

«Der Markt hat immer recht»

Invest Der in Anlagekommentaren oft zu lesende Spruch gilt als unumstösslich. Was eigentlich gemeint ist.

ALEXANDER MÜLLER

An sich gibt diese Aussage nicht viel her, ist hier doch von einem personifizierten Markt die Rede. Recht bekommen kann nur der Anleger, vorausgesetzt er hat eine Aussage getroffen, die sich bewahrheitet und verifizieren lässt. Der Markt dagegen ist ein amorphes Zusammenspiel von Nachfrage und Angebot, ausgedrückt in Preisen, und kann keine Behauptungen aufstellen, geschweige denn recht bekommen. Er ist vielmehr Messnadel für die momentane Verfassung und damit die Prüfungsinstanz für Anlagestrategien, die anzeigt, ob diese gewinn- oder verlustbringend gewesen sind.

Nun ist dieses amorphe Zusammenspiel von Preisen allerdings alles andere als willkürlich. Es gibt Zeiten, in denen es in grossen Bandbreiten ohne grössere äussere Einflüsse erfolgt – im Idealtypus der freien Marktwirtschaft; es gibt aber auch Zeiten, in denen diesem Zusammenspiel enge Fesseln angelegt sind, wenn der Regulator, die Zentralbanken oder die Politik zunehmend ins Geschehen eingreifen. Im Extremfall ist der Markt mit der Entscheidungsfindung der politischen Führung gleichzusetzen, wenn Zentralregierungen Preise festsetzen, Planwirtschaft einführen oder Währungskurse einmal täglich fixieren. Es gibt weiterhin Zeiten, in denen eine Fülle von Marktteilnehmern aktiv ist und Liquidität bereitstellt, und dann wieder Phasen, in denen sich die Marktteilnehmer zurückziehen und ganze Marktsegmente eintrocknen. So gilt es hier zu

differenzieren, wenn man vom Markt spricht, und zu bedenken, mit welchem Gegenüber man es zu tun hat.

Gesetze ausser Kraft

Mit welchem Markt haben wir es derzeit zu tun? Diese Frage lässt sich nur schwer beantworten. Allerdings wissen wir, dass die globalen Märkte einst weniger reguliert waren und sich stärker im Einklang mit den gängigen ökonomischen Theorien bewegten. Heute werden die Märkte zunehmend wieder staatlich, von Zentralbanken und Regulatoren gesteuert, womit zentrale Gesetzmässigkeiten wie Zinseszins und Diskontierung nicht mehr vollständig greifen.

Privatanleger haben ihren Risikoappetit deutlich gezügelt.

Folgt auf eine bisher wenig effiziente Negativzinspolitik nun eine Kombination von staatlichen, elektronisch zeitlich befristeten Einkaufsgutscheinen für den Bürger gepaart mit einer vierteljährlichen linearen Leitzinserhöhung um 0,25 Prozent über die nächsten drei Jahre? (Gleichzeitige Ankurbelung des Konsums und Entwarnungssignal, dass die Welt wieder richtig tickt.) Dem kreativen Gedankenspiel sind keine Grenzen gesetzt.

Folgen des Herdentriebs

Die logische Konsequenz für jeden entscheidungsfreien Anleger wäre, dass er sich auf die Seite der grossen Akteure begibt. Wenn diese die Spielregeln vorgeben und die Zentralbanken signalisieren, dass die Zinsen auf absehbare Zeit tief bleiben, ist es sinnvoll, sich diese Information zunutze zu machen, in langläufige Staatsanleihen und risikobehaftete Anlagen zu investieren. Umgekehrt geht der Anleger

ein äusserst grosses Risiko ein, wenn er gegen diese grossen Akteure wettet, denn es handelt sich um eine Wette gegen langfristige Trends. Sie könnte dann aufgehen, wenn die grossen Akteure fundamental irren und schliesslich straucheln.

Prominentestes Ausnahmebeispiel einer solchen historischen Wette ist George Soros' Spekulation gegen das britische Pfund, die er 1992 gegen die Bank of England gewann. Nun sind die wirklich entscheidungsfreien Anleger allerdings zunehmend auf dem Rückzug, die Eigenhandelsabteilungen der Banken, Hedgefonds und selbst Privatanleger haben den Risikoappetit in den letzten Jahren deutlich gezügelt.

Eine Sicherheits-, keine Liquiditätsfalle

Die grossen Anlagevermögen werden heute von Versicherungen, Versorgungseinrichtungen und anderen Akteuren verwaltet, die in ihren Anlagerichtlinien stark eingeschränkt sind. Vielfach sind sie regulatorisch gezwungen, in ein vorgegebenes enges Korsett von Anlageklassen zu investieren. Ein gewisser Herdentrieb ist programmiert, der in seiner letzten Konsequenz zu künstlich überhöhten Bewertungen führt und damit das Kurschwankungsrisiko erhöht.

