

# Baryon

---



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Die Krise im amerikanischen Hypothekemarkt hat die Finanzindustrie und dabei insbesondere die Banken zu Wertberichtigungen im Umfang von total USD 398 Mrd. gezwungen. Einhergehend mit dieser immensen Wertkorrektur haben die Banken am Kapitalmarkt rund USD 368 Mrd. Eigenkapital aufgenommen. Somit wird evident, dass das viel gelobte Risikomanagement der Banken gar nicht so perfekt ist. Einmal mehr muss der Aktionär dafür gerade stehen, was man sich ja eigentlich schon langsam gewohnt ist.*

*Ich bin jedoch der Überzeugung, dass die aktuelle Situation die Zukunft der Banken wesentlich verändern wird, da neue Kreditgeschäfte wieder vermehrt mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Und es werden Erinnerungen an eine Phase vor rund 35 Jahren wach, als die Schweizer Banken zum Ausbau ihrer Geschäftsaktivitäten fast jedes Jahr mit einer Kapitalerhöhung aufwarten mussten, um ihre Eigenkapitalbasis zu verstärken. Längerfristig werden wir meiner Meinung nach davon Abschied nehmen müssen, dass die Banken ihr Geschäft mehr oder weniger ohne Risiko mit einer Eigenkapitalrendite von mehr als 25% betreiben können. Diese Vermutung führt aber auch unweigerlich dazu, dass die aktuellen Bewertungen der Banken hinterfragt werden müssen. Dieser Prozess hat erst begonnen.*

*Basierend auf der Erkenntnis, dass das Bankgeschäft für den Anleger per se risikobehaftet ist, müsste man nun annehmen, dass die verantwortlichen Gremien alles unternehmen würden, um das Risiko insgesamt zu verringern. Doch diese Annahme ist vermutlich falsch. Die nächste Blase bildet sich bereits im Rohstoffmarkt und alle Fachleute beteuern immer weiter, dass die absurden Preissteigerungen nichts mit Finanzspekulationen zu tun haben. Wer will dem noch Glauben schenken?*

*Kürzlich hat das grösste amerikanische Brokerhaus einen überraschend guten Quartalsausweis präsentiert. Bei den Erläuterungen der Zahlen wurde ausführlich darauf eingegangen, dass man die zukünftigen Ertragschancen im Rohstoffmarkt sieht. Für die Finanzindustrie gilt offensichtlich das Sprichwort: «Was Hänschen nicht lernt, lernt Hans nimmermehr!»*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- Editorial
  - «Japan is different!»
  - Die Anlagestrategie im 3. Quartal 2008
-

## «JAPAN IS DIFFERENT!»

*Ob Investor oder Besucher im Land der aufgehenden Sonne – die im Titel gemachte Aussage ist eine beliebte Antwort auf unangenehme Fragen von Ausländern. Gerade in der momentan vorherrschenden Finanzkrise trifft dies aber tatsächlich zu. Während sich der Fokus mittlerweile von der sogenannten «Subprime-Krise» auf die Bekämpfung der Inflation verschoben hat, sieht die Situation in Japan ganz anders aus: Die Inflation ist hier willkommen.*

Obwohl Inflation auch in Japan Verlierer hat, sind steigende Preise im Ganzen gesehen eine positive Entwicklung. Während der «Bubble-Economy» der 80er Jahre hatte Japan praktisch keine Konsumentenpreis-inflation. Die Asset Price-Inflation bei Immobilienpreisen und Finanzwerten war aber enorm.

Nach dem Platzen der Blase im Jahre 1990 folgte in Japan eine Banken- und Wirtschaftskrise, wobei letztere aufgrund staatlicher Interventionen kaum bemerkbar war. In den meisten Wirtschaftssektoren wurden kaum Arbeitsplätze abgebaut. Der überproportionale Bausektor wurde durch grosse Infrastrukturprojekte am Leben gehalten. Die Privatwirtschaft unternahm gewisse Restrukturierungen, aber echte Strukturbereinigungen waren selten. Trotz der Katerstimmung nach den Exzessen der «Bubble-Economy» galt weitgehend «business as usual».

Nach einem hohen Zinsniveau zu Beginn der 90er Jahre wurde die ZIRP (Zero Interest Rate Policy) eingeführt, was den Banken dazu verhalf, die inländische Immobilienkrise zu überwinden. Die Japaner, von Natur aus fleissige Sparer, mussten sich mit Sparzinsen von 0.25% begnügen – dies ergab in den deflationären Zeiten aber noch immer eine positive Rendite. Die enorm anwachsende Staatschuld wurde von inländischen Investoren gekauft. Dadurch fühlten sich die Japaner oft reich, denn schliesslich besaßen sie Wertpapiere in ihren Portfolios. Der Anteil jeden Bürgers an der riesigen Staatschuld wurde dabei einfach ignoriert. Die vorherrschende Meinung war, dass sich der Staat schon irgendwie selber organisiert. Dies obwohl die LDP Partei, welche seit Jahrzehnten fast

ununterbrochen die Regierung stellt, immer mehr in die Kritik kam.

