Zeitschrift: Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur

Band: 98 (2018)

Heft: 1059

Artikel: "Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass Märkte richtig liegen"

Autor: Bader, Stephan / Marks, Howard

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-816149

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 02.10.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

«Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass Märkte richtig liegen»

Bei einem Redaktionsbesuch in Zürich-Wipkingen erklärt Investorenlegende und Milliardär Howard Marks, warum Ideologien beim cleveren Investieren vor allem eines sind: hinderlich.

Stephan Bader trifft Howard Marks

Herr Marks, Sie sind seit 50 Jahren Investor. Müssen Sie zuweilen aufpassen, nicht in gefährliche Routinen zu verfallen?

Nun, Routine ist bis zu einem gewissen Grad durchaus nützlich. Wir beobachten den Markt ja gerade deshalb, weil wir Muster zu erkennen hoffen, um nicht jeden Tag vor dem Börsengeschehen zu stehen, als wäre es der erste. Wir müssen aber auch verstehen, dass die Geschichte für die Gegenwart eben nicht zu 100 Prozent relevant ist. Mark Twain sagte einst: «Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.» Wie bei vielen Zitaten ist es zwar nicht sicher, ob Twain das wirklich gesagt hat; ein guter Merksatz ist es dennoch.

Wie «reimen» sich Ereignisse auf den Finanzmärkten?

Die Dauer, die Ausschläge, die Geschwindigkeit, die Gründe und die Auswirkungen von Marktzyklen sind jedes Mal unterschiedlich, aber die Grundmechanismen bleiben die gleichen: Wenn zu viel Geld auf zu wenige attraktive Deals trifft, steigen die Preise zu sehr; wenn Anleger ihre Vorsicht verlieren, wird der Markt gefährlich. Die grosse Finanzkrise 2008/09 war eine Immobilienkrise. Nun könnte man sagen: Verstanden, ich werde nie wieder eine Subprime-Anleihe kaufen. Aber das ist nicht die entscheidende Lehre. Die wichtige Lektion ist, die fundamentalen Fehler zu bemerken, welche die Leute begingen: Sie investierten ihr Geld zu unkritisch in Produkte, die noch nie davor getestet worden waren. Das sind die Dinge, die sich von einem Zyklus zum nächsten reimen.

Howard Marks, photographiert von Thomas Buda.

Hat Ihnen schon mal jemand neue Ideen ans Bett gebracht?

Wie wär's?
Die neue «NZZ am Sonntag»
im günstigen Probeabo.

Jetzt nur
Fr. 30.–
für 10 Ausgaben
nzz.ch/sonntag48

NZZ am Sonntag

Sie sprechen von Marktzyklen. Ihr Buch, das im Herbst erscheinen wird, trägt den Titel «Mastering the Market Cycle: Getting the Odds on Your Side». Was müssen Investoren über Zyklen wissen, um erfolgreich zu sein?

Unsere Möglichkeiten sind davon abhängig, wo wir im Zyklus stehen. Stehen wir tief in einem Kurvental, ist es leicht, Gewinn zu machen. Stehen wir auf der Kurve oben, wird es sehr schwierig. Wir müssen herausfinden, wo wir stehen, und dann entsprechend handeln. Unten auf der Kurve sollte man aggressiv an die Sache gehen und riskieren. Oben gilt es Risiken zu vermeiden. Aggressiv oder defensiv: das ist aus meiner Sicht die wichtigste Entscheidung beim Investieren – nicht, ob man in Aktien oder Anleihen, in kleine oder grosse Unternehmen oder ob man in den USA oder im Ausland investiert.

Wo stehen wir heute im Marktzyklus?

Eindeutig oben. Leichtes Geld gibt es nicht mehr zu verdienen. In den USA dauert der wirtschaftliche Aufschwung seit neun Jahren an, der Rekord liegt bei zehn. Die Hausse an der Börse haben wir auch schon seit acht Jahren. Und trotz vieler Unsicherheitsfaktoren weltweit sind Vermögenswerte teuer und die zu erwartenden Renditen tief, weil die Zentralbanken die Zinsen stark gesenkt haben. Und auch traditionelle Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen wenn nicht bei Rekordwerten, dann doch mindestens über dem Durchschnitt.

Bei den Anlegern sollten also alle Warnleuchten an sein?

