

**Ganz einfach: Nichts tun!**

# Wie „Regression zum Mittelwert“ Anlegern hilft, die Baisse zu meistern



Gerd Kommer ist Autor von „Souverän Investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs“, Campus Verlag 2007. Er ist bei einer Londoner Bank in der Infrastruktur-Finanzierung tätig und beschäftigt sich seit rund 10 Jahren privat mit dem Thema „passiv investieren“.

Indexfonds schlagen langfristig 90% und mehr aller aktiv gemanagten Investmentfonds und die wenigen „Outperformer“ unter den „Aktiven“ wechseln von Periode zu Periode praktisch zufällig. Diese wissenschaftlich hundertfach bestätigte Feststellung überrascht mittler-

weile nur noch Anlegerneulinge. Etwas allgemeiner formuliert lautet sie: Passive, buy-and-hold-Portfolios auf Indexfonds-Basis übertreffen für Zeiträume von drei Jahren an aufwärts die große Mehrzahl aller aktiv gemanagten Portfolios. Das gilt sowohl für Portfolios von Privatanlegern als auch für die von Institutionellen.

Dennoch wird in starken Marktabschwungsphasen, wie wir sie derzeit erleben, von den Advokaten des aktiven Anlegens immer wieder gerne kolportiert, dass Indexfonds zwar während eines Marktaufschwungs die Mehrzahl der aktiven Fonds schlagen, es hingegen während eines Abschwungs umgekehrt sei. In einer Baisse müsse ein Indexfonds (oder ein ETF) hilflos dem Markt nach unten folgen, während aktive Fondsmanager in risikolose Cash-Anlagen umschichten könnten. Diese Argumentation klingt plausibel, ist aber falsch. In meinem Buch „Souverän Investieren“ werden mehrere wissenschaftlicher Untersuchungen zitiert, die das Gegenteil belegen, dass nämlich passive Portfolios auch in der Baisse vorne liegen. Sie verlieren schlicht weniger als das durchschnittliche

aktive Portfolio. Auf die Gründe wollen wir an dieser Stelle nicht weiter eingehen. Stattdessen konzentrieren wir uns auf ein statistisches Phänomen, dessen Kenntnis passiven Anlegern hilft, angesichts der derzeitigen Buchverluste im Aktienteil ihres Portfolios relativ zu den Höchstständen im Oktober vorigen Jahres, richtig zu agieren. Und was wäre das bitteschön? Ganz einfach: Nichts tun. Also auf keinen Fall auf den renditeschädlichen Sirenenengesang „Jetzt umschichten in unser Turboplus-Garantiezertifikat“ des typischen Bankberaters oder der Finanzmedien hereinfliegen.

*„Statt sich auf das zentrale Thema einer vernünftigen langfristigen Asset Allokation zu beschränken, fokussieren sich Privatanleger nur zu oft auf die unproduktiven Ablenkungen des Stock Pickings und Market Timings“.*

David Swensen, einer der erfolgreichsten (aktiven) Portfolio-Manager der letzten 20 Jahre. Präsident des Yale University Stiftungs-Fonds.

**In Zusammenhängen denken!**

Betrachtungskriterium	Daten	Anmerkung
Dauer der Betrachtungsperiode:	01.01.1970 bis 31.07.2008 – das sind 463 Monate oder 38,6 Jahre	--
Jährliche nominale Rendite des Dax über diesen Zeitraum:	8,2% pa	[1]
Maximaler Drawdown:	68%	[2]
Anzahl Monate mit negativer Rendite:	189 Monate (41% aller Monate)	[3]
Anzahl Monate mit einem „Drawdown“ von mehr als -15%:	135 Monate (34% aller Monate)	[4]

**Anmerkungen:**

[1] Diese nominale Rendite von 8,2% jährlich (Rendite einschließlich der Inflation) hätte ein „Buy-and-hold-Investor“ über den Betrachtungszeitraum von 38,6 Jahren erzielt (ohne Berücksichtigung von Kosten und Steuern). Sie bedeutet eine Verdoppelung des Kapitaleinsatzes durchschnittlich alle 9 Jahre. Der Portfolioendwert beträgt – wegen des Zinseszins-effektes – ungefähr das Zwanzigfache des ursprünglichen Investments. Über den noch längeren Zeitraum seit Anfang 1950 (58 Jahre) lieferte der Dax eine höhere nominale Rendite von 11,1% jährlich. Die reale Rendite, das heißt Rendite nach Abzug der Inflation, beträgt hier 8,15%.

