



## DIE ZÜRICH IST AUF TRACK

James Schiro, CEO der Zurich Financial Services, hat Erfolg. Doch jetzt braucht er dringend steigende Zinsen. SEITE 35

# «Aktienquote erhöhen»

**ROMAN VON AH** Der Swissca-Chef sagt, die Bewertungen seien im Jahrestief auf das Niveau der 80er Jahre getaucht. Er empfiehlt, die Aktienquote zu erhöhen. Trotz der starken Kurserholung seien die Preise attraktiv.

INTERVIEW:  
CHARLOTTE JACQUEMART UND  
DANIEL IMWINKELRIED

*Der SPI hat die Hürde von 5000 Punkten genommen. War das die Wende?*

**Roman von Ah:** Ich bin optimistisch. Die gute Performance hat zwei Gründe: Die politischen Unsicherheiten sind verschwunden, und die ökonomischen Daten schauen besser aus. Der Wachstumseinbruch war die Folge eines sehr starken Rückgangs der Investitionsausgaben. Wie die Statistiker erst jetzt gemeldet haben, hat die US-Wirtschaft bereits Ende 2001 aus der Rezession herausgefunden. Das alles legt das Fundament für eine attraktive Performance-Entwicklung – natürlich mit Schwankungen, die es an den Börsen einfach gibt. Die Aktienkurse haben bis Ende Jahr ein Potenzial von 10 bis 20%.

**Roman von Ah, der Geschäftsführer der Swissca, ist optimistisch.**

*Doch die Bewertungen sind immer noch hoch, wenn man etwa die Kurs-Gewinn-Verhältnisse anschaut?*

**von Ah:** Es kommt eben auf die Kennzahl an. Das Kurs-Gewinn-



FRANÇOIS GUY

## GELD-TIPP

### In Ländern des Südens anlegen

**O**b die Wirtschaft ein paar Monate früher oder später Tritt fasst: Über die Wachstumsdynamik sollte man sich keinen Illusionen hingeben. Im gesättigten Europa werden die Zuwächse wohl sehr moderat ausfallen. Eines der grössten Wachstumspotenziale liegt hingegen, wo man es nicht vermutet: Bei den 4 Mrd Menschen, die weniger als 2000 Dollar im Jahr verdienen. Aggregiert lässt sich die Kaufkraft der Armen durchaus sehen: 1,2 Mrd Dollar kommen etwa in den Favelas von Rio de Janeiro zusammen, schrieb ein Entwicklungsexperte in der «Harvard Business Review». Und in den Elendsvierteln dieser Welt zahle man für die Produkte des täglichen Lebens nicht etwa weniger, sondern mitunter massiv mehr als anderswo: Für Trinkwasser gibt es eine «Armutsprämie» von 37-mal den sonst üblichen Preis.



MARKUS



Kennzahl an. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis kann irreführend sein. Wir bevorzugen das Preis-Buch-Verhältnis und das Preis-Cashflow-Verhältnis, weil sie für die Mehrheit der Länder bessere Bewertungsindikatoren sind.

*Ausserordentliche Restrukturierungskosten lassen das Kurs-Gewinn-Verhältnis also hoch aussehen.*

**von Ah:** Das ist ein Teil des Problems. Zudem schwanken die Gewinne auch sonst stark. Der Cashflow ist dagegen viel stabiler.

**Die Aktien  
könnten  
noch um 10  
bis 20 Pro-  
zent steigen.»**

*Und diese Grösse stimmt Sie optimistisch?*

**von Ah:** Ja. Die Aktienbewertungen lagen im Jahrestief auf dem Niveau der 80er Jahre. Auch nach der erfreulichen Korrektur sind die Bewertungen akzeptabel.

*Also auf der Höhe, bevor die berühmte Jahrhunderthaube in Gang kam?*

**von Ah:** Ja. Notorische Bären können natürlich auf die 70er Jahre verweisen, als die Bewertungen noch tiefer lagen.

*Die Bären sagen auch, dass die Bewertungen nach dem Schock des Börsencrash weit unter dem langjährigen Durchschnitt liegen müssen, bevor die Anleger wieder mehr Risiken eingehen.*

**von Ah:** Vergessen Sie den Basiseffekt nicht! Für dieses Jahr erwarten Analysten hohe Gewinnwachstumsraten. Das Spektrum reicht je nach Branche von einer tiefen



zweistelligen Rate bis zu 80%. Für das nächste Jahr liegt die Spannweite zwischen 10 und 20%.

