

# Baryon

---



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Kürzlich habe ich alle Editorials, die ich für diesen Newsletter verfasst habe, noch einmal gesichtet und dabei festgestellt, dass ich häufig über die aktuelle Situation an den Finanzmärkten geschrieben habe. Wenn man sich mit den Ereignissen der letzten 10 Jahre befasst, kommt man zum Schluss, dass sich die Kadenz von Skandalen und Krisen laufend erhöht hat. Die Gründe dafür liegen wohl bei den Marktteilnehmern selber, aber auch bei den Regulierungsbehörden.*

*Finanzmärkte basieren grundsätzlich auf gegenseitigem Vertrauen. Jeder Marktteilnehmer setzt automatisch voraus, dass seine Gegenpartei bei jedem getätigten Geschäft ihre Verpflichtungen erfüllen kann. Deshalb hilft es wenig, wenn man in Zeiten unsicherer Finanzmärkte auf Zinsinterventionen zurückgreift. Viel wichtiger wäre, dass sich Marktteilnehmer und Regulierungsbehörden transparent und konsistent verhalten, und dies ist aktuell nicht der Fall. Immer wieder gibt es Marktteilnehmer, die aktiv, teilweise nachweislich, falsche Gerüchte streuen und damit ein ganzes Karussell von unkontrollierten Abwärtsspiralen in Gang setzen, bis zuletzt der Staat eingreift und entscheiden muss, ob er Steuergelder dafür verwenden soll, um ein immer irrationaleres System am Leben zu erhalten. Vor wenigen Wochen wurde Bear Stearns vor dem Konkurs gerettet, vor wenigen Tagen Lehman Brothers fallen gelassen und Merrill Lynch zwangsfusioniert, Fannie Mae, Freddie Mac und zuletzt AIG wurden faktisch verstaatlicht. Man fragt sich, was als nächstes kommt.*

*Wir müssen feststellen, dass gewisse Finanzmarktteilnehmer mit den Regulierungsbehörden Katz und Maus spielen und diese nicht mehr agieren, sondern reagieren. Es täte Not, dass das Heft wieder in die Hand genommen und proaktiv gehandelt wird, indem gewisse Vorschriften momentanen Gegebenheiten angepasst und jetzt beispielsweise die sogenannten Leerverkäufe klar reguliert werden. Vertrauen kann nur durch aktives und überzeugendes Handeln gewonnen werden. Das FED hat den ersten diesbezüglichen Schritt gemacht, indem es die Zinsen am 16. September 2008 nicht gesenkt hat. Ein Hoffnungsschimmer am Horizont.*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- Editorial
  - «Das verlorene Jahrzehnt»
  - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2008
-

## «DAS VERLORENE JAHRZEHT»

*Das Erinnerungsvermögen mancher Anleger ist betont selektiv. Zu oft klaffen Wunschdenken und Wirklichkeit auseinander. Wer die Aktienmärkte der letzten 10 Jahre genau analysiert, kommt zu einem ernüchternden Fazit: Mit Aktien liess sich in diesem Zeitraum kein Geld verdienen. Trotzdem bleibt die Aktie als Anlagemedium unangefochten an erster Stelle. Eine disziplinierte Anlagestrategie und ein gezieltes Auswahlverfahren bei Aktien sind entscheidend.*

«Die Börse ist ein Paternoster. Es ist ungefährlich, durch den Keller zu fahren. Man muss nur die Nerven behalten.» John Kenneth Galbraith, amerikanischer Wirtschaftswissenschaftler.

Wer in Aktien investiert, braucht einen langen Anlagehorizont und darf sich nicht von kurzfristigen Schwankungen aus der Ruhe bringen lassen. Betrachtet man die Börsenentwicklung bis weit zurück in das letzte Jahrhundert, gibt es in der Tat keine bessere Anlage als Aktien. Es ist die einzige Anlage, die keinen Unterhalt kostet, in der Regel eine Dividende abwirft, als Sachwert die Inflation kompensiert und innerhalb kurzer Zeit liquidierbar ist. In der langfristigen Optik werfen repräsentative Aktienindizes im Schnitt eine Rendite von 7% ab, was etwa 1-2% über der Entwicklung des nominalen Wirtschaftswachstums liegt. Hier muss berücksichtigt werden, dass Aktien von Unternehmen, welche schlecht performen, im Laufe der Zeit aus dem Index ausscheiden und durch Firmen mit einer positiven Entwicklung ersetzt werden. Aktienindizes schneiden deshalb in der Regel besser ab als das durchschnittliche Wirtschaftswachstum.

