

Baryon



Liebe Leserinnen und Leser

In meinem letzten Editorial durfte ich auf das 20jährige Bestehen der Baryon AG aufmerksam machen. Als Unternehmer habe ich das selbstverständlich mit grosser Freude getan und es gäbe aus der 20jährigen Unternehmensgeschichte auch ein paar Anekdoten zu erzählen, die bei dem einen oder anderen von Ihnen sicher ein Schmunzeln hervorrufen würden. Dies ist die eine Seite der Medaille. Das Firmenjubiläum hat mich aber auch daran erinnert, dass meine Mitarbeiter und ich jedes Jahr ein Jahr älter werden und es zu den zwingenden Aufgaben eines Unternehmers gehört, frühzeitig an seine eigene Nachfolge zu denken. Dies ist die andere Seite der Medaille. Als Berater durfte ich bis jetzt einige Unternehmensnachfolgen begleiten. Dabei habe ich gelernt, dass eine Unternehmensnachfolge, die nicht von langer Hand geplant, meistens auch nicht von Erfolg gekrönt ist. Mit dieser Erkenntnis gewappnet bin ich meine eigene Unternehmensnachfolge bereits vor vier Jahren angegangen und habe dem Verwaltungsrat erörtert, dass wir junge Mitarbeiter rekrutieren wollen, die unsere Unternehmenskultur bereits früh aufnehmen können.

Diesem Grundsatz folgend haben wir vor zwei Jahren mit Lukas Huber erstmals einen Praktikanten eingestellt. Es war beabsichtigt, Lukas Huber für sechs Monate zu beschäftigen und ihn dann wieder an die Universität ziehen zu lassen. Aus der guten Absicht ist viel mehr geworden, Lukas Huber ist nämlich wieder sehr erfolgreich in seinem Masterstudium an der Universität Zürich unterwegs und gleichzeitig konnten wir ihn davon überzeugen, bei uns als Werkstudent einen Teilzeitjob wahrzunehmen. Praxis profitiert so von Lehre und umgekehrt.

Am 1. Oktober hat nun auch Armin Ettinger seine Arbeitsstelle bei der Baryon AG angetreten. Er hat vor zwei Monaten erfolgreich seine Anwaltsprüfung absolviert und will sich nun zum Steuerexperten weiterbilden. Ich freue mich sehr über diese beiden Neuzugänge, weil sie aufzeigen, dass auch KMUs für Talente interessante Arbeitgeber sein können.

Zu guter Letzt kann ich nun auch noch all diejenigen, die aus meinen Worten nun ableiten, dass ich mich in naher Zukunft anderen Interessen zuwenden werde, beruhigen. Meine Freude, jeden Morgen in die Baryon AG zu kommen und zusammen mit meinen Mitarbeitern für Sie da zu sein, ist nach wie vor ungebrochen. Da unser Leben aber endlich ist, entspricht es der Aufgabe jedes Unternehmers, seine Nachfolge irgendeinmal anzugehen. Ich habe mich entschieden, diese Aufgabe frühzeitig anzugehen, weil ich davon ausgehe, dass mir dann das Loslassen zum richtigen Zeitpunkt und im Interesse der Kunden der Baryon AG etwas leichter fallen wird. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen wunderbare Herbsttage!

Martin Wipfli, Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Finanzmärkte – Ein Blick auf den Gefahrenradar
 - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2017
-

FINANZMÄRKTE – EIN BLICK AUF DEN GEFAHRENRADAR

Daniel Waldmeier, Partner

Die Finanzkrise der Jahre 2008/2009 hat viele Probleme im System offenbart. Die Aufarbeitung in den letzten Jahren hat viele Lücken geschlossen und die Notenbanken haben jeden neuen Brandherd im Keim erstickt. Obwohl einige neue beunruhigende potentielle Krisenherde entstanden sind und die Welt nicht friedlicher geworden ist, erwarten wir aufgrund der Entschlossenheit der Notenbanken, jedes erdenkliche Mittel einzusetzen, keine grösseren Gefahren, welche die Märkte signifikant treffen würden. Ungemach könnte sich an einer anderen Front entwickeln: Der Vertrauensverlust durch die Zunahme von Cyberattacken und die Manipulation unserer Daten und Informationen.

