

# Baryon



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Die letzten zwei Monate haben uns wieder bewusst gemacht, dass die Aktienmärkte nicht nur steigen. Nach einer mehrjährigen Hausse in fast allen Anlagekategorien setzte anfangs Mai unvermittelt eine Korrektur ein, die in den meisten etablierten Märkten zu einem Kursrückgang von rund 10% führte. In einigen Diskussionen der vergangenen Tage wurde ich wieder an die Jahre 2001 und 2002 erinnert, als die Börsen nach der Interneteuphorie einen starken Kurseinbruch erlitten. Die damalige Korrektur dauerte zwei Jahre und die Geduld vieler Investoren wurde auf eine harte Probe gestellt.*

*Damals wie heute vertrete ich die Ansicht, dass nur jene Anleger in Aktien investieren sollten, die sich unter Berücksichtigung eines mehrjährigen Anlagehorizontes im Klaren sind, dass jede Hausse auch von Korrekturen begleitet wird. Aktienmärkte werden langfristig von den volkswirtschaftlichen Rahmendaten sowie dem Wachstum der Unternehmensgewinne getragen und diese beiden Eckwerte sind aktuell weltweit so gut wie seit langem nicht mehr. Ich bin überzeugt, dass die langfristig denkenden Investoren immer eine bessere Performance erzielen, als jene Finanzmarktteilnehmer, die auf jeden fahrenden Zug aufspringen wollen.*

*Wie an dieser Stelle bereits einmal erwähnt, haben wir im vergangenen Jahr damit begonnen, den Firmenauftritt der Baryon AG neu zu gestalten und damit unseren einzelnen operativen Aktivitäten im Marktauftritt stärkeres Gewicht beizumessen. Dabei war es unser Ziel, unseren Kunden aufzuzeigen, dass wir uns in den drei Geschäftsbereichen Vermögensverwaltung, Steuer- und Unternehmensberatung bewegen. Nachdem wir im ersten Quartal des laufenden Jahres unsere Internetseite überarbeitet und unsere Briefschaften neu gestaltet haben, wird nun im Juli unsere neue Firmenbroschüre vorliegen. Für mich war die Überarbeitung des Firmenauftritts eine Herausforderung, weil es galt, vom Bestehenden Abschied zu nehmen und Neues zu akzeptieren. Schliesslich hat es mir aber auch gezeigt, was in den vergangenen acht Jahren gewachsen ist und dies habe ich mit Freude zur Kenntnis genommen.*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- Editorial
  - Die Anlagestrategie im 3. Quartal 2006
  - Die Angst vor der Inflation
-

# DIE ANLAGESTRATEGIE

## IM

### 3. QUARTAL 2006

*Inflationsbefürchtungen und steigende Zinsen bleiben auch im 2. Halbjahr im Mittelpunkt des Interesses. Die Notenbanken stufen das Inflationsrisiko höher ein als die Gefahr einer zu starken Wirtschaftsverlangsamung. Die US-Wirtschaft zeigt bereits Abschwächungstendenzen, welche sich im 2. Semester verstärken werden. Die Wahrscheinlichkeit tieferer Zinsen in den USA gegen Jahresende oder Anfang 2007 bleibt bestehen. Wir haben dieses Szenario im 2. Quartal 2006 teilweise vorweggenommen. So haben wir unsere Aktienquoten reduziert und die Laufzeiten bei den Anleihen verlängert. Bei den Aktien bevorzugen wir defensive gegenüber zyklischen Werten und haben uns von den Emerging Markets zurückgezogen.*

#### Wirtschaftliches Umfeld

Die US-Wirtschaft weist im 2. Quartal 2006 eine deutlich tiefere Dynamik aus als im Vorquartal. Die vorauslaufenden Indikatoren und auch die Abschwächung im Immobiliensektor signalisieren eine weitere Verlangsamung im Verlaufe dieses Jahres. Das momentane Zinsumfeld zeigt bei Investitionen bereits eine dämpfende Wirkung, aber auch die rückläufigen Immobilienumsätze haben einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung. Auch wenn Immobilien sicherlich weniger anfällig für Panikverkäufe sind als Aktien, senkt eine Preiserosion das Vermögen der Haushalte und beeinflusst dadurch das Konsumentenverhalten. Weitere Zinserhöhungen wären aus diesen Gründen nach unserer Meinung verfehlt. Die amerikanische Notenbank (FED) würde riskieren, das Wirtschaftswachstum zu stark zu bremsen und dadurch ein sogenanntes «Hard-landing» herbeizuführen. Vorderhand räumt das FED der Gefahr einer Inflationsspirale eine höhere Priorität ein und wird ihre Zinspolitik entsprechend weiterführen. So erwarten wir einen weiteren Zinsschritt, bevor das FED gegen Ende Jahr vor der Entscheidung stehen könnte, mit Zinssenkungen eine dann schwächere Wirtschaft zu stimulieren.