Ja und nein. Wenn die Kurse sehr schnell steigen, ist das Anlass zur Besorgnis. Aber wenn es die Märkte schaffen, trotz ungünstiger Umstände stetig zuzulegen, dann wird das als konstruktiv gesehen – weil es nicht euphorisch ist. Die US-Wirtschaft ist heute sehr gesund, es gibt keinen eindeutigen Grund, warum die Kurse nicht noch mindestens ein, zwei Jahre weitersteigen sollten, Rekorde hin oder her. Geht man also jetzt aus dem Markt und die Kurse steigen weiter, hat man sich keinen Gefallen getan. Momentan habe ich etwas Angst sowohl davor, zu investieren, als auch davor, nicht zu investieren. Das macht es zu einer herausfordernden Zeit.

Wie kann man da eine Balance finden?

Eine gute Herangehensweise ist, sich bewusst zu werden, dass es an der Börse zwei Hauptrisiken gibt. Die meisten Leute glauben, es gebe nur eines: Geld zu verlieren. Aber es gibt ein zweites Risiko: dasjenige, Gelegenheiten zu verpassen. Man muss sich also fragen: Soll ich mir mehr Sorgen machen, Geld zu verlieren, oder, eine Gelegenheit zu verpassen? Wenn man sich die Märkte heute ansieht, sehe ich nichts, wo ich mich in fünf Jahren in den Hintern treten müsste, weil ich es verpasst habe. Man sollte eine abwägende Position einnehmen, aber ich würde derzeit bei meinen Entscheidungen die Vorsicht stärker gewichten als die Aggressivität. Wir investieren, und viele unserer Portfolios sind voll investiert, aber eben: vorsichtig angelegt.

Der Finanzmarkt gilt als einer der effizientesten Märkte überhaupt. Kann man ihn überhaupt «beherrschen», wie es der Titel Ihres Buches suggeriert?

Denken wir doch kurz über den Begriff «Effizienz» nach. Was Sie meinen, ist: Wenn neue Informationen auf den Markt treffen, spiegeln sie sich schnell – effizient – in Preisen und Kursen. Aber «schnell» ist nicht die einzige Bedeutung von Effizienz: Investoren ziehen schnelle Schlüsse, aber nicht immer die richtigen.

Der Markt ist also effizient darin, die Summe der Erwartungen und Schlussfolgerungen von Anlegern in Zahlen auszudrücken, aber nicht unbedingt darin, die wirtschaftlichen «Hard Facts» korrekt wiederzugeben?

Richtig. Als Lehman Brothers vor zehn Jahren Insolvenz anmeldete, reagierten die Anleger panisch, und Wertpapiere waren für ein Drittel oder Viertel dessen zu haben, was sie heute kosten. War das ein korrekter Preis? – Natürlich nicht, er lag viel zu tief, was in der Folge wiederum «zu hohe» Kursgewinne zuliess. Das war ein Extrembeispiel für einen schnellen, aber falschen Marktkonsens. Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass Märkte oder Anleger richtig liegen. Und darum bin ich überzeugt, dass wir das Ziel nicht aufgeben sollten, mit unseren Portfolios einen besseren Job zu machen als der Markt. Wenn wir besser denken können als die Mehrheit, wenn wir es schaffen, emotionslos zu bleiben, wenn der Mainstream emotional reagiert, können wir besser sein.

Aber warum ist denn der Konsens so oft emotionsgesteuert, zumal in einem Gebiet, wo sich fast alles um Zahlen dreht?

Märkte entwickeln sich so *(Marks zeichnet eine abwechselnd auf und ab verlaufende, aber insgesamt steigende Kurve)*. Wenn wir uns als Investoren nicht darauf beschränken wollen, einmal gekaufte Aktien einfach zu behalten, ist unser Ziel, zu tiefen Preisen zu kaufen und zu hohen Preisen zu verkaufen. Die meisten Leute kaufen aber oben im Zyklus – weil sie sich nach anhaltend guten Börsennachrichten und Kursgewinnen gut fühlen, ihre Anlagen haben zugelegt, alle anderen haben auch Gewinne gemacht, und das ist aufregend. Und sie verkaufen, wenn die Kurse fallen und sie Geld verloren haben, weil sie niedergeschlagen sind und nicht noch mehr verlieren wollen. Anleger werden nie aufhören, diese Fehler zu machen.

Warum?