Alte und neue Krisen

Im Frühling 2009 haben wir als Leitthema mit dem Titel «Schwacher Selektionsdruck» die Interventionspolitik der Staaten, insbesondere deren Notenbanken im System der freien Marktwirtschaft mit dem Eingriff in die Abläufe der Natur verglichen. Interventionen können ein Einzelproblem lösen, oft führt dies aber zu neuen Problemen und einer zunehmenden Destabilisierung des gesamten Systems. Die schützende Hand des Staates führt zu einer Abnahme des Selektionsdrucks im Markt und zu einer allgemein risikofreudigeren Haltung der Marktteilnehmer, da nichts passieren kann, weil nichts passieren darf. Eine Rückkehr zu einem selbstverantwortlichen und selbst regulierenden System war damals schon illusorisch, da die Fehlentwicklung bereits zu weit fortgeschritten war. Während der Finanzkrise konnten die Gegenpartei-risiken im Finanzsystem nicht quantifiziert werden und das Vertrauen war auf einem Tiefpunkt angelangt. Es wurde unterschätzt, dass globalisierte Finanzmärkte auch globale Risiken bringen, welche mit nationalen Gesetzen und Institutionen nicht mehr kontrollierbar und steuerbar sind und die Funktion des Staates als «lender of the last resort» finanziell sowie politisch überfordern.

Bemerkenswert war im genannten Beitrag der Forderungskatalog bzw. die Lehren für die Zukunft, die wir aufgestellt haben und deren Umsetzung in den folgenden Jahren, namentlich:

1. International koordinierte Aufsichts- und Frühwarnsysteme (Umgesetzt: Stresstests).

2. Überarbeitung der Bilanzierungsvorschriften hinsichtlich Umfang und Bewertung von Risikopositionen und internationale Standardisierung (Umgesetzt: IFRS 9).

3. Börsenzwang für standardisierte Derivate mit Hinterlegung von risikoabhängigen Margen (Umgesetzt: EMIR).

4. Stärkere Eigenmittelhinterlegung für «Over-the-counter»-Derivate (Umgesetzt: Basel III, EMIR).

5. Meldepflicht der Banken betreffend Gegenpartei-risiken (Umgesetzt EMIR).

6. Festlegung von international anwendbaren Abläufen zur geordneten Liquidation von gescheiterten Banken (In Umsetzung: auf Ebene G20 verabschiedet, ähnliche «too-big-to-fail»-Bestimmungen in der Schweiz).

7. Stärkere Rolle der Notenbanken in der direkten Liquiditätsversorgung des Finanzsystems (Umgesetzt: Quantitative Easing).

Nun bald 10 Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise stellt sich die Frage, wie wirkungsvoll die eingeführten Regime sind. Einige problematische Schwachstellen wurden beseitigt bzw. deren Risiken reduziert. Die Weltwirtschaft hat nicht zuletzt wegen der Liquiditätsschwemme zurück auf den Wachstumspfad gefunden. Die Inflation ist nach einer längeren deflationären Phase wieder leicht positiv und die Beschäftigungslage hat sich deutlich verbessert. Allerdings haben sich auch neue Baustellen und Krisenherde aufgetan:

- Die Interventionen der Notenbanken haben zu sehr tiefen und gar negativen Zinsen geführt. Die Rentabilität der Banken leidet unter der tiefen Zinsdifferenz. Hohe Bewertung von Immobilien und Projekten auf Basis (zu) tiefer Diskontsätze. Fehlallokation von Kapital in unrentable Projekte, um Negativzinsen zu meiden. Hohe potentielle Verluste bei steigenden Zinsen, spätestens dann, wenn die Notenbanken im Rahmen der Rückkehr zu einer normalen Geldpolitik ihre Anlagen wieder abbauen (müssen).

