

Baryon



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

Ein bewegtes 2008 hat sich verabschiedet und viele Ereignisse sind eingetroffen, die wir nicht für möglich gehalten hätten. Wir haben im letzten Jahr gelernt, dass wir auch mit für unmöglich gehaltenen Realitäten umzugehen haben und ich bin der festen Überzeugung, dass auch das neue Jahr mit einigen Überraschungen aufwarten wird. Ich will aber an dieser Stelle nicht in die Kristallkugel blicken, da dies in der jetzigen Zeit kaum zu einem erleuchtenden Ergebnis führen kann. Zu vieles liegt im Ungewissen und jede Prognose kann bereits Stunden später schon wieder Makulatur sein. Trotzdem glaube ich, dass wir aus den Erfahrungen der vergangenen Monate eine wichtige Erkenntnis ziehen müssen, nämlich, dass wir die aktuelle Situation nur dann richtig meistern, wenn sowohl die Politiker als auch die Manager bereit sind, sich wieder an den wirklichen Grundwerten der Gesellschaft zu orientieren. Zu diesen Grundwerten gehören nun einmal auch Fleiss und Bescheidenheit.

Im Jahre 2008 haben wir auch unser 11jähriges Firmenjubiläum gefeiert. Einer alten Tradition folgend haben wir eine Vernissage in unseren Büroräumlichkeiten und einen gesellschaftlichen Anlass in einem tropischen Umfeld organisiert. Für mich war es ein schönes Erlebnis, an diesen beiden Anlässen so viele Menschen zu begrüßen.

Auf eine 11jährige Firmengeschichte zurückzublicken ist mit all den unverhofften Erlebnissen während dieser Zeit nicht nur etwas Schönes, sondern stimmt mich ab und zu auch nachdenklich. Viele Erinnerungen haften an traurigen Bildern, die ihre zerstörerische Kraft bis in mein unternehmerisches Umfeld hineintrugen und es schwieriger gemacht haben, die gesetzten Ziele zu erreichen. Trotzdem haben wir in diesen 11 Jahren des Unternehmertums auch sehr vieles erreicht und ich bin mir sehr wohl bewusst, dass dieser Erfolg sowohl mit unseren Kunden als auch mit meinen Mitarbeitern zu teilen ist.

In diesem Sinne danke ich allen, die dazu beigetragen haben, aus der Baryon AG das zu machen, was sie heute darstellt und ich freue mich schon jetzt darauf, mit Ihnen das nächste Jubiläum zu feiern.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Schwacher Selektionsdruck
 - Die Anlagestrategie im 1. Quartal 2009
-

SCHWACHER SELEKTIONSDRUCK

Die Verflechtungen des internationalen Finanzmarktes sind sehr komplex und mit den geltenden Regulierungen und Überwachungsorganen kaum mehr überblickbar. Finanz-Grosskonzerne gelten als „too big to fail“. Bei einer akuten Schieflage hat der Staat einzuspringen. Die Signale, die damit ausgesendet werden, sind gefährlich und führen zu Fehlallokationen der Marktteilnehmer und damit zu neuen Krisen.

In den 80er Jahren gingen in den USA rund 30 % aller Sparkassen Konkurs. Eine unglückliche Regulierung aus den 30er Jahren und eine überbordende Spekulation der Banken im Immobiliensektor führten dazu, dass rund 80 % aller Sparkassen zu dieser Zeit rote Zahlen schrieben. Der Staat musste 1989 mit einem Rettungspaket die maroden Banken von den faulen Krediten befreien. Sieben Jahre später konnte die Krise als überwunden bezeichnet werden.

Einige Jahre später entstand in Asien infolge der Liberalisierung der Finanzsektoren ein Kreditboom. Ein immer grösserer Teil der Kredite wurde dabei zum Kauf von Aktien und Immobilien eingesetzt und führte zu massiven Überbewertungen. Die Banken waren unterkapitalisiert und der Kollaps einiger Banken in Thailand führte auch in Japan zu einer Kettenreaktion. Der IMF orchestrierte ein Lösungspaket, welches innerhalb von nur 12 Monaten zur Bewältigung der Krise führte.

1989 mussten einige Nobelpreisträger ihren Hedgefund LTCM nach riesigen Verlusten liquidieren. Die Verbindlichkeiten betrug mehrere hundert Milliarden USD. Das FED senkte die Leitzinsen und moderierte mit einer Gruppe von Geschäftsbanken eine umfangreiche Rettungsaktion, um eine internationale Finanzkrise zu vermeiden.