Gillian Tett veranschaulicht dies deutlich, wenn sie in einem kürzlich erschienenen Artikel schreibt, dass es Mitte der 1980er-Jahre 60 Unternehmen gab, die ein offizielles AAA-Rating trugen. Heute sind nur zwei Unternehmen, Microsoft und Johnson & Johnson, übrig geblieben. Die globale Verknappung von risikofreien Anlagen führe uns nicht in eine Liquiditäts-, sondern vielmehr eine «Sicherheitsfalle», eine trügerische Sicherheit, die lediglich auf dem Papier besteht.

Dies führt uns zu der Frage, an welchem Punkt wir in diesem grössten Finanzexperiment der Nachkriegszeit stehen: Mitten im Versuchsstadium oder bereits kurz vor dem Endspiel? Als betagter Marktbeobachter gilt es einige Erfahrungen an die jüngeren Generationen weiterzugeben, die die Lagebeurteilung vereinfachen könnten.

Fünf Ratschläge

Erstens: Die Gesetze der Schwerkraft sind auch an den Finanzmärkten intakt – was heftig nach oben überschiesst, fällt in der Regel eines Tages ins Bodenlose. Nach herkömmlichen Bewertungskriterien befinden wir uns in vielen risikobehafteten Anlageklassen auf anspruchsvollem Territorium, bei traditionell risikoarmen Anlageklassen wie Staats- oder Unternehmensanleihen mit Anlagequalität eindeutig in der Überschussphase.

Zweitens: Es ist unklug, nach Anlagen zu jagen, die alle wollen. Unwillkürlich zahlt man dafür in der Form einer Verknappungsprämie, in der Regel viel zu teuer. Zugleich wird es in Korrekturphasen nur sehr schwer möglich sein auszusteigen, da dies meist alle zum gleichen Zeitpunkt wollen. Man kauft sich damit unterschätztes Kursverlustrisiko ein. Um hier klar zu sein: Wir reden natürlich von relativen Grössen. Prinzipiell haben sich alle Anlageklassen sukzessive verteuert, einige jedoch wesentlich mehr als andere.

Drittens (goldene Regel): Diversifiziere – auch innerhalb von Anlageklassen – so stark wie möglich und versuche Klumpenrisiken zu vermeiden. Versuche weiterhin, unterbewertete oder ungeliebte Anlagen

zu berücksichtigen. Ein solches konvexes Risiko-Rendite-Verhältnis lässt sich durch die richtige Diversifikation noch weiter optimieren.

Viertens: Benenne die grossen Akteure, segle in ihrem Windschatten, aber vertraue ihnen nicht blind. Auch sie sind lernfähig und können ein Experiment abbrechen, falls sie zum Schluss kämen, dass es zu wenig Nutzen bringt (Beispiel Schweizer Nationalbankentscheid im Januar 2015). Auch sie sind übergeordneten Kräften ausgesetzt und können ihr Mandat verlieren, wenn sie den Rückhalt breiter Bevölkerungsschichten verlieren. Noch besitzen die Zentralbanken Glaubwürdigkeit und sind damit in ihren Aktionen legitimiert. Das jedoch kann sich rasch ändern.

Fünftens: Unterschätze nie die Wut der Masse. Die Unzufriedenheit von schrumpfender Mittelschicht und steigender Niedriglohnschicht wächst und erzeugt politischen Sprengstoff. Die sich breitmachende Angst vor wachsender Komplexität und Rationalisierung durch Rechenleistung und Robotik in unserem Informationszeitalter tut ihr Übriges dazu.

Demut ist angesagt

Letztlich ist bei all diesen Überlegungen eine gewisse Demut in der Entscheidungsfindung gegenüber den Marktkräften ratsam, womit wir in anderweitiger Bedeutung und letzter Instanz wieder bei der Feststellung wären: Am Ende «bekommt der Markt immer recht».

Alexander Müller, Partner und Geschäftsführer, Holinger Asset Management, Zürich.

ANZEIGE

Michèle Etienne, VR im Gesundheitswesen, Innopool AG Kunde seit 2000

«Forschung ist eine sichere Investition in die Zukunft, genau wie die 2. Säule von Swiss Life.»
Sorg für dich.

Damit Sie sich voll auf Ihr Geschäft konzentrieren können, bietet Swiss Life sichere Lösungen für die berufliche Vorsorge – massgeschneidert für Ihr KMU. Die Innopool AG ist eines von über 40 000 Unternehmen, die wir bereits überzeugen konnten. Überzeugen Sie sich selbst auf swisslife.ch/kmu


SwissLife
So fängt Zukunft an.