*Das Wachstum beruht aber auf harten Spürmassnahmen und Massnahmenentlassungen. Höhere Erträge erzielen die Unternehmen noch nicht.*

**von Ah:** Richtig: Die Firmen haben die Investitionen stark gesenkt, um die fallenden Erträge abzufedern. So könnten sie die Gewinnmargen stabilisieren. Das hat die Basis gelegt für Erweiterungsinvestitionen.

*Trotzdem klagt die Kapitalgüterindustrie immer noch über zu wenig Aufträge.*

**von Ah:** Die Erweiterungsinvestitionen werden zum Thema, auch wenn fast die Hälfte des amerikanischen Zusatzwachstums im zweiten Quartal Militärausgaben waren. Doch der Konsum sowie die Firmen- und Bauinvestitionen waren für die zweite Hälfte verantwortlich. Ökonomen rechnen für das kommende Jahr in den USA mit einem realen BIP-Wachstum von 3 bis 4%.

*Werden die USA Europa mitziehen?*

**von Ah:** Die USA eilen Europa typischerweise ein bis zwei Quartale voraus, und sie repräsentieren über 50% des Wachstums in den G7-Ländern. Das heisst: Die USA beeinflussen den Export der europäischen Länder und davon abgeleitet deren Binnenwirtschaft positiv, und zwar mehr, als die Mehrheit der Ökonomen derzeit glaubt.

*Könnte der starke Zinsanstieg Ihr optimistisches Szenario über den Haufen werfen?*

**von Ah:** Bei den Zinsen sollte man die Relationen nicht aus den Augen verlieren. Gemessen am Jahrestief sind die 10-jährigen Staatsanleihen der USA von 3,1 auf 4,5% gestiegen. Seit Jahresanfang nahm der Satz von 4 auf 4,5% zu. Das ist nicht dramatisch, sondern eine positive Wirtschaftsmeldung: Offenbar glauben viele Investoren, dass es mit der Wirtschaft aufwärts gehen wird.

*Die USA machen hohe Budgetdefizite. Um ausländisches Kapital anzulocken, müssen sie höhere Zinsen offerieren. Das kann den Aufschwung gefährden.*

**von Ah:** Das tiefe Zinsniveau, im Frühjahr war eine Kombination von Kriegsangst, Deflationsfurcht und der Flucht der Anleger in Zinsanlagen. Untergangspropheten hatten das Zepter übernommen. Noch ist die Kapazitätsauslastung bei den Firmen tief. Das Wirtschaftswachstum kann somit kräftig anziehen, ohne dass Inflationsdruck entsteht.

*Die Notenbanken haben die Geldmenge rasant ausgeweitet, was die Inflation anheizen könnte.*

**von Ah:** Vorläufig sehe ich diese Gefahr nicht. Es handelt sich um parkiertes Geld, das die Geldmenge aufbläht. Damit eine Inflation entsteht, muss das Geld über Bankkredite in die Wirtschaft fliessen.

*Stagflation ist für Sie kein Thema?*

**von Ah:** Nein. Weder vieljährige wirtschaftliche Stagnation noch Inflation sind unmittelbare Fragestellungen. Angst habe ich höchstens vor einer Deflation. Die Gefahr ist momentan aber gering. Es mag eine Unterstellung sein,

Noch krasser sind die Preisaufschläge für Bankdienstleistungen: Kredite für Arme sind 53-mal teurer. Ein Wachstumspotenzial, auf das auch internationale Grosskonzerne allmählich aufmerksam werden.

Aus entwicklungspolitischer Sicht wäre es natürlich besser, aus den Reihen der Armen stünden selber Unternehmer auf. Entsprechende Erfolgsgeschichten gibt es durchaus. Die Voraussetzung zu einer unternehmerischen Initiative ist normalerweise aber der Zugang zu erschwinglichen Krediten. Eine der bekanntesten Organisationen, die schon seit 1975 eine Vermittlerrolle zwischen nördlichen Geldgebern und südlichen Kreditnehmern wahrnimmt, ist Oikokredit. Da die Genossenschaft einen kirchlichen Hintergrund hat, beschränkt sie die Ausschüttung für ihre Geldgeber auf 2% pro Jahr. Diese Maximaldividende hat sie seit über zehn Jahren auch meistens ausgeschüttet, denn ihr Konzept funktioniert sehr gut – die Kreditausfälle belaufen sich auf nur 12%. Inzwischen ist die «Asset-Klasse» Mikrokredite aber auch reif genug, um über die klassischen Bankkanäle angeboten zu werden. Der Dexia Micro-Credit Fund, der von der Genfer Blue Orchard Finance gemanagt wird, erwirtschaftet schon seit über vier Jahren eine ansprechende Performance. Die Zielrendite – Libor plus 2% – wurde bisher immer übertroffen. Im Herbst dieses Jahres kommt zudem ein weiterer Mikrokreditfonds auf den Markt.

