

Baryon



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

Und wieder hat sich ein Jahr verabschiedet! Man blickt darauf zurück und stellt fest, dass es eigentlich ein ganz normales Jahr war. Die Welt wurde von grossen Naturkatastrophen und Kriegen verschont, die weltweite Konjunktur verlief mehrheitlich positiv und der Winter ist dieses Jahr so pünktlich gekommen, wie zu jener Zeit, als ich mich als Kind auf das Weihnachtsfest gefreut habe. In der Tat ein beruhigendes Jahr, nach all der Hektik, die uns das zweite Jahrtausend bis jetzt beschert hat.

Das neue Jahr hat begonnen und es liegt in der Natur von uns Menschen, dass wir uns neugierig fragen, was 2008 bringen wird. Ich denke, dass es einige Überraschungen und Herausforderungen geben wird, die insbesondere auch an den Finanzmärkten spürbar werden. Ich bin nämlich davon überzeugt, dass die vorherrschende Kreditkrise einen tieferen Ursprung hat und schwierig zu beheben sein wird. Einerseits lässt sich feststellen, dass sie von fehlgeleiteten Investmentbankern verursacht wurde, die im Vertrauen auf ihre mathematischen Modelle jeglichen Instinkt für ein adäquates Risikomanagement vermissen liessen. Andererseits sind die Notenbanken wieder jenen zu Hilfe geeilt, die mit fremdem Geld spekulieren, aber keine volkswirtschaftliche Verantwortung tragen wollen, denn die Banker verstehen das Spekulieren mit dem Geld der Aktionäre und Anleger letztlich nur als Füllhorn der eigenen Lohntüte. Mit den Interventionen der Notenbanken wurde die Basis für eine zukünftige Geldentwertung gelegt, die uns dieses Mal global treffen wird.

Diese Erkenntnis bedeutet für mich, dass wir dieses Jahr Geduld üben und unsere Erwartungen zügeln müssen. 2008 wird uns kaum Traumrenditen bescheren, aber mit ein wenig Geschick und einem Quentchen Glück können wir in einem Jahr vielleicht trotzdem eine zufriedene Rückschau halten.

Im Übrigen wird 2008 auch eine Überraschung ganz besonderer Art bereithalten. Nachdem ich im Jahr 2007 das 10jährige Jubiläum der Baryon AG vergessen habe, habe ich mich entschieden, unser 11jähriges Jubiläum zu feiern. Ich freue mich schon heute darauf.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - «Funny Money»
 - Die Anlagestrategie im 1. Quartal 2008
-

«FUNNY MONEY»

Die Kreditkrise ist eine der am besten je prognostizierten Krisen. Dennoch entstand aus einem lokalen Problem ein globaler Supergau für die Finanzindustrie. Auch in Zukunft werden solche Situationen entstehen. Sie sind aber immer auch eine Chance zu Strukturbereinigungen. Deshalb könnte diese Krise die Ausgangslage für einen länger andauernden und stärkeren globalen Wirtschaftsaufschwung bilden.

Das Spiel beginnt

Die Ursache für die vorherrschende Krise an den weltweiten Kreditmärkten ist in der schlechten Börsenphase der Jahre 2000 bis 2003 zu suchen. Die Anleger verhielten sich damals zurückhaltend gegenüber Aktienanlagen. Zu gross waren die erlittenen Verluste und zu stark die Sehnsucht nach Kapitalerhalt und stetigen Renditen. So wurden Immobilienanlagen neu entdeckt. Die Renditen waren deutlich höher als die durch die massiven Zinssenkungen gedrückten Erträge aus Anleihen. Zudem zeichnete sich eine Angebotsverknappung ab, verursacht durch eine Babyboomer-Generation, die zunehmend Zweitwohnungen nachfragte.

Die amerikanische Notenbank senkte den US-Leitzins in diesem Zeitraum bis auf 1%, um eine drohende Rezession abzuwenden. Dieses Zinsniveau ermöglichte den Konsumenten in den USA, Kredite zu historisch tiefen Zinsen unterhalb des Inflationsniveaus bzw. zu real negativen Zinsen aufzunehmen. Diese verlockende Situation führte zu einer starken Nachfrage. In der Folge legten die Immobilienpreise markant zu und ermöglichten den Investoren immer höhere Belohnungen.

