

# «Die Erholung fördert das Vergessen»

**ERWIN W. HERI** Von Prognosen hält der Finanzwissenschaftler, Autor und Valartis-Präsident nicht viel. Im Gespräch unternimmt er trotzdem einen Ausblick auf die Anlagemärkte. Langfristig optimistisch ist er gegenüber den Börsen – und pessimistisch bezüglich der Lernfähigkeit der Branche.

INTERVIEW: SAMUEL GERBER

*Bekanntermassen halten Sie nicht viel von der Prognostiziererei. Trotzdem die Frage:*

*Was für ein Anlagejahr wird 2010?*

**Erwin Heri:** Das weiss ich nicht!

*Aber was halten Sie für wahrscheinlich?*

**Heri:** Unterschiedliche Szenarien widersprechen sich heute fast diametral. Vor einem Jahr war die Sache viel einfacher. Alles war so pessimistisch und die Märkte demassen unterbewertet, dass man als Anleger fast sagen musste: Jetzt kaufe ich zu. Aber das wollte natürlich niemand hören. Nachdem die Märkte 2009 stark zulegen haben und die Bewertung von Aktien wieder etwas vernünftiger ist, muss man mit wirtschaftlichen Szenarien arbeiten. Und dort ist mittelfristig von einer Inflation bis zu einer Deflation alles möglich. In der kurzen Frist kann fast alles passieren.

*Was können Anleger in dieser Situation tun?*

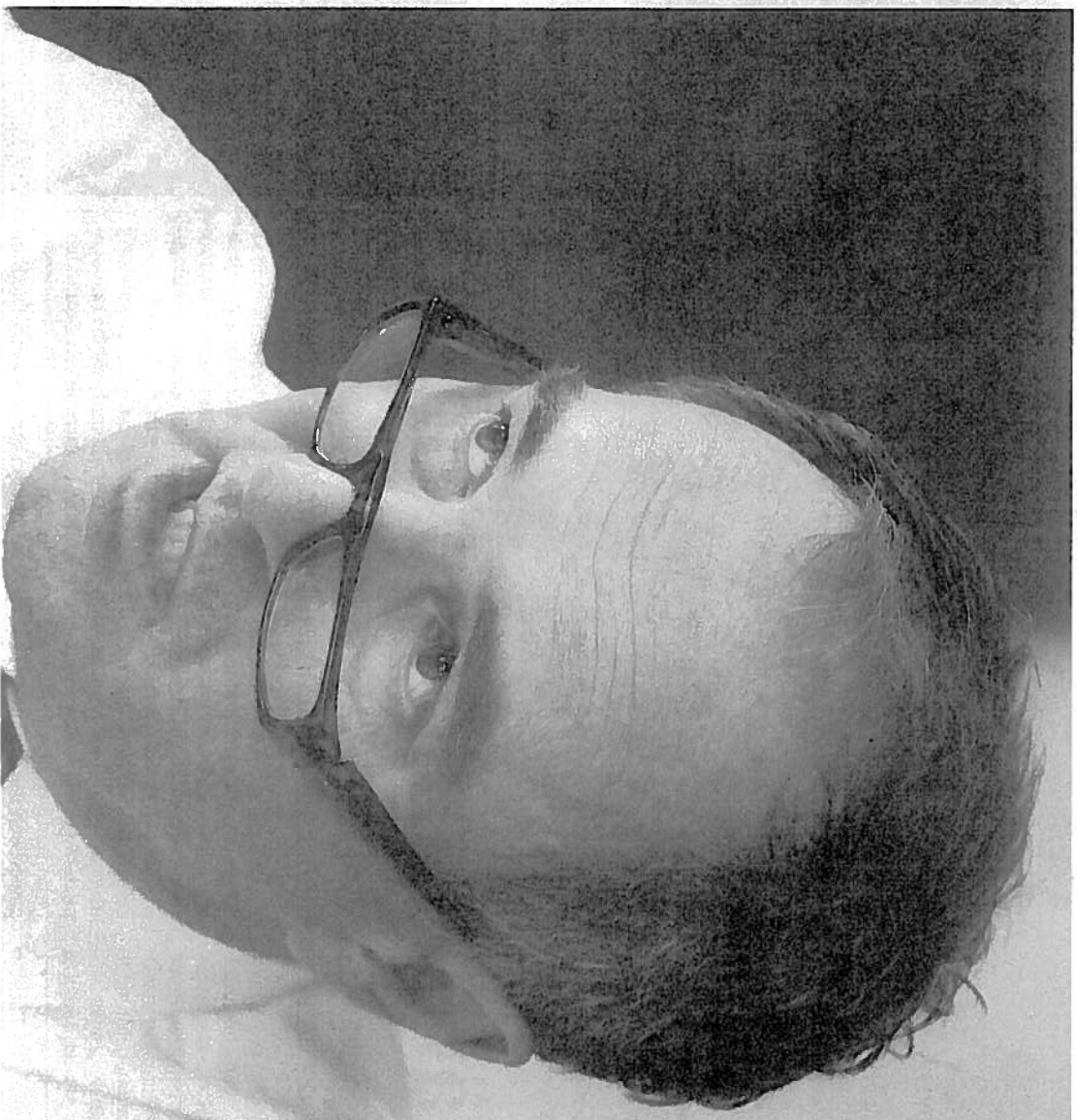
**Heri:** Der Anleger sollte im Zweifelsfall seine langfristige Strategie und Allokation beibehalten. Wenn jemand das nicht getan hat, sollte er jetzt eine Strategie entwickeln und dann langsam aufbauen.

