

# Baryon

---



*Sehr geehrte Leserinnen*

*Sehr geehrte Leser*

*Trotz Erholung an den Finanzmärkten in den letzten Monaten bleiben die Unsicherheiten in der realen Volkswirtschaft gross. Für viele Unternehmen stellt sich heute mehr denn je die Frage, mit welchen Mitteln die aktuellen Herausforderungen gemeistert werden können. Das Prinzip Hoffnung ist ein schlechter Ratgeber, um in einer solch schwierigen Situation die richtigen Massnahmen zu treffen. Hingegen ist es zwingend, sich an den gegebenen Tatsachen zu orientieren und daraus nüchtern und emotionslos die richtigen Schlüsse zu ziehen.*

*Fakt ist, dass die globale wirtschaftliche Leistungskraft seit rund 9 Monaten stark rückläufig ist. Dies hat zu einem markanten Einbruch von bis zu 60% bei den Bestellungen in der verarbeitenden Industrie geführt. Trotz dieser Realitäten sehen wir gerade in Europa viele Unternehmen, die dringend nötige Restrukturierungs- und Sanierungsmassnahmen scheuen. Stattdessen wird auf Konjunkturprogramme der öffentlichen Hand gezählt und zugewartet. Damit werden wesentliche und nötige Bereinigungen verzögert und überfällige Strukturen mit Steuergeldern am Leben gehalten.*

*Unternehmen, die sich heute proaktiv auf die zukünftigen Gegebenheiten ausrichten, haben bereits damit begonnen, ihre Kosten den neuen Realitäten anzupassen und werden diese in den nächsten Monaten soweit gesenkt haben, dass sie auch auf einem wesentlich tieferen Umsatzniveau wieder mit Gewinn arbeiten können. Obwohl einschneidende Restrukturierungen immer schmerzlich sind, werden es gerade diese Unternehmen sein, die uns den Weg aus der Krise zeigen werden. Nur profitable Unternehmen können sich in einem kompetitiven Markt behaupten und die notwendigen Investitionen für die Zukunft tätigen.*

*Als Anleger muss man sich dieser Tatsachen bewusst sein und heute in jene Unternehmen investieren, die ihre Hausaufgaben erledigen und ihre Kosten im Griff haben. Hüten muss man sich vor denjenigen, die staatliche Hilfen beantragen – als Anleger bezahlt man bei diesen Unternehmen doppelt, nämlich mit einer zukünftigen Underperformance und als Steuerzahler.*

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

---

## INHALT

- Editorial
  - Double Dip
  - Die Anlagestrategie im 3. Quartal 2009
-

## DOUBLE DIP

*Wir erwarten im 3. Quartal 2009 ein Ende der laufenden Erholung an den Aktienmärkten. Die Nachrichten aus der Realwirtschaft sind nach wie vor düster, auch wenn Silberstreifen am Horizont erkennbar sind und sich die Finanzmärkte dementsprechend stabilisiert haben. Der strukturelle Anpassungsprozess der Wirtschaft wird noch bis ins Jahr 2010 andauern und nach einer kurzen wirtschaftlichen Erholung bis gegen Ende 2009 wieder zu negativen Wachstumsraten führen. Eine nachhaltige Erholung der Weltkonjunktur erwarten wir erst anfangs 2011. Unser Anlagekonzept in Aktien hat sich grundsätzlich bewährt – auch wenn die Nebenwerte die Performance der Gesamtbilanz vorübergehend belasten.*

In unserem letzten Newsletter haben wir an dieser Stelle die Voraussetzungen für eine Erholung an den Aktienmärkten ausgelotet und sind zum Schluss gekommen, dass wir vor einer Aufwärtsbewegung stehen, die mindestens bis in die Sommermonate reicht – dies trotz anhaltend schlechter Nachrichtenlage. Inzwischen sind drei Monate vergangen, und die Aktienmärkte befinden sich nach einer starken Erholung wieder auf dem Stand von Anfang 2009.

Die Märkte suchen momentan ein neues Gleichgewicht, das der aktuellen Situation und den wirtschaftlichen Perspektiven entspricht. Die Erholung nach den Tiefstständen im Februar erfolgte schnell und hat viele Marktteilnehmer überrascht. Einer der Auslöser dürfte der Zinssatz auf Geldmarktanlagen für CHF, EUR und USD gewesen sein, welcher nahe bei Null notiert. Auch berichteten Banken weltweit, dass die ersten Monate 2009 besser als erwartet ausgefallen wären. Die starke Risikoaversion wurde deutlich reduziert, was zu Kursverlusten bei Staatsanleihen und höheren Notierungen bei Aktien führte.

