, Verkehrs- und Gastgewerbe, das Grundstücks- und Wohnungswesen sowie sämtliche Unternehmensdienstleistungen.

Das bereits beim DAX festgestellte Übergewicht der produzierenden Sektoren kann in fast exakt der gleichen Höhe auch beim MDAX festgestellt werden. Lediglich der SDAX bildet die Sektorenverteilung der Deutschen Wirtschaft deutlich besser ab und besitzt analog zur realen Bruttowertschöpfung nur einen Industrieanteil von rund 30%. Eine mögliche Erklärung für die hohe Marktkapitalisierung des produzierenden Sektors, d. h. die hohen Gewichte der Industriebranchen in den Indizes mit hoher Marktkapitalisierung lässt sich folgendermaßen konstruieren: Der Erfolg von Industrieunternehmen

¹⁴ Rheinische Post, Onlineausgabe RP Online, 1,2 Millionen Deutsche arbeiten freiberuflich, <http://www.rp-online.de/wirtschaft/finanzen/12-millionen-deutsche-arbeiten-freiberuflich-aid-1.3313347>.

¹⁵ Deutsche Börse, Die DAX-Indexwelt, http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/120611_DeutscheBoerse_D_WEB.pdf.

(und dem Finanzsektor) ist weitaus skalierbarer als die Wertschöpfung von Dienstleistungsunternehmen und profitiert wesentlich von großen Stückzahlen und dementsprechend einem großen Marktanteil. Nicht nur auf Ebene der Wirtschaftssektoren, sondern auch bei Betrachtung der Marktkapitalisierung verschiedener Regionen und Staaten kann festgestellt werden, dass es zwischen dem Beitrag einer Volkswirtschaft zur weltweiten Wirtschaftsleistung und ihrer Marktkapitalisierung, die nur den über Aktien investierbaren Anteil der Wertschöpfung abbildet, erhebliche Abweichungen gibt. Diese werden im folgenden Abschnitt aufgezeigt.

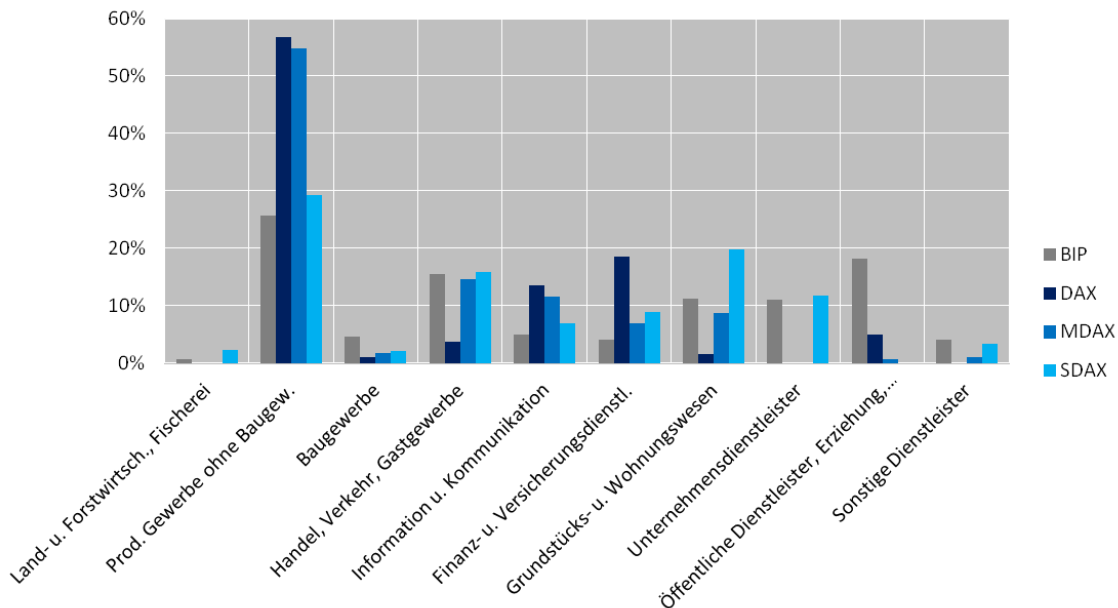


Abbildung 4: Sektorzusammensetzung der wirtschaftlichen Wertschöpfung im Vergleich zu deutschen Aktienindizes

4.2 Internationaler Vergleich von Wirtschaftsleistung und Marktkapitalisierung

Im internationalen Vergleich fällt die deutsche Volkswirtschaft durch eine in Relation zur tatsächlichen Wirtschaftsleistung relativ geringe Marktkapitalisierung auf, was in unmittelbarem Zusammenhang mit dem starken Mittelstand (vgl. Abschnitt 3.3) und dem vergleichsweise geringen Wertschöpfungsanteil der börsennotierten Unternehmen steht. Eine außerordentlich hohe Marktkapitalisierung weisen dagegen die USA und Großbritannien auf – beide sind im marktkapitalisierten MSCI All Country World Index (ACWI) in Relation zum Anteil ihres BIP an der weltweiten Wirtschaftsleistung rund doppelt so hoch gewichtet. Unter den großen Volkswirtschaften besitzen Frankreich und auch der gesamteuropäische Wirtschaftsraum eine Marktkapitalisierung, die im internationalen Vergleich etwa mit dem relativen Beitrag zur weltweiten Wirtschaftsleistung übereinstimmt. Neben Deutschland sind weiterhin vor allem die Emerging Markets, die inzwischen ein recht hohes BIP aufweisen – speziell Russland und China haben ihr BIP zwischen 2000 und 2014 etwa um den Faktor sieben gesteigert (vgl. Abbildung 5) - in den weltweiten Kapitalmärkten unterrepräsentiert (vgl. Tabelle 3).