*Wie sieht eine solche Strategie aus?*

**Heri:** Wie in jedem Umfeld muss die Risikofähigkeit eingehend geprüft werden. Eigentlich wussten wir schon vor 2008, dass Einbrüche von 50% an den Aktienmärkten

«Wer Kurzfristprognosen

anstrengt, der hat wohl



## ZUR PERSON

### Steckbrief

**Name:** Erwin W. Heri

**Funktion:** Professor für Finanztheorie, Universität Basel; VR-Präsident Valartis Gruppe

**Alter:** 55

**Wohnort:** Eilsau ZH

**Familie:** Verheiratet, ein Sohn, zwei Töchter

**Ausbildung:** Dr. rer. pol. Universität Basel, Forschungsaufenthalte Stanford University, University of Michigan, Ann Arbor, Habilitation Universität Basel

### Karriere

**1987-1994** Schweizerischer Bankverein, Global Head of International Private Banking, Investment Funds and Asset Management.

**Seit 1989** Universität Basel, a.o. Professor für Finanztheorie

**1994-1999** Winterthur Versicherungen, CIO/CFO

**1999-2003** Credit Suisse Financial Services, CIO

**Seit 2003** VR-Präsident Valartis Group.

### VALARTIS GROUP

**Vermögensverwalter:** Valartis mit Niederlassungen in Zürich, Genf und Wien (Valartis Austria) ist in den Bereichen Vermögensverwaltung und Investmentbanking tätig, forciert wird zudem das Private Banking. Die Bankgruppe erzielte im 1. Halbjahr einen Gewinn von 45,5 Mio Fr. und verwaltete Vermö-

## «Wer Kurzfristprognosen anstrengt, der hat wohl irgendein kurzlaufendes Produkt zu verkaufen.»

möglich sind. Das ist der Preis, den man für die längerfristig bessere Performance bezahlen muss. Das muss man verschmerzen können. Wer aber 2008 vor Schreck aussteigen ist und 2009 den Einstieg verpasst hat, wird jahrelang Probleme mit seiner langfristigen Performance haben.

**Tatsächlich war die Hausse der letzten Monate ungelebt – viele Investoren blieben auf der Seitenlinie, gleichzeitig ärgerten sie sich über die verpassten Chancen. Wird jetzt Zwangsoptimismus verordnet?**