Mit Blick auf das Ganze sind die Akteure insbesondere auch wegen der nun anlaufenden Konjunkturpakete der grossen Volkswirtschaften zuversichtlicher. Es ist davon auszugehen, dass dank dieser Programme, insbesondere in den USA, ein Wachstumsschub von ca. 3% resultieren wird. Somit werden die Zahlen für das 3. und 4. Quartal 2009 und auch für das 1. Quartal 2010

keine Rezession, sondern ein leichtes Wachstum anzeigen. Der starke Abbau der Lagerhaltung, die Stabilisierung des Häusermarktes und die erwähnte Gesundung der Bankbilanzen in den USA zeigen ebenfalls in diese Richtung. Es kann davon ausgegangen werden, dass sich die US-Wirtschaft gegen Jahresende deutlich erholen wird.

Ein Teil dieser Erwartungen ist bereits in den aktuellen Aktienkursen eskomptiert. Viele Marktteilnehmer sind allerdings immer noch nicht so stark in Aktien engagiert, wie sie gerne möchten oder sollten. Inzwischen notieren die Aktienindizes im Bereich der 200-Tageslinie und sind daran, eine mehrwöchige Seitwärtsbewegung zu beenden. Es ist gut möglich, dass besagte Investoren mit allen Mitteln versuchen, noch auf den fahrenden Zug aufzuspringen, um ihre tiefen Aktienquoten aufzustocken. Solche breit angelegten Strategieänderungen sind dazu geeignet, dem Aktienmarkt einen letzten Schub zu verleihen, bedeuten aber auch oft das vorläufige Ende eines Trends.

Bei der momentanen Konjunkturphase handelt es sich um eine aussergewöhnliche Rezession, welche aus einer Finanzkrise entstand und sich schnell und global ausgebreitet hat. Eine Statistik des IWF zeigt nüchtern auf, dass der Tiefpunkt in solch schweren Rezessionen nach rund 7 Quartalen erreicht wird. Im aktuellen Fall würde dies bedeuten, dass eine Erholung erst gegen Ende 2010 eintritt.

Die letzten vergleichbaren Rezessionen waren in den 30er und 70er Jahren. Auffällig dabei ist das Intervall von 40 Jahren, womit jedes Mal eine neue Generation betroffen war. Die Sparquoten waren bei Ausbruch der Finanzkrise und der folgenden weltweiten Rezession auf einem Tiefpunkt und die Verschuldung auf einem Höchststand. Es ist davon auszugehen, dass die schmerzlichen Erfahrungen der letzten Monate dazu führen werden, dass die Sparquoten schnell steigen und gleichzeitig die Schulden massiv abgebaut werden. Dies ist nur mit einem eingeschränkten Konsum, generell tieferen Ausgaben und Investitionen seitens der öffentlichen Hand und der Wirtschaft möglich. Die Sparquote in den USA ist in den letzten 12 Monaten von 0% auf 4% des verfügbaren Einkommens angestiegen. Ende der 80er Jahre war diese Quote bei rund 7%. Der Staat wird dazu gezwungen sein, die Steuern längerfristig zu erhöhen und die Ausgaben zu kürzen. Die Unternehmen haben die schmerzliche Erfahrung gemacht, innerhalb von wenigen Monaten aus einer Phase der Hochkonjunktur in eine ungewöhnliche Nachfrageschwäche zu fallen. Die massiven Kurzarbeitsprogramme verschieben die unausweichliche Massnahme, früher oder später den Kostenblock nachhaltig an die veränderte Ertragslage des Unternehmens anzupassen. Die Arbeitslosigkeit wird nach der Sommerpause deutlich ansteigen.

Diese Entwicklungen sind negativ für die Stimmung der Anleger und volkswirtschaftlich eine schlechte Voraussetzung für den Konsum bzw. das Wirtschaftswachstum. Wir stehen vor einer zweiten Welle der Anpassung an eine neue Realität und der Suche eines Gleichgewichtes. Die Aktienmärkte dürften daher nochmals eine deutliche Korrekturphase durchlaufen, bevor sich ein neuer nachhaltiger Aufwärtstrend entwickeln kann.

Unsere Anlagestrategie in Aktien basiert auf einem mehrschichtigen Ansatz. Im Zentrum stehen die auf der Basis unseres Szenarios für die Wirtschaftsentwicklung ausgewählten indexnahen passiven Anlagen, welche die Bewegungen an den Märkten 1:1 mitmachen und für eine marktconforme Performance stehen. Die zweite Ebene sind

Einzelanlagen in liquiden Werten, die mehrheitlich aufgrund von technischen Analysen ausgewählt und aktiv gehandelt bzw. zusätzlich mit Optionen bewirtschaftet werden und uns den nötigen Handlungsspielraum eröffnen. Die dritte Ebene sind unterbewertete Nebenwerte, vor allem aus der Schweiz, die wir fundamental beurteilen und in den Portfolios zu einer langfristigen Wertschöpfung führen. Grundsätzlich hat sich dieser diversifizierte Ansatz bewährt und unsere Performance entwickelte sich in den letzten 18 Monaten dementsprechend besser als der Markt.

