

# «Kaufen, was günstig, und nicht, was Mode ist»

**FUW-SAMSTAGINTERVIEW** TEJA VON HOLZSCHUHER CIO Salmann Investment Management, Vaduz/Zürich

□ Herr von Holzschuher, an den Börsen haben sich die Kurse von den Augusttiefen erholt. Wie stark ist das Fundament, lässt sich darauf aufbauen?

An den Börsen herrscht weiterhin erhebliche Unsicherheit, und Unsicherheit ist Gift für die Märkte. Sicherheit zum grossen Thema, zur staatlichen Überschuldung auf beiden Seiten des Atlantiks, kann uns nur die Politik liefern. Sobald eine einigermaßen tragfähige Lösung oder zumindest konkrete und glaubwürdige Ansätze dazu vorliegen und man den Willen erkennt, sie auch umzusetzen, haben wir ein starkes Fundament, auf das wir bauen können. Das kann bald sein, denn der Druck auf die Politik ist gross. Es kann aber auch dauern, denn der politische Prozess ist schwerfällig und unberechenbar und wir im Moment sehr stark von der Politik abhängig.

□ Sind Investoren, selbst wenn sich die EU in diesen Tagen zu einem Konzept für den Rettungsschirm und für die Banken durchringt, für Risikoanlagen schon bereit?

Man darf nicht alles schlecht sehen. In unseren Augen ist das Glas halb voll. Der wirtschaftliche Ausblick ist zwar weniger rosig, als wir es aus der Vergangenheit kennen, aber er ist keineswegs deprimierend. Wir rechnen nicht mit einem Rückfall in die Rezession. Die immensen geld- und fiskalpolitischen Anstrengungen bleiben nicht ohne Wirkung auf die Wirtschaft, und aus den Schwellenländern kommen weiterhin Wachstumsimpulse. Die Anleger stehen Gewehr bei Fuss und sind bereit, die Chancen zu nutzen, sobald die Politik ihre Hausaufgaben macht, auch wenn keine schnelle Lösung möglich und zu erwarten ist. Teilschritte genügen.

□ Ist ein Konkurs von Griechenland mit seinen Folgen für die Banken in den Kursen schon eingepreist?

Heute ja, morgen nein. Was ich damit sagen will: Die Anleger überreagieren im Fluss der Nachrichten. Am Ende entscheidet die Politik der Euroländer über die Höhe des Abschreibungsbedarfs, und der ist vorderhand offen. Ein Schuldenschnitt von 30% dürfte eskomptiert sein, bei 50% oder mehr ist es fraglich, die Märkte sind sehr fragil. Sie wollen wissen, wie es in der Schuldenfrage weitergeht, man will einen Orientierungspunkt, von dem aus man die weiteren Konsequenzen abschätzen kann. Da ist eine Zahl, egal, in welcher Höhe, schon sehr hilfreich.

□ Von massiven Schulden sind auch andere Länder geplagt, und der konjunkturelle Schwung lässt weltweit nach. Wo sehen Sie Lichtblicke?

Eindeutig in der neuen Welt, primär im asiatischen Raum, aber auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Statt Defiziten gibt es dort oft Überschüsse, demografische Probleme sind kaum vorhanden oder weniger ausgeprägt als in den westlichen Industrienationen, und der Wohlstand der Bevölkerung wächst, was sich in einem steigenden Konsum ausdrückt.

□ Die Schwellenländer sind gegen die Probleme in den westlichen Industrienationen nicht immun. Das zeigen jüngst Zahlen aus China, wo das Wachstum nachlässt. Ist das kein Grund zur Sorge? Das sind Dellen. Die Schwellenländer sind strukturell in einer so guten Verfassung, dass ihre Dynamik und ihr Expansionsdrang intakt bleiben.

□ Die meisten Anleger halten sich weiterhin an Cash und an Bonds, trotz Tiefstzinsen und einer Rendite, die sich fast nur bei Deflation rechnet. Soll man in Anleihen bleiben?