Inwieweit eine Investition in die Wertschöpfung der Deutschen Volkswirtschaft auch über börsennotierte und liquide Geldanlagen möglich ist und welchen Anteil die deutsche Wirtschaft in einem international diversifizierten Portfolio aus der Perspektive eines einheimischen Kapitalanlegers

belegen darf, wird im folgenden Abschnitt diskutiert. Dabei werden zunächst einige allgemeine Richtlinien dargestellt, die sich in der Geldanlagepraxis etabliert haben.

Volkswirtschaft	BIP ¹⁶	MSCI ACWI (Juni 2015) ¹⁷
USA	22,6%	51,5%
Deutschland	5,0%	3,1%
Frankreich	3,7%	3,4%
Großbritannien	3,8%	7,0%
Europa	25,4%	23,3%
Japan	5,9%	7,9%
China	13,4%	3,8%
Indien	2,6%	0,8%
Russland	2,4%	0,4%
Brasilien	2,8%	0,8%

Tabelle 3: Vergleich von Wirtschaftsleistung und Marktkapitalisierung bei den weltweit größten Volkswirtschaften

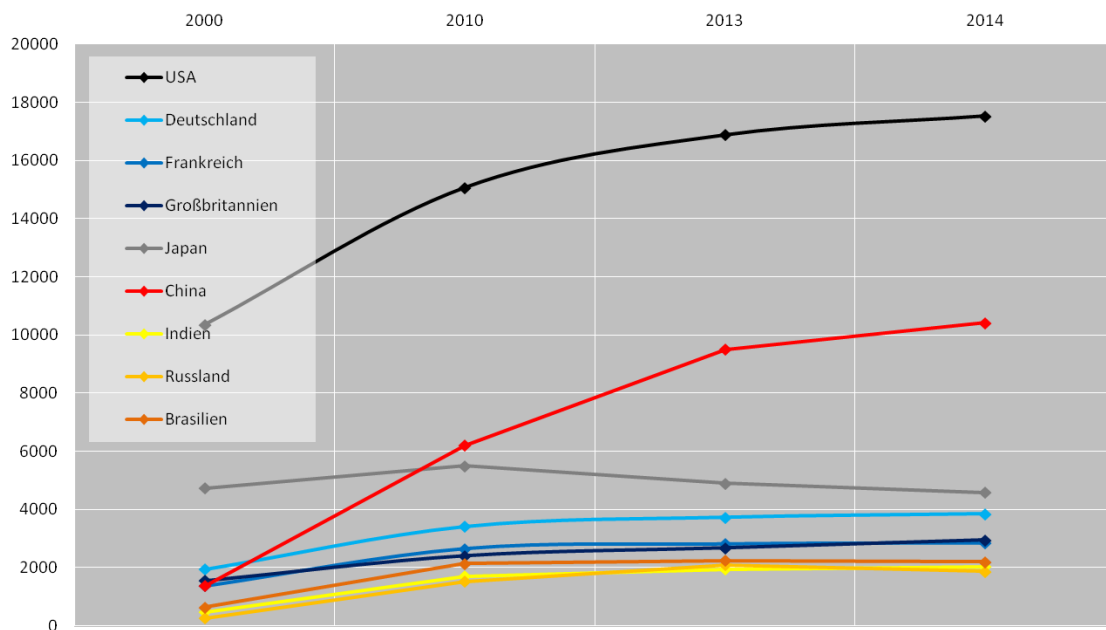


Abbildung 5: Entwicklung des BIP der größten Volkswirtschaften in Mrd. USD¹⁸

¹⁶ Eigene Berechnung, Daten: Bundeszentrale für politische Bildung, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/3d/>.

¹⁷ Berechnung: AGF Management Limited, Daten: MSCI, <http://www.agf.com/institutional/global-resources/files/quarterly-report/inst270-msci-acwi-cad.pdf>.

5 Von der Wirtschaftsleistung zum Portfolio

5.1 Rahmenbedingungen und Empfehlungen zur Depotkonstruktion

Family Offices und andere professionelle/vermögende Investoren sind bei ihren Geldanlagen über die Zeit gesehen deutlich erfolgreicher als der durchschnittliche Privatanleger, so dass sich die Frage aufdrängt, was genau sie anders machen. Die Vermutung von sicherheitsorientierten Privatanlegern wäre wahrscheinlich, dass professionelle Investoren grundsätzlich nach Renditemaximierung streben und dabei viel hemmungsloser Risiken eingehen als verantwortungsbewusste Privatanleger. Das ist allerdings keineswegs der Fall. Viele, gerade große professionelle Vermögensverwalter wie Stiftungen, Pensionskassen oder Family Offices betreiben eine sehr konservative Anlagepolitik, die primär darauf abzielt, das verwaltete Vermögen zu sichern. Sie verfolgen somit letztlich dasselbe Anlageziel wie Privatanleger: „Sicherheit“.