Die Geschichte könnte um einige Beispiele erweitert werden. Im Kern geht es immer um die gleiche Abfolge, die in eine Überhitzung und Überbewertung der Märkte führt. Am Ende der Krise steht in irgendeiner Form der Staat, der mit umfangrei-

chen Rettungspaketen den Schaden eingrenzt und die Verluste deckt. Das System wird gerettet, aber gleichzeitig werden ineffiziente Strukturen am Leben erhalten, wodurch ein falsches Signal an die übrigen Marktteilnehmer gegeben wird.

Die aktuelle Finanzkrise ist so mit grosser Wahrscheinlichkeit das Resultat von Rettungsmanövern früherer Krisen. Kaum wurden die ersten Anzeichen im Herbst 2007 sichtbar, rief die Finanzwelt nach Zinssenkungen der Notenbanken, Liquiditätsspritzen und neuen Regulierungen. Mittlerweile hängen weltweit unzählige namhafte Banken am Tropf der Notenbanken bzw. Regierungen. Der Glaube in die Stabilität des freien Marktes ist dadurch weitgehend zerstört worden.

Die Natur löst ähnliche Probleme kompromisslos und bestechend einfach. Überleben kann nur, wer sich ständig weiter entwickelt und sich damit einen Vorteil verschaffen kann. Ineffizientere und unterlegene sterben aus. Die Evolution hat über Milliarden von Jahren eine Vielfalt von Lebewesen hervorgebracht und damit eine Diversifikation von Lebensformen geschaffen, die auch gravierende externe Einflüsse oder eigene Fehlentwicklungen bewältigen und absorbieren kann.

Unser Wirtschaftssystem ist ebenfalls ein sehr komplexes Gebilde, das wesentlich aus der fortwährenden Weiterentwicklung und Selektion der einzelnen Marktteilnehmer entstanden ist. Es darf deshalb davon ausgegangen werden, dass sich dieses System auch entsprechend rasch stabilisiert und ein neues Gleichgewicht finden kann.

In den letzten Jahrzehnten wurde mit immer größeren Anstrengungen versucht, Fehlentwicklungen im System durch Interventionen auszugleichen. Der freie Markt wurde zudem durch Regulierungen und Gesetze immer mehr eingeeignet, ohne dass dadurch die Transparenz erhöht wurde. Heute stehen Protektionismus und Eigeninteressen einzelner Staaten im Widerspruch zur rasanten Globalisierung der internationalen Grosskonzerne.

Wie Eingriffe in der Natur immer wieder zeigen, kann eine Intervention zwar ein Einzelproblem lösen, führt aber zur Destabilisierung des gesamten Systems.

Die schützende Hand des Staates führt so zu einer Abnahme des Selektionsdrucks durch die Marktteilnehmer und zu einer allgemein risikofreudigeren Haltung. Einzelne Banken sind dermassen stark international verflochten, dass sie schlicht überleben müssen. Sie sind „too big to fail“. Ähnliches spielt sich nun auch im Automobilsektor ab. Hier ist die Krise jedoch eher auf konkretes Missmanagement und Strategiefehler der Vergangenheit zurückzuführen.

So steht die Frage im Raum, ob es nicht besser wäre, die Gesetze des freien Marktes wieder vermehrt spielen zu lassen. Und die Antwort ist schnell gegeben: Es wäre illusorisch, da die Fehlentwicklung bereits zu weit fortgeschritten ist. Ein Konkurs einer global operierenden und verankerten Grossbank würde zu einem mindestens vorübergehenden Kollaps des internationalen Finanzsystems führen. Der wirtschaftliche Schaden wäre enorm und es würde vermutlich mehrere Jahre dauern, bis die entstandene Lücke durch andere, erfolgreichere Institute gefüllt und das Vertrauen wieder hergestellt wäre.

Kurzfristig führt so jede Analyse bzw. Schadensprojektion zur Erkenntnis, dass eine Intervention bzw. ein „Bail-out“ einer sehlingernden Bank ein schmerzlicher, aber letztlich unausweichlicher Eingriff darstellt. Solange es also noch Staaten gibt, die über genügend Mittel für solche Rettungsaktionen verfügen, wird jeder Kollaps um jeden Preis verhindert werden.

Die Liquiditätskrisen in Island und Ungarn zeigen allerdings, dass die Solvenz ganzer Staaten bereits zum Thema geworden ist. Die restlichen der betroffenen Länder sind noch nicht in Schieflage und haben offensichtlich noch Budgetspielraum, wobei sich die Problematik in Form einer höheren Staatsverschuldung in die Zukunft verschiebt.

