

FuW-Samstag-Interview

Risiko der Aktien wurde unterschätzt – An der Analyse führt kein Weg vorbei

«Zeitlich gestaffelt wieder einsteigen»



Heute mit:
Roman von Ah
 Leiter Portfolio Management
 Swisssa Portfolio Management
 Zürich

— Herr von Ah, welches sind die Lehren aus den Ereignissen an den Aktienmärkten, die vielen Anlegern überraschend hohe Einbussen brachten?

Ein Amerikaner würde antworten: There is no free lunch. Das Problem waren und sind weniger die Einbussen, als die unrealistischen Erwartungen der Investoren. Aktien sind und bleiben mit Risiken behaftet. Was der abstrakte Begriff Risiko bedeutet, kann am Beispiel eines diversifizierten

man immer klüger, nur nützt diese Erkenntnis wenig, wenn es heute darum geht, zu wissen, was morgen passieren wird. Die Zukunft ist uns allen unbekannt – daran ändert weder der Einsatz der neuesten Theorie noch deren Überprüfung mit Hilfe von statistischen Verfahren etwas. Was die Finanzwissenschaft im Gegensatz zu Wahrsagern liefern kann, sind Denkgebäude, die gegenseitige Zusammenhänge von wirtschaftlichen Variablen beschreiben. Auch wenn die Aussagen von Analysten naturgemäss mit Unsicherheiten behaftet sind, führt doch kein Weg an einer vernünftigen Analyse vorbei. Dabei liegt der Wert weniger darin, absolute Prognosen für Kurse, Indexstände oder Ähnliches zu erhalten. Solche Prognosen betrachte ich immer mit viel Skepsis. Der wirkliche Wert solcher Analysen liegt in der Rangierung von Anlagealternativen. Wenn ich aus 100 Möglichkeiten die 50 auswähle, die nach sorgfältiger Analyse den anderen 50 überlegen sein sollten, dann kann ich durch Gewichtsverlagerungen in meinem Portfolio Wert schaffen, ohne wissen zu müssen, wo der Dow Jones in drei Jahren liegen wird.

— Was raten Sie verunsicherten Anlegern, die sich mit grossen Wertverlusten ihrer Portfolios konfrontiert sehen?

Machen Sie die Hausaufgaben oder lassen Sie sich dabei beraten! Seriöses Anlegen setzt bei den Fragen nach Anlageziel, Risikofähigkeit und Risikobereitschaft, Anlagehorizont sowie individuellen Restriktionen – ökologische, ethische Kriterien, Steuerstatus u. a. – an. Jede Anlagekategorie hat ihre eigenen Renditemöglichkeiten und schwankt wertmässig mit unterschiedlicher Intensität. Eine höhere Ren-

flation, anämisches Wachstum und das Unvermögen der LDP-Politiker verlangsamten die Strukturbereinigung in Japan. Bleibt zu hoffen, dass der neue Premierminister Schwung in die Umsetzung der Reformprojekte bringen kann. Europas Elan zur Flexibilisierung und Dynamisierung scheint etwas erlahmt zu sein. Im Falle Argentiniens handelt es sich um eine lokale Fragestellung, wie das Land seine kurzfristigen Verbindlichkeiten erfüllen respektive umschulden kann. Laut Meldungen wird das gelingen; das hellte die massiv getrübt Stimmung auf und Zinsen und Börsen reagierten entsprechend positiv.

— An der Währungsfront war es lange erstaunlich ruhig. Wird das weiterhin so bleiben?

Das Währungsgefüge ist nie wirklich ruhig. Die künftige Entwicklung von Dollar, Pfund und Yen ist mit Unsicherheiten befrachtet. Einkommensorientierten Anlegern empfehle ich, in der Schweiz oder im benachbarten Euroraum anzulegen und Dollaranlagen teilweise abzusichern.

— Wie gewichten Sie in diesem Umfeld die festverzinslichen Anlagen?

Festverzinsliche bringen Stabilität und Einkommen. Wie hoch der Anteil sein soll, hängt von den Anlagezielen ab. Eine Strategie, welche in Aktien und Obligationen investiert, ist für die Mehrzahl unserer Kunden immer noch die Realität.