Der entscheidende Unterschied ist, dass professionelle Vermögensverwalter ein sachgerechtes Verständnis von „Sicherheit“ besitzen. Es besteht in der Erkenntnis, dass ein Vermögen genau dann sicher ist, wenn es über die Zeit hinweg eine reale Rendite erwirtschaftet, also nach Abzug von Kosten, Steuern und Inflation zumindest seine Kaufkraft erhält. Das bedeutet, dass die Anlagedauer bei der Strukturierung eines anlegergerechten Portfolios unbedingt zu berücksichtigen ist: Während bei kurzen Anlagedauern ein Kaufkraftverlust des investierten Vermögens vor allem in Gestalt von Wertverlusten auf Grund von Verwerfungen am Kapitalmarkt zu befürchten ist, spielt bei langfristigen Geldanlagen der schleichende Kaufkraftverlust durch die Inflation eine entscheidende Rolle.

Dem gegenüber sinkt das Risiko einer negativen Rendite auf Grund von Kursschwankungen am Kapitalmarkt mit steigender Anlagedauer deutlich, da einerseits die kontinuierliche Vereinnahmung von Dividenden einen gewissen Risikopuffer gegenüber Kursverlusten darstellt, und da Kursverluste andererseits bei einer verbleibenden Anlagedauer von mehreren Jahren durch spätere Kursgewinne ausgeglichen werden können. Dementsprechend können die Richtlinien, die für eine erfolgreiche Geldanlage maßgeblich sind, auf die folgenden drei Punkte reduziert werden.

Erstens ist es notwendig, unsystematische Risiken, d. h. Risiken, die nicht durch eine höhere erwartete Rendite kompensiert werden, konsequent zu vermeiden. Die Vermeidung von unsystematischen Risiken wird als Diversifikation bezeichnet und kann bei professionellen Geldanlagen als Standard angesehen werden.

Zweitens ist unter Gewährleistung einer breiten Diversifikation das systematische Risiko bzw. das Rendite/Risiko-Verhältnis derart zu wählen, dass das konstruierte Portfolio dem Anlagehorizont gerecht wird. Das bedeutet auch, dass bei langen Investitionsdauern das Portfolio nicht zu konservativ strukturiert werden sollte. Würde man über einen Zeitraum von 20 Jahren beispielsweise zum heutigen Zeitpunkt in ausfallsichere Euroanleihen mit AAA Rating und 20 Jahren Laufzeit investieren, würde die Fälligkeitsrendite von 1,339%¹⁹ bzw. 0,96% nach Abzug der Abgeltungssteuer nicht ausreichen, um die langfristige Inflation von etwa 2% zu kompensieren. Dem gegenüber hat der

¹⁸ Daten: Bundeszentrale für politische Bildung, <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/3d/>.

¹⁹ Europäische Zentralbank, Euro area yield curve, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, abgerufen am 5 November 2015.

weltweit in Aktien investierende MSCI World Index seit Dezember 1969 trotz erheblicher kurz- und mittelfristiger Verwerfungen auch im ungünstigsten Fall, der sich auf Basis der historischen Wertentwicklung konstruieren lässt, über 20 Jahre noch nie eine niedrigere annualisierte Bruttorendite als 3,67% erwirtschaftet, wobei diese Mindestrendite gerade ausreichend wäre, um die Abgeltungssteuer, Inflation und (niedrige) Gebühren zu kompensieren. Vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfelds bieten bei einem hinreichend langen Anlagehorizont dementsprechend vor allem Aktien die „Sicherheit“, zumindest die Kaufkraft des investierten Vermögens mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erhalten.

Da die Rendite- bzw. Kaufkraftverluste durch Steuern und Inflation unvermeidlich sind, ist drittens die Gewährleistung einer niedrigen Gebührenbelastung maßgeblich für den langfristigen Erfolg einer Geldanlage.

