

Interview vom 30.3. 2009

Tagesanzeiger, Zürich/ Basler Zeitung

«Aktienmärkte sind ein Zufallsprozess»

Von Alex Saheb.

Heftige Einbrüche an den Aktienmärkten sind keine Ausnahme, sagt Erwin Heri. Man kann sie weder verhindern, noch voraussagen. Man kann sich nur darauf einstellen.



Für Erwin Heri ist alles beim Alten geblieben: Der Jahrhundertcrash erschüttert seinen Glauben an Aktien nicht.

Bild: Nicola Pitaro

Zur Person

Erwin Heri ist Buchautor, Professor für Finanzmarkttheorie, Verwaltungsratspräsident der Valartis Bank und Vorsitzender der Anlagekommission der Bundespensionskasse Publica.

Wie wirken die Ereignisse der vergangenen anderthalb Jahre auf Sie, in denen viele Aktienmärkte zunächst zwischen 40 und 60 Prozent nachgegeben haben, und nun, Beispiel SMI, im vergangenen Monat um 20 Prozent gestiegen sind? Kann man Märkten, die sich so bewegen, überhaupt vertrauen?

Ich glaube, man sollte all das in eine langfristige Perspektive einbetten, denn Aktienanlagen wurden immer als langfristige Engagements bezeichnet. Betrachtet man die gegenwärtigen Einbrüche auf den von der Bank Pictet seit 1925 geführten Charts, verlaufen diese durchaus im Rahmen bereits gesehener historischer Muster. Aber leider werden aktuelle Nachrichten kaum aus einer langfristigen Perspektive heraus bewertet. Wir werden permanent von einem «Informationslärm» überflutet, so dass die längerfristige Sicht völlig vernebelt wird.

Ist die langfristig erzielbare Gesamttrendite von Aktien nicht auf ein niedriges Niveau gesunken?

Vielleicht, aber wenn sie den langfristigen Ertrag ansprechen, dann liegt dieser immer noch in der Größenordnung zwischen 6 und 9 Prozent. Korrekturbewegungen von 40 Prozent und mehr hat es seit Beginn der Pictet-Statistik schon ein paar Mal gegeben. Wir hatten zwar 2008 das schlechteste Einzeljahr insgesamt, doch gab es auch vorher Perioden in denen die Märkte um 50 Prozent gefallen sind, beispielsweise zwischen 2000 und 2002 oder in den 70er-Jahren.

Welchen Zeitraum würden Sie als langfristig bezeichnen?

Die lange Frist beginnt bei 10 Jahren, nicht bei 3 Monaten oder 3 Jahren. Wenn man Aktien nicht 10 Jahre halten möchte oder kann, dann sind Aktien nicht das richtige Anlageinstrument.

In den letzten 10 Jahren ist aus einem Aktieninvestment aber auch nichts geworden.

Immerhin hat man auch über diese Periode kein Geld verloren. Nach unserer Modellrechnung hätte man seit 1998 insgesamt 18 Prozent verdient, also 1,7 Prozent jährlich.

Viele Anleger fragen sich heute, mit welchen Erwartungen sie überhaupt auf ein Aktieninvestment zugehen können.

Ich bin der Meinung, dass immer noch ein ähnliches Paradigma gilt wie vor 10 oder 20 Jahren. Der erwartete Ertrag liegt zwischen 6 und 9 Prozent, die Volatilität kann gigantisch sein und bis 50 Prozent erreichen und man sollte mindestens einen Zeithorizont von 10 Jahren haben.

Als allgemeine Aussage mag das zutreffen, doch der einzelne Anleger wird zu einem bestimmten Zeitpunkt aussteigen müssen oder wollen. Der kann dann aber wegen der Volatilität sehr ungünstig liegen, beispielsweise im momentanen Umfeld?

Wenn er das muss, dann sollte er keine Aktien halten. Wenn jemand riskiert, Aktien nur kurzfristig halten zu können, dann sind Aktien nicht die richtige Wahl.

Waren also die letzten zwei Jahre zwar sehr schlecht, aber im Rahmen dessen, was passieren kann und erwartet werden muss?