Die Entwicklung in den letzten zehn Jahren forderte die Anlegerdisziplin und die Geduld der Aktienanleger. Wer die Entwicklung der Anlagen genau überprüft, wird feststellen, dass mit Aktien seit 10 Jahren kein Geld verdient werden konnte. Die Aktienindizes stehen dort, wo sie in den Tagen der Russland- bzw. Emerging-Markets-Krise im Sommer 1998 standen. Berücksichtigt man bei dieser Betrachtung auch noch die Inflations-

entwicklung, fällt die Bilanz noch schlechter aus und zeigt einen realen Vermögensverlust. Gemeinhin spricht man deshalb von einem «verlorenen Jahrzehnt» am Aktienmarkt. Eine solche Entwicklung gab es im letzten Jahrhundert nur zweimal: während der grossen Depression in den 30er Jahren und der Stagflationsphase der 70er Jahre. In den letzten 10 Jahren haben alle anderen Anlagekategorien deutlich besser abgeschlossen, insbesondere die über Jahrzehnte vernachlässigten Rohstoffe.

Das Erinnerungsvermögen mancher Anleger ist betont selektiv. Gerne denkt man an die fantastische Entwicklung der 80er und 90er Jahre. Gemessen am S&P500 Index konnte in diesen Phasen eine durchschnittliche Rendite von rund 17% pro Jahr erzielt werden. Es besteht ein enger Zusammenhang zwischen der Gewinnentwicklung der im Index vertretenen Werte und der Kursentwicklung über einen längeren Beobachtungszeitraum. Der Aktienmarkt berücksichtigt Veränderungen bei den Unternehmensgewinnen aber nicht unmittelbar und vor allem nicht immer mit der gleichen Intensität. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis ist eine variable Grösse. Sie tendiert über längere Zeiträume aber immer wieder zurück zum Durchschnitt, der linear verläuft. Änderungen in der Praxis der Besteuerung der Unternehmensgewinne können diese Kennzahl zeitweise verzerren. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis ist allerdings einfach zu berechnen und liegt über grössere Zeiträume vor. Untersucht man die eingangs erwähnte Performance des S&P500 Index etwas genauer, ergeben sich von den 17% alleine 6% aus der Er-

höhung der Aktienbewertung im Verhältnis zur Gewinnentwicklung (Kurs/Gewinn-Verhältnis) und rund 7% p.a. aufgrund des nominalen GDP Wachstums. Die restlichen 4% können zu einem guten Teil dem vorerwähnten Auswahlverfahren bei der Indexzusammenstellung zugeschrieben werden.

Vergleicht man diese Komponenten mit der Entwicklung der letzten 10 Jahre, ergeben sich negative Effekte aus einer Kontraktion des Kurs/Gewinn-Verhältnisses von minus 5% pro Jahr und einen positiven Effekt aus der nominellen GDP-Entwicklung von plus 5%. Dass die Aktienkursentwicklung im fraglichen Zeitraum bei Null liegt, kann also nicht überraschen.

Nicht wenige Anleger werden feststellen, dass sie über diese Zeitperiode schlechter dastehen, als oben errechnet. Wie kann das sein? Die Antwort liegt auf der Hand: Nur die wenigsten hatten den Mut, in den Jahren 2001 bis 2003, als die Kurse jeweils mit zweistelligen Prozentsätzen fielen, die Nerven zu behalten und die Krise durchzustehen. Sehr oft wurden die Aktienquoten der Kapital-sicherheit zuliebe gerade in den schwärzesten Tagen reduziert und in weniger riskante Anlagen umgeschichtet. In der Folge wurde (zu) lange mit einem Wiedereinstieg zugewartet. Der Mut dazu kehrte erst nach zwei oder drei positiven Aktienjahren zurück und kam somit zu spät. Im Rückblick war der Anleger somit vor seinem Panikverkauf während des grössten Teils der Talfahrt investiert und meistens erst in der Endphase der Kurserholung wieder dabei. Das Resultat präsentiert sich entsprechend unbefriedigend. Diese emotionale Komponente ist der grösste Feind einer diszipliniert langfristigen Anlagestrategie. Die Angst vor Verlusten und auch die Gier werden nicht zuletzt von den Medien geschürt und der Versuch, diese in turbulenten Zeiten zu ignorieren ist prüfenswert.

Die Konsequenz ist die Moral der Geschichte. Es lohnt sich, einer gewählten Strategie treu zu bleiben und die Aktienquoten generell zu halten. Unter- und Übergewichtungen sollten nur kurzfristig

gefahren werden. Mehr Beachtung sollte der Titelselektion und der Konzentration der Anlagen geschenkt werden. Die Entwicklung der Aktienindizes über den Zeitraum der letzten 10 Jahre verfälscht aber die Tatsache, dass es durchaus lohnende Aktienengagements gab. Fündig wird man bei Firmen, die ein nachhaltiges Geschäftsmodell verfolgen und hauptsächlich dank innovativer Produkte in Nischenmärkten überdurchschnittliche Margen erzielen und vor allem organisch wachsen und damit Mehrwerte schaffen. So liegt beispielsweise die jährliche Gesamtrendite von Nestle oder BASF bei 10%. Aber es gibt auch kleinere Firmen mit einer überzeugenden Entwicklung, wie zum Beispiel Schulthess Group mit 23%, Sika mit 10% oder Interroll mit 6%. Es lohnt sich also, hinter die Gesamtmarktentwicklung zu schauen und sich bei der Titelselektion auf wesentliche fundamentale Parameter zu konzentrieren.

