

FuW-Samstag-Interview **Stefan Riesen, CIO von Salmann Investment Management, Vaduz/Zürich**

# «Für ein Rally braucht es wenig»



**Stefan Riesen: «Wir werden die Übergewichtung in defensiven Sektoren zugunsten des Finanzsektors abbauen.»** BILD: PD

Herr Riesen, die Börsen schwächeln. Anleger bevorzugen Sicherheit. Sie horten Liquidität und investieren in Staatspapiere – trotz minimaler Verzinsung. Ist diese extreme Vorsicht noch gerechtfertigt? Immerhin scheint sich die Finanzkrise nach den heftigen Interventionen von Notenbanken und Regierungen etwas beruhigt zu haben.

Sie haben recht, die Anleger sind verunsichert, parken ihre Liquidität in Staatspapieren und warten auf ein Signal, ihre angehäuften Liquidität zu verschieben. In den USA wie in Europa ist man gegenwärtig bereit, die damit verbundenen Kosten, sprich eine reale Negativverzinsung, zu tragen. Wird das für mehrere Monate so anhalten? Wahrscheinlich nicht. Der Finanzmarkt muss sich aber weiter beruhigen, bevor diese Barbestände in Anlageklassen mit höherem Risiko investiert werden. Zuerst müssen sich die Ted-Spreads – die Renditedifferenz zwischen dreimonatigen US-Staatstiteln und dem Dreimonatslibor – weiter schliessen. Sie haben sich zwar in den vergangenen Wochen halbiert, sind im historischen Vergleich aber weiterhin hoch. Mit grosser Wahrscheinlichkeit werden zuerst Unternehmensanleihen guter Qualität und danach Aktien sowie High Yield Bonds profitieren.

Welche Risiken gehen Anleger mit Regierungsanleihen ein: Können die Staaten die Last, die sie sich durch die Übernahme immer neuer Schulden und Garantien aufbürden, überhaupt tragen? Welche Länder laufen am ehesten Gefahr, sich zu überfordern?

Wenn sich die grösste Volkswirtschaft bis zur Hälfte des Bruttoinlandsprodukts verschulden muss, um die eigene Wirtschaft vor dem Untergang zu retten, wird das zu einer enormen Herausforderung. Der Kapitalmarkt wird eines Tages aufwachen und mit Schrecken feststellen, dass er bei der Flucht in Qualität vergessen hat, die Qualität des Schuldners zu prüfen. Nicht alles ist Triple-A, wo AAA draufsteht. Trotz allem, am ehesten davonkommen werden Länder, die für den Kapitalismus von zentraler Bedeutung sind, weil da einfach zu viel auf dem Spiel steht. Bedeutend schwieriger wird es für Schwellenländer, die für den Rest der Welt «uninteressant» sind, die weder Bodenschätze noch begehrten Güter produzieren.

Oft heisst es, das einzig sichere Investment sei physisches Gold. Was halten Sie davon?

Gold schützt vor Inflation, Deflation und Systemzusammenbrüchen, zumindest in der Theorie. Umso enttäuschender war, dass trotz der starken Verwerfungen in den Finanzmärkten und der Massenpanik vor einem Systemausfall Gold seit dem Höchst im März um mehr als 20% korrigiert hat. Gold hat nicht wirklich den Schutz gebracht, den man von ihm erwartete. Erschwerend kommt hinzu, dass man den Goldmarkt wegen der fehlenden Transparenz weder analysieren noch bewerten kann. Deshalb überlassen wir diese Anlageklasse anderen Investoren.

Kapitalerhalt geht vor Rendite. Muss so das Anlageziel auch fürs neue Jahr heissen?

Das entscheidet letztlich der Kunde selbst, mit seiner Einstellung gegenüber Zeit und Risiko. Die meisten Absolute-Return-Produkte haben die Erwartungen dieses Jahr nicht erfüllt. Viel wichtiger ist, dass ein Vermögensverwalter die Risikotoleranz des Kunden während Stressphasen im Vorfeld richtig einschätzt, ihn über Risiken in den Finanzmärkten aufklärt und das Portfolio entsprechend aufbaut. Als wertorientierte Investoren handeln wir vielfach, wenn andere den Appetit auf Risiko verlieren, und unterlassen es zu handeln, wenn für die Herde Risiken fremd sind. Das muss vom Kunden selbstverständlich mitgetragen werden.

In den vergangenen zehn Jahren haben Aktien – ausser vielleicht dem Trader – mehr Ärger als Freude bereitet. Sind Dividendenpapiere noch attraktiv?

Eine philosophische Frage. Selbstverständlich ist der Kapitalismus fern von einem perfekten System, aber er hat sich bis heute durchgesetzt. Mittelfristig wird der Aktionär für das eingegangene Risiko entschädigt werden müssen, sonst verabschiedet er sich von seiner Investition. Es ist relativ einfach: Ein Unternehmen kann ohne Fremdkapital existieren, nicht aber ohne Eigen- respektive Aktienkapital. Künftig wird man sich aber um den Aktionär wieder mehr bemühen müssen.

