

Kommentar von **Thomas Hauser**, Dr. rer. pol., Partner Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG

# Was haben wir 2013 gelernt?

Entgegen diverser Prophezeiungen ist die totgesagte Aktie zurück, während das «sichere» Gold massive Verluste brachte. Viele Investoren verlassen sich zu sehr auf völlig unsichere Prognosen von Anlagegurus, verschenken erhebliches Renditepotenzial und gehen dabei erst noch höhere Risiken ein. Dies gleicht einem Tanz auf dem Vulkan.

## Grenzen von Finanzmarktprognosen

«Die Hausse ist in einer finalen Phase», meinte Anfang 2013 ein bekannter Börsenguru zum Aktienmarkt. Und ergänzte: «Es wird ein Rally einsetzen, das den Goldmarkt in neue Höhen tragen wird.» Das Umgekehrte ist eingetreten, die Aktienmärkte verzeichneten Avancen von rund 20 Prozent und das Gold verlor 30 Prozent an Wert. Kann man daraus etwas lernen? Ja, drei Erkenntnisse drängen sich auf.

Erstens, es kommt meist anders, als man denkt. Die Finanzprofis überschätzen ihre Prognosefähigkeit massiv. Kurzfristige Finanzmarktprognosen – dazu gehört auch der Ausblick über 12 Monate – sind in liquiden Märkten kaum vom Zufall zu unterscheiden. Es darf nicht überraschen, dass man immer wieder von der Marktentwicklung überrascht wird. Das einseitige Ausrichten von Portfolios auf spezifische Prognosen ist daher nicht ratsam.

Deshalb ist, zweitens, Panikmache kein guter Ratgeber für das Anlegen. Wer den Untergangsapologeten gefolgt ist und einseitig auf Gold gesetzt hat, sah sein Portfolio arg zerzaust. Börsengurus sind meist Pessimisten, weil sich dies medial besser vermarkten lässt. Wer bei Haussen den Absturz und in Baissen den noch tieferen Absturz prophezeit, bekommt hin und wieder zwangsweise Recht. Fakt ist indes, dass sich langfristig die wirtschaftliche Arbeitskraft in einem Anstieg des Aktienmarkts manifestiert. So hat beispielsweise der Schweizer Aktienmarkt über knapp 90 Jahre im Mittel pro Jahr fast 8 Prozent zugelegt. Selbst wer zu Jahresbeginn 2000, also kurz vor der ersten der beiden monumentalen Krisen, eingestiegen ist, kann ein Plus von rund 60 Prozent verzeichnen.

Statt sich kurzfristigen Abwägungen hinzugeben, sollten sich Anleger, drittens, darauf besinnen, welches Risikobudget sich langfristig tragen lässt und dieses konsequent bei jedem Börsenwetter mittels liquider und gut diversifizierter Aktien ausschöpfen. In Schönwetterphasen ist dies einfach, aber das nächste Börsenunwetter kommt bestimmt. Dann gilt es diesen Punkt besonders zu beherzigen, weil im Umfeld institutioneller Investoren mit den Beratern oft prozyklisches Verhalten um sich greift. Das Argument, dass die Wertschwankungsreserven fast abgeschmolzen seien und daher die Risikofähigkeit nicht mehr gegeben sei, ist bei langfristiger Betrachtung nicht stichhaltig. Nach einer

Baisse ist das normal. Das ist, wie wenn sich ein Kommunalarbeiter wundern würde, dass Ende des Winters die Streusalzreserven aufgebraucht sind.

## Kein Tanz auf dem Vulkan

Welche weiteren Lehren lassen sich aus den Beobachtungen im Jahr 2013 ziehen? Viele Anleger lassen sich wie Hasardeure durch jüngst erzielte oder in Aussicht gestellte Renditen locken. Dies führt dazu, dass festverzinsliche Risikobomben, die noch nicht detoniert sind, in das Portfolio geladen werden. Selbst Anleihenemissionen von Staaten wie Ruanda, Honduras oder Gabun sowie ewige und erst noch nachrangige Bankanleihen gingen über den Ladentisch wie warme Brötchen. Die damit verbundenen Risiken werden bei schönem Börsenwetter unterschätzt oder gar ignoriert.

