

Baryon



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

In Phasen der Unsicherheit und der hohen Volatilitäten an den Finanzmärkten richtet sich der Fokus der Anleger schnell auf vermeintlich sichere Anlagen. Der langfristige Anlagehorizont, der früher einmal galt, wird dann zu Gunsten von anderen Überlegungen einer kurzfristigen Betrachtung, meist geprägt von Angst und diffusen Gefühlen, geopfert. In diesem Umfeld haben Tatsachen meist einen sehr schwierigen Stand. Die Medien haben in diesen Zeiten Hochkonjunktur und stürzen sich auf jede negative Wirtschaftsmeldung, so gering deren Ausmass auch sein mag, um daraus die grosse Schlagzeile zu machen und die Unsicherheiten weiter zu schüren. Als Folge davon ergibt sich eine Lähmung und Orientierungslosigkeit, die den Anleger gerade dann bestrafen wird, wenn die Aktienmärkte beginnen, sich rasant zu erholen.

In diesen schwierigen Zeiten versuche ich mich stets an den Tatsachen zu orientieren und werde dabei auch immer wieder auf harte Proben gestellt. Es ist auch für jene, die täglich mit den Finanzmärkten zu tun haben, nicht einfach, die Nerven jeden Tag zu behalten und im Sinne ihrer Kunden überlegt und ruhig zu handeln. Letztlich hat die Erfahrung uns aber gelehrt, dass Hysterie und Angst die schlechtesten Ratgeber sind.

Tatsächlich sind die Aktienmärkte so tief bewertet, wie es in den letzten 25 Jahren nicht mehr der Fall war. Trotzdem kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Kurse nochmals um 15 bis 20% fallen. Kurzfristige Prognosen sind kaum möglich und gerade deshalb sollten wir uns nicht von der Illusion leiten lassen, dass man den absoluten Tiefstpunkt für den Einstieg im voraus erkennen wird. Wenn man sich also nicht nur auf sein Glück verlassen möchte, ist es in unsicheren Zeiten wie diesen meiner Meinung nach durchaus ratsam, eine Baisse auszusitzen. Diese Erkenntnis beruht auf Erfahrung, erfordert aber auch die Disziplin, an einer einst als langfristig definierten Anlagestrategie gerade in solchen Phasen konsequent festzuhalten.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Der Tag beginnt, wenn die Nacht am schwärzesten ist
 - Die Anlagestrategie im 2. Quartal 2009
-

DER TAG BEGINNT, WENN DIE NACHT AM SCHWÄRZESTEN IST

Die Entwicklung an den Aktienmärkten hat zu starken Assoziationen mit der Grossen Depression in den 30er Jahren geführt. Einzelne Anleger erleben existentielle Ängste und suchen nach Erklärungen. Die Medien tragen durch eine oft tendenziöse und einseitige Berichterstattung dazu bei, die aktuelle Situation zu überzeichnen. Die Finanzkrise begann Mitte 2007 und dauert nun schon bald zwei Jahre. Die Aktienmärkte haben bisher fast 60% verloren und waren seit 70 Jahren nicht mehr so stark überverkauft. Wir erwarten in den nächsten Monaten weiterhin negative Nachrichten, sind aber davon überzeugt, dass der Markt diese bereits in den Kursen eskomptiert hat. Nachfolgend gehen wir der Frage nach, was noch geschehen muss, damit sich das wirtschaftliche Umfeld nachhaltig verbessert und welche Ereignisse, mindestens kurzfristig, eine Erholung an den Aktienmärkten auslösen können.

Welche Faktoren führen zu einer nachhaltigen Trendwende?

Die Notenbanken müssen mehr Liquidität in den Markt pumpen.

Die offiziellen Referenzzinssätze der Notenbanken liegen nahe oder bei Null. Gleichzeitig verschlechtert sich das konjunkturelle Umfeld weiter und es droht eine deflationäre Abwärtsspirale. Wenn Güter von Monat zu Monat immer günstiger werden, wird der Konsument mit dem Erwerb zuwarten, solange er kann. Ist die Deflation erst einmal in Gang gekommen, ist sie schwer zu stoppen. Bei Zinsen um null Prozent müssen die Notenbanken zu unkonventionellen Mitteln greifen, um die Wirtschaft zusätzlich mit Liquidität zu versorgen. Durch den Aufkauf von Anleihen privater Schuldner kann dieses Ziel erreicht werden. Die Notenbanken in den USA, England, Kanada und kürzlich auch in der Schweiz haben diese Massnahmen bereits eingesetzt. Es bleibt zu hoffen, dass auch die EZB diesen Kurs einschlagen wird.