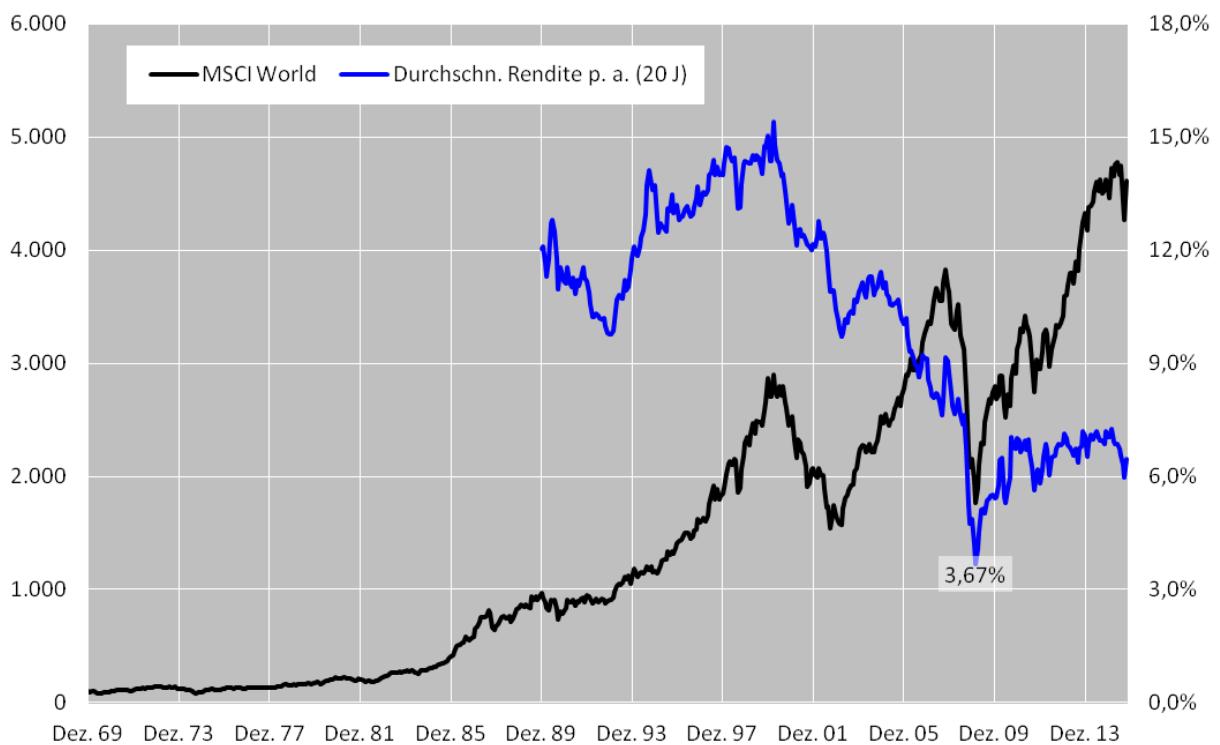


Abbildung 6: Langfristige Wertentwicklung des MSCI World Index (USD)²⁰

5.1.1 Zeitgemäße und transparente Depotumsetzung mit ETF

In den vergangenen Jahren sind aktiv verwaltete Investmentfonds teilweise unter Druck geraten. Auf der einen Seite konnte das von Privatanlegern häufig wahrgenommene Leistungsversprechen, durch aktives Risikomanagement einen Marktzugang mit reduzierten Verlustrisiken bereitzustellen, innerhalb der letzten Finanzkrise oft nicht eingelöst werden, d. h. viele der betreffenden Fonds hatten Verluste in

²⁰ Eigene Berechnung, Daten: MSCI.

der gleichen Größenordnung wie ihre passive Benchmark zu verbuchen. Auf der anderen Seite konnten aktive Fonds ihre Überrendite in der Vergangenheit häufig durch eine Beimischung oder Übergewichtung derjenigen Marktsegmente wie z. B. Nebenwerte oder Value-Aktien generieren, die im Vergleich zum Gesamtmarkt im langfristigen Durchschnitt etwas höhere Erträge erzielen.²¹ Das bedeutet, dass sich die Überrenditen erfolgreicher Fonds in der Regel durch eine optimierte Portfoliostruktur erklären lassen. Ein Vorteil, der sich inzwischen auch mit Hilfe von intelligent zusammengestellten Portfolios auf Basis von passiven Anlageprodukten umsetzen lässt. Diese Entwicklungen haben dazu geführt, dass auch aktive Portfoliomanager innerhalb ihrer Asset Allocation zunehmend passive Anlageprodukte berücksichtigen.²²

Diese Erkenntnisse bedeuten in der Konsequenz, dass Exchange Traded Funds (ETFs) als Bausteine zur Portfoliokonstruktion für Privatanleger hervorragend geeignet sind. Bei den ETFs handelt es sich um spezielle Investmentfonds, deren Ziel es ist, die Wertentwicklung eines zu Grunde liegenden Index möglichst exakt abzubilden – dementsprechend können sie als sehr transparentes Anlagevehikel angesehen werden und kommen wegen des Verzichts auf ein kostenintensives Research und eine aktive Managementdienstleistung mit einer sehr niedrigen Gebührenbelastung aus. Im Gegensatz zu klassischen, aktiv gemanagten Investmentfonds sind ETFs eine recht junge Produktgattung - der erste kommerziell erfolgreiche ETF in Gestalt des SPDR S&P 500 wurde 1993 in den USA von der State Street Global Advisors KAG aufgelegt, und in Europa haben ETFs erst im vergangenen Jahrzehnt eine nennenswerte Bedeutung erlangt.

Im Vergleich zu Einzelaktien sind ETFs bereits relativ breit diversifiziert und bilden jeweils ein Segment des Kapitalmarktes in repräsentativer Form ab. Zudem ermöglichen Indexfonds die Investition in exotischere Finanzmärkte wie z. B. die Emerging Markets, die von privaten Anlegern nur schwierig über Einzelaktien investiert werden können. Die Diversifikationsleistung und die komfortable Bereitstellung eines Marktzugangs haben ETFs mit ihren aktiv verwalteten Gegenstücken gemeinsam, vermeiden aber deren hohe Kostenbelastung, indem sie auf eine aktive Managementleistung und häufige Vermögensumschichtungen verzichten.

5.1.2 Verlustrisiken und Diversifikation

In der modernen Portfoliotheorie lässt sich das Anlagerisiko eines einzelnen Wertpapiers in Gestalt der Volatilität zu einem gewissen Grad ohne eine Verringerung der erwarteten Rendite reduzieren, indem das investierte Vermögen möglichst optimal auf eine größere Anzahl von Wertpapieren mit möglichst niedriger Korrelation verteilt wird.²³ Die daraus resultierende Reduktion der Volatilität wird als Diversifikationseffekt bezeichnet und lässt sich vor allem zwischen verschiedenen Anlageklassen, bei Aktien jedoch auch zwischen verschiedenen Regionen, Branchen oder Marktsegmenten beobachten. Auf der Ebene eines Aktienportfolios funktioniert die Diversifikation deshalb vor allem über die Streuung der Branchen – Auf Länderebene korrelieren die Kapitalmarktindizes der großen

²¹ Fama, E. F. & French, K. R., Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, Journal of Financial Economics, 1993, Vol. 33, No. 1, S. 3 - 56.

