

# «Es zahlt sich aus, Risiken einzugehen»

**FERNANDO MARTINS DA SILVA** Der Leiter der Abteilung Asset Management und Trading, Banque Cantonale Vaudoise, zur Anlagestrategie in Zeiten grosser Verunsicherung

Erfordert die wachsende Unsicherheit um die Staatsschuldenkrise eine Anpassung der Asset Allocation – müssen jetzt die Risiken in den Portfeuille reduziert werden? Was ist heute die erfolgsversprechende Anlagestrategie? Fernando Martins da Silva, Leiter Asset Management der Banque Cantonale Vaudoise (BCV), nimmt Stellung.

□ Herr da Silva, die Asset Allocation sollte nur dann grundlegend modifiziert werden, heisst es, wenn sich markante Veränderungen im Marktumfeld und/oder in den persönlichen Verhältnissen ergeben haben. Drängt sich jetzt wegen der Verschuldungskrise eine solche Anpassung der Vermögenszusammensetzung auf?

Die Schuldenkrise an sich ist nicht gezwungenermassen ein Grund für eine Anpassung der Vermögenszusammensetzung. Aber sie verstärkt eine Grundtendenz, nämlich die wachsende Bedeutung der Schwellenländer. Überlegungen zur Zusammensetzung des internationalen Aktienportfolios sind in Zukunft angebracht. Auch die Risiken der Staatsanleihen zeigen von einem Land zum anderen mittlerweile erhebliche Abweichungen. Daraus ergibt sich notwendigerweise ein Abstand zu den gegenwärtigen Benchmarks für Obligationen. Übrigens sind in diesen Benchmarks die höchstverschuldeten Länder am stärksten vertreten.

□ In welche Richtung soll denn diese Anpassung gehen? Künftig mehr oder weniger Risiko im Portfeuille?

Die Anpassung sollte eher die Benchmarks berücksichtigen. Ich glaube nicht, dass man längerfristig den Risikograd ändern sollte. Eher sollte man bei der taktischen Allokation schwierige Zeiten berücksichtigen und aktiver sein in Bezug auf wirtschaftliche und währungspolitische Zyklen, die sich als weniger stabil erweisen werden als in der Vergangenheit. Dennoch können die immer öfter anhaltenden Perioden erhöhter Volatilität zu einem im Durchschnitt etwas höheren Risiko führen als der Standard von 1990 und 2000. Diese Überlegungen müsste man deshalb in Anlageentscheidungen mit kurzem Investitionshorizont einbeziehen.

□ Bedeutet weniger Risiko immer auch eine Reduktion der Aktienquote?

Für sehr aggressive Portfolios trifft das ganz bestimmt zu. Aber für Portfolios, die hauptsächlich eine Rendite aus Obligationen anstreben, muss der Begriff der Risikobeschränkung auch vermehrt mit der Qualität des Schuldners und dem Ursprungsland der Anleihen in Verbindung gebracht werden: In welcher Währung findet die Rückzahlung statt?

□ Wie sieht heute Ihre Asset Allocation für defensivere Anleger aus? Wie hat sie sich verändert, sind Sie defensiver geworden?



**Fernando Martins da Silva:** «Ertragsrückgang von 10 bis 20% in Europa möglich.»

Unsere Asset Allocation hat sich in Richtung einer grösseren Vorsicht entwickelt, ohne dass daraus gleich eine starre Haltung entstanden wäre. Der Kauf von Obligationen erster Qualität ist nicht so defensiv, in Anbetracht der sehr niedrigen Rendite, die sie bieten. Ausserdem reflektieren die Risikoprämien auf risikoreiche Vermögenswerte deutlich schlechte Nachrichten oder Unsicherheiten, wo die Skepsis der Anleger sowieso schon sehr ausgeprägt ist.

□ Trifft die Einschätzung noch zu, dass Aktien die riskantere Vermögensklasse sind als Obligationen?

Kurzfristig und mit Blick auf Qualitätsobligationen trifft das sicher zu. Doch bezogen auf Obligationen sogenannt spekulativer Qualität, je nach Coupon oder in Anbetracht gewisser Staatsschulden, ist die Bejahung sehr viel zweideutiger.

**Ich glaube nicht, dass man längerfristig den Risikograd des Portfeuille ändern sollte.**

□ Wie riskant sind heute Aktien, wenn man bereit ist, über einen Zeitraum von mindestens drei Jahren zu investieren?

An der Volatilität gemessen bergen Aktien immer ein Risiko. Umso mehr, als auch im Jahr 2012 noch grosse Unsicherheit herrschen wird. Auf der anderen Seite glaube ich, dass über einen Zeitraum von mindestens drei Jahren hinweg die moderate Bewertung der Aktien und ihr erhöhter Dividendenbeitrag das Risiko einer Negativperformance erheblich verringern werden.