— Welche Anleihenstrategie verspricht dabei das beste Resultat?

Ich würde Obligationen in Franken und Euro kaufen. Das Währungsrisiko wird durch die höheren Renditen im Euroraum



Zankapfel Vorsorge

Pensionskassen und Versicherten fehlt eine Lobby

Von Gertrud Bollier

Im Anschluss an die Generalversammlung des Verlags «Schweizer Personalvorsorge» vom 24. April in Luzern wurde ein Panel zum Thema «Pensionskassenfeindlicher Staat?» durchgeführt,

wirkt, sondern der Mangel an gezielte Information zur Meinungsbildung.

Sowohl von der Arbeitnehmervertretung als auch von den Arbeitgebern insbesondere von den Parlamenten wird das Fehlen einer Interessengruppe, die Grundsatzpapiere und Stel-

mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% einen Vermögenswert zwischen 150 und 70 erwarten. Diese Zahlen kann jeder selber berechnen, indem er zum Ausgangswert die erwarteten 10% hinzuzählt. Wegen der Unsicherheit kommen nach oben zwei Mal das Risiko hinzu – $110 + 2 \times 20 = 150$ – respektive weg – $110 - 2 \times 20 = 70$. Wer in Aktien kleinerer oder gar neu an die Börse gebrachter Firmen investiert, muss mit noch höheren Schwankungen rechnen. Auch wenn die ganze Welt nur noch auf Aktien setzt, bedeutet das nicht, dass damit die Schwankungen respektive das Risiko nicht mehr auftreten werden. Die Frage ist nie ob, sondern ausschliesslich wann.

— *Rückblickend ist man zwar immer klüger – aber hätten sich die Verluste mit einer klugen Taktik vermeiden lassen?*

Der vergangene Kursverlauf, vor allem, wenn er in kurzer Zeit nach oben oder unten sehr stark ausgeschlagen hat, ist ein schlechter Ratgeber für die Zukunft. Das, was an vermeintlich positiven oder negativen Gründen aufgezählt werden kann, ist ja gerade der Grund dafür, dass diese Kursbewegung ausgelöst wurde. Extreme Bewertungen, seien es hohe oder tiefe KGV, sollten immer sehr skeptisch angesehen werden. Wenn dann noch Argumente hinzukommen wie neues Zeitalter, Internet-Revolution, TMT ist die Zukunft, die alten Bewertungsmaßstäbe gelten nicht mehr usw. und alle Arbeitskollegen, Familienmitglieder und die Medien nur noch an Aktien interessiert sind, dürfte man in einer Phase spekulativer Übertreibung stehen. Dann den Kopf nicht zu verlieren, ist schwierig. Was mir hilft, ist der Blick auf vergangene Börsenzyklen und die Überzeugung, dass die Bäume auch bei Aktienanlagen nicht in den Himmel wachsen.

— *Das Vertrauen in die Analysten, die zuvor zu optimistisch waren, hat einigen Schaden erlitten. Soll bzw. darf man sich weiterhin auf die Analysten verlassen?*

Niemand freut sich über das schlechte Abschneiden der Aktien. Die Schuldfrage ist schnell gestellt, und hämisch werden Fehlprognosen von Analysten und Ökonomen kommentiert. Nun: Im Rückblick ist

nes Aktienanteils überdenken. Handlungsbedarf hat heute nur derjenige, der auf Grund einer veränderten Ausgangslage die Strategie korrigieren muss. Wer die Hausaufgaben gemacht hat, kann ruhig bleiben und die Zeit für sich arbeiten lassen.