Es bleibt zu hoffen, dass der Schock aller Marktteilnehmer dazu führt, Lehren für die Zukunft zu ziehen. Dabei bedeutet eine vernünftigeren Haltung nicht, dass zukünftige Probleme durch eine Flut neuer nationaler Regulatorien und Gesetze vermieden werden können. Aufgrund der zunehmenden Globalisierung des Wirtschaftssystems sind vielmehr international koordinierte Aufsichts- und Frühwarnsysteme nötig geworden. Die Bilanzierungsvorschriften müssen hinsichtlich Umfang und Bewertung aller Risikopositionen komplett neu überarbeitet und international standardisiert werden. Für die Abwicklung und Ausschaltung des Gegenparteirisikos sollten alle Derivate möglichst vereinheitlicht an den Börsen transparent gehandelt und mit risikoabhängigen Margen unterlegt werden können. Over-The-Counter-Geschäfte müssten stärker in Relation zum Eigenkapital gesetzt und dadurch limitiert werden. Letztlich müssten die Banken bedeutende Gegenparteirisiken laufend den Aufsichtsbehörden melden. „Too big to fail“ darf nicht mehr als Grund gelten, unbequeme und schmerzliche Entscheide durch den Einsatz von durch Steuergelder finanzierte Rettungspakete zu umgehen. International sollten allgemeingültige Abläufe festgelegt werden, damit Liquidationen von gescheiterten Banken geordnet vollzogen werden können.

Zudem wäre es prüfenswert, den Notenbanken auch in Zukunft eine stärkere Rolle bei der direkten Liquiditätsversorgung zu übertragen, um Dominoeffekte bei Bankenpleiten zu verhindern.

Wenn durch diese Massnahmen erreicht wird, dass der Aktionär bzw. Kunde die Risiken eines Instituts wieder besser einschätzen kann, dürfte der freie Markt bei einer nächsten Krise ohne Interventionen wieder schneller sein Gleichgewicht finden.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 1. QUARTAL 2009

Die Dynamik der Weltwirtschaft hat sich im 4. Quartal erwartungsgemäss weiter abgeschwächt. Die USA, Europa und Japan befinden sich in einer Rezession. Die Notenbanken werden die Zinsen weiter senken. Es bleibt die Hoffnung auf eine wirtschaftliche Belebung in den USA in der zweiten Jahreshälfte 2009.

Wirtschaftliches Umfeld

Der Abschwung in den USA hat sich im Laufe des 4. Quartals weiter manifestiert. Das Umfeld ist klar rezessiv und der Konsum ist rückläufig. Das FED wird den Spielraum seiner Zinspolitik voll ausschöpfen müssen. Der Immobilienmarkt hat bisher keine Zeichen einer nachhaltigen Stabilisierung gezeigt.

Von Barack Obama werden umfangreiche Interventionen erwartet. Im Fokus liegen Konjunkturankurbelungsprogramme im Bereich der Infrastruktur sowie Steuererleichterungen. Der Abbau der Staatsverschuldung wird verschoben werden müssen. Die USA läuft den restlichen Volkswirtschaften um rund ein Jahr voraus. Wir erwarten im Laufe des nächsten Jahres eine Stabilisierung der Wirtschaftslage.

Auch Europa befindet sich in einer Rezession. Im Vergleich zum FED verhält sich die EZB leider immer noch eher passiv. Die Inflation wird in den nächsten Wochen deutlich zurückfallen und Zinssenkungen unumgänglich machen. Eine Stabilisierung der Wirtschaft wird sich entsprechend verzögern.

Japan ist in einer ähnlichen Lage, hat aber bereits Erfahrungen mit der Nullzinspolitik und wird diese wieder über eine längere Zeit einsetzen müssen. Sorge bereitet zudem die Entwicklung Chinas. Obwohl das Wachstum für westliche Verhältnisse im-

mer noch hoch ist, muss hier ebenfalls eine starke Abschwächung konstatiert werden. China und Japan werden sich erst mit einer Verbesserung der Situation in den USA erholen können.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben im Laufe des 4. Quartals nochmals deutlich korrigiert. Viele Werte notieren bereits deutlich unter dem Buchwert. Die Aktienpreise eskomprieren bereits heute eine sehr schlechte Gewinnentwicklung für die Jahre 2009/2010. Wir erwarten deshalb schon im Vorfeld der effektiven Wirtschaftserholung bessere Aktienmärkte, voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte 2009. Wir halten an unserer Auswahl von qualitativ guten und tief bewerteten Aktienpositionen fest. Die vorherrschende Unsicherheit und Volatilität an den Märkten lassen weder eine Erhöhung noch eine Senkung der Aktienquote als sinnvoll erscheinen.

Anleihenmärkte

Wir beschränken uns auf erstklassige Anleihen im kurzfristigen Laufzeitenbereich. Die Renditen von Unternehmensanleihen sind teilweise übertrieben hoch und bieten attraktive Gelegenheiten.

Währungen

Der USD dürfte mit dem Anstieg der Rohstoffpreise Mitte 2009 wieder an Stärke verlieren. Wir favorisieren den CHF vor EUR und 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