## STECKBRIEF

**NAME:** Roman von Ah  
**GEBOREN:** 1962  
**WOHNORT:** Stadt Zürich  
**AUSBILDUNG:** Volkswirtschaftsstudium und Promotion an der Uni Freiburg  
**FUNKTION:** Geschäftsleiter  
Swissca Portfolio Management AG



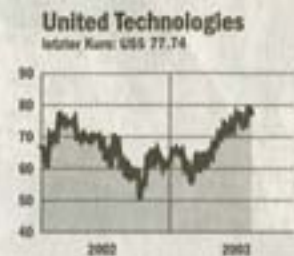
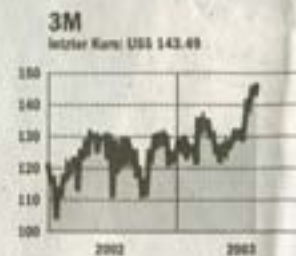
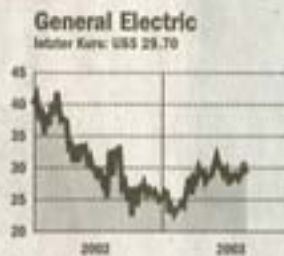
die Aktien des Baggerproduzenten Caterpillar oder Ingersoll-Rand wirft: Seit dem Tief Mitte Februar hat der Titel mit dem niedlichen Tickersymbol CAT Krallen gezeigt und mehr als 70% gewonnen.

Die Werte von Ingersoll-Rand kletterten immerhin um fast 60%. Hinter diesem Anstieg steht aber nicht die Realisierung von Kindheitsträumen, sondern in erster Linie die Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung in den USA.

Die Kursgewinne bei Caterpillar und Ingersoll-Rand, die übrigens nicht nur Bagger, son-

die von einem konjunkturellen Aufschwung stark profitieren sollten.

Dies liegt u.a. an der Kostenstruktur der Firmen sowie der Abhängigkeit des Geschäfts-



Dennoch, für das gesamte Jahr 2003 wird laut Thomson First Call bei den Industrieunternehmen noch ein Gewinnrückgang um 1% erwartet, im kommenden Jahr sollen die

Löhnen umso sich zantren-

gebnis sowohl auf Währungseffekte als auch operative Zugewinne zurück. Der Gewinn pro Aktie (GpA) von 1.56 Dollar enthielt 8 Cent, die Kelly mit der günstigen Wechselkursentwicklung erklärt. Vom Gewinnprung um fast 15% wären nach Ausklammerung der Währungseffekte noch 9% übrig. Bei gleich bleibendem Preis für die US-Währung rechnet er im zweiten Halbjahr mit einem Anteil von 12 Cent am GpA.

Der Betriebsgewinn wurde laut Kelly durch Kosteneinsparungen und Wachstum in den asiatischen Märkten günstig beeinflusst. Dennoch sind

Etwas aus dem Rahmen fällt das Schwergewicht General Electric, die von der Glühbirne bis zum Flugzeugtriebwerk fast alles produziert und in den vergangenen Jahren immer stärker zu einem Finanzkonzern geworden ist. Seit Mitte Februar hat die GE-Aktie um rund 36% zugelegt und hinkte den Konkurrenten hinterher.

Daniel Khoshaba von der Deutschen Bank glaubt aber, dass die Aktie sich in der nächsten Zeit verbessern wird und empfiehlt sie zum Kauf. Die Dividende von 2,6% sollte seiner Meinung nach eine gute Versicherung gegen unten abgeben.

Juni 2003

## Capvis Equity II LP

€ 340'000'000

limited Partnership mit dem Zweck, Mehrheitsbeteiligungen an mittelgrossen Unternehmen in der Schweiz, Österreich und Süddeutschland zu erwerben.

Berater für die Platzierung und Strukturierung:

MVision Private Equity Advisers  
Latham & Watkins  
Ernst & Young

Capvis Equity II LP wird exklusiv beraten durch:

**capvis**  
Equity Partners

www.capvis.com

Fortsetzung von Seite 33

## Aktienquote erhöhen

aber im Zweifelsfall haben Notenbanken und Politiker lieber Inflation als Deflation. Eine Deflation gab es in den letzten Jahrzehnten nur in Japan. Dieses Beispiel zeigt, wie schwierig es ist, der Deflation Herr zu werden.