Diese Jagd nach Rendite bei den Festverzinslichen scheint insbesondere jene Anleger zu betreffen, die nach der letzten Krise Aktien reduziert und von der anschliessenden Hausse unterdurchschnittlich profitiert haben. Sobald nach dem Marktanstieg die Welt wieder freundlicher scheint, neigt dieser Anlegertyp dazu, die Aktienpositionen wieder prozyklisch zu erhöhen. Oft erfolgt dies zudem mit sehr risikolastigen Aktien. So herrscht bei den «Frontier Markets», das sind die Halbwüchsigen unter den Emporkömmlingen, regelrechte Goldgräberstimmung. Wer in Paki-

stan, Kuwait, Kenia, Vietnam oder Katar investiert war, konnte 2013 reichlich ernten. Dies gleicht einem Tanz auf dem Vulkan. Die Aussicht ist wunderbar – bis er erneut ausbricht.

## Den Kelch vorüberziehen lassen

Langfristig ist für die Vermögensentwicklung nicht wichtig, auf jeder kleinen Party dabei zu sein. Wichtig ist hingegen, das Risikobudget sinnvoll – das heisst mit diversifizierten Anlagen, die ihre Ertragskraft langfristig bewiesen haben – zu nutzen und somit Rohrkrepierer zu vermeiden. Risikomanagement beginnt bei der Portfoliostrukturierung: Welche Risiken ist man nie bereit einzugehen? Diese Auffassung von Risikomanagement erfordert, dass man den Kelch manchmal vorüberziehen lässt.

Was können Pensionskassenverantwortliche mitnehmen:

- Glauben Sie keinen Prognosen, nicht einmal den eigenen.
- Steuern Sie das Portfolio langfristig und entgegen dem Herdentrieb, denn Hektik und aktivistisches Trading bringt nichts.
- Bilden Sie sich selbst eine Meinung über die Anlagen, deshalb müssen die Anlagen verständlich und transparent sein.
- Rennen Sie nicht der Rendite nach, sondern verfolgen Sie diszipliniert das festgelegte Anlagekonzept. Die Rendite stellt sich dann automatisch ein. ■



«Langfristig ist für die Vermögensentwicklung nicht wichtig, auf jeder kleinen Party dabei zu sein.»

Thomas Hauser

Commentaire de **Thomas Hauser**, Dr. ès. sc. sociales, partenaire Dr. Pirmin Hotz

# Quels enseignements tirons-nous de l'année 2013?

L'action que certains prophètes disaient morte a connu un rétablissement miraculeux, tandis que l'or, «valeur sûre» par excellence, a effectué un plongeon vertigineux. De nombreux investisseurs se fient beaucoup trop aux pronostics de gourous de l'investissement qui sont à peu près aussi sûrs qu'un regard dans une boule de cristal. Ils galvaudent ainsi un potentiel de rendement précieux tout en encourageant plus de risques. C'est ce qui s'appelle danser sur un volcan.

## Les limites des pronostics sur les marchés financiers

«La hausse a atteint sa phase finale», déclarait début 2013 un ténor des pronostics boursiers et il ajoutait: «Les bourses vont s'emballer et le prix de l'or flamber.» Le contraire s'est produit. Les marchés boursiers ont enregistré des progressions de l'ordre de 20%, tandis que l'or a chuté de 30%. Y a-t-il une leçon à tirer de cette évolution? En fait, il y en a même trois.

D'abord, les choses se passent rarement comme prévu. Les professionnels des finances surestiment largement leur capacité à formuler des pronostics. Sur le court terme – et un pronostic sur 12 mois en fait partie – les prévisions concernant l'évolution de marchés liquides ne sont rien que des spéculations aléatoires. Il ne faudra donc pas s'étonner d'être régulièrement surpris par les rebondissements des marchés. Et encore moins gérer son portefeuille sur la seule base de pronostics spécifiques.

