

«Anleger sollten mehr auf sich selbst hören»

Charles D. Ellis, US-Anlageexperte, Autor und früherer VR von Vanguard, empfiehlt, den Marktlärm zu ignorieren und langfristig zu denken.

Die Finanzmärkte sind voller Lärm, oder wie es der US-Anlagespezialist Charles D. Ellis im Interview formuliert: «Nirgendwo gibt's so viel unnötige Aufregung wie an den Finanzmärkten.» Nach reicher Erfahrung unter anderem als Managing Director des Finanzanalyseinstituts Greenwich Associates und Vorsitzender des Yale-Komitees ist der Buchautor und frühere VR des Asset-Managers und ETF-Anbieters Vanguard überzeugt, dass Anleger zu viel über Kurzfristiges, über externe Meinungen und die Preisfindung nachdenken statt über sich selbst.

Herr Ellis, zuerst zum Markt. Die Finanzwelt befindet sich nach schwierigen Jahren auf dem Weg der Normalisierung, heisst es. Stimmen Sie dem zu?

Die gute Nachricht ist, der Patient lebt, die schlechte, er ist schwer verletzt und benötigt weitere Jahre, bis er wieder voll funktionstüchtig ist. Der Weg zurück bringt Schmerzen, mühselige Therapien und Verzicht. Aber der Patient wird genesen.

Wie weit ist die Besserung schon?

Auf halbem Weg, wobei das Schlimmste überwunden ist. Mit steten, leichten Fortschritten wird es weitergehen. Die wichtigste Voraussetzung, um zu gesunden, ist Wachstum. Ein Schuldenabbau, bevor die wirtschaftliche Stärke der finanziell geplagten Volkswirtschaften wiederhergestellt ist, bringt keine Lösung, sondern nur neue Probleme. Wirtschaftliches Wachstum macht vieles einfacher.

Wie Wachstum kreieren – selbsttragendes Wachstum, wovon in den meisten Ländern trotz extremer Geldflut der Notenbanken noch wenig zu spüren ist?

Man sollte nicht nur auf die Notenbankpolitik schauen, sondern die Welt als Ganzes, die Trends, die strukturellen Veränderungen betrachten, von denen viele positiv sind. Die Zahl der Leute, die der Armut entflohen sind und für ihre Verhältnisse ein anständiges Einkommen erwirtschaften, hat in dreissig Jahren so stark zugenommen wie noch nie zuvor und wächst weiter. Die Mehrheit der Menschen ist nicht gesättigt, sie will bessere Nahrung, bessere Ausbildung, ein besseres Leben. All das, was in den hoch entwickelten Ländern die Bevölkerung seit Generationen vorantreibt, will sie auch. In Vietnam, in Indien, China, in Zentralafrika, um nur einige Beispiele zu nennen, gibt es so viele brillante Köpfe und so viele Kräfte, die vorwärtsmachen wollen und nach Fortschritt streben. Mehr Kreativität gleich mehr Nachfrage gleich noch mehr Kreativität – die Welt hat grosses Potenzial.

Es kann aber auch zerstört werden.

Selbstverständlich, durch Kriege, durch Gewalt. Es wird Druck geben, um Kulturen und Werte zuungunsten der Mehrheit zu verändern. Aber das Aufbauende ist stärker als das Zerstörerische. In zwanzig oder dreissig Jahren wird man zurückschauen und sagen: Warum herrschten damals, zu Beginn des neuen Jahrzehnts, so viele Ängste?

«Die Mehrheit der Menschen ist nicht gesättigt, sie will bessere Nahrung, bessere Ausbildung.»

Sie setzen auf den Konsum?

Auf der Nachfrageseite ist es der Konsum, der Wachstum bringt, auf der Angebotsseite sind es alle Arten von kreativer Technologie und Innovation. Mehr und bessere Medikamente, weiter entwickelte Kommunikationssysteme und Dinge, von denen wir heute noch kaum etwas hören.

Gehört den Emerging Markets die Zukunft? In den vergangenen drei Jahren setzten die Anleger die Akzente anderswo.