— *Kaufen oder warten – das ist die entscheidende Frage. Was raten Sie?*

Wer – wie ich persönlich – von den langfristigen Vorteilen von Aktien überzeugt ist, sollte nach dieser Korrektur dabeibleiben oder zeitlich gestaffelt wieder einsteigen. Das Schlimmste dürfte ausgestanden sein. Wenn das Aktienportfolio breit diversifiziert wird, der Anlagehorizont ausreichend lang ist und keine Zahlungsverpflichtungen in der nahen Zukunft bevorstehen, bleibt es sinnvoll, in Aktien zu investieren. Zur Frage nach dem Einstieg: Wie Untersuchungen immer wieder belegen, finden die grossen Bewegungen nach oben in relativ kurzer Zeit statt. Wer da nicht dabei ist, hat das Nachsehen, sprich keine überzeugenden Vorteile von Aktien.

— *Wichtig ist der fundamentale Zustand der Märkte. Wie sehen, auf einen kurzen Nenner gebracht, Ihre Szenarien für die USA, Euroland und Japan aus?*

Das Rezessionsrisiko in Amerika ist eindeutig gestiegen; die mäßiglich erwartete Rückkehr zu den Wachstumszahlen der letzten Jahre wird trotz aggressiver Zinsenkungspolitik des Fed so schnell nicht eintreten. Europa schwächt sich ab, aber nicht im gleichen Mass wie die USA. Die Lage der japanischen Wirtschaft bleibt labil. Die Risiken haben insgesamt zugenommen. Wir sehen indes nicht rabenschwarz, sondern gehen davon aus, dass das Zinsumfeld die Voraussetzung zur Stabilisierung und späteren Besserung geschaffen hat.

— *Plötzlich taucht jetzt Argentinien wieder als Unsicherheitsfaktor auf. Wo sehen Sie die Risiken für die Weltwirtschaft?*

Wenn sich die Aktienbaisse auf die Ausgabenstimmung der amerikanischen Konsumenten schlägt, wird es schwierig werden, eine Rezession in den USA zu vermeiden. Das immense Leistungsbilanzdefizit bleibt ein Risikofaktor für den Dollar. De-

Unser Fokus liegt sich einigen Zonen auf Substanzaktien und Titeln mittelkapitalisierter Gesellschaften. Hatten wir Ende Jahr noch eine Präferenz für defensive Sektoren wie Gesundheit, Nahrung und Tabak, halten wir die Sektorabweichungen klein oder vermeiden eine Bevorzugung gänzlich. Dieser taktische Wechsel trägt der Tatsache Rechnung, dass seit Ende März auch klassische Wachstumsaktien wie Cisco oder Intel sowie die meisten Software-Firmen in unseren Substanzportfolios auftauchen. Innerhalb der Sektoren bevorzugen wir günstige Aktien von Qualitätsunternehmen mit stabilem Cash-flow.

— *Was empfehlen Sie in der Schweiz?*

Positiv gestimmt sind wir für Konsumwerte wie Kuoni oder Vögele. Besonders Vögele verfolgt eine viel versprechende Expansionsstrategie und ist nach den Kursrückschlägen in den letzten Monaten attraktiv bewertet. Aus Bewertungsgründen bevorzugen wir Roche gegenüber Novartis. Zurückhaltend sind wir im Finanzsektor, denn die TMT-Krise und ihre Auswirkungen werden Bremspuren bei verschiedenen Finanzinstituten hinterlassen.

— *Wie sieht die Vermögensaufteilung für ausgewogene Franken-Portfolios aus?*

Auf der Stufe der Anlagekategorien besteht mit einem Anteil von 42% eine leichte Übergewichtung der Aktien, die zu Lasten der Liquidität – 8% – geht. Der Obligationenanteil beträgt im Moment 50%. Hier bevorzugen wir Euro-Anleihen gegenüber Franken- und Yen-Papieren.

— *Wie oft ändern Sie die Asset allocation? In welche Richtung geht der nächste Schritt – wird der Aktienanteil erhöht?*

Die taktische Vermögensaufteilung wird jeden Monat überdacht und neu festgelegt. Vorbehalten bleiben Änderungen nach ausserordentlichen Ereignissen. Eine Erhöhung des Aktienanteils haben wir bereits vorgenommen, weil Aktien im Vergleich zu Obligationen seit einiger Zeit wieder attraktiv sind. Nach dem deutlichen Anstieg in den letzten Wochen haben wir einen Teil der Gewinne mitgenommen.