Weil es der menschlichen Natur entspricht, sich davon begeistern zu lassen, dass die Dinge gut laufen, und niedergeschlagen zu sein, wenn sie schlecht laufen. Das wird sich alles immer wiederholen. John Kenneth Galbraith schreibt in «Eine kurze Geschichte der Spekulation», eines der Schlüsselcharakteristika des Finanzmarkts sei sein kurzes Gedächtnis. Wenige Jahre steigender Kurse genügen, um die Menschen die Vergangenheit vergessen zu lassen: Sie vergessen, wie viel Geld in vergangenen Blasen verloren

wurde und wie wichtig es ist, Risiken unter Kontrolle zu behalten, vergessen, dass Kurse auch sinken und nicht nur steigen können. Die sehr gute Performance der Märkte über die vergangenen acht, neun Jahre hat die Anleger dazu verleitet, ihre Vorsicht fallenzulassen. Natürlich, sie wurden sozusagen dazu gezwungen, weil die Zentralbanken die Zinsen so weit gesenkt hatten, dass man als konservativer Anleger, der sich auf Anleihen, Geldmärkte, Bankeinlagen beschränkte, keine Gewinne erzielte – vielmehr fuhr man vielleicht sogar einen Verlust ein. Das Geheimnis, mit dem Markt umzugehen, ist, nicht zu aufgeregt zu werden, wenn die Dinge gut laufen – und wenn möglich zu verkaufen –, und nicht zu niedergeschlagen, wenn sie schlecht laufen – und stattdessen zu kaufen. Ich bin überzeugt, dass die menschliche Natur immer zu Fehlern führen wird, und diese Fehler werden immer Chancen eröffnen für diejenigen, die in der Lage sind, sie zu ergreifen.

Wenn sich Anleger immer wieder von Emotionen zu Fehlern verleiten lassen: Was sagt uns das dann über rationales Verhalten auf dem Finanzmarkt?

(Lacht) nun, es sagt uns, dass rationales Verhalten dort nicht sehr verbreitet ist. Ich habe mal ein Buch mit dem Titel «The Most Important Thing» geschrieben. Jedes Kapitel ist mit «Das Allerwichtigste…» überschrieben – und dann folgt jedes Mal etwas anderes. Aber im allerersten Kapitel steht: «Das Allerwichtigste ist ‹Second Level Thinking›.» Was ich damit meine, ist: Man muss mit seiner Marktanalyse eine Ebene höher ansetzen. Investment ist ein Wettbewerb. Um über dem Durchschnitt abzuschneiden, darf ich nicht denken wie alle anderen, denn sonst werde ich auch handeln wie die anderen. Ich muss anders denken – besser.

Wie hilft «Second Level Thinking» dabei?

Sagen wir, ich sehe mich auf dem Markt um und stosse auf ein interessantes, gesundes Unternehmen. Auf der ersten Denkebene käme ich zum Schluss: «Tolles Unternehmen, lasst uns Aktien kaufen.» Eine Ebene höher gedacht, kann ich auch zum Schluss kommen: «Ja, ein tolles Unternehmen – aber nicht so gut, wie alle glauben. Die Aktie ist überbewertet, wir sollten verkaufen.» Erfolgreich ist man nicht, weil man recht hat, sondern weil man richtiger liegt als andere. Per Definition können nur wenige von uns aussergewöhnlich sein. Was immer also die anderen tun: Wir müssen versuchen, es besser zu machen. Nur: gerade die menschliche Natur ist ein grosses Hindernis auf dem Weg dazu, ein aussergewöhnlicher Anleger zu werden.

Ist es das, was Sie an den Finanzmärkten so fasziniert – die Unsicherheiten und Nuancen, die zahlreichen und sich oft widersprechenden Einflussfaktoren wie «harte» Kenndaten und irrationales Investorenverhalten?

Ganz genau. Zum einen ist es sehr schwer, diese Dinge zu durchdringen. Alles, was beim Investieren wichtig ist, ist kontraintuitiv, und alles, was offensichtlich erscheint, ist falsch. Es ist ein Puzzle. Zum Zweiten: es gibt nichts, was immer funktioniert. Die Umstände sind immer etwas anders. Und selbst wenn sie gleich aussehen, fallen doch die Reaktionen der Märkte unterschiedlich aus. Man kann sich nicht faul zurücklehnen, darf keine Hybris entwickeln. Du kannst nicht sagen: Ich weiss jetzt, wie der Hase läuft. Der Markt ist ein herausfordernder Gegner. Es ist nicht wie ein Golfplatz oder wie ein Fussballfeld, wo die Auslinie sich nicht bewegt. Indem Investoren handeln, gestalten sie den Platz neu, und man muss wieder neue Wege finden, um zum Erfolg zu kommen.

Gab es eine Erfahrung, bei der Sie selbst eine wichtige Lektion gelernt haben?