Länder mit hohen Sparquoten müssen den Konsum erhöhen.

Davon betroffen sind insbesondere die Länder China, Japan und Deutschland. Die Konjunkturprogramme in diesen Ländern betragen momentan lediglich 1,3% des globalen Bruttoinlandsproduktes. Die Kreditkrise bewirkt, dass Schuldner mehr sparen müssen und Sparer weniger ausgeben und

noch mehr sparen. Die bestehenden Pakete in China und Japan werden im April und Mai voraussichtlich weiter erhöht. Einzig in Europa tut man sich momentan noch schwer und optiert gegen weitere Stimulierungspakete.

Die Banken müssen erfolgreich rekapitalisiert werden.

Die politische Zerstrittenheit in den USA bezüglich Wahl des richtigen Massnahmenpaketes zur Rekapitalisierung der Finanzindustrie war der Grund für die neuen Tiefstkurse an den Aktienmärkten im März 2009. Eigentlich gibt es nur zwei Varianten, um die Banken zu retten: eine totale Verstaatlichung des Sektors oder die Entlastung der Banken von den sogenannten «toxischen» Vermögenswerten. Es liegt auf der Hand, dass eine Verstaatlichung nur angebracht ist, wenn keine anderen Auswege mehr offen stehen. Der Staat ist nicht in der Lage, Banken erfolgreich zu führen, geschweige denn, deren momentane Krise zu meistern. Die bessere Variante ist die Schaffung einer «Bad-Bank», in welche die fraglichen Vermögenswerte ausgegliedert werden, damit danach die «Good-Bank» rekapitalisiert werden kann. Der Weg zu einer solchen Lösung in den USA hängt davon ab, wie der «Stress-Test» der Banken ausfällt. Bis Ende April werden in den USA die grössten 19 Banken daraufhin getestet, was mit ihnen in den nächsten 2 Jahren passieren würde, wenn im 2009 das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 3,3%

sinkt, die Häuserpreise 22 % fallen und die Arbeitslosenrate bis 2010 auf 10,3 % ansteigen würde. Das Resultat dieser Tests wird eine der Grundlagen darstellen, den zukünftigen Kapitalbedarf der Banken zu bestimmen. Das US-Treasury will offensichtlich endlich Klarheit schaffen und die Banken in einem Zug auf gesunde Beine stellen. Dieses Manöver könnte in der Tat weltweit für eine Beruhigung des Sektors führen. Schätzungen gehen davon aus, dass weltweit neues Kapital im Umfang von rund 700 Milliarden USD notwendig sein dürfte.

Was braucht es für eine – mindestens kurzfristige – Erholung an den Aktienmärkten?

In Japan gab es in den 90er Jahren dreimal ein Bear-Market-Rally mit Anstiegen von jeweils über 50 %. Auch während den 30er Jahre kam es in den USA immer wieder zu substantiellen Erholungsphasen an den Börsen. Es kann mit einer deutlichen Erholung an den Aktienmärkten gerechnet werden, wenn die drei folgenden Punkte erfüllt sind:

1. Übertrieben hohe Liquiditätsquoten der Anleger.

Diese Situation scheint bereits eingetroffen zu sein: Die Kapitalisierung aller Geldmarktfonds hat inzwischen die Kapitalisierung aller Aktienfonds eingeholt. Noch anfangs 2008 waren die Vermögen in den Aktienanlagen doppelt so hoch wie die Geldmarktanlagen. Inzwischen sind die Geldmarktsätze gegen Null gefallen und bieten keine attraktive Alternative mehr.

2. Kapitulation der Anleger

In der Regel findet am Schluss einer Abwärtsbewegung eine starke Akzentuierung des Trends statt. Die Anleger verlieren den letzten Mut und verkaufen. Die Entwicklung von Anfang März trägt Züge einer solchen Ausverkaufsstimmung, wobei der finale und von einer Hysterie geprägte «Sell-off» allerdings ausblieb. Die Entwicklung der Aktienmärkte im März 2009 zeigte die typische V-Bewegung nach einer langwierigen Korrekturphase.

3. Erholung der wichtigsten US-Wirtschaftsindikatoren

Der ISM-Indikator für den Auftragseingang konnte nach einem starken Rückgang im Februar 2009 erstmals wieder eine Zunahme verzeichnen. Hingegen entwickelt sich das Konsumentenvertrauen immer noch negativ. Der Vorrat an fertiggestellten und zum Verkauf stehenden Häusern in den USA dürfte im 2. Quartal ein Tief erreichen. Dies wird mit einem Tiefststand bei den Neubau-Starts sowie einem Höchststand bei den Zwangsversteigerungen zusammenfallen. Als Konsequenz dieser Entwicklung können wieder steigende Häuserpreise erwartet werden, was sich sehr positiv auf die Stimmung auswirken dürfte.