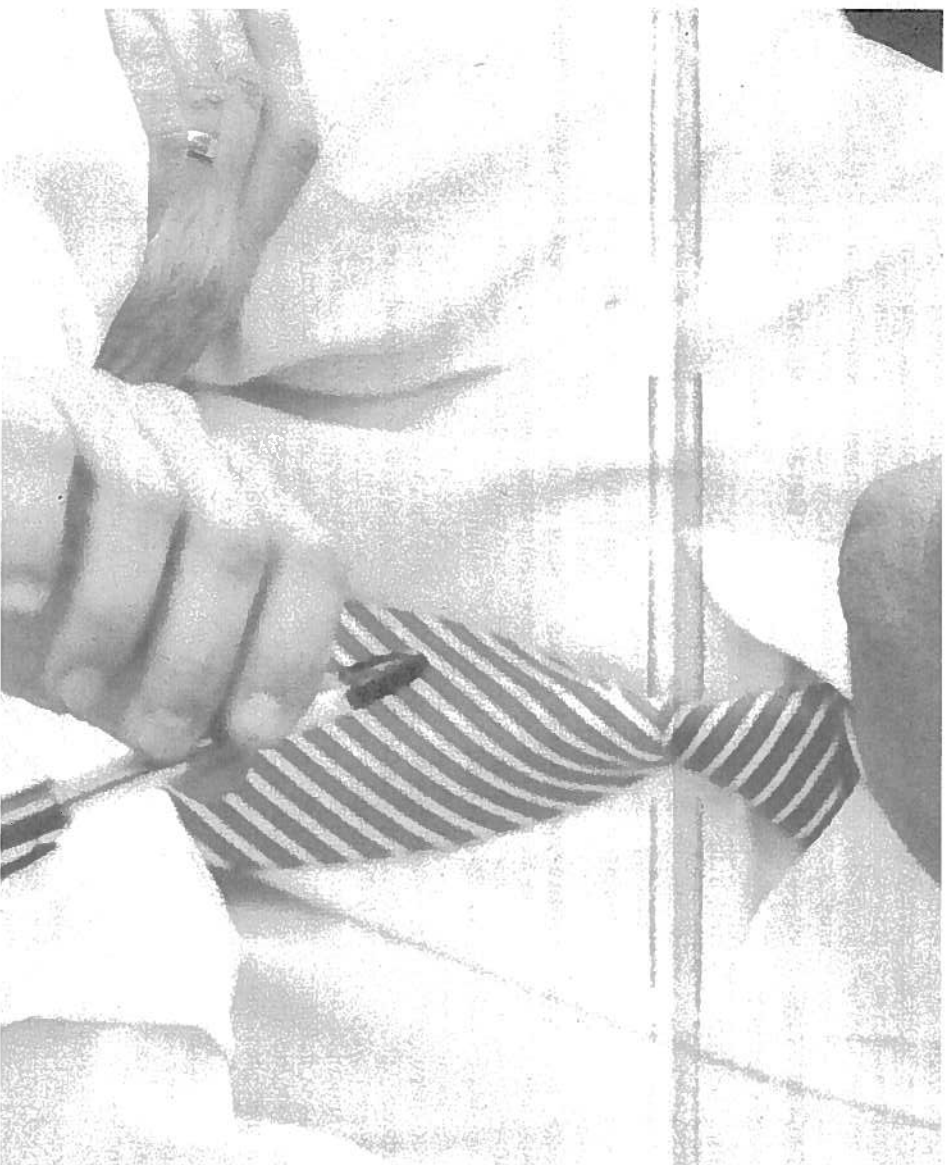
Heri: Immer wenn alle optimistisch sind – ein wenig die immer wiederkehrenden «neuen Paradigmen» –, wird es Zeit zu verkaufen. Und wenn alle den Weltuntergang sehen, muss man wieder zukaufen. Heute haben wir hingegen eine grosse Unsicherheit mit einem optimistischen und einem pessimistischen Lager.

**Zu welchem Lager zählen Sie sich?**

Heri: Aus meiner Sicht spricht nichts dagegen, dass die historischen 6 bis 8% jährliche Rendite auf Aktien auch in den nächsten zehn, fünfzehn Jahren möglich sind. Denn die langfristigen positiven Renditen kommen aus einem vernünftigen Wirtschaftswachstum, steigender Produktivität und Innovation. Ob sich dies in den nächsten zwei Jahren realisiert, ist allerdings offen. Aber über die lange Frist sollte das möglich sein. Nochmals: Als langfristiger Investor interessiert mich 2010 gar nicht so sehr. Und wer dennoch Kurzfristprognosen anstrengt, hat wohl irgendein kurzlaufendes Anlageprodukt zu verkaufen.

