

EDITORIAL



Ehrlich gesagt waren wir selbst überrascht: Das Musterportfolio von Portfoliotheorie.com liegt – *troz* 2008 – mit fast 8% pro Jahr im Plus.

Das liegt keineswegs an der Genialität der Autoren, sondern einfach daran, dass es bewusst um die Achse Staatsanleihen – Aktien aufgebaut ist. Das Musterportfolio hat 2008 zwar einen herben Verlust von 27% verkraften müssen, aber langfristig gesehen (seit 1990) hat es sogar ein Ausnahmejahr wie 2008 locker weggesteckt.

Damit hat sich das Musterportfolio so verhalten wie wohl die meisten clever diversifizierten Portfolios: Die dramatischen Verluste der Aktien, Immobilien und Rohstoffe wurden von den Staatsanleihen zumindest teilweise abgefangen. Nur die Rohstoffe und Immobilien haben 2008 als Versicherung versagt.

Nun ist ein Verlust von 27% im Jahr kein Honigschlecken. Aber passive Investoren müssen solche Schwankungen einplanen und verkraften können, ohne in Panik zu verfallen. Panikverkäufe führen üblicherweise nur dazu, dass wir billig verkaufen, um dann wieder teurer einzusteigen – der klassische Fehler unerfahrener Investoren.

Damit gibt es wohl keinen besseren Test für Ihr Portfolio als das Jahr 2008: Nur wer nicht verkauft, sondern wie geplant umgeschichtet hat, hat den ultimativen Elchtest bestanden.

Ansonsten wünscht Ihnen eine ruhige und sichere Hand beim Investieren

Ihr

Dr. Thomas Winderl

Zum kostenlosen Erhalt zukünftiger Newsletter schicken Sie bitte ein E-Mail an office@portfoliotheorie.com.

2008: Der Elchtest für Ihr Portfolio

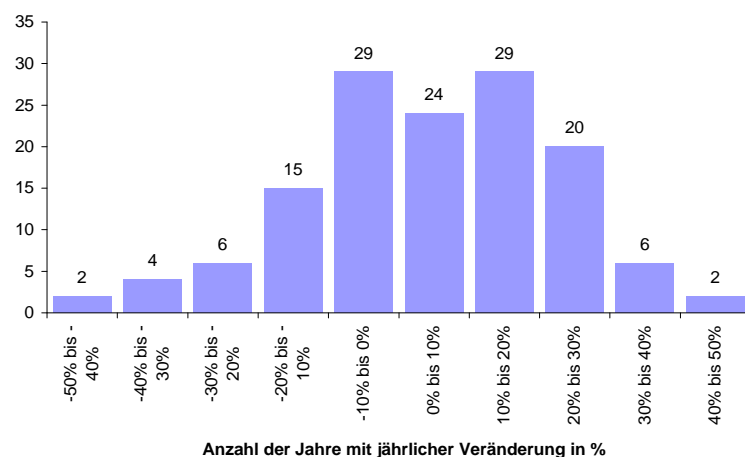
Ich verrate Ihnen wahrscheinlich kein Geheimnis: Im letzten Jahr reduzierte sich der Wert von Aktien und anderen Assetklassen dramatisch. Die Aktien der Industriestaaten verloren etwa 42% an Wert, die der Schwellenländer sogar 53%. Rohstoffe fielen um 37% und Immobilien um 45%. **In diesem Newsletter beschäftigen wir uns damit, wie außergewöhnlich das Jahr 2008 war und was wir daraus lernen können.**

2008 war außergewöhnlich, aber (noch) kein Ausnahmefall

War 2008 wirklich der schwarze Schwan, mit dem niemand rechnen konnte? Als Grundlage zur Beantwortung dieser Frage nehmen wir Robert Shiller's exzellente Datenreihen zum Standard & Poor 500 Index ab 1871, die sowohl die Inflation als auch die Dividendenausschüttungen berücksichtigt.