Deflationsbefürchtungen teilen wir nicht, eher wird das Gegenteil der Fall sein. Die Schweiz bildet da einmal mehr die Ausnahme. Mit dem starken Franken hat sie Deflation importiert. Betrachtet man die USA, Euroland, Grossbritannien und sogar Japan, bewegen sich in diesen Län-



**Teja von Holzschuher:** «An den europäischen Märkten finden wir tiefe Bewertungen und attraktive Dividendenrenditen.»

dem die Teuerungsrate über dem Durchschnitt der vergangenen zwanzig Jahre. Das macht die ohnehin mageren Renditen konventioneller Obligationen von erstklassigen Schuldnern noch dünner. Ein Fenster öffnet sich, weil wegen der zögerlichen Kreditvergabe der Banken wieder vermehrt Unternehmen an den Kapitalmarkt gelangen. Da sehen wir Opportunitäten im Bereich von Industrieschuldnern geringerer Bonität, also High Yield Bonds. Attraktiv können auch Kredite an nicht kapitalmarktfähige Unternehmen sein. Dazu eignen sich Fonds, die in verbrieft Kredite investieren und eine ansprechende Rendite erzielen.

□ Was soll heute in einem Frankenportfolio mittlerer Risikostufe dominieren?

**Lichtblicke gibt es in der neuen Welt, primär im asiatischen Raum, aber auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften.**

Für Bonds sind wir wie gesagt zurückhaltend und doppelt vorsichtig, einmal absolut untergewichtet und zweitens nur in Laufzeiten bis maximal fünf Jahre engagiert. Die gemäss den Ratingagenturen erstklassigen Staatsschuldner sind für uns «out», weil das Risiko – Zins und Bonität – in manchen Fällen ungenügend oder gar nicht entschädigt wird. Wir suchen Anlagemöglichkeiten in Nischen, zum Beispiel unter den reichen Nationen, den Nettogläubigern dieser Welt. Da stösst man auf Renditen, die oft weit über den konventionellen Messlatten wie US-Regierungsanleihen liegen. In Aktien sind wir in Asien übergewichtet, wo wir besonders auf das Thema Infrastruktur setzen. Ein anderer Schwerpunkt sind die Schweiz und Europa, wo wir tiefe Bewertungen und attraktive Dividendenrenditen vorfinden.

□ Sie sprechen nicht von Gold, dem Liebling vieler Anleger.



Gold liefert keinen Cashflow. Es ist die ultimative Wette auf ein Scheitern des Finanzsystems, wie wir es kennen. Darum ist es wenig sinnvoll, diese Wette innerhalb des Finanzvermögens und -systems selbst zu platzieren. Wir empfehlen unseren Mandanten sehr wohl, in Gold engagiert zu sein, allerdings nur in physischer Form, in handlicher Stückelung und ausserhalb des Bankensystems, also unter der Matratze oder im Tresor.

□ Es fällt Investoren in dieser konfuse Zeit schwer, sich zurechtzufinden. Was ist Ihre Richtschnur, worauf soll man zur Orientierung achten?

In Zeiten wie diesen ist es besonders schwer, die Emotionen im Zaum zu halten. Dem begegnet man durch diszipliniertes und systematisches Vorgehen, eine andere Antwort gibt es nicht. Als Value-Investoren suchen wir fundamental attraktiv bewertete Anlagen, sei es im Bereich von Beteiligungen, Krediten oder anderswo. In Phasen der Unsicherheit bieten sich dem besonnenen, systematisch vorgehenden und beherzten Investor vielfach Chancen, die auf mittlere Sicht einen Ertrag weit über dem historischen Mittel erwarten lassen.

□ Was könnte die nächste Veränderung im Portfolio sein, die diesem Ziel, das recht zuversichtlich stimmt, gerecht wird? Für Schweizer Kunden ist es eine Erhöhung der inländischen Aktienquote um fünf Prozentpunkte. Wir haben limitierte Aufträge im Markt, um von einem allfälligen Rückschlag zu profitieren und die Positionen mit attraktiv bewerteten und dividendenstarken Titeln auszubauen.

□ Welchen Stellenwert hat im Vergleich mit anderen Faktoren die Dividende?