**Aber auch als langfristiger Investor müssen Sie sich sagen: Das letzte Jahrzehnt war ein verlorenes.**

Heri: Ich schreibe gerade ein Buch über «Das verlorene Jahrzehnt». Es ist tatsächlich so: Wenn man die Indizes anschaut, dann wurde in der letzten Dekade mit Aktien kein Geld verdient.



RENATE WRNLI

Erwin Heri: «Läuft es gut, bist du ein Held – und wenns schief geht, übernimmt der Steuerzahler.»

Heri: Auszuschliessen ist das nicht, obwohl Japan kaum mit anderen industrialisierten Ländern zu vergleichen ist. Wir stellen fest, dass wir uns de facto in einer Nullinsphase befinden – ähnlich wie das Japan seit vielen Jahren erlebt. Solche Phasen sind gefährlich. In einer arbeitsteiligen Wirtschaft muss Geld etwas kosten und Ertrag abwerfen. Sonst investieren die Leute nicht mehr, und die Banken geben keine Kredite. Mit anderen Worten: Der Zinsmechanismus muss wieder in Bewegung gebracht werden.

**Glauben Sie, dass die Notenbanken sich erfolgreich von der Nullzinspolitik verabschieden können?**

Heri: Ich glaube, dass die Existenzstrategien der

Heri: Einzeltitle-Investments lohnen sich im Zweifelsfall nicht. Anleger sollten in der Nähe von Indizes – beispielsweise über ETF – investieren und dabei verstärkt auf die Schwellenländer setzen. Länder also, in denen wir in den nächsten fünfzehn Jahren Wachstum haben. Stellt sich natürlich die Frage, ob dieses künftige Wachstum heute nicht schon in den Kursen eingepreist ist.

**Was denken Sie? Die Emerging Markets sind ja zum Investment-Hype avanciert.**

Heri: Ich denke nicht, dass dort alles schon gelaufen ist. Diese Länder kommen von einem tiefen Niveau. Darum ist das Entwicklungspotenzial grösser. Daneben

Heri: Für diejenigen, der einsteigt, empfehlen sich neben der Indexorientierung die sogenannten Value-Titel. Also Firmen, die einen soliden Cashflow liefern, gut aufgestellt und an der Börse tief bewertet sind. Als Beimischung lohnen sich auch Nebenwerte, weil sie auf Marktereignisse schneller und heftiger reagieren als die grossen Titel.

**Zwischen Schweizer Titeln und den Schwellenland-Märkten besteht durchaus eine Verbindung, wie die Auswirkungen des Crashes in Dubai zeigen.**

Heri: Dubai ist für mich nicht repräsentativ. Wer dort Geld verlor, hatte spekuliert. Das ist nie riskolos.

**«Wenn ich sehe, was in der**

vesunrentwürkung lang, 1000000 1000000 zu dem das Private Banking. Die Bankgruppe erzielte im 1. Halbjahr einen Gewinn von 45,5 Mio. Fr. und verwaltete Vermögen in der Höhe von 4,36 Mrd. Fr.

eines der ausstossenden Momente für die ganze Finanzkrise.

**Trotzdem wird man das Gefühl nicht los, dass die Finanzmarktteilnehmer schon wieder zum «business as usual» übergegangen sind.**

Heri: Das ist auch eine meiner Befürchtungen. Wir müssen anpassen, dass wir den vielen Erfahrungen, die wir aus der Krise ziehen konnten, auch Taten folgen lassen. Darum ist es vielleicht gar nicht so gut, dass sich die Märkte so schnell erholt haben und wir so rasch aus der Rezession gekommen sind – denn das fördert das Vergessen. Wenn ich sehe, was in der Branche alles schon wieder läuft, greife ich mir an den Kopf.