Wenn wir einzelne Jahre betrachten, gab es in den letzten 137 Jahren nur 2 Jahre, in denen der Index zwischen 40% und 50% einbüßte: 1917 mit 41% und knappe hundert Jahre später, 2008, mit 43% (übrigens: in genau zwei Jahren *stieg* der Index um mehr als 40%: 1933 und 1954). Dazu fiel der Index in vier Jahren zwischen 30% und 40%: 1907, 1931, 1937 und 1974. Erste Schlussfolgerung: **2008 war in der Tat das Kalenderjahr mit dem höchsten prozentualen Jahresverlust seit 1871.**

Grafik 1: Veränderungen amerikanischer Aktien pro Jahr



Quelle: Rober Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm), eigene Berechnungen

Da einzelne Kalenderjahre aber nichts über mehrjährige Tendenzen aussagen, schauen wir uns Mehrjahresperioden an. Seit 1871 gab es ganze 13 Zeitabschnitte zwischen einem und fünf Jahren, in denen der S&P 500 Index mehr als 15% verlor¹. Übergehen wir den geringfügigen Anstieg um 0,4% im Jahr 1919, geht der Preis für den größten Absturz der Aktienmärkte mit -74% an die fünf Jahre des Ersten Weltkrieges und danach von 1916 bis 1920. Darauf folgen ganz knapp die ersten vier Jahre der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1932. Beeindruckender Dritter sind die zwei Jahre der Ölkrise, des Vietnamkrieges und des Watergateskandals von 1973 bis 1974 mit einem Absturz von immerhin noch 62%. Auch die Jahre zwischen 2000 und 2002 brachten Aktienbesitzern einen Verlust von fast der Hälfte ihrer Investition. Zweite Schlussfolgerung: Betrachten wir Mehrjahresperioden, gibt es seit Beginn der Berechnungen 1871 **vier Zeitabschnitte zwischen zwei und fünf Jahren, die schlimmer für Aktien waren als das Jahr 2008**. Das ist natürlich nur richtig, wenn 2009 zu einem positiven Jahr für den S&P 500 wird (was mit guten Gründen bezweifelt werden darf).

Mehrsjahresperioden mit Verlusten von > 15% für

Zeitraum	Jahre	Veränderung
1916-1920*	5	-74%
1929-1932	4	-73%
1973-1974	2	-62%
2000-2002	3	-48%
2008	1	-43%
1939-1941	3	-39%
1937	1	-36%
1946-1948	3	-33%
1906-1907	2	-32%
1969-1970	2	-26%
1912-1914	3	-26%
1977-1979	3	-21%
1902-1903	2	-15%

* 1919 verzeichnete ein geringes Plus von 0,4%

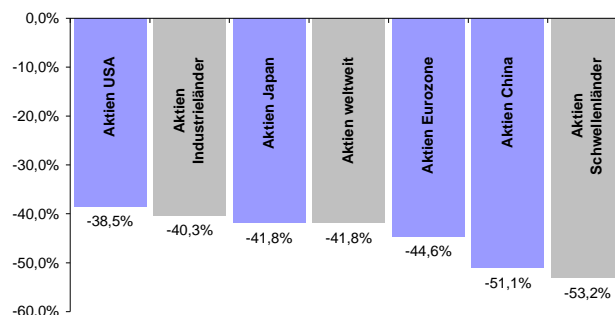
Als Einzeljahr war 2008 gemeinsam mit 1917 das Jahr mit den höchsten Verlusten seit 1871. Insgesamt ist aber – zumindest bis jetzt – ein Einbruch am Aktienmarkt von 43% in der Geschichte außergewöhnlich, aber noch lange kein historischer Ausreißer.

Was sind die Lehren aus 2008?

Aus der schmerzhaften Erfahrung 2008 lassen sich drei Lehren ziehen, die manche Investoren im Saus und Braus der letzten Jahre wieder vergessen haben:

- **Erstens:** Bis vor kurzem wurde argumentiert, dass sich die Aktienmärkte in Schwellenländern immer mehr von den traditionellen Aktienmärkten **abkoppeln** würden (engl. *decoupling*). Das hat sich jetzt als Schimäre herausgestellt. Die großen Aktienindizes haben 2008 alle zwischen knapp 40% und 55% eingebüßt. Unter den weltweiten Aktienbörsen brachten es ganze drei Indizes zu einem positiven Abschluss: Ghana, Tunesien und Ecuador – alle drei nicht gerade Schlüsselmärkte. Genau in jenen Krisenmomenten, in denen wir eine geringe Korrelation benötigt hätten, haben uns *alle* Aktien im Stich gelassen: Im Krisenjahr 2008 brachte auch die breiteste, ausgeklügeltste Diversifizierung über verschiedenste *Aktienindizes* rein gar nichts. Das bestätigt die alte Weisheit: Die **Diversifizierung über verschiedene Aktienindizes** ist nicht so wichtig wie die **Diversifizierung über verschiedene Assetklassen**.