Je nach Markt, Titel und Beobachtungszeitraum kann der Beitrag der Dividende zum Gesamtertrag einer Aktie 40% und mehr betragen. Die Ausschüttung ist somit eine wertvolle und stabilisierende Komponente der Performance. Die konsequente Wiederanlage aller Dividenden in den vergangenen zehn Jahren hätte in Euro gerechnet den Verlust von grob 10% im Stoxx Europe 600 Index in einen Gewinn von rund 18% umgemünzt. Dem in Franken rechnenden Anleger wäre so insgesamt ein Verlust von rund 25% erspart geblieben.

□ Und Sektorüberlegungen, welche Rolle spielen die?

Als Value-Investoren sind wir weitgehend Sektoragnostiker. Wir kaufen, was günstig ist, und nicht, was Mode ist. Wir beobachten aber, dass die klassischen defensiven Werte sich relativ zu den zyklischen während der vergangenen Monate verteuert haben.

□ Was sind Ihre Kernanlagen – in der Schweiz, im Ausland?

In der Schweiz gefallen uns mit Blick auf die attraktive und relativ sichere Ausschüttung von 4% und mehr Titel wie Baloise, Novartis, Roche, Valora und Zurich Financial. In Europa zählen wir Enel, Eni, Eon, Münchener Rück sowie Telefónica zu den Favoriten. In Übersee decken wir das Aktienengagement über Fonds ab, die ebenfalls dem Value-Gedanken verpflichtet sind. Längerfristig bauen wir stark auf den asiatischen Raum.

□ Wagen Sie eine Prognose: Welche Performance darf von einem diversifizierten Aktienportfolio über sechs und über zwölf Monate erwartet werden?

Eine Prognose über einen so kurzen Zeitraum ist wenig aussagekräftig. Längerfristig, über die kommenden drei bis fünf Jahre, können wir von Aktien überdurchschnittlichen Ertrag im zweistelligen Bereich erwarten. Die Bewertung ist günstig, und Wachstum wird zurückkehren, wenn nicht morgen, dann übermorgen. Stillstand gibt es in der Wirtschaft nicht, und auch die Politik wird und muss sich unter dem Druck der Probleme bewegen.

**Technische Analyse in der Praxis**

## Zurückhaltung ist angesagt

Trends verhalten sich nicht linear, sondern zeigen während verschiedener Trendstadien spezifische Eigenschaften. Erreicht ein Trend nach zwei Dritteln seiner Laufzeit ein höheres Stadium, wird er beispielsweise volatil. Trendlinien brechen zwar, der zugrundeliegende Trend hält jedoch an, wenn auch mit anderen Qualitäten. Zu beobachten ist dies bei PSP seit diesem August.

Der Kurs der Immobilienaktie ist im Mai aus einer Flaggenstruktur nach oben ausgeschert. Für diese Flaggenstruktur hatten wir hier Anfang Mai ein Kursziel von 80/81 Fr. ermittelt. Da, wo sich PSP jetzt befindet. Gleichzeitig können wir heute feststellen, dass sich die qualitative Verfassung seit der letzten Betrachtung im längerfristigen Kontext weiter abgekühlt hat. Unverkennbares Merkmal dafür ist der seit August divergierende Verlauf von Preis- und Indikatorenhochs.

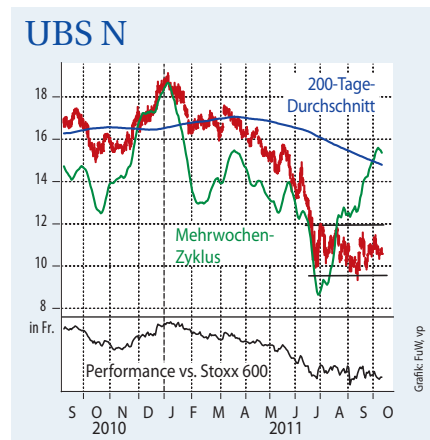
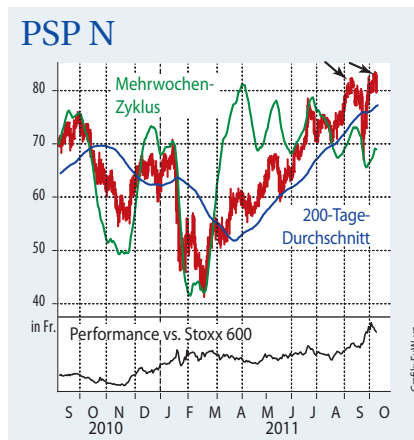
Bezogen auf die Interessen eines langfristig planenden und agierenden Investors ist unsere Einschätzung für die PSP-Aktie darum jetzt «Verkaufen». Gelegenheiten, einen solchen strategischen