Würden Sie noch verkaufen, oder ist die Zeit zum Kaufen angebrochen?

Wir glauben, dass wir uns aufs nächste Jahr frühzeitig vorbereiten sollten, und

## Zuerst werden Unternehmensanleihen guter Qualität und danach Aktien sowie High Yield Bonds profitieren.

werden entsprechende Positionen eingehen. Dabei werden wir die Übergewichtung in defensiven Sektoren, wie in Telecom und Pharma, zugunsten des Finanzsektors abbauen. Meiden sollte man aber auf jeden Fall die Autoindustrie.

Wann rechnen Sie mit einem Erholungsrally an den Börsen, und wie kräftig dürfte der Kursaufschwung sein?

Wir halten nicht viel von Market Timing. Trotzdem überlegen wir uns verschiedene Szenarien und schätzen die Wahrscheinlichkeit, dass wir dieses Jahr noch ein Erholungsrally sehen werden, als relativ gering ein. Vielmehr werden wir verstärktes Window Dressing sehen. Man will 2009 neu starten und die Portfoliobesprechungen im Januar nicht mit Altlasten erschweren. Um im ersten Quartal ein Erholungsrally anzufachen, braucht es verhältnismässig wenig. Eine Rezession ist in den Aktienkursen bereits eingepreist. Schlechte Meldungen sind am Markt keine grosse Überraschung mehr und werden ziemlich schnell weggesteckt. Ein Bärenmarkt kann rasch eine Grössenordnung von 20 bis 30% erreichen.

Was kommt für eine Investition grundsätzlich in Frage? Defensive Werte sind relativ gesehen teuer, zyklische Aktien zwar billig wie lange nicht mehr, tragen aber ein grosses Konjunkturrisiko.

Als wertorientierte Anleger kümmert uns die Entwicklung der Konjunktur nur

beschränkt. Wir schauen uns Unternehmen «bottom-up» an, und wenn es im Portfoliokontext sinnvoll erscheint, packen wir zu. Zurzeit halten wir zwar noch Aktien von Deutsche Telekom, France Telecom, Novartis und Astra Zeneca, doch es gibt inzwischen günstigere Werte.

Wie bewerten Sie das Chancen-Risiko-Profil eines Sektors, einer Region oder eines Einzeltitels: Können Aktien angesichts der diffusen Aussichten für Wirtschaft und Unternehmensgewinne noch zuverlässig beurteilt werden?

Viele Marktteilnehmer unterschätzen, dass wir in einer relativen Welt leben. Wir werden mit unserem Nachbarn an seinem Auto, seinem Haus, seinem beruflichen Erfolg und anderem gemessen. Genauso verhält es sich mit den Anlageklassen. Sehen Sie sich den japanischen Aktienmarkt an. Der Umsatz japanischer Unternehmen könnte um mehr als 40% einbrechen, um mit der Bewertung amerikanischer Aktien gleichzuziehen. Ein Investor muss sich die Frage stellen, ob das ein realistisches Szenario ist. Vor allem, wenn Japans grösster Kunde China ist, das im nächsten Jahr zwar weniger, aber immer noch deutlich wachsen wird. Das Kurs-Umsatz-Verhältnis japanischer Aktien beträgt zurzeit 0,4. Wer also heute ein japanisches Unternehmen kauft, hat nach knapp fünf Monaten mit dem Umsatz der Gesellschaft bereits den Kaufpreis zusammen.

Was ist am Devisenmarkt zu beachten, wie sieht Ihr Währungsmix aus?

Währungsspekulationen gehen wir grundsätzlich keine an. Wir haben auch nie verstanden, wieso ein Kunde wegen eines Yield Pick-up in Obligationen, also einer höheren Rendite, ein Devisenrisiko eingehen sollte. Für viele Privatkunden bleibt unter dem Strich nach dem Währungshedge zu wenig übrig, als dass sich das Risiko lohnen würde. Auf der Aktienseite können wir über längere Zeit genügend Alpha generieren, um das Devisenrisiko ohne Kurssicherung zu tragen. Statistisch gesehen handelt der Dollar zum Franken innerhalb einer Standardabweichung, hat aber noch Luft bis rund 1.27 Fr. Der Euro dürfte gegenüber dem Franken noch etwas zulegen, 1.59 Fr. könnten möglich sein.

Was erwarten Sie für das neue Jahr vom Schweizer Aktienmarkt?

Schweizer Aktien sind ihres defensiven Charakters wegen dieses Jahr etwas besser weggekommen als ihre europäischen Konkurrenten und sind deshalb jetzt relativ betrachtet überbewertet. Sobald sich der Markt beruhigt und sich die Volatilität wieder im Bereich von 20 einpendelt, ist zu erwarten, dass sich Anleger nach den günstigsten Aktien umschauen werden. Japanischen sowie europäischen Titeln geben wir den Vorzug.