Korrekturen wie in den letzten Jahren sind normal, der Appetit wird zurückkommen, und nicht alle, aber viele Schwellenländer werden weiterhin stärker wachsen als der Rest der Welt. Nehmen wir Vietnam: 90 Mio. Menschen, engagiert, geprägt von einer Kultur des Zusammenstehens, eifrig,



BILD: YVON BAUMANN

Sich vom Markt nicht blenden lassen, dieser will einen oft austricksen, sagt Charles Ellis.

fast rund um die Uhr, mit Drang nach Ausbildung, wirtschaftlichem Vorankommen, höherem Lebensstandard. Das birgt enorme wirtschaftliche Impulse.

Dann sind die Liquiditätsprogramme der Notenbanken gar nicht so wichtig, die Wirtschaft würde – zumindest längerfristig – auch sonst genesen?

«Natürlich wüssten die Notenbanken lieber noch mehr, aber keine Institution ist besser informiert als sie.»

Die Liquiditätshilfe ist zwingend. Die Notenbanken leisteten so erste Hilfe, stoppten die Blutung, es galt, den Patienten vorsichtig ins Krankenhaus fahren, für die

genaue Untersuchung. Was fehlt ihm genau? Wo sind noch Verletzungen, die auf den ersten Blick nicht ersichtlich waren? Jahre später braucht er vielleicht noch immer Physiotherapie. In dieser Situation stehen wir jetzt. Was strukturell auf der Welt geschieht, wirkt flankierend und längerfristig. Und ich bin überzeugt: Die Notenbanken sind kompetent und umsichtig genug, um das Richtige zu tun. Das Fed kenne ich am besten. Es war unter Ben Bernanke und ist jetzt auch unter Janet Yellen hervorragend besetzt. Ebenso wurde die Zusammenarbeit unter den Notenbanken massiv verfeinert. Kein Vergleich mit den Dreissigerjahren des letzten Jahrhunderts, wo geldpolitisch elementare Fehler begangen wurden.

Hat das Fed den richtigen Zeitpunkt gewählt, um mit dem Tapering, dem schrittweisen Zurückfahren des Stimulusprogramms, zu beginnen?

Zur Person

Charles D. Ellis ist eine feste Grösse in Wallstreet. 1975 gründete er den **Finanzstrategieberater Greenwich Associates**, den er bis 2005 leitete. Sein Werdegang führte ihn zu renommierten Finanzadressen wie dem **Singapurischen Staatsfonds CIC und dem Yale Investment Committee**, dem er mehrere Jahre vorstand. Von 2001 bis 2009 war er VR des Asset-Managers Vanguard, in dessen Auftrag er unlängst in Zürich sprach. Derzeit präsidiert Ellis das Whitehead Institute for Biomedical Research in Boston und ist Aufsichtsmittglied der Leonard N. Stern School of Business in New York. Auch als **Buchautor** hat er sich einen Namen gemacht. Seine bekanntesten Werke sind **«Winning the Loser's Game»** (sechste revidierte Auflage bei McGraw Hill) und **«The Elements of Investing»**, Letzteres zusammen mit Burton Malkiel. **HF**

Ich glaube, ja. Natürlich wüssten das Fed und die anderen Notenbanken lieber noch mehr über den Gang der Wirtschaft, absolute Sicherheit haben auch sie nicht. Aber keine Institution ist besser informiert als die Zentralbanken.

Was halten Sie vom forcierten Instrument der Forward Guidance, der Kommunikation des zukünftigen geldpolitischen Kurses durch die Notenbanken?

Ich begrüsse den Schritt. Er hilft, Missverständnisse am Markt zu minimieren und Schwankungen zu glätten. Auch in einer Partnerschaft gibt es Themen, die man besser sachte und vorausschauend kommuniziert, statt mit der Tür ins Haus zu fallen. Nirgendwo gibt's so viel unnötige Aufregung wie an den Finanzmärkten.

Rationalität versus Emotionen ist ein Thema, das Sie auch in Ihren Büchern immer wieder aufgreifen. Kann man die beiden Eigenschaften überhaupt trennen?

«Emotionales Handeln und eine zu kurzfristige Optik sind die grössten Fehler, die Anleger machen.»