Die generelle Veränderung der Bewertung des Aktienmarktes auf der Basis des Kurs/Gewinn-Verhältnisses ist ein wesentlicher Treiber der Gesamtrendite. Allgemein gilt: Je besser zukünftige Gewinne abschätzbar sind, je weniger zyklisch sich ein Unternehmen verhält und je tiefer die Zinsen sind, desto höher ist das Kurs/Gewinn-Verhältnis. Bis auf die Zinsen kann ein geschicktes Managementteam die Bewertung des Unternehmens an der Börse durch die von ihm gewählte Firmenstrategie aktiv beeinflussen. Die Marktpsychologie ist ebenfalls ein wichtiger Faktor, welcher aber nur vorübergehend zu einer Über- oder Unterbewertung führt. Über längere Zeiträume hat sie kaum eine Bedeutung.

Eine diszipliniert langfristige Anlagestrategie ermöglicht einen antizyklischen Anlagestil. Ein Rückgang an den Aktienmärkten ist so gesehen kein Risiko, sondern eine Chance, erstklassige Aktien zu tiefen Preisen einzukaufen. So ist es auf lange Sicht auch nicht erheblich, dass man eine Aktie nie am tiefsten Punkt erwischt. Wichtig sind starke Nerven, denn die Medien mit ihren Hiobsbotschaften hat man bei diesem Anlagestil meistens gegen sich, und dies ist nicht zu unterschätzen.

# DIE ANLAGESTRATEGIE IM

## 4. QUARTAL 2008

*Entgegen unserer Erwartung hat sich die Finanzkrise noch weiter verschärft. Die Wirtschaft in den USA entwickelt sich allerdings besser als erwartet. Der Rückgang der Rohstoffpreise macht Zinssenkungen der Notenbanken wieder wahrscheinlicher, insbesondere in Europa. Die Konjunkturlokomotiven in Asien und Europa dürften im Laufe des Jahres weiter an Kraft verlieren. Ein globaler Abschwung mit einem «Double-Dip» in den USA wird für 2009 wahrscheinlicher.*

### Wirtschaftliches Umfeld

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA verlief generell nicht ganz so harzig wie erwartet. Es zeigte sich ein positives Wachstum, eine Rezession konnte vorerst vermieden werden. Die Konkurswelle in der Finanzbranche zieht weitere Kreise. Die Rohstoffpreise haben sich schneller als erwartet zurückgebildet und geben dem FED wieder mehr Spielraum für Zinssenkungen. Die negativen Realzinsen unterstützen die Wirtschaft und werden mindestens zu einer kurzfristigen Erholung führen. Die Wahrscheinlichkeit eines «Double-Dips» in den USA und einer globalen Rezession im 1. Quartal 2009 haben sich aber weiter erhöht.

Das Wachstum in Europa war im 2. Quartal bereits negativ und hat die EZB bisher nicht von ihrem Kurs abgebracht. Die Notenbank beharrt weiterhin darauf, die Inflation mittels Zinserhöhungen zu bekämpfen. Die konjunkturelle Entwicklung ist diesem Ziel untergeordnet. Der wirtschaftliche Abwärtstrend nimmt allerdings zu, und dank tieferer Rohstoffpreise darf mit einer Zinssenkung bis zum Jahresende gerechnet werden.

Mit Ausnahme von Japan machen sich in Asien zunehmend negative Auswirkungen der Inflation und der gestiegenen lokalen Produktionskosten be-

merkbar. Die Währungen haben sich gegenüber dem USD 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. Die Auswirkungen der weltweiten Reduktion von Risikopositionen aufgrund der entstandenen Vertrauenskrise im Finanzsystem können nicht abgeschätzt werden. Diese Entwicklung vollzieht sich vor dem Hintergrund einer sich verschlechternden Weltwirtschaft. Die Vergangenheit lehrt, in solchen Phasen möglichst an der Seitenlinie zu stehen und erstklassige Aktienpositionen durchzuhalten. Wir behalten unsere Untergewichtung bei, werden die Aktienquoten aber nicht weiter senken. Die Situation dürfte sich mindestens kurzfristig mit besseren Wirtschaftszahlen in den USA beruhigen.

### Anleihenmärkte

Wir beschränken uns auf erstklassige Anleihen. Das Zinsszenario begünstigt wieder längere Laufzeiten.

### Währungen

Der Vorsprung der USA im globalen Konjunkturzyklus unterstützt den USD.

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