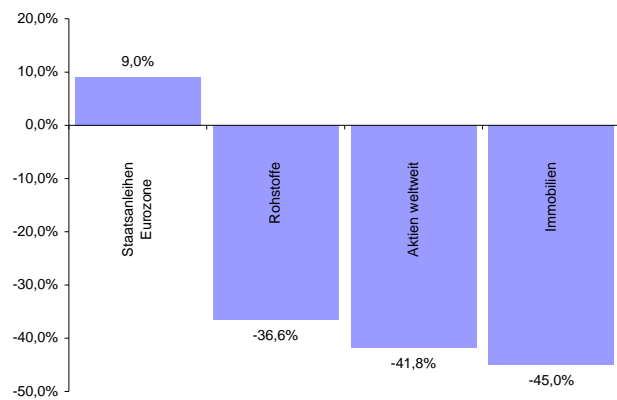
Wertentwicklung von Aktien im Jahr 2008



¹ Wir schauen uns bewusst nur Veränderungen pro Jahr an, da Indexdetails (etwa Monats- oder gar Tageswerte) für eine allgemeine Analyse störend sind. Pro Tag gesehen wäre etwa der 813 Tage dauernde Crash vom 17.04.1930 bis zum 08.07.1932 mit -86% der größte Einbruch der Aktiengeschichte.

■ *Zweitens:* Im letzten Jahr erfüllten weder **Rohstoffe** noch **Immobilien** ihre Rolle als Gegengewicht zu volatilen Aktienindizes. Rohstoffe gingen mit fast 37% beinahe genauso dramatisch in die Knie wie Aktien. Globale Immobilien traf es mit einem Minus von 45% noch schlimmer als viele Aktienindizes. Das hat natürlich auch damit zu tun, dass der Absturz der Aktien dem Platzen der Immobilienblase auf den Fuß folgte, und teilweise von ihr ausgelöst wurde. Rohstoffe und Immobilien sind wie schlechte Freunde: Sie unterstützen uns durch Diversifizierung, wenn es uns gut geht, verdrücken sich aber, wenn die Zeiten schwierig werden. Aber Vorsicht: Das bedeutet nicht, dass Rohstoffe und Immobilien generell als Absicherung des Portfolios ausgedient haben. In den meisten Jahren tragen beide durch ihre geringe Korrelation mit Aktien und Anleihen sehr wohl zur Stabilität des Portfolios bei. Aber es zeigt sich, dass **in Extremsituationen wie 2008 beide Assetklassen die gewünschte Unabhängigkeit von Aktien plötzlich verlieren können.**

Wertentwicklung von Assetklassen im Jahr 2008



■ *Drittens:* **Staatsanleihen** waren und bleiben die letzte Bastion eines diversifizierten Portfolios gegen einen Aktiencrash. Auch 2008 war nicht anders: Die einzige signifikante Diversifizierung des Portfolios konnte nur durch die Beimischung von hochqualitativen, sicheren Staatsanleihen erzielt werden. Während praktisch alle wichtigen Aktienindizes, Rohstoffe und Immobilien ein Drittel oder die Hälfte ihres Wertes verloren, stiegen die Staatsanleihen der Eurozone um ganze 9%. Historisch gesehen haben Euro-Staatsanleihen in allen sechs Jahren, in denen Aktien seit 1990 weltweit an Wert verloren haben (1990, 1992, 2000, 2001, 2002 und jetzt 2008), mit Ausnahme von 1990 mindestens 6% dazu gewonnen und damit das Portfolio stabilisiert. Das bestätigt, dass **jedes diversifizierte Portfolio um die Achse Aktien - Staatsanleihen aufgebaut werden muss.**

Der ultimative Elchtest für Ihr Portfolio

Die traditionellen Werkzeuge zur Einstellung des Risikos in unserem Portfolio haben zwei gravierende Nachteile: a) Ersten sind sie theoretischer Natur, und das eingesetzte Kapital ist auch nicht echt. b) Zweitens ist unser Gehirn so gestrickt, dass wir unsere Risikofreudigkeit üblicherweise überschätzen. Wenn wir dem *annus horribilis* 2008 schon eine positive Perspektive abgewinnen wollen: Das vergangene Jahr war der ultimative Elchtest für unser Portfolio (und jeden diversifizierten Investor). Und das unter ganz realen Bedingungen und mit richtigem Geld.