Obwohl immer eine kleine Minderheit, erfreuten sich die risikofreudigeren Investoren dank des «Currency Carry Trade» (konvertiere Yen in hochverzinsliche Fremdwährungen) guter Profite. Das war während vieler Jahre eine ausgesprochen erfolgreiche Investitionsmethode, da die Geldflüsse zu einer Abschwächung des Yen führten. Somit basierte der Erfolg nicht nur auf der Zinsdifferenz, er wurde durch Devisengewinne noch weiter verbessert. Dieselbe Strategie nutzten auch Spekulanten weltweit, indem sie für ihre Anlagen Kredite in Yen aufnahmen. Somit fütterte die Tiefzinspolitik (ZIRP) der japanischen Notenbank die globale Kreditschöpfung. Durch diese Rückschau wird eine verblüffende Ähnlichkeit mit der jetzigen Krise in USA und Teilen Europas evident.

Heute hat Japan Inflation, obwohl dies statistisch noch nicht im vollen Umfang ersichtlich sein mag. In japanischen Medien ist die Inflation dieses Jahr zur grossen Schlagzeile geworden.

Der Kunde wird in Japan in höchstem Masse geschätzt, weshalb der Kundenservice immer im Mittelpunkt steht. Nachdem viele Unternehmungen die Erosion ihrer Gewinnmargen lange Zeit stillschweigend hinnahmen, weil sie ihre Kundenschaft nicht verärgern wollten, ist nun die Schmerzgrenze erreicht. Wie sich zeigt, akzeptiert der japanische Konsument die Preiserhöhungen und die Unternehmen sind in der Lage, ihre Margen wieder in ein Gleichgewicht zu bringen. Dies nachdem viele Produkte seit rund

20 Jahren nur um die in den 90er Jahren eingeführte Mehrwertsteuer erhöht werden konnten.

Eine bekannte Stärke von Japan ist die Bereitschaft, Herausforderungen gemeinsam anzupacken. Noch heute wird die Erdölkrise der 70er Jahre als Grund zur enormen Produktivitätssteigerung in Japan genannt. In schwierigen Situationen ziehen alle am gleichen Strick. So wurde eine Krise zum Grundstein des japanischen Wirtschaftswunders der nachfolgenden Dekade.

Wie bereits erwähnt, sind die Japaner fleissige Sparer und auch mit einem tiefen Zins zufrieden. Das ändert sich nun aber rapide, da keine Realverzinsung mehr existiert. Hochrechnungen zufolge werden innert Jahresfrist die Konsumentenpreise um ca. 4% steigen und die traditionellen Sparstrategien somit unattraktiv. Der «Carry Trade» ist mit dem stärkeren Yen ebenfalls keine valable Anlage. Somit ist abzusehen, dass sich das Verhalten der Anleger in Zukunft verändern wird. Trotzdem sind momentan noch immer 52% der Haushaltersparnisse in tief verzinslichen Anlagen investiert – die neue Konsensusbildung braucht Zeit.

Für die Zukunft darf man davon ausgehen, dass die wegen Renditevorteilen im Ausland investierten Gelder teilweise repatriert werden. Am japanischen Aktienmarkt ist vieles in Bewegung:

- Japanische Aktien handeln auf historisch tiefen Bewertungen und die Aktienanteile in japanischen Portfolios sind historisch klein.
- Japanische Unternehmungen sind dafür bekannt, dass Aktionäre bis dato eher eine «Quantité négligable» waren. Das hat «Shareholder Activists» wie Steel Partners auf den Plan gerufen – es sind Verbesserungen in Sicht. Die Zeit der Übernahmeprotektion mit «Poison Pills» scheint den Zenit überschritten zu haben.
- Shiseido, eine weltweit bekannte Kosmetikunternehmung, hat sich gegen «Poison Pills» ausgesprochen. Der Verwaltungsrat von Aderans wurde kürzlich von den Aktionären abgewählt.

- Toyota hat sich positiv zu mehr Aktienrückkäufen geäußert.

- Die Japan Pension Fund Association nimmt ihre Aktionärsrechte aktiver wahr und übt Druck aus, wenn eine Unternehmung über drei Jahre eine unterdurchschnittliche Eigenkapitalrendite aufweist.

Es tut sich einiges in Japan. Das Zünglein an der Waage wird die «proverbial Mrs. Watanabe» sein, wenn sie beginnt vermehrt Aktien zu kaufen. In diesem Zusammenhang ist es erwähnenswert, dass in Japan die Frauen und nicht etwa die Männer das Familienvermögen verwalten. Die Frauen waren in den 80er Jahren als versierte Investorengruppe am Markt aufgetreten. Es ist davon auszugehen, dass dies in Zukunft ähnlich sein wird.