Die wirtschaftliche Erholung ab 2003 veranlasste die amerikanische Notenbank, die Zinsen wieder kontinuierlich zu erhöhen. Somit wurden Immobilienfinanzierungen wieder teurer. Die Anbieter von Hypotheken griffen zu kreativeren Finanzierungsvarianten und konnten damit eine breitere Zielgruppe ansprechen. Beliebt waren Kredite mit einem «Step-up»-Modell: In den ersten zwei Jahren war ein tiefer oder gar kein Zins fällig. In den Folgejahren stieg der Zins aber kontinuierlich auf

oder sogar über das marktübliche Zinsniveau. In den Jahren 2005 und 2006 war es nicht unüblich, statt einer Immobilie gleich mehrere zu kaufen. Dank hohem Fremdkapitaleinsatz konnte das zum Eigengebrauch benötigte Objekt so durch den Verkauf der übrigen Einheiten bezahlt werden. Häufig wurden die dafür benötigten Kredite leichtfertig über das Internet vertrieben, es wurden keine detaillierten Angaben über Einkommens- und Vermögensverhältnisse eingeholt. Diese sogenannten Subprime-Hypotheken wurden nicht nur für die objektiv oft kreditunwürdigen Privatkunden zur Finanzierungsquelle, sondern auch für kreditwürdige Spekulanten, welche schnell und unbürokratisch Kapital für eigene Immobiliengeschäfte beschaffen wollten.

Eine kürzlich veröffentlichte Analyse zeigt, dass über 50% der Subprime-Schuldner eigentlich eine Prime-Hypothek hätten in Anspruch nehmen können. Der Grund für diese Fehlentwicklung dürfte in den aggressiven Marketingmethoden der Hypothekarvermittler und deren Streben nach höheren Provisionszahlungen im Subprime-Bereich zu finden sein.

Entstehung einer neuen Finanzindustrie

Im Rahmen des Immobilienbooms wurden eine Reihe neuer Produkte lanciert. Beispielsweise wurden einzelne Kreditverträge gebündelt und als «Mortgage Backed Securities» (MBS) an Investoren weiterverkauft. Die MBS wurden aufgrund statistischer Erfahrungswerte in verschiedene Risikokategorien aufgeteilt. Die Rating Agenturen vergaben für die unterschiedlichen Bonitäten ent-

sprechende Ratings. Somit entstanden auch Bonds mit AAA-Einstufung, welche faktisch durch einen Bodensatz schlechter Kredite (Subprime-Hypotheken) gesichert wurden. Das Top-Rating erhielten sie, weil es statistisch höchst unwahrscheinlich war, dass alle Hypotheken zusammen notleidend würden. Die Zinssätze dieser Anleihen waren deutlich höher als Staatsanleihen, sodass die Nachfrage der Investoren insbesondere für die besten Risikokategorien entsprechend gross war.

Die Banken spielten in der Verbriefung der Hypothekarkredite in MBS und deren weitere Bündelung zu Collateralized Debt Obligations (CDO) eine wichtige Rolle. Spezielle Zweckgesellschaften, sogenannte «Structured Investment Vehicles (SIV)» wurden gegründet. Diese Konstrukte waren eigentliche Zinsarbitragefonds. Um eine Unterlegung mit Eigenkapital zu umgehen, wurden diese SIVs bei den Banken ausserhalb der Bilanz geführt. Finanziert wurde die Passivseite mit kurzlaufenden, nicht börsennotierten Schuldverschreibungen mit Fälligkeiten von üblicherweise 1-3 Monaten. Auf der Aktivseite wurde dieses Kapital in höherverzinsliche CDOs und MBSs investiert. Die attraktive Renditedifferenz wurde auf das tiefe Eigenkapital der SIVs ausgeschüttet – ein lohnendes Geschäft. Die Banken, welche die entsprechenden SIVs aufgesetzt hatten, verpflichteten sich, im unwahrscheinlichen Fall einer nicht mehr funktionierenden Refinanzierung der Passivseite die Finanzierung über die eigene Bilanz selbst zu übernehmen. Die Banken rechneten nicht mit dem Eintreten eines solchen Szenarios.

Rien ne va plus

Bereits im Sommer 2006 deutete ein Rückgang bei den Baubewilligungen und steigende Leerstandsquoten auf eine nachlassende Dynamik im Immobilienmarkt hin. Die Konjunkturlage verbesserte sich und das Zinsniveau stieg weiter an. Eine gefährliche Scherenbewegung begann: Die Finanzierungskosten stiegen an, die Renditen auf den Immobilien fielen, die Nachfrage sank und damit die Immobilienpreise. Die Hypothekarbelastung erhöhte sich prozentual und die ersten Schuldner konnten in der Folge ihre Kredite nicht

mehr bedienen. Die Abwärtsspirale begann sich zu drehen.

Die Zusammenhänge kommen ans Licht

Die ganze Finanzierungskette der US-Hypothekarkredite kam im Sommer 2007 innerhalb von nur drei Wochen komplett zum Erliegen. Der vorläufige Höhepunkt markierte ein plötzlicher und markanter Anstieg der Interbanken-Referenzsätze, zu welchen sich die Banken gegenseitig Gelder ausleihen. Die Handelbarkeit von Anleihen aus dem Hypothekar-Umfeld wie MBS, ABS, CDO und SIV kam praktisch zum Stillstand. Das Ausmass der Krise wurde zuerst unterschätzt und die Fähigkeit der Ratingagenturen und Banken, mit ihren Risiko-Management-Systemen die Risiken zu bewerten, wurde überschätzt. Milliardenbeträge mussten abgeschrieben werden. Die schleppende Informationspolitik und die damit hartnäckig kolportierten Gerüchte führten zu einem massiven Vertrauensverlust gegenüber dem Bankensystem. Die Notenbanken hatten inzwischen den Ernst der Lage erkannt und mit Zinssenkungen und einer grosszügigen Liquiditätsversorgung versucht, die Auswirkungen in Schach zu halten.

