

FuW-Samstag-Interview

Rezession nicht in Sicht – Schuldenabbau ist vordringlich – Moderater Zinsanstieg

«Rally steht auf wackligen Füßen»



Heute mit
Dr. Roman von Ah
 Geschäftsleiter der
Swissca Portfolio Management
 Zürich

Herr von Ah, trotz Krieg scheint sich die Lage an den Finanzmärkten zu beruhigen. Der Ölpreis fällt, der Dollar steigt, an den Börsen findet ein Rally statt

winner. Seit der Attacke auf das World Trade Center gehören auch Gesellschaften im Sicherheitsgeschäft – Personenschutz, Zugangskontrollen, Sicherheitsmaterialien – dazu. Raffinerien, Basischemie und Ölverteiler dürften wegen der erhöhten Rohölpreise eher unter Druck sein. Schnelle Klarheit über den Kriegsausgang wird Branchen wie Luftverkehr und Tourismus beflügeln, weil sie im Vorfeld besonders gelitten haben. Ebenso dürften Unternehmen mit hohen Gewinnschwankungen, wie Technologie- und Versicherungswerte, überproportional gewinnen, genauso wie Firmen mit schwachen Bilanzkennzahlen.

Auch die Bondrenditen haben angezogen: Ist das die Wende am Obligationenmarkt, und tappen Grossanleger, nachdem sie sich mit Aktien die Finger verbrannt haben, jetzt in die Bondfalle?

Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, dass in der Alternative zum stürmischen Aktienmeer, nämlich im vermeintlich sicheren Bondhafen, plötzlich der Wind auffrischt. Die jetzige Zinskorrektur ist meines Erachtens überfällig und berichtigt das Überschüssen der Regierungszinsen. In Zeiten von Rezessionsängsten und Kriegsungewissheiten reagieren Investoren archetypisch mit einer Flucht in die Qualität und parken ihre Gelder in Geldmarktanlagen und Regierungsanleihen. Dieses Phänomen hat immer temporären Charakter. Wir gehen von einer holprigen, aber dennoch positiven wirtschaftlichen Entwicklung aus. Dementsprechend teile ich die Meinung der Zinsterminmärkte, dass die Zinsen in einem moderaten Ausmass steigen werden.

Die Börse unterscheidet zwischen kurzem und langem Krieg im Irak. Wo liegt die Schwere?

Was stimmt Sie zuversichtlich, dass der Konflikt rasch beendet sein könnte?

Die kriegerische Auseinandersetzung dürfte wegen der gewaltigen technologischen Überlegenheit der amerikanischen Streitkräfte relativ rasch vorüber sein. Ich stelle mir vor, dass das gebeutelte irakische Volk und selbst Teile der irakischen Armee froh sind, vom tyrannischen Regime befreit zu werden. Leider ist der Courant normal mit einem schnellen Ende des Krieges längst nicht wieder hergestellt. Die Entwicklung von tragfähigen politischen und sozialen Institutionen im Inland und der Wiederaufbau der kompletten Infrastruktur als Basis für ökonomisches Gedeihen werden die irakische Bevölkerung und die internationale Gemeinschaft noch Jahre, vermutlich Jahrzehnte beschäftigen.

Sie neigen eher auf die vorsichtige Seite: Welches ist Ihr Anlagerzept – auch mit Bezug auf die Währungen: im Franken bleiben?

Aktienseitig investieren die Portfoliomanager der Swissca in solid finanzierte Firmen, die organisch wachsen, wenig akquiriert haben und möglichst stabile Cashflows ausweisen. Währungsmässig sind wir vorsichtig mit Dollaranlagen und ziehen den Euro dem Franken vor. Wir glauben, dass der Zinsvorteil europäischer Bonds das Währungsrisiko mehr als kompensieren wird. Ausserdem betrachten wir Unternehmensanleihen als attraktiv.

Im Krisenfall ziehen sich US-Anleger oft in die Heimwährung zurück. Erklärt das den Dollaranstieg der vergangenen Tage?