²² Beck, A. & Ritter, A., Alles Beta? – Empirische Analyse zum Nutzen aktiven Managements, ETF Magazin, FOCUS Magazin Verlag GmbH, 2009, S. 42 - 49.

²³ Die Korrelation ist eine statistische Maßzahl für den linearen Zusammenhang zwischen zwei Variablen.

Volkswirtschaften wegen der stetig voranschreitenden Globalisierung bereits recht hoch. Vor allem nichtzyklische Branchen, die auf die Bedienung von Grundbedürfnissen ausgerichtet sind, wie z. B. Nahrungsmittel und Getränke oder das Gesundheitswesen sind gut dazu geeignet, um die wechselnden zyklischen Branchenübergewichte in einem marktkapitalisierten Index zumindest anteilig zu dämpfen (vgl. Tabelle 4).

	Banks	Basic Resources	Food & Beverage	Health Care	Industrial Goods	Insurance	Oil & Gas	Technology	Telecommunications	Utilities
Banks	1,000	0,715	0,562	0,515	0,820	0,920	0,693	0,741	0,714	0,703
Basic Resources	0,715	1,000	0,552	0,457	0,823	0,742	0,800	0,695	0,606	0,665
Food & Beverage	0,562	0,552	1,000	0,730	0,681	0,615	0,652	0,637	0,685	0,691
Health Care	0,515	0,457	0,730	1,000	0,611	0,563	0,592	0,598	0,692	0,662
Industrial Goods	0,820	0,823	0,681	0,611	1,000	0,850	0,801	0,829	0,729	0,753
Insurance	0,920	0,742	0,615	0,563	0,850	1,000	0,727	0,757	0,734	0,742
Oil & Gas	0,693	0,800	0,652	0,592	0,801	0,727	1,000	0,704	0,697	0,780
Technology	0,741	0,695	0,637	0,598	0,829	0,757	0,704	1,000	0,711	0,690
Telecommunications	0,714	0,606	0,685	0,692	0,729	0,734	0,697	0,711	1,000	0,784
Utilities	0,703	0,665	0,691	0,662	0,753	0,742	0,780	0,690	0,784	1,000

Tabelle 4: Korrelationen der STOXX Europe 600 Sektorindizes (Oktober 2007 bis Oktober 2015)²⁴

5.2 Entwicklung von Modellportfolios

5.2.1 Herleitung von Modellportfolios auf Basis der Wirtschaftsleistung

Aus Tabelle 3 geht hervor, dass ein marktkapitalisiertes Aktienportfolio wie der MSCI ACWI Index auf regionaler Ebene ein deutliches Übergewicht im amerikanischen Aktienmarkt aufweist und dagegen kaum in die mittlerweile in durchaus relevantem Umfang zur weltweiten Wirtschaftsleistung beitragenden Schwellenländer investiert, daneben aber auch leistungsfähige Volkswirtschaften mit einem besonders hohen Anteil nichtbörsennotierter (mittelständischer) Unternehmen wie die deutsche Volkswirtschaft untergewichtet. Es ist in der Tabelle weiterhin direkt zu erkennen, dass die Zusammenstellung eines Aktienportfolios auf Basis des BIP zu einer deutlich ausgewogeneren Depotstruktur führt. Vor diesem Hintergrund orientiert sich das im Folgenden vorgeschlagene Modellportfolio an der Wirtschaftsleistung der enthaltenen Regionen statt auf die Marktkapitalisierung, die stets nur einen Teil der wirtschaftlichen Wertschöpfung abbildet, zurückzugreifen.

Aus der Perspektive eines einheimischen Privatanlegers ist zur Begrenzung der Währungsrisiken weiterhin ein solider Anteil in der Heimatwährung empfehlenswert – dementsprechend wird der

²⁴ Eigene Berechnung, Daten: STOXX Ltd.

währungsfremde Anteil des Modellportfolios dergestalt skaliert, dass eine Euroquote von 50% gewährleistet ist. Für die Umsetzung des Euroanteils werden die drei größten Volkswirtschaften der Eurozone, d. h. Deutschland, Frankreich und Italien jeweils mit einem Index unterlegt – auf diese Weise können rund 70% der Wirtschaftsleistung (und Marktkapitalisierung) in der Eurozone abgebildet werden.

Wegen ihrer in Abschnitt 4.2 festgestellten Untergewichtung in marktkapitalisierten Indizes und wegen der deutlichen Anhebung des Euroanteils auf 50% besitzt die deutsche Volkswirtschaft in einem nach der Wirtschaftsleistung gewichteten und an den Bedarf eines Euro-Investors angepassten Portfolios ein durchaus relevantes Gewicht von rund 22%. Um der Bedeutung von Kleinunternehmen innerhalb der deutschen Wirtschaft zumindest teilweise Rechnung zu tragen, werden die beiden Nebenwerteindizes MDAX und SDAX bewusst deutlich höher gewichtet, als die Unterlegung der deutschen Volkswirtschaft mit einem einzelnen marktkapitalisierten Index gestatten würde – in diesem Fall hätten die 30 DAX Unternehmen nämlich bereits einen Anteil von 80% des auf Deutschland entfallenden Portfoliovolumens inne.