Eine neue Blase?

Die Konsequenzen aus diesem Debakel dürften dennoch mittel bis längerfristig positive Auswirkungen haben. Die Krise wird das globale Wirtschaftswachstum voraussichtlich bremsen, die tieferen Zinsen und die grosszügigere Liquiditätsversorgung sowie die Dynamik in Asien könnte aber zu einer umso stärkeren Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2008 führen. Dies wird die Aktien- und Rohstoffpreise positiv beeinflussen und zu höheren Leitzinssätzen und später zu einer stärkeren Inflation führen. Trotz der Tatsache, dass sich Krisen immer wieder ergeben, ist es sehr unwahrscheinlich, dass die Marktteilnehmer, d.h. die Zentral- und Geschäftsbanken, aber auch die Anleger selber, daraus lernen. Das Auffinden, Aufblasen und Aufstechen solcher Blasen scheint in unseren Finanzsystemen inhärent zu sein. Man darf auf die nächsten Übertreibungen und ihre Folgen gespannt sein.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 1. QUARTAL 2008

Die Finanzkrise hat sich auch im 4. Quartal weiter ausgedehnt und zu einer weltweiten Kreditverknappung geführt. Eine konjunkturelle Verlangsamung ist eingetreten und wird auch das 1. Halbjahr 2008 prägen. Wir erwarten aber keine Rezession und gehen von einer Erholung im 2. Semester 2008 aus. Aktien werden nach einem schwierigen Start ins neue Jahr wieder ein attraktives Potenzial aufweisen.

Wirtschaftliches Umfeld

Die Finanzkrise in den USA hat sich als nachhaltiger erwiesen als ursprünglich erwartet. Das Wachstum im 4. Quartal dürfte unter der zunehmenden Verknappung des Kreditvolumens sowie rezessiven Tendenzen in der Bauindustrie gelitten haben. Das FED dürfte die Zinsen im Laufe des 1. Quartals 2008 nochmals um 50 Basispunkte senken. Das wird vorübergehend zu tieferen Inflationsraten führen. Wir rechnen mit einem deutlich schwächeren 1. Halbjahr 2008, nicht aber mit einer Rezession. Die tiefen Lagerbestände, das aufgestaute Investitionsvolumen und die dynamische Entwicklung in Asien werden wieder zu einem stärkeren Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte führen.

Europa wird von der Wachstumsabschwächung in den USA ebenfalls beeinflusst werden. Die Geldpolitik der EZB zielt primär auf die Inflationsbekämpfung und wird ebenfalls eher einen Bremseffekt haben. Wir erwarten eine abwartende Haltung der EZB und stabile Zinsen bis Ende 2008.

In Japan hat sich die Wachstumsdynamik bereits wieder deutlich abgeschwächt. Positive Effekte anderer boomender Länder im gleichen Wirtschaftsraum sind bisher ausgeblieben. Wir erwarten auch hier stabile Zinsen. In China bleibt das Wachstum stark.

Die Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben im Verlauf des 4. Quartals nochmals kräftig korrigiert. Insbesondere der Finanzsektor, den wir strategisch untergewichtet hatten, war davon stark betroffen. Die reduzierten Konjunkturprognosen führten aber auch im von uns favorisierten Industriesektor zu Rückschlägen. Diese Korrekturen sind aus unserer Sicht übertrieben. Wir gehen von einer Kurserholung im 2. Halbjahr 2008 aus. Bei den beiden Schweizer Grossbanken implizieren die Kurse eine negative Bewertung des Segmentes «Investment Banking.» Aber auch bei einigen Industrierwerten liegen die Kurse unterhalb der Buchwerte. Im Januar erwarten wir im Rahmen der Berichtssaison der Unternehmensergebnisse eine Serie negativer Meldungen. Eine erneute Korrektur an den Aktienmärkten könnte dann zu einem gezielten Ausbau der Aktienquote genutzt werden.

Anleihenmärkte

Mit der Wirtschaftsabschwächung werden erstklassige Staatsanleihen nochmals Kursgewinne verbuchen. Trotzdem bleiben wir aufgrund der erwarteten Wirtschaftserholung in der zweiten Jahreshälfte bei kurz- bis mittelfristigen Anlagen.

Währungen

Der USD könnte aufgrund der wieder besseren US-Wirtschaft im Jahresverlauf an Stärke gewinnen.

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, www.baryon.com