- Banken in China verpacken Kreditpositionen in Private-Banking-Produkte mit attraktiven Zinserträgen und gliedern die Portfolios in Off-Balance-Sheet-Konstruktionen aus, um die strengen Kreditvergabe-Bestimmungen für Banken zu umgehen. Diese Praxis erinnert stark an die Subprime-Produkte, welche im Zentrum der Finanzkrise 2008 standen. Der genaue Umfang der Operationen (geschätzt über 30% des GDPs von China) und die Risiken sind nicht bekannt.

- Gewöhnungseffekt der tiefen Zinsen: Marktteilnehmer und Finanzberater der jüngeren Generation kennen ein positives Zinsumfeld nicht mehr aus der Praxis. Haushalte kalkulieren mit historisch (zu) tiefen Zinsen. Gefahr der Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit bei steigenden Zinsen.

- Die vorwiegend monetären Stimulierungsmassnahmen haben dringend nötige Strukturreformen verdrängt. Die Verschuldung in vielen Staaten ist weiter gestiegen und auf einem nicht nachhaltigen Niveau.

Alle diese schwelenden Krisenherde waren abwechselnd Thema an den Märkten und haben kurzfristig zu Korrekturen geführt. Dennoch haben sich die Aktienmärkte seit den schwärzesten Tagen der Krise im Jahre 2009 in den letzten 8 Jahren mit Unterbrüchen mehr als verdoppelt. Eine Mischung aus chronischer Unterinvestition in Aktien, fehlenden Anlagealternativen, guten Unternehmenszahlen und der technologische Wandel liessen nur kürzere Einbrüche an den Märkten zu. Der Hauptgrund aber dürfte der (durchaus berechtigte) feste Glaube an die Notenbanken sein, welche jeden Brandherd im Keime erstickten. Die Risiken werden deshalb nicht hoch bewertet, wie die historisch tiefen impliziten Volatilitäten von Optionen aufzeigen.

Auffällig ist ebenfalls die Resistenz der Märkte gegenüber der Häufung von Terroranschlägen, der nuklearen Aufrüstung in Nordkorea, der Scharmützel im Chinesischen Meer und in Syrien, die das Verhältnis der drei Grossmächte USA, China und Russland zusehends verschlechtern.

Als mögliche Auslöser für eine grössere Krise an den Finanzmärkten sehen wir

- einen starken Anstieg der Zinsen über einen relativ kurzen Zeitraum,
- eine kriegerische Auseinandersetzung zwischen den Grossmächten,
- einen Vertrauensverlust der Marktteilnehmer gegenüber Institutionen wegen Datenmanipulation und Falschnachrichten durch Cyberkriminalität.

Wir erachten die Wahrscheinlichkeit aller drei Ereignisse als tief. Dennoch beobachten wir die Entwicklung genau und berücksichtigen diese – soweit möglich – in unserer Anlagestrategie. Das letzte Thema ist aus unserer Sicht potentiell das gefährlichste, weil in diesem Szenario keine Erfahrungswerte und Masterpläne bestehen.

Cybersecurity als Anlagethema

Die Digitalisierung der Arbeitsprozesse zwingt immer mehr sensitive Daten ins Netz. Die Privatsphäre wird dabei zwangsläufig Attacken im Netz ausgesetzt und muss mit geeigneten Applikationen geschützt werden. Gleiches gilt für die (On- und Offline-) Infrastruktur der Banken, Elektrizitätswerke, Bahnbetreiber, Flughäfen, Atomkraftwerke etc.