[2] Erreicht im März 2003 gegenüber dem vorherigen Indexhöchststand im Februar 2000 (die geplatzte Technologie-Aktienblase).

[3] Wenn in gut 40% aller Monate die Monatsrendite negativ ist, dann muss man daraus schließen, dass monatliche Verluste völlig „normal“ sind und nicht viel zu bedeuten haben.

[4] Der so genannte „Drawdown“ bezeichnet den kumulativen Verlust gegenüber dem vorherigen Höchststand eines Portfolios oder Index. Hier definieren wir einen „Drawdown-Monat“ als einen Monat an dessen Ende ein kumulativer Verlust von 15% oder mehr besteht. Zum besseren Verständnis: Ein „Drawdown-Monat“ kann also auch ein Monat mit positiver Monatsrendite sein, sofern der vor diesem Monat bestehende kumulative Verlust höher ist als die positive Rendite des besagten Monats. Unsere konkrete Auswertung in diesem Fall sagt aus, dass der hypothetische Anleger in 135 von 463 Monaten seit Januar 1970 einen kumulativen Verlust von mindestens 15% in seinem Portfolio „aushalten“ musste. Das entspricht ungefähr einem Drittel des Gesamtzeitraumes. Es ist fraglich, ob sich insbesondere Anlegernovizen im Klaren darüber sind, dass ein populärer Aktienindex, der immerhin besser diversifiziert ist als der typische aktive Aktienfonds, so oft und so lange „im Minus“ liegt.

**■ Die Sache mit dem Asset-Klassen-Mittelwert**

Wertpapierrenditen sind, wenn man längerfristige Intervalle betrachtet, von „Regression zum Mittelwert“ gekennzeichnet. Dieser sperrige Ausdruck aus der Statistiktheorie beschreibt eine Art Gleichgewichtstendenz, die in vielen biologischen, physikalischen, sozialen, ökonomischen Datenreihen zu beobachten ist. Für Wertpapierrenditen bedeutet sie: Sowohl überdurchschnittliche als auch unterdurchschnittliche Renditen aktiv gemanagter Wertpapierportfolios und -indizes nähern sich langfristig tendenziell wieder dem für die jeweilige Asset-Klasse durchschnittlichen Wert (der Marktrendite) an. Die Rendite eines typischen aktiv gemanagten Portfolios oder Indizes schwankt im langfristigen Zeitablauf mithin um den Asset-Klassen-Mittelwert. Über- oder Unterrenditen gegenüber dem

langfristigen Asset-Klassenmittelwert haben nahezu immer vorübergehenden Charakter.

In der Auswertung oben betrachten wir ausgeprägte Marktabschwungphasen des Dax seit Anfang 1970, also seit etwas über 38 Jahren. Wir konzentrieren uns hier auf den Dax nicht etwa deshalb, weil er eine ausreichend diversifizierte Basis für ein gut diversifiziertes Aktienportfolio wäre (das ist er nicht), sondern weil er den meisten Lesern als Benchmark am besten bekannt ist.

**■ Handtuch werfen oder dran bleiben?**

Kommen wir nun zur Hauptaussage dieses Artikels: Wie ergeht es einem konsequenten Buy-and-hold-Investor in Anbetracht der eingangs erwähnten Regression zum Mittelwert? Ein solcher Buy-and-hold-Investor ist einer, der auch ange-

sichts grosser kumulativer Verluste nicht enttäuscht das Handtuch wirft, seine Aktien verkauft und damit Buchverluste zu endgültigen Verlusten macht, sondern einer der unbeirrt, ja regelrecht stur den ursprünglichen Kurs beibehält und das „Tal der Tränen“ aussitzt, denn er weiß, dass er später dafür belohnt werden wird – wie die folgende kleine Tabelle illustriert:

Durchschnittliche Dax-Rendite im Anschluss an einen „Drawdown-Monat“ (kumulativer Verlust > 15%):	
„Folgezeitraum“	Durchschnittl. Rendite
1 Jahr	10,8% pa
3 Jahre	10,7% pa
10 Jahre	11,5% pa

Wie sind diese Zahlen zu interpretieren? Ein disziplinierter Buy-and-hold-Anleger wurde im Durchschnitt für sein „Nichts tun“ und „Aussetzen“ von Buchverlusten großzügig „vergütet“. Er erzielte in den 12 Monaten nach einem beliebigen „Drawdown-Monat“ von -15% oder mehr im Schnitt eine Portfoliorendite von 10,8% jährlich, also eine Rendite, die rund ein Drittel höher war als der langfristige Durchschnitt von 8,2% jährlich für den Dax im fraglichen Zeitraum. Damit hätte der Anleger einen wesentlichen Teil des Buchverlustes bereits nach einem Jahr wieder ausgeglichen.