Der Elchtest lautet so: **Wie haben Ihr Portfolio und Ihre *Assetaufteilung* das Jahr 2008 überlebt?** Haben Sie in Panik verkauft? Haben Sie einfach nichts getan und den Sturm ausgesessen? Oder haben Sie gar die radikal verbilligten Einkaufskurse zum Aufstocken des Portfolios genutzt? Ich würde zwischen folgenden drei typischen Reaktionen auf das Jahr 2008 unterscheiden:

- Wenn Sie 2008 die Flinte ins Korn geworfen und **Aktien, Rohstoffe oder Immobilien verkauft** haben, war Ihre Assetaufteilung (engl. *asset allocation*) von vornherein falsch. Das Gute daran ist, dass Sie Fehler in Ihrem langfristigen Investitionsplan hoffentlich frühzeitig bemerkt haben. Sie wissen ja: Eine einmal getroffene Aufteilung von Assets in einem Portfolio darf nur unter ganz wenigen Umständen aufgebrochen werden, und ein schlechtes Jahr gehört ganz sicher nicht dazu. Sie sollten sich jetzt ein **weniger risikobehaftetes Wertpapierportfolio** zusammenstellen und den wertbeständigen Anteil der Staatsanleihen erhöhen. Das neue Portfolio sollten sie dann am Beispiel 2008 „elchtesten“ und bei dieser Portfolioaufteilung für alle Zeiten bleiben.
- Für den unwahrscheinlichen Fall, dass Ihr Portfolio 2008 **kaum an Wert verloren** hat, gibt es zwei Gründe: a) Ihr Portfolio ist viel zu konservativ ausgerichtet. Erhöhen Sie den Aktienanteil im Portfolio. b) Sie spekulieren und haben kein gut diversifiziertes Portfolio. In diesem Fall ist Ihnen kaum zu helfen.
- Haben Sie Ihre Assetaufteilung – wenn auch mit Magenschmerzen und nervösem Zucken – **beibehalten, nicht verkauft und wie geplant regelmäßig umgeschichtet**? Gratulation, es braucht Mut und Konsequenz, das hart Ersparte zumindest zeitweise in Luft aufgehen zu sehen. Sie haben offensichtlich das Portfolio, das zu Ihnen passt. In einem extremen Jahr wie 2008 muss uns gerade ein gut diversifiziertes Portfolio Schmerzen bereiten.



FAZIT

Bis jetzt war die Reaktion der Aktienmärkte auf die derzeitige globale Wirtschaftskrise außergewöhnlich rasant, aber (bisher zumindest) keineswegs abnormal. Einerseits rauschten Aktien in keinem anderen Jahr seit 1871 schneller in den Keller als 2008. Auf der anderen Seite ist eine Reduzierung des Aktienwerts um 43% keineswegs außergewöhnlich: Aktien sind schon mehrmals stärker über mehrere Jahre hinweg gefallen, am stärksten ganze 73% in den Jahren 1916-1920.

Sehen wir's positiv: Das Jahr 2008 war der ultimative Elchtest in Realzeit für unser Portfolio. Nur diejenigen unter uns, die 2008 weder Assetaufteilung noch Gewichtung im Portfolio veränderten und stur die alte Anlagestrategie weiter verfolgten, bestanden diesen Test. Mein Gefühl ist, dass viele unter uns unsere Risikotoleranz überschätzt hatten. Wer die in guten Zeiten erdachte Portfoliostrategie nicht weiterführen konnte oder wollte, wäre gut beraten, seine Anlagestrategie so zu ändern, dass er ein weiteres 2008 (und es kommt bestimmt – vielleicht sogar 2009) ohne Panikverkäufe überstehen kann.

*Dr. Thomas Winderl
14. April 2009*

Wertzuwachs gleich Rendite?

Irrtum: *Wertzuwachs (Wertentwicklung) und Rendite sind das Gleiche.*

Richtig ist: *Der jährliche Wertzuwachs ist immer höher als die Rendite – die Grundlage für einen beliebten Werbetrick.*

Seien Sie stark! Denn jetzt kommt etwas Mathematik – völlig ohne geht in diesem Fall leider nicht. Die Rendite zeigt den Gesamterfolg einer Kapitalanlage. Der setzt sich je nachdem, worin investiert wurde, aus Erträgen wie Zinsen, Dividenden und Mieterträgen zusammen. Dazu können Kurs- und Währungsgewinne oder auch -verluste kommen. Der Gesamterfolg wird ins Verhältnis zum eingesetzten Kapital gesetzt – und schon hat man die Rendite. Sie wird in Prozent ausgedrückt und stellt die Verzinsung des eingesetzten Kapitals dar.