Die Entwicklung in Europa orientiert sich stark am wirtschaftlichen Verlauf in den USA. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) jagt das Inflationsspenst ohne Rücksicht auf die Wirtschaftsdyna-

mik. Das Wachstum im Euro-Raum hat in den letzten Monaten zwar deutlich an Breite gewonnen, eine stärkere Abkühlung in den USA dürfte sich aber zweifelsohne auch in Europa bemerkbar machen. Die Europäische Notenbank bereitet indes die Märkte auf weitere Zinserhöhungen vor. Wie schon öfter in der Vergangenheit, besteht die Gefahr, dass die Zentralbank auch dieses Mal zu lange auf der Bremse stehen und sich zu stark an Inflations- und Geldmengenzielen orientieren wird.

In Japan erfreut sich insbesondere die Maschinenindustrie einer grossen Nachfrage. Die Wirtschaftsentwicklung ist robust und hat bereits zu einer restriktiveren Geldpolitik geführt. Der Kampf gegen die Deflation ist aber noch nicht restlos beendet und der Druck auf die Notenbank, die Zinsen zu erhöhen, ist kleiner als in den USA und Europa. Im restlichen Asien haben die Notenbanken teilweise bereits Zinserhöhungen vorgenommen, um inflationären Tendenzen und einem unerwünscht starken Wachstum vorzubeugen.

#### Aktienmärkte

Eine Abschwächung der Wirtschaftsdynamik stand schon im 1. Quartal 2006 im Zentrum unserer Überlegungen. Inzwischen ist dieses Szenario mehrheitlich eingetreten. Die Risikofreudigkeit der Anleger ist gesunken, was zu einer grösseren Korrektur an den weltweiten Aktienmärkten geführt hat. Wir haben die Aktienquoten kontinuierlich reduziert und uns auf die defensiven Sektoren

konzentriert. Deshalb haben wir den Länderfonds Indien und den Themenfonds im Sektor Energie verkauft. Unsere Engagements in Japan haben wir teilweise reduziert. Die erwarteten Unternehmensgewinne für das Jahr 2006 wurden noch nicht nennenswert reduziert. Sollte sich das Szenario einer Wirtschaftsabschwächung aber erhärten, muss mit weiteren Korrekturen an den Aktienbörsen gerechnet werden, weil tiefere Schätzungen für zukünftige Unternehmensgewinne eskomptiert werden. Die sinkende Risikobereitschaft der Anleger dürfte zu einem beschleunigten Rückzug aus den Emerging Markets in Osteuropa, Asien und Südamerika führen. Wir werden die bereits deutlich reduzierte Aktienquote vorerst beibehalten und uns auf weniger konjunkturabhängige Sektoren wie Nahrungsmittel und Gesundheit konzentrieren. Die impliziten Volatilitäten an den Märkten haben sich im Verlauf der Korrektur im Mai 2006 wieder deutlich erhöht. Obwohl die «Angstprämie» im Vergleich zur Marktvolatilität immer noch zu tief liegt, haben sich dadurch die Optionsprämien erhöht und ermöglichen eine bessere Bewirtschaftung der Aktienbestände mittels Optionen.

Während der Kurskorrekturphase verzeichneten weniger liquide Aktienanlagen grosse Abschläge. Dies betraf auch die von uns verfolgten Nebenwerte in der Schweiz. In den letzten Monaten waren einige Nebenwertefonds gegründet worden, die in kurzer Zeit grosse Mittelzuflüsse zu investieren hatten. Nicht selten wurden diese Investments unsorgfältig durchgeführt. Heute sehen sich diese Fonds mit grossen Rücknahmen konfrontiert und müssen die von ihnen gehaltenen Positionen liquidieren. Dass dies in einem dünnen Markt und unter Zeitdruck geschieht, drückt überproportional auf die Kurse.

Unsere strengen Auswahlkriterien bei Nebenwerten setzen aufwendige Analysen voraus, die auf eine sorgfältige Bewertung und auf die Werthaltigkeit der zukünftig zu erwartenden freien Cashflows fokussiert sind. Zudem muss ein Titeldividend eine starke Unterbewertung aufweisen, um in unser Portfolio aufgenommen zu werden. Wir investieren mit einem Anlagehorizont von mehreren Jahren

und sehen deshalb keinen Grund, Positionen vor der Erreichung unserer Kursziele abzubauen.

## Anleihenmärkte

Im Newsletter vor einem Jahr haben wir ausgeführt, warum Alan Greenspan in Bezug auf das Zinsniveau von einem «Conundrum» (Scherzrätsel) sprach. Das Wirtschaftswachstum war damals noch sehr robust und die Inflation wurde von rasant ansteigenden Energiepreisen getrieben – trotzdem lag das Zinsniveau rund 2% tiefer als heute. Wir kamen in unserem Artikel zum Schluss, dass die Zinsen wegen der negativen Realverzinsung steigen müssten, weil ein solches Ungleichgewicht nicht lange andauern kann. Das Risiko eines «Hardlandings» statt einer sanften Wirtschaftsabschwächung wurde ebenfalls thematisiert. Tatsächlich sind die Zinsen inzwischen deutlich gestiegen und die Wirtschaft hat bereits deutlich an Dynamik verloren. In Erwartung des nächsten Zinssenkungszyklus haben wir im 2. Quartal 2006 die Duration in den von uns verwalteten Portfolios laufend verlängert. Im Fokus liegt das Segment mit sechs bis acht Jahren Restlaufzeit.