Die Deflation hat das Konsumverhalten stark beeinflusst. Der Konsument gab kein Geld aus, da die Preise ständig sanken. In Zeiten von Inflation tritt der gegenteilige Fall ein, die Bereitschaft, eher früher als später zu kaufen, setzt sich durch. Japan erfährt einen enormen Strukturwandel. Das Bruttosozialprodukt pro Kopf wächst beispielsweise seit einiger Zeit stärker als in den USA. Dieser positive Aspekt wurde meist übersehen, da nur das BSP als Ganzes betrachtet wird. Da Japan aber einen Bevölkerungsrückgang aufweist, sind die relativen Zahlen pro Kopf ausschlaggebend.

In den letzten 18 Jahren gab es manches Aktienrally an der japanischen Börse, die längerfristig enttäuschte. Inzwischen hat sich Japan jedoch strukturell verbessert und sich dadurch viel besser positioniert. Auch wenn sich das globale Wachstum verlangsamt, existiert in Asien eine positive Dynamik und Japan ist innerhalb Asiens besonders gut aufgestellt.

Entsprechend werden sich die Geldflüsse entwickeln. Japan hat gut kapitalisierte Banken, ganz im Gegensatz zu einigen Ländern in Europa oder Nordamerika, wo die Kreditaktivitäten stark rückläufig sind.

So darf konstatiert werden, dass Japan in den kommenden Monaten einer der attraktivsten Aktienmärkte sein wird.

# DIE ANLAGESTRATEGIE IM

## 3. QUARTAL 2008

*Die Finanzkrise dürfte im 2. Quartal 2008 den Zenit überschritten haben. Die Wirtschaft in den USA entwickelt sich besser als erwartet. Der enorme Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise macht weitere Zinssenkungen der Notenbanken weniger wahrscheinlich. Die Konjunkturlokomotiven in Asien und Europa dürften im Laufe des Jahres weiter an Kraft verlieren. Ein globaler Abschwung wird die Preisentwicklung der Rohstoffe später als in vergangenen Zyklen aufhalten.*

### Wirtschaftliches Umfeld

Die konjunkturelle Entwicklung verlief generell nicht ganz so harzig wie erwartet. Es zeigte sich ein knapp positives Wachstum, eine Rezession konnte vorerst vermieden werden. Der Immobilienmarkt zeigt erste Zeichen einer Stabilisierung. Das FED dürfte den Zinssenkungszyklus beendet haben, weil ihm die hartnäckige Teuerung und der Preisdruck bei den Rohstoffen die Hände binden. Die negativen Realzinsen unterstützen die Wirtschaft und werden mindestens zu einer kurzfristigen Erholung führen. Die Unsicherheit besteht darin, dass eine weitere Abschwächung in Europa und Asien diese Erholung gegen Ende Jahr in einen globalen Abschwung führen.

Das Wachstum in Europa ist bereits auf dem Abwärtstrend und wird durch die EZB keine Unterstützung erhalten. Die EZB sieht ihre Kernaufgabe weiterhin in der Inflationsbekämpfung durch Zinserhöhungen. Die konjunkturelle Entwicklung ist diesem Ziel untergeordnet. Der Basiseffekt bei der Inflationsberechnung dürfte in der zweiten Jahreshälfte zu Werten unterhalb der «Komfortzone» von 2% führen, weshalb wir höchstens einen Zinserhöhungsschritt erwarten.

Mit Ausnahme von Japan, machen sich in Asien zunehmend negative Auswirkungen der Inflation und

der gestiegenen lokalen Produktionskosten bemerkbar. Die Währungen haben sich gegenüber dem USD weiter verteuert, was die Wettbewerbsfähigkeit zusätzlich reduziert. Wir glauben nicht daran, dass sich Asien der allgemeinen Entwicklung entziehen kann.

### Aktienmärkte

Das Umfeld für Aktien bleibt schwierig. Eine kurze Erholungsphase aufgrund positiver US-Konjunkturdaten könnte in den Sommermonaten für ein besseres Klima sorgen und insbesondere Industrietitel und konsumnahe Werte begünstigen. Mittelfristig wird allerdings entscheidend sein, auf Werte in den Themen Infrastruktur, erneuerbare und effiziente Energien und nachhaltige Landwirtschaft zu setzen. Wir favorisieren dabei Firmen, welche in Nischen tätig sind, Marktleader sind und ein wachstumsorientiertes Geschäftsmodell haben.

### Anleihenmärkte

Unser Zinsszenario begünstigt Geldmarktanlagen und erstklassige Anleihen mit kurzen Laufzeiten.

### Währungen

Der Vorsprung der USA im globalen Konjunkturzyklus unterstützt den USD. CHF und YEN waren in der Vergangenheit mit einem geringen Inflationsdruck konfrontiert und dürften nun profitieren.

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