

INTERVIEW MIT THOMAS GRÜNER

„Der Anleger reagiert an der Börse wie ein Steinzeitmensch“

Anleger tappen immer wieder in die gleichen Fallen und verpassen so viele Chancen, sagt Thomas Grüner. Im Gespräch mit Handelsblatt Online erklärt der Vermögensverwalter und Buchautor, wieso der Marktkonsens ein schlechter Maßstab ist, welches Handicap wir vom Steinzeitmenschen geerbt haben und warum die Finanzkrise gut für die Aktienmärkte ist.



Thomas Grüner ist Chef der Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments und Autor des Buches "Die acht größten Fallen für Geldanleger".

Herr Grüner, der "Dubai Schock" hat die Börsen nach monatelanger Rally auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt. Die Sorge vor weiteren Ausläufern der Finanzkrise ist zurück. Müssen sich Anleger auf härtere Zeiten einstellen?

Im Gegenteil. Dubai sollte mittel- und langfristig eher positiv wirken. Was wir vergangene Woche gesehen haben, ist fast schon eine typische Bewegung in frühen Bullenmärkten. Diese Rückschläge verhindern, dass Euphorie aufkommt. Überhaupt muss man feststellen, dass es für die Aktienmärkte von Vorteil ist, wenn uns die Finanzkrise noch länger beschäftigt.

Wieso das?

So lange wir immer wieder Krisensymptome sehen, werden die Notenbanken die Zinsen noch eine ganze Weile niedrig halten. Das heißt nicht, dass wir noch auf Jahre auf dem aktuellen Niedrigstniveau bleiben. Aber auch wenn die Zinsen mal um 0,25 oder 0,5 Prozentpunkte steigen, ist noch lange kein kritisches Niveau erreicht, das Kapitalumschichtungen im großen Stil bewirkt. Bis kurzfristiges Geld wieder eine Alternative zu langfristigen Anlagen wird, muss noch einiges passieren.

Der Preis ist eine hohe Inflation.

Wir leben in einer schnelllebigen Zeit und jeder denkt, alles muss immer sofort passieren. Aber auch hier gilt: Die Inflation kommt irgendwann, doch es wird noch sehr lange dauern. Die massive Liquidität, die von den Notenbanken in die Märkte gedrückt wird, wird ja zu einem großen Teil gehortet. Schauen Sie sich die Banken an: Die brauchen das Kapital. Sie haben immer noch Riesenprobleme in der Bilanz, der Abschreibungsbedarf ist weiter gewaltig. Es wird noch Jahre brauchen, bis sie ihre Probleme gelöst haben.

Und was hat das mit der Inflation zu tun?

Es ist ein Beispiel dafür, dass die Grundannahme, nach der eine Ausweitung der Geldmenge automatisch zu Inflation führt, grundfalsch ist. Die Notenbanken geben reichlich Liquidität, das ist richtig. Aber es kommt nicht in den Kreislauf: Die Banken horten es, die Privatanleger horten es und die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors horten es auch. Schauen Sie sich nur einmal die Bilanzen vieler Industriekonzerne an: Die sind so gut wie lange nicht. Anders als in der Krise zur Jahrtausendwende sind die Unternehmen diesmal nicht mit einer hohen Verschuldung und Überkapazitäten in die Krise gegangen.

Wann droht aus Ihrer Sicht Gefahr?

Es wird so lange keine Probleme mit der Inflation geben, bis wir anfangen, unser Geld wieder verstärkt für Luxus-Artikel auszugeben und damit die Industrie an ihre Kapazitätsgrenzen bringen. Wenn ich mich mit meinem Nachbarn einmal wieder um den letzten Sportwagen beim Händler streite und dem Hersteller wieder eine Preismacht einräume, kann man sich Sorgen machen.

Eine andere Schattenseite der enormen Liquidität ist die Gefahr neuer Spekulationsblasen. Selbst die US-Notenbank hat kürzlich gewarnt, dass die Niedrigstzinsen zu exzessiver Spekulation führen könnten.

Das Problem an Blasen ist, dass man sie immer erst im Nachhinein erkennt und sie eigentlich nie dann kommen, wenn vor ihnen gewarnt wird. Nehmen Sie den Ölpreis: Als der im vergangenen Jahr bei 150 Dollar notierte, fragte sich jeder am Markt, wann die 200 Dollar und wann die 250 Dollar erreicht werden. Heute ist Öl halb so teuer und alles spricht schon wieder von einer Blase. Das spricht aus meiner Sicht dafür, dass der Ölpreis noch weiter steigt.

Gilt für Aktien das Gleiche?

Grundsätzlich schon. Das beste Modell, um Aktien langfristig einschätzen zu können, ist der Vergleich mit anderen Anlageklassen. Im Vergleich zu Anleihen waren Aktien schon vor Ausbruch der Finanzkrise günstig, jetzt sind sie noch attraktiver bewertet. Trotzdem liegt der Bund-Future fast auf Rekordniveau. Man muss sich mal überlegen, was das heißt: Obwohl die Staaten so viele Schulden machen wie nie zuvor, müssen sie dafür so wenig bezahlen wie fast noch nie. Und die Anleger kaufen immer noch Anleihen wie verrückt, weil sie einer Sicherheitsillusion unterliegen. Vor lauter Angst gehen sie in die mit Sicherheit schlechtere Anlage rein.