Die Beimischung von Nebenwerten ist auch wegen der Faktorprämie, die innerhalb des Marktsegments der Nebenwerte vereinnahmt werden kann, vorteilhaft – das bedeutet, dass in quasi allen entwickelten Kapitalmärkten kleine Unternehmen langfristig eine höhere Rendite erzielen als die großen Unternehmen, welche die marktkapitalisierten Indizes dominieren. Unter Berücksichtigung dieser Rahmenbedingungen, d. h. einer Gewichtung entsprechend der Wirtschaftsleistung bei einem Euro-Anteil von 50%, besitzt das vorgeschlagene Aktienportfolio die folgende Struktur:

Anlageklasse	Index	Gewicht BIP	Indexportfolio Euro-Investor	Gewichtung Anlageklassen
Aktien Nordamerika	MSCI USA ETF	22,59%	15,5%	19,4%
	MSCI USA Small Cap ETF		3,9%	
Aktien Europa	MSCI Europe ex EMU ETF	8,50%	7,3%	57,3%
	MSCI France ETF	3,67%	16,1%	
	MSCI Italy ETF	2,78%	12,2%	
	DAX ETF		10,9%	
	MDAX ETF	4,96%	6,5%	
	SDAX ETF		4,3%	
Aktien Asien / Pazifik	MSCI Japan ETF	5,91%	5,1%	10,8%
Aktien Schwellenländer	MSCI Emerging Markets ETF	21,29%	18,3%	12,5%

Tabelle 5: Auf Basis der Wirtschaftsleistung gewichtetes Aktienportfolio für Euro-Investoren

5.2.2 Zusammensetzung und Eigenschaften

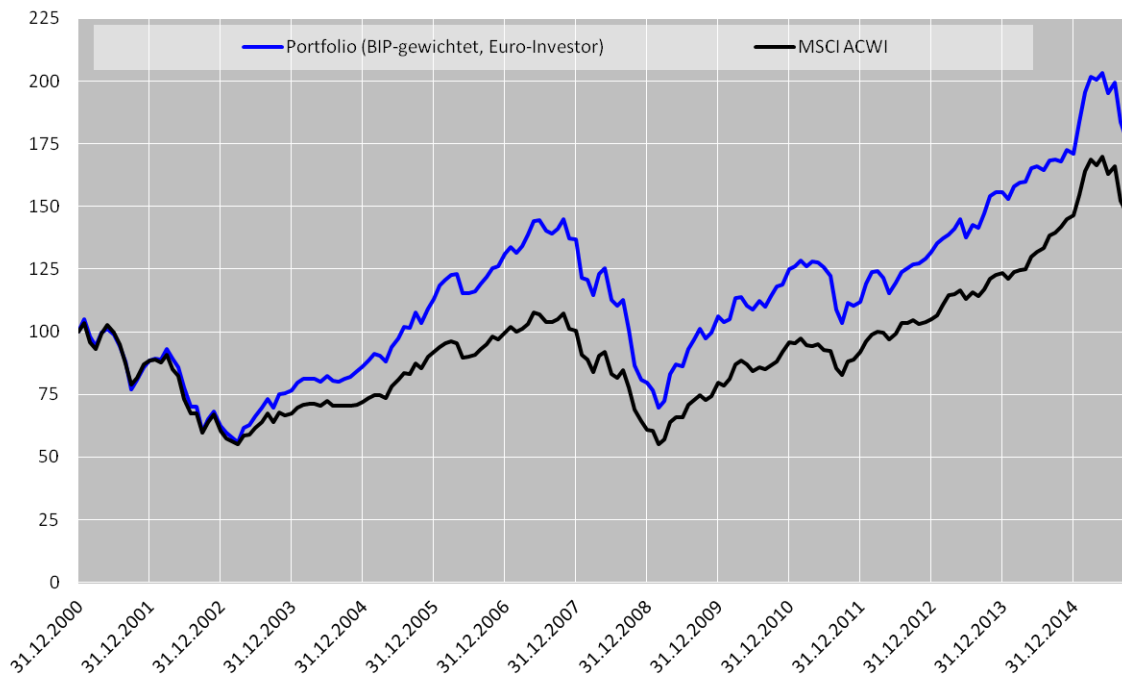


Abbildung 7: Geschätzte Wertentwicklung der in Tabelle 5 dargestellten Allokation im Vergleich zu einer marktkapitalisierten Anlagestrategie (EUR)²⁵

Im Ergebnis führt die Zusammenstellung eines globalen Aktienportfolios entsprechend der wirtschaftlichen Wertschöpfung unter Gewährleistung einer Euroquote von 50% zu einer recht ausgewogenen Depotstruktur – auf Ebene der Regionen fehlt das in globalen und marktkapitalisierten Aktienindizes allgegenwärtige Übergewicht des amerikanischen Marktes – dem gegenüber besitzen sowohl die wirtschaftlich inzwischen recht bedeutenden Schwellenländer als auch die deutsche Volkswirtschaft einen relevanten Anteil von rund 20%.