## Zur Person

Fernando Martins da Silva ist seit 1986 für **Banque Cantonale Vaudoise (BCV)** tätig. Seine berufliche Laufbahn begann der Inhaber eines Bauingenieurdiploms und Absolvent der Insead (MBA) als Ingenieur. Seit 2001 leitet er die Abteilung **Asset Management und Trading** der BCV. Ausserdem ist er Präsident des Anlageausschusses und ist für die Entwicklung strategischer Vermögensverwaltungsprodukte zuständig. BCV ist die fünfgrößte Universalbank der Schweiz. Mit 75,3 Mrd. Fr. verwalteten Vermögen zählt sie zu den **fünfzehn grössten Asset-Managern der Schweiz**. Seit über dreissig Jahren ist sie in der **Verwaltung von Pensions- und Anlagefonds** aktiv. Heute verwaltet BCV **eigene Fonds** im Wert von 5,9 Mrd. Fr. Zusammen mit allen Subfonds verfügt sie zurzeit über 116 Fondsprodukte. **FS**

□ Können, dürfen und sollen auch defensive Anleger dieses Risiko eingehen?

Ich bin der Meinung, dass es sich lohnt, dieses Risiko einzugehen, ausser wenn man in den nächsten drei Jahren bedeutende finanzielle Fälligkeiten hat. Vor allem das Jahr 2012 und vielleicht der Anfang 2013 könnten noch potenzielle Schwierigkeiten mit sich bringen. Dies aufgrund der europäischen Schuldenkrise und der Unsicherheit in Bezug auf die Stärke der US-Konjunktur in diesem Zeitraum. Trotzdem wird das weltweite Wachstum dank der Dynamik der Schwellenländer längerfristig vernünftig ausfallen. Das sollte genügen, um eine Investition in Aktien zum heutigen Kurs profitabel zu gestalten. Ein ganz wichtiger Punkt: Man muss die Voraussetzungen schaffen, um die Positionen der risikoreichen Anlagen vergrössern zu können, falls es nächstes Jahr zu weiteren Korrekturen kommen sollte.

□ Was halten Sie von radikalen Lösungen, zum Beispiel 100% Liquidität?

Über kurze Zeit und wenn jemand die nötige Hellsichtigkeit besitzt, bedeutende Verluste vorzusehen, warum nicht? Aber im Ernst: Mit diesen extremen Lösungen mit 100% Liquidität wird man später Fehler in der Beurteilung machen, wenn die Märkte wieder aufwärtsgehen. Selbst wenn sie sich zu einem gewissen Zeitpunkt als sinnvoll erweisen, sind solche Lösungen dann immer mit der Entscheidungsfähigkeit des Investors konfrontiert. Im Falle einer Lösung mit 100% Liquidität kommt es auch auf seine Fähigkeit an, rechtzeitig in den Markt zurückzukehren, wenn dieser sich wieder normalisiert. Dann sind aber die Wirtschaftsnachrichten oft noch schrecklicher als zum Zeitpunkt seines Ausstiegs.

□ Ist die Lage jetzt so ernst, dass selbst solche extremen Lösungen angebracht wären? Ist sie wirklich so dramatisch, wie sie in den Medien und in vielen Marktanalysen präsentiert wird?

Es ist offensichtlich, dass der Prozess der Lösungsfindung in der europäischen Schuldenkrise langwierig ist und die wirtschaftliche Erholung in den hochentwickelten Ländern störanfällig bleibt. Perioden bedeutender Verluste bei risikoreichen Vermögenswerten sind im Verlauf des nächsten Jahres noch wahrscheinlich. Hat ein Investor die Fähigkeit, diese Verlustperioden vorzusehen, könnte sich dies für eine gewisse Zeit im Rahmen einer sehr aktiven Vermögensverwaltung rechtfertigen. Es erscheint jedoch nicht sinnvoll, eine solche Lösung während der nächsten drei Jahre anzustreben, es sei denn, das weltwirtschaftliche Umfeld entwickelt sich deflationär.

□ Ihr Worst-Case-Szenario der Krise?

Eine unkontrollierte Zergliederung der Eurozone im Kontext einer tiefen Rezession, die alle Bemühungen der öffentlichen Finanzen zunichtemachen würde, sich wieder aufzurichten. Dies würde zudem die Solidarität unter den Ländern stark beeinträchtigen sowie die Länder,

**Global gesehen bin ich optimistischer, da die Schwellenländer eine hervorragende Dynamik beizubehalten scheinen.**

die besser dastehen, in erhebliche Schwierigkeiten bringen. In einem solchen Szenario wären die Folgen für den Finanzmärkten sehr schlimm, weil sie eine Lähmung der Kapitalmärkte und grosse Kurse mit sich bringen würden.