*Trotzdem sind die japanischen Aktienkurse zuletzt ebenfalls gestiegen.*

**von Ah:** Die aggregierten Cashflows der japanischen Unternehmen steigen. Das heisst für mich: Viele Unternehmen haben ihre Hausaufgaben gemacht. Die Ausnahme sind die Banken – deren Sanierung ist schwieriger.

*Der Aufschwung des japanischen Aktienmarktes ist daher gerechtfertigt.*

**von Ah:** Ja.

*Wie kann eine Wirtschaft wachsen, die auf einem mautroden Banksystem ruht?*

**von Ah:** Die Fähigkeit der Japaner, Reformen einzuleiten, wird unterschätzt. Das ist eine arrogante Haltung. Grosse Banken haben zwar aufgeblähte Kreditbestände. Andere Branchen haben aber die Hausaufgaben gemacht. Es braucht Zeit, alle Probleme zu lösen. Die Situation gleicht der Spar- und Leihbankkrise in den USA zu Beginn der 90er Jahre. Letztlich hat auch hier die öffentliche Hand das Problem gelöst.

*Die USA zeichnen sich dadurch aus, dass sie rasch aus Krisen herausfinden. Werden sie auch das Verschuldungsproblem schnell lösen?*

**von Ah:** Das Defizit des US-Bundesstaates und der einzelnen Staaten ist absolut gesehen sehr hoch. Trotzdem sollte man nicht übertreiben: Die USA würden die Maastricht-Kriterien immer noch erfüllen, was längst nicht auf alle europäischen Staaten zutrifft. Einen Warnfinger möchte ich trotzdem erheben: Auch die USA haben Probleme mit dem steigenden Kosten des Gesundheits- und Vorsorgewesens. Das wird die Verschuldung beeinflussen.

*Beängstigend hoch ist bereits die Verschuldung der Privatpersonen.*

**von Ah:** Das Argument zählt für mich nicht. Wir haben Berechnungen gemacht. Das Verhältnis von realem Hauspreisindex und verfügbarem Einkommen hat sich in den 90er Jahren nicht verschlechtert. Das heisst: Die Preise sind zwar gestiegen, aber gleichzeitig haben die Einkommen dank der steigenden Produktivität zugenommen. Die private Verschuldung in den USA ist zweimal so gross wie das BIP. Man sollte aber auch die Kosten der Verschuldung anschauen. Und hier gibt es einen Zinsniveau-Effekt: Anfang der 80er Jahre lagen die Zinsen bei 14% und jetzt bei 4%. Gemessen am verfügbaren Einkommen sind die Zinskosten für die Amerikaner kontinuierlich gesunken. Probleme entstünden nur bei

einem extrem rasanten und starken Zinsanstieg.

*... oder wenn die Häuserpreise kollabieren würden und die Schuldner Kapital nachschliessen müssten.*

**von Ah:** Das ist ein mögliches Szenario. In England hat Mitte der 90er Jahre ein Preiszusammenbruch das Eigenkapital der Hausbesitzer aufgefressen. Der Handel mit Immobilien kam zum Erliegen, weil die Besitzer keine Verluste realisieren wollten. Nach ein bis zwei Jahren ist die Sache wieder ins Lot gekommen. Krisen am Immobilienmarkt lösen sich mit der Zeit von selbst. Solche Entwicklungen nimmt die Öffentlichkeit aber nicht zur Kenntnis. Auch die Zeitungen haben lieber Horror-Schlagzeilen.

**«Krisen am Immobilienmarkt lösen sich von selbst.»**

*Sie liefern uns auch eine gute Schlagzeile: Indem Sie für Aktien zuversichtlich gestimmt sind, unterscheiden Sie sich von der Mehrheit der Bankökonom.*

**von Ah:** Die Sicht vieler Ökonomen ist vom Börsencrash geprägt. Vor vier Jahren redeten alle von der New Economy. Jetzt wollen mir dieselben Leute weismachen, dass die Wirtschaft in absehbarer Zeit nicht mehr wachsen werde. Dabei stellen wir im langfristigen Vergleich fest, dass Aktien vernünftig bewertet sind. Das sollten auch die Pensionskassen zur Kenntnis nehmen. Jetzt ist ein idealer Zeitpunkt, um die Aktienquote in den Portefeuilles zu erhöhen.