## Währungen

Die Beurteilung der Währungen aufgrund von Zinsdifferenzen wird an Bedeutung verlieren, da die Notenbanken weltweit synchron die Zinsen erhöhen. Die mittelfristigen Wachstumsaussichten der Wirtschaftsregionen dürften allmählich wieder an Gewicht gewinnen. Zusätzlich sorgt die allgemeine Unsicherheit und Orientierungslosigkeit der Anleger für Mittelzuflüsse in den USD-Raum.

Der USD wird mittelfristig gegenüber den wichtigsten Währungen stärker tendieren. Bis die wirtschaftliche Dynamik in Europa und Asien nachlässt und ein Ende des Zinserhöhungszyklus auch in diesen Regionen abzusehen ist, wird die Valuta kurzfristig jedoch volatil bleiben und eher eine leicht negative Tendenz aufweisen. Die zeitliche Abfolge unseres Szenarios ist sehr schwierig einzuschätzen. Wir verzichten deshalb auf eine Absicherung der USD-Anlagen.

# DIE ANGST VOR DER INFLATION

*Nachdem sich das Wirtschaftswachstum weltweit beschleunigt hat und alle Regionen davon zu profitieren beginnen, erhöhen die Notenbanken die Zinsen wiederum auf ein mehr oder weniger neutrales Zinsniveau. Gleichzeitig werden aber laufend Inflationsängste geschürt. Inwieweit diese Kommunikation richtig ist, wird die Zukunft weisen.*

Eine Notenbank hat normalerweise den Auftrag, mittels einer adäquaten Geldmengenpolitik das volkswirtschaftliche Wachstum zu unterstützen und die Geldentwertung nachhaltig zu bekämpfen. So will der Gesetzgeber sicherstellen, dass sich die Wirtschaft in einem stabilen Umfeld positiv entwickeln, Gewinne erwirtschaften und damit eben auch Arbeitsplätze schaffen kann.

Um ein möglichst zielgerichtetes Handeln der Banken zu garantieren, gelten fast alle Notenbanken als unabhängig. Eine Zentralbank verfügt also über eine autonome Entscheidungskompetenz und es ist verpönt, wenn Politiker, insbesondere Finanzminister, die Geldpolitik kritisieren.

In der Praxis lässt sich feststellen, dass die Notenbanken ihren gesetzlichen Auftrag unterschiedlich interpretieren. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Politik grundsätzlich auf die Bekämpfung der Inflation ausgerichtet, wogegen die amerikanische Notenbank (FED) eine Sicherung des volkswirtschaftlichen Wachstums im Vordergrund sieht. Die Schweizerische Nationalbank verfolgt seit Jahren eine eigenständige und erfolgreiche Politik, welche diese beiden Ziele gleichzeitig verfolgt. Die japanische Notenbank hatte im vergangenen Jahrzehnt eine hartnäckige Deflation zu bekämpfen und war erst erfolgreich, als sie faktisch alle Geld-

mengentheorien ignorierte und die eigene Volkswirtschaft mit Geld überschwemmte.

Die Notenbanken waren in den letzten Jahren mit einer Vielzahl von Herausforderungen konfrontiert und das aktuelle weltwirtschaftliche Wachstum zeigt, dass sie mehrheitlich erfolgreich operiert haben.

Trotzdem gilt es anzumerken, dass die zarte Pflanze eines nachhaltigen Wirtschaftsaufschwungs durch übertriebene Inflationsängste und überhastete Zinserhöhungen im Keime erstickt werden kann. Es ist deshalb nicht optimal, wenn Vertreter der Zentralbanken momentan fast täglich auf Inflationsgefahren hinweisen, ohne jedoch darauf zu achten, dass sie mit ihrer Geldpolitik nur gerade die eigene Volkswirtschaft beeinflussen können. Übersehen wird, dass viele Preise ganz anderen Einflüssen, wie beispielsweise dem Wetter, dem globalen Wettbewerb unter den Konkurrenten oder politischen Faktoren, unterliegen.

Angst war noch nie ein guter Ratgeber. Deshalb wäre es besser, mit Geduld zu beobachten, ob und wie eingeleitete Massnahmen greifen. In diesem Sinne können die grossen Notenbanken dieser Welt von der Schweizer Nationalbank noch einiges lernen.

Baryon AG

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41. 44. 206 20 50, Telefax +41. 44. 201 90 89

[baryon@baryon.com](mailto:baryon@baryon.com), [www.baryon.com](http://www.baryon.com)