□ Was ist nach Ihrer Einschätzung das wahrscheinlichste Szenario?

Eine weitere Periode grosser Spannungen, die trotz allem notwendig ist, damit das wirtschaftliche und politische Steuersystem der Eurozone sich im Sinne einer homogenen und föderalistischen Vision entwickeln kann. Dies ist eine unerlässliche Bedingung für das Überleben einer gemeinsamen europäischen Währung. Dazu ist auch ein grösseres Engagement Deutschlands nötig, also eine Art Lender-of-Last-Resort-Rolle der Europäischen Zentralbank. Eine teilweise Monetisierung der Schulden in Europa ist unumgänglich, wie dies auch in den USA der Fall war, oder sogar eine weitere kollektive Schuldenübernahme. Ich glaube, dass wir einen möglichst breit gestreuten Euro beibehalten werden. Jedoch ist nicht ausgeschlossen, dass gewisse Länder dann nicht mehr dabei sein werden.

□ Welches sind in diesem Szenario die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum? Erwarten Sie eine globale Rezession? Sagen wir es gleich: Das Wachstum in der Eurozone wird in den nächsten Jahren sehr schwach ausfallen, und es ist sogar wahrscheinlich, dass es 2012 eine Rezession geben wird. Global gesehen bin ich optimistischer, da die Schwellenländer eine hervorragende Dynamik beizubehalten scheinen. Im Fall von China sieht es so aus, als ob es am Ende seiner inflationistischen Tendenzen ankommt. Und selbst in den Vereinigten Staaten deuten Anzeichen auf einen Aufschwung hin, sicherlich bescheiden, aber zumindest nicht Richtung Rezession.

□ Dass sich die Aktienmärkte bisher so gut halten konnten, liegt an der guten Entwicklung der Unternehmenserträge. Wie gross ist das Risiko, dass diese wegen der Schuldenkrise gefährdet sind?

In Europa könnte es einen Ertragsrückgang von 10 bis 20% geben. International betrachtet wird der Ertragsrückgang wahrscheinlich geringer ausfallen, da die Unternehmen in diesem Zyklus die Fähigkeit bewiesen haben, ihre Kosten besser als der Durchschnitt zu verwalten, und weil sich die Erholung, wenn auch bescheiden, fortsetzen sollte. Durch die enttäuschende Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang Sommer wurde dies bereits vorweggenommen. Das Hauptrisiko für die Unternehmenserträge und die Aktienmärkte würde sich zeigen, wenn die europäische Schuldenkrise eine tiefe Rezession auf dem Alten Kontinent auslöste. Dies würde dann auch einen Rückgang der Aktivität in den USA und ein geringeres Wachstum in China provozieren. Dies bleibt die höchste Gefahr für risikoreiche Vermögenswerte während der nächsten zwölf Monate.

□ Wie beurteilen Sie die Perspektiven des Schweizer Aktienmarktes?

Der Schweizer Aktienmarkt wird den Tendenzen internationaler Märkte während dieser Risk-on-Risk-off-Periode folgen – wahrscheinlich mit dem Vorteil seiner defensiveren Zusammensetzung, sofern die Schweizerische Nationalbank es schafft, den Mindestwert von 1.20 Fr. pro Euro aufrechtzuerhalten.

□ Schweizer Blue Chips oder Small und Mid Caps? Was ist zu favorisieren?

Während der kommenden Monate sollten eher Blue Chips berücksichtigt werden sowie ausgesuchte Small und Mid Caps, die mehr dem Wachstum ausserhalb Europas ausgesetzt sind. Die Folgen der Verlangsamung in Europa und des starken Frankens werden zudem bei den Titeln, die sich dem Alten Kontinent am meisten ausgesetzt sehen, noch Spuren hinterlassen.

INTERVIEW: FRANZ SCHNEIDER

## Afrika-Fonds von Hyposwiss

Afrika ist in Bewegung, politisch und wirtschaftlich, im Norden mit dem Aufstand der Bevölkerung gegen die totalitären Regimes und südlich der Sahara mit Ländern wie Nigeria, Ghana, Botswana, Ruanda und Kenia, die aus der Erstarrung erwacht sind. «Die Richtung stimmt, das Potenzial ist gross, hat aber auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte noch nicht richtig durchgeschlagen», sagt Anton Schaad, Manager des von der Hyposwiss Privatbank lancierten Hyposwiss (Lux) Fund, African Dawn (USD). Er investiert breit diversifiziert besonders in der Sub-Sahara-Zone, für die der IWF bis 2016 ein jährliches Wachstum von rund 5,5% voraussagt. Treiber sind die junge Bevölkerung, verbesserte Fundamentaldaten mit geringer Staatsverschuldung, steigende Direktinvestitionen aus Ländern wie China und Indien, eine neue Mittelschicht sowie der Ausbau der Infrastruktur. Der Fonds eignet sich für eine Investition in eine noch wenig beachtete aufstrebende Region und setzt einen mehrjährigen Anlagehorizont voraus. **HF**