Fazit

Die angeführten Kriterien für eine nachhaltige Verbesserung der wirtschaftlichen Situation sowie die Möglichkeiten einer Erholung der Aktienmärkte sind grösstenteils erfüllt.

Typischerweise reagieren die Aktienmärkte als klassische Frühindikatoren zeitlich vor der effektiven Verbesserung der Wirtschaftszahlen, das heisst, sie laufen der realen Entwicklung voraus. In der Regel findet der grösste Teil der Erholung in Zeiten der Hoffnung und Erwartung statt. Somit wird der mutigste Anleger, welcher am schwärzesten Tag kauft, an dem niemand kaufen würde, die beste Performance erzielen. Die beschriebenen Kriterien für den Start eines Bear-Market Rally wären bis auf den finalen, sogenannten «Sell-Off» erfüllt. Dieser ist bis dato ausgeblieben. Sollte sich dieser panikartige Ausverkauf tatsächlich doch noch ereignen, wäre ein attraktiver Einstiegspunkt vorhanden. Der Anleger wird an diesem Tag allerdings mit seiner Entscheidung alleine sein und sich mit einer Flut von negativen Medienberichten konfrontiert sehen. Der Vorteil eines «Sell-Off» ist seine deutliche Erkennbarkeit: Die Börse fällt innerhalb eines Tages markant, meistens deutlich über 7 % mit grossem Volumen und quer durch alle Branchen und Titelkategorien. Normalerweise sind gleichzeitig auch die Kurse von Anleihen und Rohstoffen rückläufig.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM

2. QUARTAL 2009

Die Dynamik der Weltwirtschaft dürfte sich im 2. Quartal erwartungsgemäss weiter abgeschwächt haben. Die USA, Europa und Japan befinden sich in einer schweren Rezession. Die Notenbanken haben die Zinsen weiter gesenkt und quantitative Lockerungsmassnahmen eingeleitet. 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 1. Quartal weiter akzentuiert, das Umfeld ist rezessiv und der Konsum rückläufig. Das FED hat den Spielraum seiner Zinspolitik ausgeschöpft und führt der Wirtschaft nun auch mittels Aufkauf von Obligationen privater Schuldner zusätzliche Liquidität zu.

Die US-Regierung hat ein umfangreiches Stimulierungspaket verabschiedet. Die Schaffung einer «Bad-Bank» für die Ausgliederung der faulen Kredite der Banken blieb aber aus. Die sogenannten «Stress-Tests» des Finanzministeriums werden zu einer weitgehenden Rekapitalisierung des Bankensystems führen. 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. Die EZB verhält sich eher passiv. Die Inflation wird deutlich abnehmen und neben weiteren Zinssenkungen quantitative Lockerungsmassnahmen nötig machen. Eine Stabilisierung der Wirtschaft wird sich entsprechend verzögern.

Japan hat bereits Erfahrungen mit der Nullzinspolitik und wird diese wieder über eine längere Zeit einsetzen müssen. Ermutigend sind die PMI-Daten Chinas, das Konjunkturprogramm der Regierung und die weiterlaufenden Infrastrukturprojekte wirken sich positiv auf die Wirtschaft aus.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben im 1. Quartal nochmals deutlich korrigiert. Viele Werte notieren zum halben Buchwert und Dividendenrenditen von über 7% sind keine Seltenheit. Die Aktienpreise reflektieren die fundamentalen Daten seit einiger Zeit nicht mehr und sind masslos überverkauft. Eine sehr schlechte Gewinnentwicklung für die Jahre 2009 und 2010 ist bereits in den Kursen enthalten. Da Aktien Frühindikatoren sind, erwarten wir deshalb schon im Vorfeld der effektiven Wirtschaftsbelebung eine Erholung an den Märkten, voraussichtlich im 2. Quartal 2009. Unterstützt wird diese These durch die positive Entwicklung einiger wichtiger Wirtschafts- und Marktindikatoren. Wir halten an unserer Auswahl von qualitativ guten und tief bewerteten Aktienpositionen fest und erhöhen selektiv die Aktienquoten.

Anleihenmärkte

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

Währungen

Die Deviseninterventionen der SNB werden zu einer vorübergehenden Schwächung des CHF führen. Wir nutzen die Gelegenheit für den Abbau von Fremdwährungspositionen.

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