Auf Ebene der Sektoren belegen die verschiedenen Industriebranchen (Industrie, Grundstoffe, Pharmaindustrie) einen Anteil von knapp 30%, daneben belegen Finanzdienstleister sowie Konsumgüter und Dienstleistungen relevante Depotanteile von rund 24% bzw. 22%. Energieversorger und Technologiekonzerne (einschließlich IT) haben Depotanteile von etwa 11% und 10% inne, so dass in der vorgeschlagenen Depotstruktur derzeit keine problematischen Branchenübergewichte festgestellt werden können (vgl. Abbildung 8).

Im Hinblick auf die historische Wertentwicklung kann davon ausgegangen werden, dass die Portfoliosteuerung auf Basis des BIP gegenüber einer rein marktkapitalisierten Anlagestrategie etwas bessere Ergebnisse erzielt hätte, da sowohl die Schwellenländer als auch die deutschen Kapitalmarktindizes in den letzten fünfzehn Jahren eine höhere Rendite (in EUR) erzielt haben als der amerikanische Kapitalmarkt (vgl. Abbildung 7).

²⁵ Eigene Berechnung, Daten: MSCI.

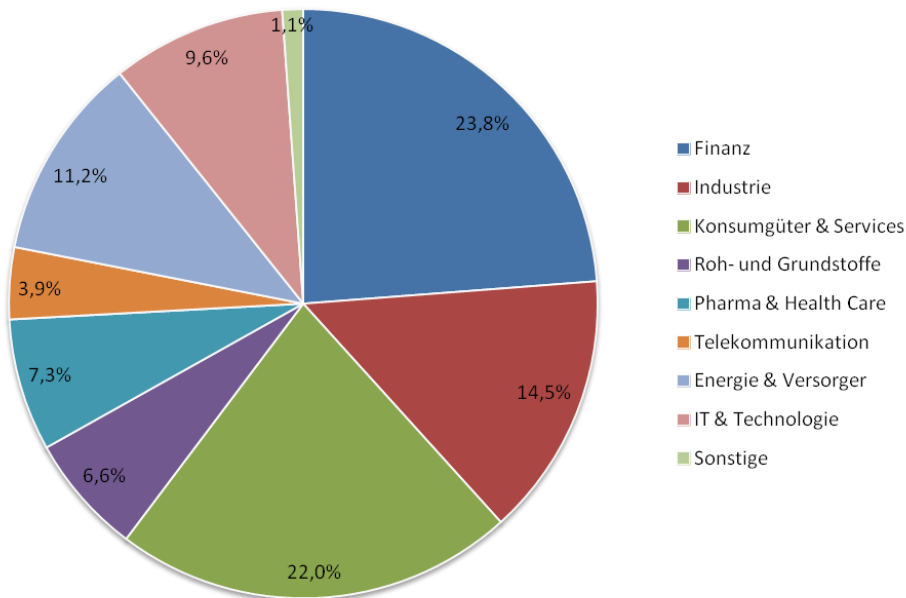


Abbildung 8: Sektorenverteilung des BIP-gewichteten Modellportfolios

5.2.3 Vom Anlagehorizont zum Portfolio

Wie in Abschnitt 5.1 erläutert, ist ein reines Aktienportfolio lediglich im Fall eines sehr langfristigen Anlagehorizonts oberhalb von zehn Jahren als Vermögensanlage geeignet. Im Falle einer nur kurz- bis mittelfristigen Anlagedauer ist die Beimischung von risikoarmen Anlageklassen bzw. Anleihen empfehlenswert, um die potentiell zu erwartenden Kursverluste auf ein Niveau zu reduzieren, das auch bei einer kürzeren Anlagedauer noch kompensiert werden kann. In der Praxis spielt bei der Strukturierung eines Depots nicht nur die Laufzeit eine Rolle, vielmehr weist die Bestimmung des risikoreichen Depotanteils auch eine psychologische Komponente auf: Es existieren dementsprechend Anlegerpersönlichkeiten, bei denen ein deutlicher zwischenzeitlicher Wertverlust ihrer Kapitalanlage auch bei einem langen Anlagehorizont Stress und Unwohlsein auslöst – um ein unbefriedigendes Anlageergebnis z. B. durch einen überstürzten Verkauf einer vorübergehend negativ rentierenden Geldanlage zu vermeiden, wird in der Praxis auch die subjektive Risikotoleranz eines Anlegers in die Depotstrukturierung einbezogen. Zur Dämpfung der Verlustrisiken ist es deshalb empfehlenswert, das oben dargestellte und unter Berücksichtigung der tatsächlichen Wirtschaftsleistung zusammengestellte Aktienportfolio je nach Bedarf mit einem Anleihenportfolio zu kombinieren.

Im Rahmen des aktuellen Niedrigzinsumfelds stellt die Generierung einer positiven Rendite nach Kosten im Rentenbereich derzeit eine beachtliche Herausforderung dar, wobei vor allem Anleihen mit langer Laufzeit derzeit erheblichen Marktpreisrisiken ausgesetzt sind. Dementsprechend sind Anleihen mit langer Laufzeit und niedriger Kreditrisikoprämie derzeit nicht als risikoarm anzusehen – die von langlaufenden Anleihen als Kompensation für das Zinsänderungsrisiko erzielte Risikoprämie steht zudem in keinem Verhältnis zu den damit einhergehenden Verlustrisiken. Vor diesem

Hintergrund investiert das zur Risikoanpassung des oben dargestellten Aktienportfolios vorgeschlagene Anleihenportfolio lediglich die Risikoprämie für das Kreditausfallrisiko in Gestalt von Positionen in Unternehmensanleihen, Hochzinsanleihen und Schwellenländeranleihen. Darauf aufbauende Mischportfolios für Anlegertypen mit unterschiedlichem Risikoappetit werden in Tabelle 7 dargestellt.