Doch es kommt noch besser: Der Regression-zum-Mittelwerteffekt-Effekt setzte sich durchschnittlich auch über die nächsten 3 und 10 Jahre fort.

Konkret: Über die 10 Jahre nach einem durchschnittlichen Drawdown-Monat (wie hier definiert) folgte eine Durchschnittsrendite von 11,5% jährlich. Das ist ein Wert, der zehn Jahre lang im Durchschnitt volle 40% über dem hier gemessenen langfristigen Dax-Durchschnitt liegt<sup>1</sup>.

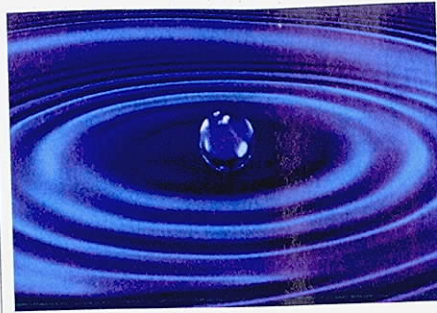
<sup>1</sup> Die methodisch bedingt unvollständigen 10-Jahres-Zeiträume ab Juli 1998 und 3-Jahreszeiträume ab Juli 2005 wurde in der Berechnung unberücksichtigt gelassen.

■ Welche Schlussfolgerung können wir ableiten?

(a) Investieren in Aktien ist gekennzeichnet von häufigen und zum Teil extremen, kumulativen Kursverlusten, die oft über mehr als ein Jahr anhalten. Aktienanleger, die hierauf gefasst sind, werden emotional kompetenter mit diesen Buchverlusten umgehen.

(b) Wer diese Kursverluste oder „Crashes“ in der Vergangenheit stoisch aussaß, den hat der Markt für sein Stillhalten generös kompensiert, und zwar mit Renditen über die folgenden Jahre und sogar Jahrzehnte, die deutlich über dem historischen Durchschnitt lagen.

(c) Wer ein diversifiziertes Portfolio aus zwei oder mehreren Asset-Klassen hat (in unserem Beispiel nicht der Fall), für den ist diszipliniertes jährliches „Rebalancing“ wichtig. Das bedeutet, entweder „neues Geld“ in die vorherige „Verlierer-Asset-Klasse“ zu investieren oder (wer kein neues Geld hat), die „Gewinner-Asset-Klasse“ zu verkaufen und die Verlierer-Asset-Klasse zu kaufen. Gegenüber einem Portfolio ohne Rebalancing erhöht Rebalancing manchmal die Rendite und senkt praktisch immer das Risiko. Leider fehlt vielen Anlegern für richtiges Rebalancing der Mut. Wie Rebalancing funktioniert, ist in meinem Buch\* nachzulesen.



■ Ein Naturgesetz: Alles entspringt aus der Mitte und kehrt zur Mitte zurück.

(d) Wer ein breiter diversifiziertes Portfolio als den Dax hat, der kann sein Risiko dramatisch gegenüber dem Dax reduzieren, ohne dafür Rendite verschenken zu müssen. Das geht beispielsweise durch ein global diversifiziertes Aktienportfolio einschließlich Value- und Nebenwerteaktien, Schwellenländeraktien, Immobilienaktien und Rohstoff-Futures. Für alle diese Asset-Klassen gibt es in Deutschland zugelassene preisgünstige ETFs und Indexfonds.

(e) Durch die Beimischung einer „risikolosen“ Geldmarktanlage, das sind zum Beispiel westeuropäische Staatsanleihen (in Euro) bis maximal zwei Jahre Restlaufzeit (auch hierfür existieren bequeme, preisgünstige ETFs oder Geldmarktfonds), kann man das Risiko des Gesamtportfolios noch weiter reduzieren

und auf den gewünschten Ziellevel einstellen.

(f) Wer glaubt, durch „Market Timing“ den Markt anders als durch Zufall schlagen zu können, sitzt einem fatalen, jedoch wohl dokumentierten Irrtum auf. Hunderte von Studien haben gezeigt, dass Market Timing, egal ob in Bullen- oder Bärenmärkten, für die allermeisten Anleger nicht funktioniert.