Beschluss auf taktischer Ebene auszuführen, dürften sich in den nächsten Wochen bieten. Kurzfristig sind keine wesentlich tieferen Kurse zu erwarten. Im Zuge der an den Trendwendepunkten weiträumiger werdenden kurzfristigen Schwankungen sind in diesem Zeitraum sogar noch neue Jahreshöchst möglich.

Im Kursbild von UBS hat sich seit Anfang August eine Flaggenstruktur ausgebildet. Den unteren Rand dieser Struktur touchierten UBS am 23. September, um dann in wenigen Tagen 20% zuzulegen und an den oberen Rand vorzustoßen. Solche Bewegungen sind innerhalb des Flag kurzfristig möglich. Daran, dass die Struktur im Gesamtkontext lediglich Konsolidierungscharakter hat, ändert dies jedoch nichts. Den Weg aus der Flaggenstruktur heraus dürften UBS letztlich nach unten einschlagen. Aus Sicht eines Langfristinvestors gibt es also noch keinen Anlass, sich zu engagieren.

**ROLAND VOGT** www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.



Anzeige

## Schweizer Aktien – Ausserbörslicher Handel der Zürcher Kantonalbank

Valor	Titelbezeichnung	Geld	Brief	Valor	Titelbezeichnung	Geld	Brief
13618257	acrevia Bank N	950.00	1200.00	1604988	Patiswiss N	240.00	270.00
120882	AEK Energie N	36'600.00	39'900.00	217982	Pendicularas Motta Naluns	120.00	160.00
328733	AG Hallenstadion N	400.00	425.00	900597	Pilatus-Bahnen N	1'200.00	1'400.00
140241	Agruna N	4'050.00	4'400.00	1245763	Plaston Holding AG Widnau N	5'250.00	5'750.00
1132220	Alpha Rheintal Bank N	390.00	420.00	221788	Radio ZüriSee N	160.00	200.00
143093	Arosa Bergbahnen N	139.00	150.00	222130	Raststätte Thurau N	9'000.00	9'750.00
3201868	Auto Holding N	300.00	360.00	134019	RegioBank Mändedorf N	4'005.00	4'650.00
3088868	AZ Medien N	1'110.00	1'300.00	223147	Restaurant Pfannenstiel N	600.00	650.00
385703	Bad Schinznach N	1'950.00	2'110.00	1629001	Rigi Bahnen N	3.02	3.62
1075653	BBO Bank Brienz Oberhasli N	136.00	140.00	213447	Savognin Bergbahnen	140.00	210.00
1072696	Beau-Rivage-Palace N Pr A	152.00	168.00	213446	Savognin Bergbahnen PS	10.00	16.00
137400	Belvoir N	480.00	1'015.00	213785	Schauspielhaus Zürich N	900.00	950.00
3192610	Best Engadin N	11.00	15.00	227626	Schilthornbahn N	1'140.00	1'150.00
154180	Brauerer Falken	9'200.00	10'300.00	3115108	SeeBeteiligungs AG N	965.00	995.00
198951	Casino Kursaal Interlaken N	250.00	295.00	230436	Seller Hotels Zermatt N	1'710.00	1'760.00
157936	Cendres + Métaux Holding SA	9'250.00	11'000.00	231303	SLA-Haus	4'820.00	5'220.00
135700	Clients SPK Oftringen	1'640.00	1'670.00	247747	Soc. des forces electr. de la Goule N	2'850.00	3'450.00
265797	Conzetta N	380.00	400.00	134872	Spar- & Leihkasse Bucheggberg N	4'600.00	4'950.00
3246291	Corvatsch N	1.60	2.05	135011	Spar- & Leihkasse Frutigen N	2'000.00	2'050.00