Anlageklasse	Anteil
ETF Renten Euroraum, kurze Laufzeiten	30%
ETF Renten Euroraum, Unternehmensanleihen	30%
ETF Renten Euroraum High Yield (hochverzinslich)	5%
ETF Renten, weltweit gestreut über Arten und Laufzeiten	30%
ETF Renten Schwellenländer (Emerging Markets)	5%

Tabelle 6: Exemplarisches Rentenportfolio für Euro-Anleger

Anlageklasse	Index	Konservativ		Ausgewogen		Wachstum	
Aktien Nordamerika	MSCI USA ETF	5,8%	4,7%	8,7%	7,0%	17,4%	14,0%
	MSCI USA Small Cap ETF		1,2%		1,7%		3,5%
Aktien Europa	MSCI Europe ex EMU ETF	17,2%	2,2%	25,8%	3,3%	51,6%	6,6%
	MSCI France ETF		4,8%		7,2%		14,5%
	MSCI Italy ETF		3,7%		5,5%		11,0%
	DAX ETF		3,3%		4,9%		9,8%
	MDAX ETF		2,0%		2,9%		5,9%
	SDAX ETF		1,3%		2,0%		3,9%
Aktien Asien / Pazifik	MSCI Japan ETF	3,2%	1,5%	4,9%	2,3%	9,7%	4,6%
Aktien Schwellenländer	MSCI Emerging Markets ETF	3,8%	5,5%	5,6%	8,2%	11,3%	16,4%
Summe Aktien			30,0%		45,0%		90,0%
ETF Renten Euroraum, kurze Laufzeiten			21,0%		16,5%		3,0%
ETF Renten Euroraum, Unternehmensanleihen			21,0%		16,5%		3,0%
ETF Renten Euroraum High Yield (hochverzinslich)			3,5%		2,8%		0,5%
ETF Renten, weltweit gestreut über Arten und Laufzeiten			21,0%		16,5%		3,0%
ETF Renten Schwellenländer (Emerging Markets)			3,5%		2,8%		0,5%
Summe Renten			70,0%		55,0%		10,0%

Tabelle 7: Modellportfolios verschiedener Risikoklassen

6 Über das Institut für Vermögensaufbau

Das Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG ist eine bankenunabhängige Gesellschaft zur Förderung des Vermögensaufbaus von Privatanlegern mit Hilfe finanzwissenschaftlicher Methoden. Im Zuge dessen führt das Institut empirische Studien zu aktuellen Anlagethemen aus Sicht einer ganzheitlichen Vermögensverwaltung durch. Darüber hinaus bietet das Institut portfolioanalytische Dienstleistungen an, deren Ergebnisse Privatanlegern beim Auffinden qualitativ hochwertiger Lösungen für den langfristigen Vermögensaufbau helfen.

Zentraler Bestandteil der portfolioanalytischen Dienstleistungen des Instituts ist die Zertifizierung qualitativ hochwertiger Portfolios. Zertifiziert werden Portfolios, die sich durch ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Verhältnis, eine unterdurchschnittliche Stressanfälligkeit und eine moderate Kostenstruktur auszeichnen und somit zum langfristigen Vermögensaufbau geeignet sind.

Das Institut verfolgt damit gegenüber Privatanlegern eine Verbraucherschützende Funktion, was sich auch im Beirat des Instituts widerspiegelt, in dem sich unter anderem Herr Carsten Heise (Geschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.), Herr Rainer Neumann (ehem. Vorstandsvorsitzender der Schufa Holding AG), Herr Dr. André Horowitz (Geschäftsführer der financial risk fitness GmbH) und Herr Prof. Dr. Thorsten Hens (Direktor des Swiss Banking Institute der Universität Zürich) engagieren. Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Dr. Christian Waigel, Rechtsanwalt mit Tätigkeitsschwerpunkt in den Bereichen Bankaufsichtsrecht, Finanzvertriebsrecht und Wirtschaftsverwaltungsrecht.

Der Sitz des Instituts ist in München.

Weitere Informationen können der Internetseite www.institut-va.de entnommen werden.

7 Allgemeine fachliche und rechtliche Hinweise

Die vorliegende Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt in keinem Fall eine Empfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Vor dem Treffen von Anlageentscheidungen sollten in jedem Fall der Verkaufsprospekt sowie ein Anlageberater zu allen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen und buchhalterischen Angelegenheiten konsultiert werden.

Die der vorliegenden Studie zugrundeliegenden Berechnungen wurden vom Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG mit der gebotenen Sorgfalt durchgeführt. Das Institut für Vermögensaufbau kann allerdings keine Gewähr für die inhaltliche Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität aller Ergebnisse übernehmen.

Sowohl das Institut für Vermögensaufbau als auch ihm assoziierte Unternehmen haften unter keinen Umständen für irgendwelche Verluste sowie direkte oder indirekte Schäden oder Folgeschäden, die aufgrund der Verwendung der vorliegenden Studie entstehen.