Raison pour laquelle, et c'est le deuxième enseignement, la panique est de mauvais conseil pour les placements. Ceux qui ont suivi les apologistes de la décadence boursière et mis tous leurs œufs dans le panier de l'or se retrouvent maintenant avec un portefeuille en omelette. Les gourous boursiers ont une veine résolument pessimiste, parce que les mauvaises nouvelles se vendent mieux dans les médias. Ceux qui prédisent la chute en période haussière et un enfoncement encore plus profond en période de marasme auront forcément raison de temps en temps. Mais le fait est que sur le long terme, la performance économique se traduit par une hausse du marché boursier. C'est ainsi que le marché des actions suisses a progressé de près de 8% sur une moyenne de 90 ans. Même un investisseur qui se serait lancé au début de l'an 2000, donc peu de temps avant les deux crises monumentales, aurait encore dégagé un plus de l'ordre de 60%.

Conclusion numéro trois: au lieu de ruminer sur le court terme, les investisseurs devraient se demander quel budget de risque ils sont capables de supporter sur le long cours et en profiter à fond par n'importe quel temps boursier au moyen d'actions liquides bien diversifiées. Dans les phases d'embellie

c'est simple, mais la prochaine tempête suivra inévitablement. C'est là qu'il faudra savoir tenir tête aux conseillers qui ont souvent tendance à préconiser un comportement procyclique dans un environnement institutionnel. Dans une perspective de long terme, l'argument que la réserve de fluctuations des valeurs est à plat et que l'institution n'a plus de capacité d'exposition ne tient pas. Après une baisse, il n'y a rien de plus normal. C'est comme si un cantonnier s'étonnait à la fin de l'hiver que les réserves de sel routier sont épuisées.

## Pas de danse sur un volcan

Quelle autre leçon tirer de l'année 2013? De nombreux investisseurs ont des réflexes de joueur: ils se laissent tenter par les rendements récemment dégagés ou les promesses de rendements futurs.

Conséquence, on intègre dans son portefeuille des bombes à retardement à intérêt fixe qui n'ont pas encore détonné. Même les emprunts d'Etats comme le Rouanda, Honduras ou le Gabon ou des emprunts bancaires d'une durée éternelle, et si possible encore subordonnés, sont partis comme des petits pains frais. Les risques y liés sont sous-estimés ou simplement ignorés en période de beau temps.

Les premiers à se laisser prendre au jeu de cette chasse au rendement des titres à revenu fixe semblent être les investisseurs qui ont diminué leur allocation en actions après la dernière crise et qui ont profité moins que la moyenne de la hausse consécutive. Dès que le monde retrouve des couleurs une fois que le marché est reparti à la hausse, ce type d'investisseurs semble avoir tendance à retourner dans une routine procyclique d'augmentation de ses postes d'actions. C'est ainsi que les «marchés frontières», ces adolescents parmi les marchés émergents, suscitent une véritable ruée vers l'or. Les investissements au Pakistan, au Koweït, au Kenya, au Vietnam ou au Qatar ont rapporté gros en 2013. Voilà ce que j'appelle danser sur un volcan. La vue est magnifique jusqu'au jour où le volcan se remet à cracher du feu.

## Laisser passer la coupe

Pour le développement de la fortune à long terme, il n'est pas important d'être de toutes les fêtes. Ce qui importe, en revanche, c'est d'utiliser son budget de risque à bon escient, en diversifiant et choisissant des placements au potentiel de rendement avéré, afin d'éviter les «pétards mouillés.» La gestion du risque commence par la structuration du portefeuille: quels risques ne veut-on encourir sous aucun prétexte? Voir la gestion de cette manière signifie que l'on devra parfois laisser passer la coupe. ■

*«Pour le développement de la fortune à long terme, il n'est pas important d'être de toutes les fêtes.»*

Thomas Hauser