Es gehört zum Schwierigsten, Währungsveränderungen vorauszusagen. Mit dem Wegfall der Kriegsunsicherheit und als Reaktion auf die schnelle und starke

CASH-FLOW by LEUTENEGER



Das Haftpflichtgeschäft wird wieder attraktiv

Rückversicherer profitieren

Thomas Schnidrig

Die Steuerung der Versicherungskapazität für Grossrisiken gehört zu den wichtigsten Aufgaben eines Rückversicherers. Sowohl die Höhe der verfügbaren Marktanzahl als auch die

sonders der Pharma- und der Medizinalbereich zeigten jüngst ein enormes Potenzial für Produkthaftpflichtschäden in den USA (z. B. die Haftpflichtansprüche in Milliardenhöhe in Zusammenhang mit fehlerhaften Hüftimplantaten von Center-

...er könnte diese relative Zurückheit an den Märkten?

Märkte neigen zu grossen Übertreibungen nach oben und unten, wobei sich letztlich der ökonomische Sachverstand dann doch durchsetzt. Das stärkste Gift für die Finanzmärkte sind steigende Unsicherheiten in einem negativen Umfeld. So makaber das klingen mag: Mit der Kriegseröffnung lichtet sich ein Teil der Ungewissheit, und die Märkte reagieren positiv – das ganz nach der alten Börsenweisheit: Verkaufen, wenn die Trompeten erklingen, und kaufen, wenn die Kanonen donnern.

— Wie lange und wie kräftig wird das Erholungsralley sein?

Einen Anstieg in der Grössenordnung von 20% erachte ich als realistisch; allerdings haben wir mehr als die Hälfte davon schon hinter uns. Der weitere Börsenverlauf wird sehr von der Kriegsdauer abhängen. Tritt das Szenario «schneller Sieg der US-Streitkräfte und Absetzung des Regimes von Saddam Hussein» nicht ein, können sich die Kursgewinne schnell in Luft auflösen.

— Würden Sie vor diesem Hintergrund noch Aktien kaufen oder eher die Kurssteigerungen zu Verkäufen nutzen?

Ein mutiger und tradingorientierter Anleger kann sicher von der einen oder anderen Kaufgelegenheit profitieren, vor allem, wenn er einen hohen Cashbestand gehalten hat. Ein hohes Rückschlagsrisiko ist ihm aber gewiss. Der normale Anleger tut so oder so schlecht daran, sein Aktienengagement nach kurzfristigen Ausschlägen auszurichten. Wer seinen Aktien bis jetzt treu geblieben ist und auf ausreichend lange Dauer anlegt, dem rate ich eher zum Durchhalten. Wenn in der näheren Zukunft grössere Budgetposten fällig werden, dann sollte das Geld in einer vernünftigen Mischung von Aktien und Obligationen angelegt sein. Die Kurssteigerungen wären dementsprechend zu einem Ausstieg auf attraktiverem Niveau zu nutzen.

— Müssen im Aktienteil neue Akzente gesetzt werden, indem vom Krieg gewisse Branchen oder Titel besonders betroffen werden oder andere Bereiche sich längerfristig als attraktiv herausstellen könnten?

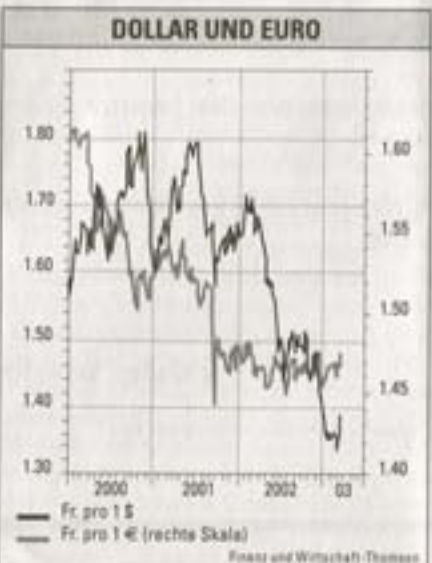
Ölexplorationsunternehmen und Rüstungszulieferer sind offensichtliche Ge-

...ernuten... eskalierenden Auseinandersetzungen im Golf?