Sind Emerging Markets, die dieses Jahr am stärksten unter dem Kurseinbruch gelitten haben, wieder ein Thema?

Als Erstes wird sich der Markt nach unterbewerteten Anlageklassen mit vernünftigem Risiko umschauen. Dabei werden vermutlich Firmenanleihen bevorzugt werden. In einem zweiten Schritt wird man sich wieder an Aktien und an High Yield Bonds herantrauen. Danach könnten vereinzelte Emerging Markets erneut zum Thema werden. Aber nur ein Rohstoffproduzent zu sein, wird vermutlich nicht reichen. Nachhaltige Wertschöpfung wird gesucht sein.

Wie lauten Ihre europäischen Aktienfavoriten für 2009?

Wir haben generell keine Aktienfavoriten. Wir denken in Systemen und sind überzeugt, dass man das System nur mit einem systematisch disziplinierten und über längere Zeit angewandten Ansatz schlagen kann. Deshalb gewichten wir ein europäisches Aktienportfolio auch nicht nach Marktkapitalisierung, sondern gewichten unsere «Picks» alle gleich. Im Normalfall halten wir zwanzig bis fünfzig Aktien in einem solchen Portfolio. Darunter befinden sich ausser den schon erwähnten Titeln zurzeit Werten wie beispielsweise Royal Dutch, Repsol, Brit Insurance, Air France-KLM und Rieter.

Interview: Hanspeter Frey



Technische Analyse in der Praxis

## Übergeordnete Kräfte

Die technische Basis der Versicherungsaktien hat sich während der vergangenen drei bis vier Wochen verbessert. Besser ist indes noch nicht gut – der Gesamtmarkt ist nicht in einem Hausstrend. Unter den freundlicheren Bedingungen überdurchschnittlich verbessert haben sich Baloise. Ihre relative Performance steigt nicht nur gegenüber dem Gesamtmarkt, sondern auch im Vergleich zum Sektorindex.

### Gegentrendstrukturen

Während eines Bodenbildungsprozesses, wenn sich der alte Trend verabschiedet, der neue aber noch nicht da ist, wird die Marktentwicklung heterogener. Die mittelfristigen Schwankungen werden geringer, dafür gewinnt das Tagesgeschehen an Bedeutung. Die Kadenz der kurzfristigen Richtungswechsel nimmt zu.

Die Aktienindizes befinden sich zurzeit in einem Bodenbildungsprozess, der sich auf den seit Mai laufenden Abwärtstrend bezieht. Diesem übergeordneten Vorgang entkommen auch die zwei in dieser Kolumne besprochenen Aktien nicht. Der Baloise-Kurs hat während der vergangenen fünf Wochen eine flaggenförmige, dem vorhergehenden Trend entgegengerichtete Entwicklung gezeigt. Es spricht nichts dagegen, dass sie sich fortsetzt. Als ein mögliches Ziel einer solchen von kurzfristigen Kräften getriebenen Tendenz kann die Region um 77 Fr. ausgemacht werden.

Eine solche Tendenz würde Baloise gegenüber dem Kursstand von Ende Oktober um über 80% in die Höhe befördern. Obschon diese Performance selbst einem

langfristigen Aktienengagement gut ansteht, darf dies allerdings nicht über die Qualität der Situation täuschen. Ein Flag ist eine Gegentrendstruktur. Ein Gegentrend sitzt weniger fest im Sattel als ein Haupttrend, was für die Chancen-Risiko-Überlegungen und damit auch für die Allokation grundlegend ist. Mittelfristig ist ein Ausgleich mit der Performance anderer Versicherungsaktien zu erwarten. Baloise sind kurzfristig interessant. Mittelfristig müssen Investoren ihren Fokus auf die Fortsetzung der Bodenbildung legen.

### Bodenbildung

In der Kolumne vom 26. Oktober wurden die Swiss-Life-Aktien besprochen. Aufgrund ihrer Abwärtsakkeleration deuteten die Indikatoren auf eine Entlastungsbewegung hin. Für den Beweis, dass der Abwärtstrend beendet ist, wäre eine Bewegung über 155/160 Fr. notwendig gewesen. Die Kurse stiegen zwar 50%, aber die 155/160 Fr. wurden nicht durchbrochen.

Aus analytischer Sicht zeigen Swiss Life heute ähnliche Anreize wie Ende Oktober. Im Wochenchart ist auch eine Falling Wedge zu erkennen, die üblicherweise zunächst noch prozyklisch zu einer Trendbeschleunigung, dann aber zu einer sehr rasch ablaufenden Trendwende führt. Unter dem Regime einer Bodenbildung am Gesamtmarkt stehen die Titel nun allerdings weniger aus den Überlegungen einer kurzfristigen Entlastungsbewegung im Rampenlicht als vielmehr aus mittel- bis längerfristigen Absichten für ein Engagement.

Roland Vogt  
www.invest.ch