## Länder- und Regionalfonds

### Das schwedische Modell funktioniert auch in der Krise

Schweden gehört zu den Ländern mit dem höchsten Lebensstandard, und seine Wirtschaft ist eine der wettbewerbsstärksten weltweit. Besonders erstaunlich daran ist, dass die Mehrheit der Arbeitnehmer gewerkschaftlich organisiert und Schweden trotz vergleichsweise niedriger Gehältern und enormer Steuerbelastung für hochqualifizierte Einwanderer als attraktiv gilt.

Das schwedische Modell hat sich auch in der Finanz- und Schuldenkrise bewährt. So konnte die Staatsverschuldung trotz umfassender Sozialausgaben auf niedrige 40% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gesenkt werden. Schweden ist eines der wenigen Länder, das sämtliche Maastricht-Kriterien zur Einführung des Euros erfüllen würde. Allerdings halten die Schweden zum Verdruss von Brüssel an ihrer (erfolgreichen) Krone fest.

Das Königreich ist stark zentralistisch geprägt, mit dem Ballungsraum rund um Stockholm als wirtschaftlichem Zentrum, das für rund 29% des BIP verantwortlich ist. Die Regierung will durch Privatisie-

rungen und Lockerung der zum Teil noch bestehenden Monopolstrukturen den Wettbewerb verbessern.

Zu den Standortvorteilen zählt der Reichtum an natürlichen Ressourcen, die von Industriemetallen über Uran bis hin zu Holz und Wasserkraft reichen. Die Wasserkraft ist ein wichtiger Faktor beim hohen Anteil erneuerbaren Energien in der Stromproduktion. Um noch unabhängiger von Energieimporten zu werden, setzt das Land allerdings wieder auf Atomstrom.

Ein weiteres Plus ist die stark diversifizierte Industrie. Sie trägt 27% zum BIP bei, der Dienstleistungssektor 72%. Der Finanzsektor präsentiert sich stabil, und die Kapitalausstattung verschiedener

Grossbanken gilt als vorbildlich. Den Banken drohen auch keine nennenswerten Risiken aus stark verschuldeten EU-Ländern. Auf dieser Basis könnte Schwedens Wirtschaft 2012 um 2,7% wachsen.

Das dürfte auch dem OMX-Stockholm neue Impulse geben, nachdem der schwedische Leitindex seit Jahresbeginn rund 19% an Wert verloren hat. Dabei ist zu berücksichtigen, dass schwedische Aktien traditionell ein höheres P/E haben als europäische Aktien. Derzeit ist der Markt mit einem P/E 2012 von 11,5 attraktiv bewertet.

Obwohl auf Schweden 45% der Marktkapitalisierung von Skandinavien entfällt, ist das Angebot an Schweden-Fonds

überschaubar. Zu ihnen gehört der Swedish Equity Fund von Nordea. Sein Schwerpunkt sind Industriewerte, mit weitem Abstand gefolgt von Finanztiteln. Mit rund 45 Positionen bietet das Portfolio eine gute Diversifikation.

Eine ähnliche Ausrichtung, allerdings mit einem geringeren Gewicht der Industriewerte und einem etwas stärkeren Fokus auf Finanzen, hat der Jyske Invest Swedish Equities. Er favorisiert grundsätzlich Aktien grosser und mittelgrosser Unternehmen.

Einen etwas anderen Ansatz verfolgt der Danske Invest Sweden. In dem sehr konzentrierten Portfolio – es wird zur Hälfte von zehn Positionen abgedeckt – nimmt der Finanzsektor die Spitzenposition ein. Der Industriesektor dürfte zu Recht gering gewichtet sein, da die starke Krone den schwedischen Exporteuren langsam aber sicher zu schaffen macht.

**ASSET MANAGEMENT CONSULTING**  
Aaa Center for Co-operation in Finance

## Favorisierte Titel

Name (Währung)	Kurs	Prämie/ Abschlag in %	Fondsmanager/ Issuer	Manager	Börse
Nordea 1 – Swedish Equity Fund (sKr.)	164.12	0	Nordea Invest	Swedish Equity Team	Open End
Jyske Invest Swedish Equities Acc (sKr.)	206.91	0	Jyske Invest	Team	Open End
Danske Invest Sweden (sKr.)	337.33	0	Danske IM	Ulric Grönvall	Open End

Quelle: AMC