Weil sie der rasanten Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten nicht trauen.

Trotz des Kursanstiegs seit März leben wir hier noch in einer sehr pessimistischen Welt, die mich sehr stark an 2003 erinnert. Damals hieß es überall, dass die Unternehmen nicht ewig Menschen entlassen könnten und die steigende Arbeitslosigkeit die Wirtschaft zum Erliegen bringen werde. Was folgte, waren vier Jahre, die zu den besten der Geschichte gehörten?

...aber in einer ziemlichen Übertreibung und einem Crash endeten.

Aktien haben das Problem, dass sie dem Fluch der hohen Liquidität unterliegen. Wenn bestimmten Investmentgruppen dringend viel Geld brauchen, bekommen sie dieses am leichtesten, wenn sie schnell die liquiden Aktienbestände auf den Markt werfen. Dadurch fallen Aktien aus diesem lediglich technischen Grund oft irrational stärker und können auf extrem niedrige Bewertungen sinken.

Sie halten die Börse für irrational?

Nein, die Börse ist immer noch der am besten funktionierende Markt, ich kenne keinen besseren. Irrational sind die Anleger. Das Problem ist, dass der Mensch physiologisch nicht für die modernen Aktienbörsen gemacht ist. Den angeblichen Homo Oeconomicus aus der Wissenschaft, der immer rational handelt, gibt es in der Realität nicht. Der Mensch macht immer wieder die gleichen Fehler, insbesondere in schwierigen Marktphasen.

Welche sind das?

Der Anleger reagiert auf Gefahr an der Börse immer noch wie der Steinzeitmensch, der von einem wilden Tier gejagt wird: Es kommt zu Adrenalinausstoß und der Blutdruck steigt. Der Körper wird in Alarmbereitschaft versetzt; er gaukelt einem vor, man sei in Lebensgefahr. Wenn wir dann bei 50 Prozent Minus verkaufen, signalisiert uns der Körper: "Gut gemacht!". Der Verstand müsste jedoch aufschreien. Kein Mensch würde sein Haus verkaufen, nur weil sein Wert um zehn Prozent gesunken ist. Bei Aktien ist es anders: Wenn man sich die großen Kapitalströme an den Börsen anschaut, fällt auf, dass ein Großteil des Geldes zum Hochpunkt des Marktes in Aktien reinfließt und am Tiefpunkt rausgezogen wird. Wenn ich mir dessen bewusst bin, kann ich an der Börse erfolgreicher sein.

Das klingt einfach. Warum ist es dann trotzdem so schwer, an der Börse Erfolg zu haben?

95 Prozent der Anleger tappen immer wieder in die gleiche Falle: Wenn es gut läuft, sagen alle, dass es weiterläuft. Wenn am Markt Depression herrscht, verlieren sich dagegen alle in Weltuntergangs-Szenarien. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Trend dreht, wesentlich höher als die, dass es weiter in eine Richtung läuft. An Hinweisen, dass eine Wende bevorsteht, fehlt es meist auch nicht. Die meisten Anleger übersehen aber die einfachen Zusammenhänge, weil sie zu sehr durch die emotionale Brille schauen.

Und wie verhalte ich mich rational?

Zunächst einmal muss ich die Informationen, die auf mich einströmen, gut filtern. Es ist ein Irrglaube, dass ich umso informierter bin, je mehr Nachrichten ich lese. Denn zum einen wird die Flut an Nonsense-Informationen immer größer. Zum anderen spiegeln die meisten Meldungen den Marktkonsens wieder - und der liegt fast immer daneben. An den jährlichen Dax-Prognosen der Investmentbanken lässt sich das wunderbar ablesen: In der Regel sagen die Banken einen Anstieg um fünf bis zehn Prozent voraus und liegen damit eigentlich immer daneben.

Im langfristigen Durchschnitt steigen Aktien aber genau mit diesen Raten?

Das ist ein weiteres Problem: Wir sind gewohnt, in Durchschnitt zu denken. In den Banken ist das besonders ausgeprägt: Hier ist die Gauß'sche Normalverteilung oberstes Gesetz. Schaut man einmal über die Durchschnittswerte hinaus, zeigt sich ein ganz anderes Bild: Es gibt an der Börse drei mal so viele Jahre mit Extremwerten und die Abweichungen sind riesig: In den Jahren seit 1978, in denen der Dax steigt, geht es im Schnitt um 26 Prozent nach oben, in schwachen Jahren fällt der Dax im Mittel um 19,5 Prozent.

Wie kommt das?

Die Marktmeinung wirkt wie eine Hürde. Je tiefer die Latte liegt, desto höher ist die Chance, dass sie übersprungen wird. Und sobald das der Fall ist, liegen die meisten Teilnehmer am Markt falsch und müssen hinterher rennen. Das treibt den Markt in Bullenphasen weiter nach oben, im Abschwung wirkt der Mechanismus aber genau so in die Gegenrichtung. Dies zu Ende gedacht, bedeutet für Anleger, dass sie genau dann einen Vorsprung vor dem Markt erreichen, wenn sie sich anschauen, was alle erwarten und sich gegen den Konsens positionieren.

Thomas Grüner ist Chef der Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments und Autor des Buches "Die acht größten Fallen für Geldanleger".