Interview: Franz Schneider

leitungsreferat von Nationalrat Hans Kaufmann (nicht ganz ohne Polemik) aufgezeigte Entwicklung der zweiten Säule.

Die Rezeptur an sich ist genial – von anderen Staaten werden wir um das schweizerische Dreisäulenkonzept der Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge beneidet. Zu viele Interessenvertreter laborieren aber daran herum und gefährden mit ihren Eingriffen den nachhaltigen Erfolg unserer beruflichen Vorsorge. Zu Unrecht wurden die Pensionskassen einst für die Verteuerung auf dem Immobilienmarkt verantwortlich gemacht. Danach wurde ihre Administration durch die Einführung der Wohneigentumsförderung aus Mitteln der beruflichen Vorsorge, den Ausgleich der anwartschaftlichen Vorsorge im Scheidungsfall sowie durch Rechnungslegungsvorschriften strapaziert.

Nun ist durch das Steuerrecht für ältere Arbeitskräfte die Anpassung des Vorsorgeschatzes beschränkt worden, und die Pensionskassen werden definitiv als gewerbmässige Wertschriftenhändler behandelt. Als solche haben sie für ihre Börsengeschäfte (Kapitalanlage und -umschichtung) Stempelsteuern zu entrichten. Dadurch dürften den Versicherten jährlich Vorsorgegelder von 250 Mio. Fr. – zuzüglich der darauf nicht erzielten Erträge – verloren gehen.

Die Grundsatzfrage um die Verfassungsmässigkeit solcher Eingriffe in die berufliche Vorsorge wurde bisher richterlich noch nicht beurteilt. Es ist aber nicht der Staat, der pensionskassenfeindlich

stützen, damit grundsätzliche Fragestellungen geklärt werden können.

Zwar haben sich die fünf Pensionskassenverbände zur ASIP zusammengeschlossen, doch die beschränkt sie auf die (teilweise kommentierte) Wiedergabe der offiziellen Mitteilungen des Bundesamtes für Sozialversicherung. Andere Institutionen, wie das Vorsorgeforum, die Innovation 2. Säule, die Arbeitsgemeinschaft Berufliche Vorsorge (AVB) und der Verein unentgeltlich Auskünfte für Versicherte von Pensionskassen sehen sich ausser Stande, dauernd für die allgemeine Interessenvertretung nötigen Aufwand zu betreiben.

Woran liegt es, dass sich keine kompetente Interessenvertretung findet? Nimm einen Einsatz von 2 bis 3 Mio. Fr. – wogegen gerade 0,02% des Anlagekapitals erbracht wird – liesse sich der allseitige Informationsnotstand beheben, die Muttersprache fördern und viel bereicherter Goodwill erzeugen. Damit wäre nicht nur den Parlamentariern und Beamten (die wiederum selbst einer Pensionskasse angehören), sondern allen Versicherten gedient.

Überrascht hat am Panel die Gewerkschaftsvertreterin, indem sie sich zur beruflichen Vorsorge und dem direkten Engagement gegen die Einkaufsbeschränkungsregelungen bekannte wie gegen die Unterstellung der Pensionskassen als Wertschriftenhändler kämpfte. Die ASIP brachte ihr Unbehagen in diesen Punkten vor wenigen Wochen in einer Resolution zum Ausdruck.

Personen

CSS Versicherung, Luzern: Per 1. September 2001 übernimmt **Franz Kappeler** die Leitung des Geschäftsbereichs Finanzen sowie die Stellvertretung des Direktionspräsidenten. Kappeler leitete zuletzt als Geschäftsleitungsmitglied den Bereich Finanzen/Dienste der Helsana.

Berner Kantonalbank: Die BEKB 1 mit **Peter Kappeler** frühzeitig ein Nachfolger für VR-Präsident **Max Kofler** gefunden, der 2003 die Altersgrenze erreicht. Danzmal wird er seit 1992 Präsident der Geschäftsleitung waltet Kappeler in den VR nachrücken.