Sie meinen, was mein grösster Fehler war? – Ich bin ein konservativer Anleger, ich war also sicher zeitweise zu vorsichtig, aber das bringt einen nicht um. Es ist besser, ab und zu ein Schnäppchen zu verpassen, als in eine Falle zu tappen. Als ich vor 50 Jahren meine erste Arbeitsstelle bei der Forschungsabteilung der Citibank antrat, investierten die grossen Banken in die sogenannten «Nifty Fifty» (*engl.* «die schicken Fünfzig»), die fünfzig grössten amerikanischen Unternehmen: IBM, Xerox, Kodak Polaroid, Hewlett Packard und so weiter. Diese Firmen wuchsen und wuchsen viel rascher als alle anderen; es waren die Unternehmen, die alle liebten. Das Problem war, dass sie sie zu sehr liebten und deshalb zu hoch bewerteten. Hätte ich diese «schicken» Aktien in jenem Mai 1968 gekauft und sie fünf Jahre gehalten, ich wäre 80 bis 90 Prozent meines Geldes losgewesen. Das war eine wichtige Lektion für einen jungen Mann. Was ich daraus gelernt habe, ist, dass es nicht darum geht, was man kauft, sondern darum, was man bezahlt. Anders gesagt: erfolgreich investieren heisst nicht, gute Dinge zu kaufen, sondern Dinge gut zu kaufen. Diesen Unterschied gilt es zu verstehen. Das war eine echte Erleuchtung.

Sie sagten, für einen langfristigen Erfolg sei eine konservative Anlagestrategie wahrscheinlich hilfreich. Das klingt nach einem sehr schweizerischen – oder deutschen – Verhalten.

Das ist es wahrscheinlich auch, und das ist einer der Gründe, wieso wir hier gute Geschäftsbeziehungen haben. Wenn ich in Länder reise, wo ich zuvor noch nie war, dann meist, weil die Menschen dort noch wenig Erfahrung mit dem Finanzmarkt haben und Rat suchen. Meist ist die Binnenwirtschaft gewachsen, meine Kunden haben ein Vermögen bilden können, auch die Mittelschicht hat endlich etwas Geld. Wenn ich dann rate, in dieses oder jenes in den USA, Grossbritannien oder der Schweiz zu investieren, höre ich oft: «Nein, nein, wir investieren hier, es läuft doch super!» Sie haben keine Vorstellung von Risiko, kein Gespür für die Notwendigkeit zu diversifizieren – nicht, bevor sie ihre erste Krise erleben. Die Schweiz, die sehr etabliert, sehr hochentwickelt ist, versteht, warum diese Dinge wichtig sind und warum Vermögen geschützt und erhalten werden müssen. Es genügt nicht, im Durchschnitt über die Runden zu kommen: man muss es jeden Tag schaffen –

auch an den schlechten Tagen. Und die schlechten Tage übersteht man, indem man das Risiko dosiert. Diese Themen treffen in der Schweiz auf offene Ohren.

Das US-amerikanische Federal Reserve hat dieses Jahr bereits zweimal den Leitzins erhöht und weitere Erhöhungen angekündigt. Warum die Erhöhungen?

Tiefe Zinsen wirken stimulierend. Sie lassen die Wirtschaft schneller wachsen, weil Kredite, mit denen Menschen Dinge kaufen und Unternehmen Produktionsstätten bauen können, zu sehr tiefen Kosten verfügbar sind. Je tiefer die Zinsen, desto mehr Stimulation. Wächst die Wirtschaft schleppend, ist Stimulation gut. Ist die Wirtschaft aber gesund, kann Stimulation zu Überhitzung und Hyperinflation führen. Die Aufgabe der Zentralbanken ist es darum, die Inflation zu kontrollieren, nicht aber, sie zu eliminieren!

Hohe Inflation hat enorme Folgen für die Währungsstabilität, gleichzeitig ist mein Erspartes «weniger» wert.

Richtig. Sagen wir, ich bin pensioniert und erhalte als Rente ein gewisses monatliches Einkommen. Wenn die Inflationsspirale in Gang kommt, genügt diese Rente plötzlich nicht mehr, um mein Auskommen zu sichern. Bei zu hoher Inflation und zu starken Anlagen kann die Wirtschaft zudem sehr spekulativ werden, was zu übermässigen Investitionen führt. Es dreht sich alles darum, das richtige Mass zu halten.

Die Strategie des Fed ist aus Ihrer Sicht also klug?