Aber sicher. Amerikas berühmtester Investor ist Warren Buffett. Bei einem Dinner wurde er von einer jungen Frau angesprochen: Mr. Buffett, ich höre, Sie sind ein Investor. Was ist das Geheimnis des Investierens? Er antwortete: Ich handle rational. Sie: Wie bitte? Er: Ich handle rational. Darauf sie: Oh, ist das alles? Die Lehre daraus ist: sich selbst kennen, die eigenen Emotionen sowie die Emotionen, die der Markt ausdrückt. Sie müssen von dem ge-

trennt werden, was rational begründet ist. Ich sage nicht, dass das immer gelingt, aber Warren Buffett ist ein gutes Beispiel für einen rational, auf Basis klarer Prinzipien handelnden Anleger.

Nicht jedermann ist wie Warren Buffett. Wie lautet Ihr Rezept für das Gros der Anleger? Wo soll man ansetzen, was ist Ihr wichtigster Rat?

Das grösste Problem beim Anlegen ist nicht der Markt und nicht die Wirtschaft, sondern der Investor selbst, seine Gefühle, seine Erfahrung, sein Reagieren. Die Arbeit fängt bei sich selbst an, damit, dass man im Aufschwung nicht zu enthusiastisch und im Abschwung nicht zu betrübt ist, denn das vernebelt nur die Sicht. Nüchtern die Situation beurteilen und Benjamin Grahams wunderbare Differenzierung zwischen Mister Market und Mister Value befolgen: Ich als Investor bin Mister Value, bin rational und achte darauf, den Versuchungen von Mister Market, der mich häufig austricksen will, zu widerstehen.

Ist der Markt irrational, wie die Verhaltensökonomie unterstellt, oder effizient und damit rational, wie die moderne Portfoliotheorie besagt?

Die moderne Portfoliotheorie entstand wahrscheinlich zu früh. Die modernen Informationsmittel machen die Märkte tatsächlich zumindest effizienter als früher. Kursschwankungen sind nicht gleich Ineffizienz. Die Preise schwanken, weil sich Information und Erwartungen laufend verändern. Verstärkt werden sie, weil Emotionen mitspielen und weil es Gruppen gibt, die meinen, über bessere Informationen zu verfügen als andere, was oft ein Trugschluss ist. Ich spreche nicht von Insiderinformation, sondern von allgemein zugänglicher. In deren Verarbeitung ist der Markt sehr effizient. Was die Anleger verunsichert und beeinflusst, ist das Drumherum, die Tausende und Abertausende von Nachrichten in kürzester Zeit und die Heerscharen von Analysten, Strategen und anderen Fachleuten, die sich mit nichts anderem herumschlagen als mit der Frage, was für welche Anlage der richtige Preis ist.

Davon soll man sich fernhalten?

Als langfristig orientierter, breit diversifizierter Anleger kann man sehr rational sein, und es ist meines Erachtens der einzige Weg zum Erfolg. Man muss den Marktlärm ignorieren, denn er ist nicht von Belang.

Über seine eigenen und die Emotionen am Markt im Bild sein und sie nach Möglichkeit ausschalten – das klingt einfacher, als es ist. Wie hilft Behavioural Finance, die Verhaltensökonomie?

Ich behaupte, dass die Verhaltensökonomie bessere Voraussagen ermöglicht, wie sich eine bestimmte Gruppe unter bestimmten Voraussetzungen verhalten wird, als jede andere Theorie. Aber auch sie kann sich irren, denn die Irrationalität der Marktteilnehmer ist ungleich vielschichtiger als die Ratio.

Was halten Sie für den grössten Fehler, den Anleger machen?

Emotionales Handeln und eine zu kurzfristige Optik. Viele verkennen, welchen grossen Einfluss Emotionen, die ja meist spontan sind, auf die Performance haben.

Wie schützt man sich dagegen?

Den Blick fürs Ganze nicht verlieren. Seine eigenen Werte, Fähigkeiten und Ziele definieren und an der so festgelegten individuellen Strategie festhalten.

Kein Ertrag ohne Risiko. Welche Risiken sind in der aktuellen Nullzinspolitik für Anleger vertretbar?

Normale Aktienrisiken. Ein langfristiger Anleger muss mit Kursschwankungen leben können, im Wissen, dass sich ein Engagement in erstklassige Papiere auf Dauer auszahlen wird. Wer nicht Aktienspezialist ist, greift zu Indexprodukten, die mit breiter Diversifikation das Risiko streuen. Anleihen sind mit dem Zinsänderungsrisiko behaftet, weshalb da die Laufzeiten kurz sein sollten.

Die typischen Anlegerfallen