**Was beunruhigt Sie am meisten?**

Heri: Etwa die Tatsache, dass die implizite Staatsgarantie für Banken nach dem Lehman-Debakel nun explizit geworden ist. Meine Studenten lernen daraus vor allem eines: Wenn man Risiken eingeht, dann bitte möglichst grosse und am besten bei einem Grossunternehmen. Läuft es dann gut, bist du ein Held – und wenns schief geht, übernimmt der Steuerzahler. Das schafft noch falsche Anreizstrukturen als diejenigen, welche die letzte Krise ausgelöst haben.

**Als Gegenmittel zur impliziten Garantie wird jetzt diskutiert, die Grösse der Banken zu begrenzen. Ist das sinnvoll?**

Heri: Absolut. Ich sehe nicht ein, warum sich ein kleines Land wie die Schweiz mit zwei Bankkolossen dermassen exponieren muss. Das Geschäftsmodell wäre genau gleich gut, wenn man die Banken in ihre einzelnen Tätigkeiten auftrennen würde. Und machbar wäre es auch. Man könnte auch eine Regel erlassen, wonach eine Bank einen umso grösseren Eigenkapitalanteil braucht, je gewichtiger sie wird. Grösse hätte dann per se einen Preis und würde damit weniger attraktiv. Leider glaube ich aber, dass all dies auf der politischen Agenda der

ten kein Geld verdient.

*Das widerlegt doch Ihre These von den 8% jährlicher Rendite?*

Heri: Einerseits hat der langfristige Durchschnitt wenig mit einzelnen Jahren zu tun. Sie müssen in Verteilungen denken. Andererseits ist ein Teil der Antwort wohl, dass wir über die letzten Jahre den Preis für die Übertreibungen der 1990er-Jahre bezahlen. 1999 war etwa der US-Aktenmarkt bis zu 50% überbewertet. Und Japan zahlt seit 20 Jahren für die Übertreibungen in den 1980er-Jahren.

*Drohen uns japanische Verhältnisse?*

*abschieden können?*

Heri: Ich glaube, dass die Exitstrategien der Notenbanken in die richtige Richtung gehen. Sobald sich die Geldnachfrage normalisiert, muss die überschüssige Liquidität abgeschöpft werden. Das wird nicht ohne Zinssteigerungen vonstatten gehen. Und das ist gut so. Als Optimist denke ich, dass es in diesem Szenario gelingen wird, die Inflationsraten auf einigermassen erträglichem Niveau zu halten. Das könnte die Weltwirtschaft in ein Gleichgewicht mit den üblichen Ertragsraten zurückbringen.

*Welche Aktien sollte man in einem solchen Szenario halten?*

## «Wenn ich sehe, was in der Branche alles schon wieder läuft, greife ich mir an den Kopf.»

Sollten Schweizer Anleger aber auch den Heimmarkt berücksichtigen. Der «Home Bias» ist etwas Natürliches und sicher gerechtfertigt. Die Schweizer Firmen kennt man, hier fühlt man sich wohl.

*Was ist denn kaufenswerter am hiesigen Aktienmarkt?*

Das ist me Risiko!

*Nehmen künftig die unvorhersehbaren Extremereignisse, die «schwarzen Schwäne», zu?*

Heri: Ob solche Ereignisse häufiger werden, ist schwierig zu sagen. Wenn wir es wüssten, wären sie ja nicht unvorhersehbar. Tatsache ist aber, dass sich die Finanzindustrie allzu lange an allzu simple Modelle zur Risikobewertung hielt – auch wenn die Modelle als solche komplex aussahen. Sie greifen im Einzelfall nur in normalen Zeiten, die für den Risikomanager eigentlich uninteressant sind. Entsprechend waren sie meiner Meinung nach

weniger gutartig, denn gutartig war noch, dass all dies auf der politischen Agenda der Schweiz keinen Platz hat – vor allem, wenn sich der Markt rasch wieder erholt.

*Was sind die Folgen?*

Heri: Ich bin überzeugt, dass wir ohne strukturelle Änderungen den Samen der nächsten Krise säen. Und wenn diese Krise in fünf oder zehn Jahren kommt, dann sind die Banken vielleicht nicht mehr «too big to fail», sondern «too big to rescue» – ein Wortspiel, das übrigens auch von der Nationalbank schon mehrfach verwendet wurde. Eine Tatsache, die zum Nachdenken auffordert.