Ja, und ich kann Ihnen mindestens zwei weitere Gründe dafür nennen. Der Hauptgrund, wieso wir die freie Marktwirtschaft schätzen, ist doch, dass wir glauben, dass ein freier, funktionierender Markt eine gute Ressourcenallokation herstellt. Ressourcen, Kapital und Arbeit gelangen dahin, wo sie am produktivsten sein können. In den letzten acht, neun, zehn Jahren aber wurde der Zins künstlich tief gehalten, um die Wirtschaft zu stimulieren und die Auswirkungen der Finanzkrise zu kontern. Wenn die Zinsen zu tief sind, verzerrt das die Ressourcenallokation, und zu viel Geld fliesst in schlechte Geschäfte. Es ist aus meiner Sicht sehr wünschenswert, dass sich die Zentralbanken aus dem Geschäft, die Zinsen zu kontrollieren, zurückziehen und die Zinsen sich selbst einpegeln lassen. Der zweite Grund ist, dass die Zentralbank die Zinsen in einer Rezession senken will, um die Wirtschaft aus einer Talsohle zu holen. Wenn der Zins aber bereits bei null liegt, kann man ihn nicht weiter senken.

Wir kennen hier auch Negativzinsen...

Da haben Sie recht. Nichtsdestotrotz: wenn die Zinsen bereits minimal sind, verliert das Instrument der Zentralbanken, sie zu senken, um den Markt zu stimulieren, an Kraft. Wenn möglich, sollten die Zinsen höher liegen, um sie dann senken zu können, wenn es nötig ist.

Die Schweiz hat eine Zinswende bis jetzt noch nicht eingeleitet, und die EU hat sie erst angekündigt, obwohl die Wirtschaft selbst in Ländern wie Griechenland oder Spanien zuletzt recht stabil gewachsen ist. Erwarten Sie, dass die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank dem Beispiel des Fed bald folgen werden?

Ich gehe davon aus. Die US-Wirtschaft ist schon längere Zeit gesund, und doch haben wir erst 2017 begonnen, die Zinssätze wieder anzuheben. Europa liegt auf dieser Kurve hinter uns: Die EZB hat nach der Finanzkrise nicht so aggressiv agiert wie das Fed, sie hat die Zinsen nicht so stark und nicht so schnell gesenkt und auch weniger mit Quantitativer Lockerung agiert. Die europäischen Volkswirtschaften brauchen deshalb wohl noch etwas Zeit, bevor sie über den Berg und wieder ganz stabil sind. Wie das Fed 2015 und 2016 wollen die europäischen Zentralbanken wohl die Zinsen nicht zu früh anheben, um den Aufschwung nicht abzuwürgen.

Wenn der Markt vor allem die Erwartungen und Schlussfolgerungen von Investoren abbildet: Machen dann Entscheidungen wie die des Fed überhaupt einen relevanten Unterschied, oder sind auch sie bereits in den Erwartungen der Investoren – und dadurch in den Kennzahlen der Märkte – eingerechnet?

Der Markt inkorporiert in den Preisen für bestimmte Anlagen an einem bestimmten Tag den aktuellen Konsens der Investorenerwartungen. Aber diese Erwartungen müssen natürlich nicht eintreffen: Als der damalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke im Mai 2013 sagte: «You will start to see tapering of purchases soon» (dt. sinngemäss: «Wir werden unsere Anleihenkäufe bald zurückfahren»), waren die Märkte schockiert. Das war eine Überraschung, und sofort kam Bewegung in den Markt. Was die Märkte bewegt, ist das Unerwartete. Solange sich der Konsens der Voraussagen als ungefähr richtig herausstellt, passieren keine radikalen Veränderungen im Markt. Momentan glauben die meisten Anleger, dass es dieses Jahr in den USA vier Leitzinserhöhungen geben wird und sich der Leitzins dann nach weiteren Erhöhungen im kommenden Jahr irgendwo einpegelt – denn das ist, was das Fed vorhat. Wenn das so eintrifft, wird das keine grossen Gewinne oder Verluste bewirken. Aber was, wenn etwas anderes passiert? – Es sind die Überraschungen, mit denen der Markt nicht umgehen kann. ‹

Howard Marks

ist Gründer und Co-Chairman der Investmentgesellschaft Oaktree Capital. Der Börsenmilliardär gilt in den USA als Investorenlegende, Warren Buffett nennt Marks' Memos als wichtige Quelle seiner Erkenntnisse über Märkte. Im Oktober erscheint sein neues Buch «Mastering the Market Cycle: Getting the Odds on Your Side» (Houghton Mifflin Harcourt).

Stephan Bader

ist Redaktor dieser Zeitschrift.