Leider gibt es hier ein Begriffswirrwarr: Während Rendite und Rentabilität das Gleiche bedeuten, dürfen sie nicht mit dem durchschnittlichen Wertzuwachs, der bisweilen auch als durchschnittliche Wertentwicklung bezeichnet wird, verwechselt werden. Und über allem schwebt noch der Begriff Performance, der nicht sauber definiert ist und für alles Mögliche stehen kann.

»Alles halb so wild und nicht so wichtig«, sagen Sie jetzt vielleicht. Stimmt, wenn es da nicht Schlaumeier gäbe, die sich diese babylonische Sprachverwirrung zunutze machen. Banken und Sparkassen sind bei Geldanlagen nämlich nicht verpflichtet, die Rendite eines Angebots anzugeben. Ein beliebter Trick, um Ihnen eine hohe Rendite vorzugaukeln, ist, statt der Rendite die sogenannte Wertentwicklung oder den Wertzuwachs zu nennen. Eine Bank bietet zum Beispiel an, aus angelegten 10 000 Euro in 20 Jahren 20 000 Euro zu machen. Das entspricht einem Wertzuwachs von 100 Prozent. Viele Anleger dividieren nun den Wertzuwachs durch die Anzahl der Jahre. Auf diese Weise glauben sie, die Rendite errechnet zu haben: 5 Prozent pro Jahr. Doch das ist nicht die Rendite. Der Gedankenfehler: Diese Berechnungsweise würde davon ausgehen, dass Jahr für Jahr 5 Prozent Zinsen auf den ursprünglichen Anlagebetrag gezahlt würden. Wenn man aber die Zinseszinsen berücksichtigt, beträgt die tatsächliche Rendite in unserem Beispiel nur 3,5 Prozent jährlich. Denn wenn Sie 10 000 Euro zu 3,5 Prozent anlegen und auch die aufgelaufenen Zinsen mit 3,5 Prozent verzinst werden, kommen in 20 Jahren 19 898 Euro heraus. Wenn Sie dagegen die 10 000 Euro tatsächlich zu 5 Prozent anlegten, wären es nach 20 Jahren mit Zins und Zinseszins sogar 26 533 Euro.

Auszug aus:

LEXIKON der FINANZIRRTÜMER

Teure Fehler und wie man sie
vermeidet



Werner Bareis, Niels Nauhauser
Econ, Berlin 2008

Die Renditeberechnung ist eine Wissenschaft für sich. Es existiert sogar eine Fachzeitschrift, die viermal jährlich erscheint und sich ausschließlich mit Problemen im Zusammenhang mit der Renditeberechnung befasst, *The Journal of Performance Measurement*. Für unsere Zwecke reicht folgende Formel. Keine Bange, sie sieht komplizierter aus, als sie ist:

$$\text{Rendite} = \left[\left(\frac{\text{Endkapital}}{\text{Anfangskapital}} \right)^{\text{Anzahl der Jahre}} - 1 \right]$$

Im Beispiel also:

$$\left[\left(\frac{20\,000}{10\,000} \right)^{20} - 1 \right]$$

Das Zeichen \wedge steht für potenzieren. Wenn Sie das mit Hilfe einer Tabellenkalkulation nachrechnen wollen, finden Sie die Taste unterhalb der Escape-Taste. Wer den Taschenrechner bevorzugt, nutzt statt \wedge die Taste y^x . Das Ergebnis beträgt im vorliegenden Fall gerundet 0,035 oder 3,5 Prozent.

Tja, und dann gibt es noch die »gefühlte Rendite«. Das ist die Rendite, die Anleger zu erzielen glauben. Die Rendite des Sparbuchs etwa wird regelmäßig überschätzt. Statt bei 2 oder 3 Prozent, wie Anleger in Umfragen meinen, lagen die Sparbuchzinsen in der Realität in den letzten Jahren meist nur zwischen 0,5 und 1 Prozent.

Wer die Rendite korrekt berechnen kann, ist in der Lage, nachzuschauen, wie gut die Entscheidung für einen bestimmten Aktienfonds war oder ob das Garantiezertifikat seine Versprechungen tatsächlich eingehalten hat. Nur eine kleine Gruppe von Anlegern schafft das. Sie gehören jetzt dazu.

Reproduktion mit freundlicher Genehmigung der Autoren und des Verlags.

Das Buch widerlegt eine Reihe von populären Mythen über Anleihen, Aktien, Immobilien, Fonds, Zertifikate und Versicherungen. Sogar erfahrene Privatinvestoren werden unter den kurzen, prägnanten Erklärungen noch eine Anzahl von praktischen Tipps zu Themen wie "Schützt Gold vor Inflation?" oder "Was taugen Fonds-Rankings?" finden.