In letzter Zeit nehmen Meldungen über Störungen der Infrastruktur zu. Wir haben das Thema in unsere Selektionsliste für Aktien aufgenommen und beobachten eine Reihe von Unternehmen in diesem Bereich. Wir erachten das langfristige Potential des Sektors als sehr gross. Die Firmen weisen erst geringe Umsätze auf und sind auf Wachstum und Forschung fokussiert, weniger auf die Gewinnmarge.

Ohne Abgabe einer Kaufempfehlung beobachten wir Unternehmen wie Cyberark Software, Palo Alto Networks, Fireeye und Proofpoint.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM

4. QUARTAL 2017

Nach einem von geopolitischen Auseinandersetzungen und Naturkatastrophen dominierten Quartal erwarten wir nun eine Rückkehr des Fokus auf die fundamentalen Wirtschaftsfaktoren. Die Wirtschaft erholt sich in allen wichtigen Regionen. Die Zinsen steigen leicht und die Währungen tendieren relativ stabil.

Wirtschaftliches Umfeld

Das US-Wachstum könnte aufgrund der Ausfälle durch die Wirbelstürme in Texas und Florida etwas tiefer als erwartet ausfallen. Die Ersatzinvestitionen werden sich entsprechend im Jahre 2018 unterstützend auf das Wachstum in den USA auswirken. Der Zinserhöhungszyklus dürfte im nächsten Jahr moderat weitergehen und die Geldpolitik der Notenbank sich normalisieren.

In Europa wird es für die EZB allmählich schwierig, die geplanten monatlichen Anleihenkäufe aufgrund des knappen Angebots aufrecht zu erhalten. Wir gehen deshalb davon aus, dass die EZB den Markt auf tiefere Quoten vorbereiten wird. Die Zinsen könnten in diesem Umfeld leicht ansteigen.

Die Wachstumsdynamik in China ist besser als erwartet. Wir sehen der weiteren Entwicklung zusehends entgegen, angesichts der ausbleibenden protektionistischen Massnahmen der USA.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte tendierten in den letzten Wochen seitwärts und haben den allgemein herrschenden Aufwärtstrend kurzzeitig unterbrochen. Die Entwicklung der einzelnen Segmente und Titel ist sehr unterschiedlich und ist auf konsolidierter Basis auf Stufe der Börsenindizes kaum sichtbar. Entsprechend wichtig war und bleibt die Titelselektion. Die Segmente Technologie, Biotechnologie und das Anlagethema Sicherheit und Rüstung werden auch das Geschehen im 4. Quartal prägen. Im Bereich Bio-

technologie dürfte dabei das grösste Potential liegen. Einerseits stellen wir eine Häufung von Zulassungen sehr innovativer Therapien von kleineren Biotechunternehmen fest. Andererseits sind die grossen, etablierten Pharmakonzerne von ihren Aktionären unter Druck, ihre hohen Liquiditätspolster in lukrative Projekte zu investieren. Unternehmensübernahmen dürften deshalb weiter zunehmen. Das Gleiche gilt etwas weniger ausgeprägt für den Bereich der Cybersecurity. Im Finanzbereich ergeben sich ebenfalls Opportunitäten bei den stark zurückgebliebenen Banken und Rückversicherern, die von höher tendierenden Zinsen bzw. den höheren Prämienabschlüssen auf neuen Policen profitieren werden. Aktien befinden sich in einem Aufwärtstrend und bleiben unsere bevorzugte Anlageklasse.

Anleihenmärkte

Die Zinsen dürften tendenziell steigen. Anlagen in Insurance linked bonds (ILS) werden von den höheren Prämienabschlüssen im 2018 profitieren und stellen unsere bevorzugte Anlageklasse im Bereich der Anleihen dar. Festverzinsliche Anlagen sind nicht interessant. USD-Callgeldanlagen stellen eine Alternative dar.

Währungen

Der USD und der EUR werden aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung sowie dem Zinserhöhungspotential des USD gegenüber dem CHF an Stärke gewinnen.

Daniel Waldmeier, Partner

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