Das ist so. Deswegen scheint es mir wichtig, vor allem den langfristigen Treibern der Aktienmarktentwicklung nachzugehen. Diese sind für mich geprägt von der Innovationskraft und der Gewinndynamik der Unternehmungen. Das war immer schon so. Immer wieder haben sich neue Technologien etabliert, die letztlich neue Gewinnquellen und damit Neubewertungen mit sich gebracht haben. Derzeit sind es vielleicht die Bio- oder die Nanotechnologie. Dieser langfristige Trend ist erstens erklärbar und zweitens ungebrochen. Die hohe kurzfristige Volatilität hingegen ist das Ergebnis von Angst und Gier kurzfristig orientierter Spekulanten, getrieben von der Illusion, das schnelle Geld liege in irgendwelchen heißen Tipps. Getrieben werden sie teilweise aber auch von kommissionshungrigen Beratern und dem Hype der Medien.

Namhafte Investoren haben sich über das Scheitern des Diversifikationsansatzes beklagt, weil ihre Kapitalmarktanlagen alle miteinander in die gleiche Richtung liefen, statt sich unterschiedlich zu entwickeln.

In den vergangenen 30 Jahren hat man immer wieder neue Anlageklassen entdeckt, die jeweils tief korrelierten. Das lief über Aktien Ausland, Emerging Markets und schliesslich über die Hedge Funds. Jedes Thema lief so lange, bis es alle Marktteilnehmer wussten, so handelten und damit die Korrelation selber in die Höhe trieben.

Also hebt sich der Diversifikationseffekt im Zuge der zunehmenden Informationsverbreitung wieder auf?

So könnte man sagen. Man kann nicht historische Vergleiche über Korrelationen verschiedener Anlageklassen anstellen und daraus auf die Zukunft schliessen. Aus einfachen statistischen Analysen lässt sich keine Grundlage für eine optimale Portfoliodiversifikation ableiten, denn diese schauen nur in die Vergangenheit.

Glauben Sie, dass die Börsen einen Boden gefunden haben?

Das weiss ich nicht. Ich prognostiziere nicht, denn die Entwicklung der Aktienmärkte ist auf kurze Sicht ein reiner Zufallsprozess. Tatsache ist aber: Aktien sind billig. Das heisst aber nicht, dass sie nicht noch billiger werden könnten.

Erwarten Sie, dass sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 15 wieder einmal einstellen werden?

Der langfristige Durchschnitt ist eher etwas niedriger, aber ich glaube dass man dort wieder wird anknüpfen können. Man sollte nicht davon ausgehen, dass wir ewig da bleiben, wo wir jetzt sind.

Wonach sollte man sich bei der Kapitalanlage also richten?

Es ist wichtig, die Emotionen aus dem Investmentprozess zu entfernen. Wenn ich heute 100'000 Franken anlegen müsste, würde ich wahrscheinlich in einen ETF investieren, beispielsweise für Schweizer oder europäische Aktien. Dann würde ich zehnmal am jedem Monatsletzten 10'000 Franken anlegen. Mit diesem strikten Programm werden Emotionen herausgefiltert. Die heutige Informationsflut schafft immer weniger Klarheit über die Wahrheit am Markt.

Insgesamt sehen Sie aber kein neues Paradigma für Aktieninvestments?

Der Kern des Erfolgs ist und war schon immer: Disziplin. Das heisst eine langfristige Strategie definieren und dabei bleiben. Für mich heisst diese «buy and hold» – kaufen und halten –, auch wenn man das heute kaum mehr sagen darf. Denn ich weiss nicht, wann die guten und wann die schlechten Jahre kommen. Und ich kenne niemanden, der es wirklich weiss.

Welche Perspektiven sehen Sie für Hedge-Funds und Private Equity?

Private Equity hat Zukunft, weil es sich um eine Investition in Produktivkapital der Volkswirtschaft handelt. Die Hedge-Funds-Industrie wird sich fundamental restrukturieren müssen. Gewinnversprechungen, die auf der angeblichen Genialität irgendwelcher Manager beruhen, sind passé. Echte alternative Risiken werden am Markt aber bestehen können, auch in Form von Hedge-Funds.

Was bereitet Ihnen am meisten Sorgen?

Unter Umständen könnte es in den kommenden Jahren angesichts steigender Inflationsraten zu einem Zusammenbruch der Renditen von Staatsanleihen kommen. Ich rechne mit eher steigenden Zinsen, und das wird die Obligationen unter Druck setzen. Renditen von zwei Prozent für Eidgenossen wird es nicht ewig geben.

Welche Entwicklung erwarten Sie beim Goldpreis?

Für Gold gibt es keinen fundamentalen Wert, da keine Erträge vorliegen. Ich habe mit Gold deshalb eher Mühe und investiere lieber in Dinge, die einen Ertrag abwerfen. Gold gehört eher an den Hals meiner Frau als ins Portfolio.