1727783	Davos Klosters Bergbahnen	200.00	220.00	135186	Spar- & Leihkasse Münsingen N	1'400.00	1'525.00
888855	DKSH Holding N	67.50	72.00	931972	Stadtcasino Baden N	460.00	515.00
166514	Dolder Hotel N	3'100.00	4'000.00	236809	Stanserhorn-Bahn -C- 250	900.00	991.00
133720	EK Affoltern i.E. N	1'750.00	1'850.00	251331	Soc. Suisse des Explosifs N	2'700.00	2'900.00
255740	Espace Real Estate N	139.00	140.00	254156	Thermalbad Zurich	375.00	415.00
169053	EW Jona-Rapperswil N	5'050.00	5'200.00	257005	Typon Holding N	870.00	1'040.00
1601684	Ferien Hoch-Ybrig N	14.50	20.20	138901	Waldfhaus Films Mountain Resort	1'770.00	1'920.00
1044442	Gasthof zum Löwen N	200.00	220.00	138900	Waldfhaus Films Mountain Resort N	650.00	730.00
254158	Grand Resort Bad Ragaz N	5'700.00	6'500.00	262089	Wasserwerke Zug N	10'700.00	11'000.00
653256	Griesser Holding N	1'225.00	1'280.00	4179	Weisse Arena N	90.00	105.00
2312421	HBB Holding N	163.00	178.00	262779	Weldala N 1000	3'000.00	3'650.00
199268	Hofwiesbad N	1'750.00	1'880.00	1017318	Welinvest N	3'890.00	4'060.00
2050274	Holidayz N	111.50	114.00	12238615	Ziegler AG (vormals BLG Lagerhaus)	1'200.00	1'600.00
12944222	IBAarau N	1'180.00	1'210.00	792565	ZLE Betriebs AG N	45.00	48.00
134468	KB Nidwalden PS	2'050.00	2'350.00	265493	Zofinger Tagblatt N	13'200.00	15'000.00
2292181	Klosters-Madrisa Bergbahnen	7.00	14.00	889504	Zoo Zürich N	105.00	120.00
161329	Kongress und Kursaal Bern	500.00	550.00	265550	Zoologischer Garten Basel N	8'500.00	10'000.00
151450	Kongresshaus N	2'625.00	2'725.00	623401	Zuckerfabriken Aarberg+Frauenfeld N	26.25	28.50
131837	Lienhardt & Partner Privatbank N	2'375.00	2'650.00	265705	Zürcher Engros-Markthalle N	480.00	
10517517	Lorze N	10.25	12.00	635836	Zürcher Freilager N	5'120.00	5'260.00
205707	Lyceum Alpin Zuoz N	920.00	1'000.00	265844	Zürichsee-Fähre Horgen-Meilen N	9'330.00	9'670.00
205500	LZ Medien Holding N	2'480.00	2'680.00	265863	Zürichsee-Schiffahrtsgesellschaft	63.25	73.25
208477	MediBank I	1'570.00		167170	Zürcher Oberland Medien AG N	770.00	820.00
208475	MediBank N	945.00		4261528	Zür Rose N	19.00	19.90
209262	Metall Zug N -A-	310.00	370.00				
1140289	Minicap Technology Investment	5.50	7.00				
10702069	Montana Tech Components N	1.90	2.80				
254593	MSA Immobilien N	525.00	575.00				
12651797	Neue Zürcher Zeitung N	6'400.00	6'900.00				
216046	Opernhaus Zürich N 300	413.00	583.00				
216047	Opernhaus Zürich N 900	950.00	985.00				
217405	Parikhotel Giessbach N	29.40	34.40				

Besuchen Sie uns auf [www.zkb.ch/nka](http://www.zkb.ch/nka)

Zürcher Kantonalbank  
Ausserbörslicher Handel  
Postfach, 8010 Zürich  
Telefon 044 293 65 04  
Internet: [www.zkb.ch/nka](http://www.zkb.ch/nka)  
Telekurs: ZKB  
Reuters: ZKBOTC  
Bloomberg: ZKB:Equities

Die nahe Bank Zürcher Kantonalbank