Aktien sind gerade, weil sie die stärksten vorübergehenden Wertverluste aller relevanten Asset-Klassen aufweisen die ertragsreichste Asset-Klasse, nicht trotz dieser Wertverluste. Wer solche Wertverluste emotional nicht verkraftet, sollte sich auf Geldmarktanlagen wie Termingelder oder kurzfristige Staatsanleihen beschränken. Mit diesen ist aber langfristig nur rund ein bis eineinhalb Prozent über der Inflation zu verdienen. Wer mehr Rendite will, muss notwendigerweise Risiko in Kauf nehmen. Dieses Risiko kann man durch die mehr oder weniger umfangreiche Beimischung einer „risikolosen“ Anlage zu einem Aktienportfolio senken. Darüber hinaus gilt: Jeder gegebene Risikolevel wird vom Anleger um so eher ohne schädliche Kurzschlussreaktionen gemeistert, je besser er die Regression zum Mittelwert versteht.

\* Bestellungen: [www.etf-fuer-alle.de](http://www.etf-fuer-alle.de), Bestellseite 3.

**Begriffserklärungen**



■ **ETF**

Exchange traded Fund. Meint ganz allgemein einen an der Börse täglich handelbaren Investmentfonds. ETFs bilden meist einen Index nach und werden ganz überwiegend passiv gemanagt. ETFs überzeugen durch außerordentlich niedrige Verwaltungs- und Transaktionskosten. ETFs stellen in aller Regel Sondervermögen dar und bergen kein Schuldner- oder Emittentenrisiko.

■ **Portfolio**

Unter einem Portfolio versteht man die Gesamtheit aller verschiedenen Vermögensbausteine und Investments einer Person oder Institution.

■ **Diversifikation**

Ziel der Diversifikation ist die Steuerung und Senkung des Risikos in dem man zwei oder mehr verschiedene risikobehaftete Wertpapiere beziehungsweise Asset-Klassen miteinander kombiniert, die untereinander nicht vollständig korreliert sind,

sich also im zeitlichen Ablauf ihrer Wertschwankungen nicht vollständig gleichläufig verhalten.

■ **Risiko und Rendite**

Im Sprachgebrauch der Kapitalmärkte bedeutet Risiko das Ausmaß der Wertschwankungen von Investments um einen Mittelwert im Zeitablauf.

Ausgedrückt wird es in der Regel durch die so genannte Volatilität (mathematische Standardabweichung). Mit Rendite ist in der Regel die jährliche Wertentwicklung des jeweils gebundenen Kapitals gemeint. Mathematisch handelt es sich hierbei um den jährlichen geometrischen Mittelwert der Wertsteigerung.

Risiko und Rendite sind als die beiden Hauptdimensionen der Kapitalanlage untrennbar miteinander gekoppelt. Je höher die Renditeerwartung desto, höher muss zwangsläufig das eingegangene Risiko sein.

■ **Anlagehorizont**

Die voraussichtliche Anlagedauer des Vermögens oder Teilen davon in Jahren. Der Anlagehorizont wird häufig auch noch in kurz-, mittel-, lang- und sehr langfristig unterteilt. Der Anlagehorizont bestimmt die Fähigkeit (im Sinne von Kapazität) Risiko einzugehen.

■ **Risikotoleranz**

Die individuelle Bereitschaft, Risiko in Form von Wertschwankungen und möglichem (Teil-) Verlust einzugehen.

■ **Finanzziele / Renditeerwartung**

Die Notwendigkeit Risiko einzugehen. Die Finanzziele orientieren sich an den persönlichen Liquiditäts- und Vermögenserfordernissen sowie den Wünschen und Vorhaben des Investors und bestimmen in ihrer absoluten Höhe ganz wesentlich die hierzu erforderliche Rendite.

■ **Investmentstile**

Die wissenschaftlichen Literatur unterscheidet hauptsächlich zwischen den folgenden, beliebig miteinander kombinierbaren Investmentstilen:

- Value-Aktien (substanz- und dividendenstarke Unternehmen) versus Growth-Aktien (wachstumsstarke Unternehmen), nicht eindeutig zuzuordnende Titel nennt man Blend-Aktien
- Large-Cap-Aktien (Börsenkapitalisierung größer 10 Mrd US-Dollar) versus Small-Cap-Aktien (Börsenkapitalisierung von 200 Mio bis 1.500 Mio US-Dollar), dazwischen liegende Aktien nennt man Mid-Cap-Aktien
- national versus international