Unabhängig von kurzem oder langem Krieg rechne ich damit, dass sich die amerikanischen Militärs durchsetzen werden. Die Unterschiede der beiden Szenarien liegen in der Dauer des Konflikts, im physischen Schaden, der den Irakern beigelegt wird, in den zivilen Opfern, in der Gefahr des Einsatzes von chemischen und biologischen Kampfstoffen und anderen Mitteln der unkonventionellen Kriegführung sowie in der Ausbreitung des Konflikts über die Grenzen des Irak hinaus. Obwohl ich persönlich nicht davon ausgehe: Eine über Erwarten grosse Eskalation würde die Aktienmärkte weltweit auf Tiefstände zurückwerfen, die Anleger zur erneuten Flucht in Regierungspapiere verleiten – was die Zinsen wieder in den Keller drückt –, den Dollar schwächen und den wirtschaftlichen Erholungsprozess ins Gegenteil kehren.

— Was erachten Sie als grösstes Risiko des Konflikts aus Sicht eines Anlegers?

Das grösste Risiko sehe ich in einer weltweiten zusätzlichen Trübung der Zukunftserwartungen von privaten Haushalten und Unternehmen in einem Umfeld starker disinflationärer Kräfte. Wenn der Gürtel überall enger geschnallt wird, dann wird es wesentlich länger dauern, die bestehenden volkswirtschaftlichen Ungleichgewichte abzubauen.



...Wechselkurs im Grunde nicht erstaunt. Aus fundamentalen Überlegungen halten wir aber an unserer Einschätzung fest, dass der Dollar relativ zum Euro mittelfristig schwach tendieren wird.

— Der Golfkrieg ist in aller Munde. Verdient er diesen Stellenwert? Welche Themen und Ereignisse sind für die Wirtschaft, die Unternehmensgewinne und die Finanzmärkte ebenso wichtig, wenn nicht wichtiger?

Das mit jedem Krieg verbundene Elend verstört viele Menschen zu Recht. Die globale, wirtschaftliche Wachstumsschwäche hat mit dem Irakkrieg höchstens am Rande zu tun, und zwar insofern, als die Unsicherheiten zusätzlich angeheizt wurden. Die Auslöser der Wirtschaftsschwäche liegen bekannterweise in den goldenen Neunzigern mit ihren überhissenen Wachstumsfantasien, den Überinvestitionen und dem verlorenen Fokus auf wohlüberlegtes und nachhaltiges Geschäftsgebaren. Der Abbau der privaten Verschuldung in den Vereinigten Staaten und somit die Erhöhung der Sparquote der Haushalte sowie die Sanierung der Unternehmensbilanzen bleiben vordringliche Probleme. Solange der weltwirtschaftliche Motor stottert, aber nicht zum Erliegen kommt, bleibe ich moderat positiv.

— Wie lautet das Motto für das Anlagejahr 2003: Schadensbegrenzung oder Wahrnehmen neuer Gewinnchancen?

Reculer pour mieux sauter; Die Flurbereinigung unter den Unternehmen mit Fokussierung, Devestitionen und Schuldenabbau geht weiter und legt die Basis für eine Stabilisierung der Wachstumsaussichten in den nächsten Jahren.

— Was können wir unter dieser Prämisse vom Schweizer Aktienmarkt erwarten?

Die zu erwartenden Aktionerträge sind sicher tiefer, als die meisten Finanzmarktteilnehmer selbst je erlebt haben. Ich gehe davon aus, dass der Schweizer Aktienmarkt über ein Jahr ein positives Performancepotenzial von rund 5 bis 6% verspricht; das ist wenig im Vergleich zur jüngeren Geschichte, aber immer noch mehr als doppelt so viel wie Schweizer Obligationen bieten.

Interview: Hanspeter Frey

...ändern sich entsprechend zyklisch. Davon betroffen sind momentan besonders die Fortune-500-Konzerne mit einem grossen Versicherungsbedarf.

Während die zweite Hälfte der Achtzigerjahre (US-Haftpflichtkrise 1985/86) von einer Hochpreisphase mit knapper Kapazität geprägt war, entstand in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre ein so genannter «weicher» Markt mit umgekehrten Vorzeichen. Getrieben durch die boomenden Finanzmärkte entwickelte sich ein Kapazitätsüberhang auf der Angebotsseite. Die verfügbare Versicherungskapazität stieg etwa 40%. In dieser Phase konnten vereinzelte grosse Unternehmen für ihre Haftpflichtrisiken Versicherungssummen von über 1,5 Mrd. Fr. im Markt platzieren.

