

# Ein verlorenes Aktien-Jahrzehnt?!



Autor Gerd Kommer

Pessimismus ist en vogue wie nie zuvor. Politiker, Journalisten und Wirtschaftsbosse überbieten sich gegenseitig an „Angst-Superlativen“ bis hin zur Gleichsetzung der gegenwärtigen Banken-Malaise mit der Weltwirtschaftskrise ab 1929<sup>1</sup>. Auf dem Kapitalmarkt und in den Medien bürgert sich bereits der Begriff „des verlorenen Jahrzehntes“ für die Aktienrenditen der letzten Dekade ein. Und tatsächlich war Ende November 2008 der Dax vom letzten Hoch im Dezember 2007 um knapp 58% auf den Kurswert von vor etwa zehn Jahren gefallen. Nach Investmentkosten (die der Index ja nicht enthält) war die Rendite des deutschen Aktienmarktes in den zurückliegenden zehn Jahren dadurch negativ – sogar vor Abzug der Inflation. Eine vergeudete Aktiendekade also? Ja, für den typischen aktiven Aktienanleger in Deutschland war sie vermutlich vergeudet, denn dieser hat in den letzten zehn Jahren vorwiegend innerhalb der „Dax-Welt“ investiert, hat ferner die hohen Kosten aktiven Investierens auf sich genommen und zumeist auch noch durch prozyklisches Investieren<sup>2</sup> weitere Rendi-

teprozente verschenkt.

Dabei wäre es eigentlich einfach, die Dinge besser zu machen. Wie? Ganz einfach: Konsequent passiv investieren, indem man (a) richtig diversifiziert (über wenige, breite globale Asset-Klassen hinweg und sich nicht auf Deutschland beschränkt), (b) Kosten radikal reduziert (mit ETFs oder Indexfonds), (c) ungünstiges Timing vermeidet (durch ganz simples, „stures“ buy-and-hold) und (d) jedweden Versuch aufgibt, schlauer sein zu wollen als der Markt.

Doch grau ist alle Theorie. Schauen wir uns die empirischen Fakten an. Die nebenstehende Grafik vergleicht den Dax mit einem simplen, völlig passiven Multi-Asset-Klassen-Portfolio (hier kurz „MAKP“ genannt) über die soeben abgelaufenen zehn Jahre.

Unser hier verwendetes MAKP besteht aus einem Drittel MSCI World, einem Drittel MSCI Schwellenländer und einem Drittel MSCI World Small Cap Value<sup>3</sup> – ein einfaches Indexing-Portfolio wie gesagt und ohne aufwendige Theorie dahinter.

Wie nicht anders zu erwarten, entwickelten sich die beiden dargestellten Portfolios, also der Dax und das MAKP, in diesem Zeitraum einigermaßen parallel, was eine Folge der relativ hohen (aber erfreulicherweise nicht perfekten) Korrelation der weltweiten Aktienmärkte ist. Doch trotz des relativ parallelen Verlaufs, hat das MAKP den Dax über die fraglichen zehn Jahre klar outperfornt. Die jährliche Rendite des MAKP betrug +3,8%, die des Dax -0,7%; dabei war die Standardabweichung (ein Maß für das Portfoliorisiko) des MAKP sogar um etwa ein Viertel niedriger. Der Endwert eines MAKP-Portfolios wäre um 55% höher gewesen als ein Dax-Portfolio. Hätte man dem MAKP noch Immobilienaktien (über einen entsprechenden Indexfonds oder ETF) und Rohstoffe (über ein Rohstoff-Futures-ETF) zur weiteren Asset-Klassen-Diversifikation hinzugefügt, wäre die Rendite des MAKP noch um etwa einen halben Prozentpunkt höher und sein Risiko noch etwas niedriger gewesen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die laufenden Kosten eines solchen passiven Portfolios bei ca. 0,6% per annum gelegen hätten, gegenüber dem etwa dreifachen Wert für ein typisches aktives Portfolio.

## Die Grundstruktur eines Multi-Asset-Klassen-Portfolios

Eine „(Aktien-)Asset-Klasse“ ist eine Gruppierung von Aktien, auf die relativ ähnliche oder gleiche Risikofaktoren einwirken, so dass ihre Rendite langfristig ähnlich ist. Die weltweit vorhandenen Aktien kann man zum Beispiel in vier Hauptregionen (Asset-Klassen) aufteilen: Westeuropa, Nordamerika, Japan-Australien und die Schwellenländer. Man kann ferner den globalen „Aktienkuchen“ aufteilen in Standardwerteaktien (Large Caps) und Nebenwerte (Small Caps) oder in sogenannte Growth-Aktien (Wachstumsunternehmen) oder Value-Aktien (Substanzwertunternehmen). Diese Klassifizierungskonzepte beziehen sich alle auf das gleiche „Aktienuniversum“, nämlich alle global vorhandenen Aktien. Ein passives Multi-Asset-Klassen-Portfolio könnte dann zum Beispiel bestehen aus jeweils einem ETF oder Indexfonds, die die folgenden Asset-Klassen abdecken:

- Globale Standardwerte Growth,
- Globale Standardwerte Value,
- Globale Nebenwerte,
- Schwellenländeraktien,
- Globale Immobilienaktien (Immobilienaktien haben ein spezifisches Risiko-Rendite-Profil),
- Rohstoffe (am besten über ein Rohstoff-Futures-ETF).