ÜBERLEGEN SIE, DIE DERZEIT BILLIGEN EINSTIEGSPREISE FÜR AKTIEN UND ROHSTOFFE ZU NUTZEN UND SICH EIN LANGFRISTIGES PORTFOLIO AUFZUBAUEN ?

MUSTERPORTFOLIO

für langfristig orientierte Indexanleger in der Eurozone mit mehr als 35.000 €

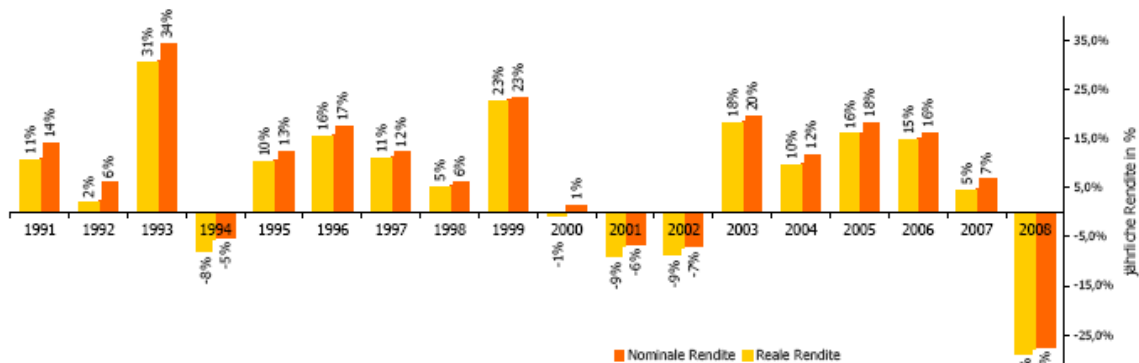
Der Editor von Portfoliotheorie.com zeichnet auf mehr als 20 Seiten die Gedankenschritte bei der Konstruktion eines diversifizierten Indexportfolios im Detail nach: Die Assetklassen werden ausgewählt und gewichtet, dann werden die passenden Indizes und die dafür am besten geeigneten Exchange Traded Funds beschrieben.



Das Resultat ist ein **konkreter, detaillierter Vorschlag für ein diversifiziertes Indexportfolio aus ETFs mit Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffen**. Die empfohlene Mindestanlagesumme beträgt wegen der Komplexität des Portfolios etwa 35.000 €. Da der Text alle Schritte von der Auswahl der Assetklassen bis hin zur Gewichtung und den geeigneten ETFs beinhaltet, kann dieses Musterportfolio vom Investor sofort umgesetzt werden.

Das Update vom April 2009 enthält die neuen Zahlen für das Jahr 2008. Es zeigt, dass das Musterportfolio auch im schwierigen Jahr 2008 durch kluge Diversifizierung funktioniert: Von 1990 bis Ende 2008 erbringt das Musterportfolio eine beeindruckende Rendite von fast **8% pro Jahr**.

Historische nominale und reale Renditen des Musterportfolios (1990-2008)



mehr Infos unter www.portfoliotheorie.com/produkte/musterportfolio35000EZ.htm

IMPRESSUM: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter sind eine Informationsplattform von Dr. Thomas Windler, Lergetporerstrasse 1, 6130 Schwaz, Tel. +43-664-4533627, Internet: www.portfoliotheorie.com, E-Mail info@portfoliotheorie.com; Portfoliotheorie.com beschäftigt sich mit langfristigem Investieren für Privatanleger im Euroraum. Erscheinungsweise: etwa drei bis fünf Mal pro Jahr (ohne Rechtsanspruch); Bezug: kostenfreies E-Mail-Abonnement; **URHEBERRECHTLICHE HINWEISE:** Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter einschließlich aller seiner Teile sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung von Inhalten, der Nachdruck oder die Vervielfältigung (auch auszugsweise) bedürfen der ausdrücklichen schriftlichen Einwilligung der Herausgeber. **DISCLAIMER:** Die Ausführungen im Rahmen der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Sämtliche Inhalte der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletters werden nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und formuliert. Dennoch kann der Herausgeber keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen geben. Eine Haftung des Herausgebers für Vermögensschäden, die durch Anwendung von Hinweisen und Empfehlungen auf persönliche Investitionsentscheidungen eventuell auftreten, ist kategorisch ausgeschlossen.