Die enorme Steigerung der Marktkapazität und der intensive Preiswettbewerb hatten zur Folge, dass die einzelnen Industrieversicherer und auch die Rückversicherer nur mehr beschränkt Einfluss auf Preise und Bedingungen solcher Verträge nehmen konnten. Die schlechten Versicherungsergebnisse der letzten Jahre sind denn in erster Linie eine Konsequenz von ungenügenden Prämien (Underpricing) in den Jahren 1997 bis 1999. Dazu kommt, dass die Versicherer wegen der Börsenverluste seit 2000 nicht mehr länger in der Lage sind, ein ungenügendes technisches Resultat mit Kapitalgewinnen wettzumachen.

Seit Ende 2000 haben sich die Parameter im Industrieversicherergeschäft sehr verändert. Die Prämien für das Grosskundengeschäft haben sich auf breiter Front erhöht, und die Steigerung kann teilweise ein Mehrfaches der bestehenden Prämie ausmachen, besonders für Unternehmen mit US-Haftpflichtrisiken.

Der Terroranschlag auf das World Trade Center hat zwar einen grossen Kapitalverlust in der Branche verursacht, war aber nicht der Auslöser für die Prämienhöhungen auf der Haftpflichtseite. Ausschlaggebend war vielmehr die Schadenentwicklung für Risiken mit einem grossen Spätschadenpotenzial. Be-

Thomas Schnidrig ist verantwortlich für die Kapazitäts- und Portefeuillesteuerung des Haftpflichtgeschäfts von Swiss Re.

...drastischen Kapazitätsreduktion. Einige bedeutende Industrieversicherer haben sich sogar vollständig zurückgezogen.

Die gesamte Marktkapazität ist über die letzten zwei Jahre infolge dieser Entwicklung etwa 25% zurückgegangen. Im gleichen Zeitraum ist das Prämieniveau bei eingeschränktem Deckungsumfang im Bereich der Grossrisiken durchschnittlich etwa 40 bis 50% gestiegen. Im Gegensatz zu einigen Konkurrenten wird Swiss Re die verfügbare Zeichnungskapazität auch für schwer Haftpflichtrisiken zwar nicht reduzieren, aber nach klaren Selektionskriterien und Preisstandards sehr gezielt einsetzen. Entscheidend ist: Der Preis und die Konditionen müssen dem Risiko angemessen sein. Zu den aktuellen Initiativen von Swiss Re in diesem Bereich gehören dabei die Entwicklung und Verbreitung der Haftpflichtprämien-Benchmarks. Dabei handelt es sich um angestrebte Durchschnittsprämien für höhere Versicherungssummen (Excess liability) in bestimmten Industriesegmente. Diese Benchmarks sind mittlerweile zu einem weltweit beachteten Industriestandard geworden, der dazu beigetragen hat, einen «härteren» Markt herbeizuführen.

Zurzeit erscheint es noch schwierig die Veränderungen kurzfristig in Resultate umzusetzen. Aber die strenge Underwriting-Politik und die gegenwärtigen Preise am Markt sollten sich günstig auf die Entwicklung des versicherungstechnischen Ergebnisses im Industriesegment auswirken. Erfolg wird sich langfristig allerdings nur dann einstellen, wenn es gelingt, auch mit sinkenden Preisniveau die notwendige Underwriting-Disziplin beizubehalten.

Im Moment sind jedoch keinerlei Aufweichungstendenzen sichtbar. Im Gegenteil, die steigende Nachfrage nach Rückversicherungsschutz und die potenzielle Verschlechterung der Risikolandschaft könnten die verhärtete Marktsituation weiter verschärfen. Im Brennpunkt stehen hier nach wie vor die unberechenbare US-Rechtsprechung (Asbest, Pharma). Industrieversicherer und grosse Konzerne sollten sich auf eine Periode mit reduzierter Versicherungskapazität und höheren Preisen einstellen.