Zur anlegerspezifischen Risikosteuerung wird diesen risikobehafteten Asset-Klassen eine „risikolose“ Komponente beigemischt, idealerweise kurzfristige westeuropäische Staatsanleihen in Euro (gibt es ebenfalls als ETF). Mehr Details zu richtigen Konstruktion eines passiven Multi-Asset-Klassen-Portfolios aus ETFs finden sich in dem Buch „Souverän Investieren“ von Gerd Kommer (Campus 2007).

## Das verlorene Jahrzehnt? Die Entwicklung des DAX im Vergleich zu einem global diversifizierten Multi-Asset-Klassenportfolio in den letzten 10 Jahren



### Vergleichen: Aber richtig!

Was die Grafik nicht zeigt, ist, dass die fünf, zehn oder 20 Jahre vor dem Jahr 1999 ausgesprochen gute Aktienjahre waren. Beispielsweise rentierte der MSCI World in Euro bzw. DM von 1989 bis 1998 (10 Jahre) mit 10,6% per annum

und in den zehn Jahren davor mit 19,1% per annum. Wenn man jetzt also von einer „verlorenen Aktiendekade“ (Anfang 1999 bis heute) spricht, dann müsste man korrekterweise dazusagen, dass man willentlich oder unwillentlich "Data Mining" betreibt, sprich ein weit unterdurchschnittliches, nicht repräsentatives Aktienjahrzehnt herauspickt. Und wie sah es langfristig mit den beiden liebsten

Investments der Deutschen aus – Wohn-Immobilien und Kapitallebensversicherungen? Deutsche Hauspreiswertsteigerungen in den letzten 10 Jahren: Negative 1,0% pa (Bulwien-Gesa-Index) und Kapitallebensversicherungen gerade einmal +2,5% pa (Wert geschätzt, da Lebensversicherer aus „guten Gründen“ keine Indexrenditen veröffentlichen).

Doch wie dem auch sei: Die Vergangenheit ist „water under the bridge“ wie die Engländer sagen, also nicht mehr relevant – was zählt ist die Zukunft und da gilt: Die für die Zukunft erwarteten (aber natürlich nicht garantierten) Renditen am Aktienmarkt sind nach den jüngsten Kursverlusten nun höher als vor 12 Monaten, weil das weltweite Aktienbewertungsniveau, beispielsweise gemessen am Kursbuchwertverhältnis<sup>1</sup>, günstiger geworden ist.

Das globale KBV ist von Ende Oktober 2007 bis Ende Oktober 2008 um über 30% auf 1,70 gesunken (per Ende November 2008 war es noch niedriger aber die Zahlen standen bei Redaktionsschluss noch nicht zur Verfügung).

Das berühmte „PE10“ (eine Variante des KGVs) von Robert Shiller (Professor an der amerikanischen Yale University) für den amerikanischen Aktienmarkt stand Ende August '08 auf dem niedrigsten Stand seit Mitte 1993 und ist seitdem weiter gesunken; das konventionelle KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) des MSCI World ist per Ende Oktober 2008 auf 9,6 gesunken, also recht deutlich unter den historischen Durchschnitt seit Etablierung des Index 1970.

Dieses günstige (wenn auch nicht „spottbillige“) Bewertungsniveau ist der Grund, warum Warren Buffett in den letzten Monaten mehrere Milliarden US-

## Die Moral von der Geschichte'

(a) Wer aufgehört hat, an die Ammenmärchen der Finanzbranche und -medien zu glauben, denen zufolge man mit ihrer Hilfe den Markt langfristig, bei korrekter Berücksichtigung von Risiko und Kosten, anders als durch Glück schlagen kann, der sollte passiv investieren.

(b) Wer passiv investiert, wie es die Wissenschaft, Warren Buffett und mehrere Wirtschaftsnobelpreisträger Privatanlegern schon seit Mitte der 70er Jahre empfehlen, nämlich in ein Buy-And-Hold-Multi-Asset-Klassen-Portfolio aus ETFs und Indexfonds, für den war die abgelaufene Dekade zwar nicht berauschend aber keineswegs „verloren“ und – fast unabhängig vom Einstiegszeitpunkt – weit besser als der Dax.

(c) Wer sein MAKP zur Risikosenkung, so wie es der Normalfall sein sollte, mit kurzfristigen Staatsanleihen (der so genannten risikolosen Komponente) mischte, hatte ein schwankungsärmeres Gesamtportfolio, allerdings keines, das das „reine“ MAKP über den Betrachtungszeitraum hinweg renditemäßig nennenswert schlug.