Unsere Aktivitäten fokussierten sich in den letzten Monaten vor allem auf die zweite Ebene. Hier haben wir die Möglichkeit, rasch und opportunistisch Gelegenheiten wahrzunehmen und das Risikoprofil aktiv zu steuern. Die Volatilität an den Märkten führte zu attraktiven Put-Optionsprämien und ermöglicht es, Titel mit Ausübungspreisen von 10% bis 15% unterhalb des Marktpreises attraktiv zu bewirtschaften. Dies führt zu einem tieferen Risikoprofil als in einer klassischen Buy & Hold-Strategie.

Die Entschuldung des Finanzsystems und die weltweite Rezession hat die Nebenwerte, unsere dritte Ebene, besonders hart getroffen. Die fundamentalen Fakten sind im derzeitigen Umfeld sekundär geworden. Das ganze Segment leidet unter einem Verkaufsüberhang aus liquidierten Fonds, einem Deleveraging in Hedge Funds sowie unter Strategiewechseln einiger grosser Investoren. Diese Entwicklung bringt Kaufgelegenheiten zu attraktiven Kursen. Andererseits ist nicht mit einer schnellen Erholung zu rechnen. In der Summe ergibt dies vorübergehend einen schlechten Performancebeitrag.

Generell konzentrieren wir uns auf international ausgerichtete Werte, die ihre Kosten bereits frühzeitig an die neue Ertragssituation angepasst haben, keine oder nur unwesentliche Nettoschulden haben und selbst in dieser Phase mit ihren Produkten attraktive Margen erwirtschaften können. Dies gilt speziell für unsere Anlagen in Nebenwerten, aber auch für die Auswahl von gross-kapitalisierten Werten.

# DIE ANLAGESTRATEGIE IM

## 3. QUARTAL 2009

*Als Folge der normalisierten Lagerhaltung, der Stabilisierung an den Immobilien- und Finanzmärkten und der staatlichen Konjunkturprogramme, dürfte sich die US-Konjunktur in einer Zwischenphase bis zum 1. Quartal 2010 erholen. Das 3. Quartal 2009 wird den Höhepunkt der laufenden Erholung an den Aktienmärkten markieren. Wir bleiben so lange wie möglich investiert und versuchen, das Risikoprofil situativ zu reduzieren.*

### Wirtschaftliches Umfeld

Das Wachstum hat sich in den USA zu Beginn des 2. Quartals 2009 weiter stark abgekühlt und befindet sich momentan in einer Stabilisierungsphase. Es ist davon auszugehen, dass der starke Abbau von Lagerbeständen und die initiierten staatlichen Konjunkturpakete die Wirtschaft über die nächsten drei Quartale mit einem kompensatorischen Wachstum von rund 3% entlasten können. Wir erachten diese Entwicklung als Zwischenerholung und erwarten eine weitere Abschwächung im nächsten Jahr, bevor die Wirtschaft auf einen neuen und nachhaltigen Wachstumspfad einschwenkt.

Europa hinkt der Entwicklung in den USA rund 12 Monate nach. Gründe dafür dürften in den zaghaften Leitzinsreduktionen der EZB, den schwachen Hilfeleistungen der öffentlichen Hand und im finanziellen Zustand Osteuropas zu finden sein. Die Unternehmen haben die Kostenblöcke noch nicht genügend an die neue Situation angepasst und schieben unpopuläre, aber unausweichliche Massnahmen mit Kurzarbeitsprogrammen vor sich her. Asien profitiert von den grosszügigen Investitionsprogrammen in China und der tiefen Verschuldung der öffentlichen Hand.

Die Zinsen dürften über die nächsten Monate weltweit auf tiefem Niveau bleiben. Momentan ist die Deflation das grössere Problem als die Inflation. Die zwischenzeitliche Erholung der US-Wirtschaft

könnte gegen Jahresende eine erste Leitzinserhöhung zum Thema machen.

### Aktienmärkte

Die Möglichkeit einer längeren Erholung an den Märkten ist trotz anhaltend schlechter Nachrichten aufgrund von technischen und psychologischen Faktoren gegeben. Wir bleiben vorläufig investiert und versuchen von dieser Entwicklung noch möglichst lange zu profitieren. Wir konzentrieren uns auf internationale Werte, die überproportional starke Kursrückgänge erlitten haben, sich aber durch eine gesunde Bilanz, margenstarke Produkte und ein Management auszeichnen, das die Kosten bereits an die Ertragssituation angepasst hat. Gleichzeitig versuchen wir mit Derivaten die Risiken der Portfolios laufend zu reduzieren.

### Anleihenmärkte

Wir haben die Positionen in Unternehmensanleihen zu Lasten von überkauften Anleihen erstklassiger Schuldner deutlich ausgebaut. Wir erwarten in 2 bis 3 Jahren eine Inflationierung der Wirtschaft und konzentrieren uns daher auf kurze Restlaufzeiten.

### Währungen

Der USD könnte aufgrund des konjunkturellen Vorsprungs gegenüber Europa 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