(d) Und schließlich: Wer Aktienanlagen jetzt kritisch sieht, muss auch hinsicht-

lich möglicher Alternativen Farbe bekennen, worauf die meisten Journalisten und Politiker bei ihrer jetzt modischen „Aktienchelate“ oft recht bequem verzichten. Auch die in der jetzigen Krisenphase so populären „sicheren“ Asset-Klassen wie Sparguthaben, kurzfristige Staatsanleihen, Kapitallebensversicherungen, deutsche Immobilien oder Immobilienaktien haben – bei Berücksichtigung der hohen Kosten einer aktiven Anlagestrategie – über die letzten zehn Jahre hinweg durchweg schlechtere Renditen gebracht als ein global diversifiziertes, passives Aktienindexportfolio. Lediglich langfristige Staatsanleihen erzielten etwa dieselbe Rendite wie das MAKP. Würde man einen 20-Jahreszeitraum betrachten, läge das MAKP deutlich vor allen anderen Asset-Klassen.



*Aktien kritisch zu hinterfragen ist das eine. Ein Ersatz für die historisch eindeutig besten Renditen der Aktienanlage gegenüber allen anderen Asset-Klassen ist jedoch nicht in Sicht.*

Dollar in Unternehmen des amerikanischen Finanzsektors investiert hat.

Fazit: Wer smart investiert hat (radikal passiv, buy-and-hold, low cost), der hat auch in den letzten 10 Jahren, einer außergewöhnlich schlechten Kapital-

marktdekade, Geld verdient. Wer in Zukunft smart investiert, der sollte in den nächsten 10 Jahren von erwarteten Renditen profitieren, die seit langer Zeit nicht mehr so attraktiv ausgesehen haben.

<sup>1</sup> Solche Vergleiche sind überzogen. In der „Great Depression“ sackte der (amerikanische) Aktienmarkt von September 1929 über drei Jahre hinweg nominal um fast 90% ab (real etwa 80%), während der MSCI World und der DAX per Ende November 2008 gegenüber ihrem vorherigen Höchststand jeweils etwa „nur“ 55% verloren haben. (Der bisherige „Drawdown“ beider Indizes ist sogar deutlich niedriger als während des Technologieaktien-Crashes von 02/2000 bis 03/2003.) Die Arbeitslosigkeit stieg während der Weltwirtschaftskrise in Europa und den USA auf über 30% (bei Anwendung heutiger „Meldebestimmungen“ hätte sie vermutlich an die 50% betragen), wobei es in so gut wie keinem Land nennenswerte soziale Netze gab: keine Krankenversicherung, keine Arbeitslosenversicherung, fast keine Rentenversicherung. Die Reallohne sanken beträchtlich bei einem Durchschnittseinkommen und -vermögen, das in realen Zahlen ungefähr ein Fünftel des heutigen westeuropäischen Niveaus

betrug. Das Bruttoinlandsprodukt der meisten entwickelten Länder schrumpfte bis 1933 um annähernd ein Viertel und die Krise dauerte, je nach Land, mindestens fünf Jahre, in manchen Staaten deutlich länger, um dann fast ohne Übergang in den zweiten Weltkrieg zu münden.

<sup>2</sup> Mehrere großangelegte wissenschaftliche Studien haben gezeigt, dass der typische Anleger bis zu zwei Drittel (je nach Studie) der langfristigen Renditen von Aktien durch schlechtes Timing verschenkt. Wie? Der durchschnittliche Anleger steigt erst ein nachdem der Markt schon ein oder zwei Jahre gut lief (auf einem schon nicht mehr günstigen Niveau) und steigt bei „Talfahrten“ dicht beim Tiefpunkt (also fast immer zu spät) aus. Diese Art prozyklischen Investierens ist enorm renditeschädlich relativ zu einem konsequenten Buy-And-Hold-Ansatz.

<sup>3</sup> Es gibt zwar in Deutschland derzeit noch kein Bafin-zugelassenes Indexing-Produkt, das diesen globalen Value-Nebenwerte-Index (Industrielländer) abbildet aber mit ei-

ner Kombination aus etwa drei oder vier anderen ETFs und Indexfonds, hätte man ihn auch in der Vergangenheit gut replizieren können. Wer es einfacher haben wollte, der hätte in einen global investierenden, aktiven Nebenwertefonds mit Value-Philosophie investieren können. Wir haben den MSCI World Small Cap Value-Index verwandt, um das MAKP in diesem Beispiel so simpel wie möglich zu halten.

<sup>4</sup> Das KBV bei einer einzelnen Aktie ist der Aktienpreis dividiert durch das bilanzielle Eigenkapital des Unternehmens pro Aktie. Bei einem Index ist das KBV die Marktkapitalisierung des Index, dividiert durch die Summe allen bilanziellen Eigenkapitals der im Index enthaltenen Firmen. Das KBV wird – wie auch das KGV und einige andere Kennzahlen – verwendet um die „Preiswürdigkeit“ (das Bewertungsniveau) einer Aktie oder eines Index zu beurteilen.