

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

Das Anlegervertrauen wurde in den vergangenen Monaten durch den Konkursfall Enron und die öffentlich bekannt gemachten Bonusbezüge gewisser Manager stark in Mitleidenschaft gezogen. Häufig wurde in diesem Zusammenhang die Frage aufgeworfen, ob es bei all diesen offensichtlich gängigen Methoden der Selbstbereicherung überhaupt noch angezeigt ist, in Aktien zu investieren.

Trotz all diesen negativen Ereignissen bin ich nach wie vor der Überzeugung, dass ein Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont im Aktienmarkt investiert bleiben sollte, sofern er folgende Grundsätze bei seinen Engagements berücksichtigt:

Zunächst muss sich jeder Anleger bewusst sein, dass die Aktienmärkte Kursschwankungen unterliegen und die in einen Aktienmarkt investierten Mittel nicht immer und zu jeder Zeit ohne Kursverluste verkauft werden können. Es sollten folglich im Rahmen der Vermögensallokation nur jene Mittel in den Aktienmarkt investiert werden, die auch längerfristig entbehrt werden können. Im Weiteren muss der Investor zur Kenntnis nehmen, dass Aktienmärkte sich über einen gewissen Zeitraum von den volkswirtschaftlichen Rahmendaten entfernen und ein Eigenleben entwickeln können. Die Vergangenheit hat aber gezeigt, dass solche Exzesse, die sowohl à la Hausse als auch à la Baisse möglich sind, meist von kurzer Dauer sind. Vor dem Anlageentscheid muss somit die volkswirtschaftliche Situation analysiert und die Frage gestellt werden, ob die Aktienmärkte das zukünftige Wachstumspotenzial auf dem aktuellen Kursniveau bereits reflektieren. Schliesslich ist vor jedem Anlageentscheid das Unternehmen zu analysieren, in das man investieren will. Bei dieser Analyse sind neben der operativen Leistungskraft und der Bilanzqualität der Unternehmung auch die Leistungen des Managements kritisch zu würdigen. Bei der Unternehmensanalyse muss man der operativen Leistungskraft der Unternehmung mehr Gewicht beimessen als der Bilanzqualität, da selbst die beste Bilanz unter jahrelangen Verlusten leiden kann. Das Management muss sich durch ein glaubwürdiges Verhalten in der Vergangenheit und durch die Einhaltung der Corporate Governance auszeichnen.

Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze kann und soll in Aktien investiert werden. Sucht der Anleger jedoch nur den kurzfristigen Gewinn, so ist die Börse die falsche Spielwiese. Man könnte dabei mit den eingangs erwähnten Managern bald im selben Boot sitzen.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

.....

INHALT

- Editorial
 - Die Anlagestrategie im 2. Quartal 2002
 - Das neue Steuerreporting als umfassende Dokumentation für unsere Kunden in Deutschland
 - Deutsche Telekom
-

DIE ANLAGESTRATEGIE

IM 2. QUARTAL 2002

Nach der ernüchternden Entwicklung der Märkte im Jahr 2001 und dem verhaltenen Jahresauftakt dürften sich viele Anleger die Frage gestellt haben, ob es denn überhaupt noch Sinn macht, in Aktien zu investieren. Im Schatten der Enron-Krise haben sich die Wirtschaftsindikatoren deutlich verbessert und schaffen ein Fundament für eine berechenbarere Zukunft von Aktienengagements. Obwohl sich die Performancezahlen der späten 90er-Jahre für den Gesamtmarkt nicht so schnell wiederholen lassen werden, bevorzugen wir weiterhin Aktienanlagen als transparentes und liquides Mittel für die langfristige Kapitalanlage.

Wirtschaftsentwicklung

Die US-Wirtschaft ist wieder auf Expansionskurs und unterstützt die Erwartung einer Erholung der Unternehmensgewinne im Verlaufe des 2. Quartals 2002. Die US-Notenbank hat den Zinssenkungszyklus beendet und ist zu einer neutralen Politik übergegangen. Die Tatsache, dass alle grossen Industrieregionen synchron in eine Abschwungphase geraten sind, führt dazu, dass sich der Wirtschaftsaufschwung nur zögerlich realisieren wird. Die hohe Verschuldung der Unternehmen sowie der privaten Haushalte untermauert dieses Szenario. Die Risiken einer Double-Dip-Rezession erachten wir aufgrund des kumulierten negativen Effektes der September-Anschläge als gering. Genau zu verfolgen sind die Auswirkungen der Enron-Krise auf die Kreditpolitik der Geschäftsbanken sowie auf den Vertrauensverlust in die Rechnungslegungspraxis.

Die vorauseilenden Wirtschaftsindikatoren in Europa zeigen ein eher verhaltenes Bild. Die Detailhandelsumsätze im Dezember, die Teuerung im Januar sowie die seit Jahresbeginn wieder steigende Geldmenge sind zum Teil einmalige Effekte aus der Euro-Bargeld-Einführung und sollten nicht überbewertet werden. Das Umfeld wird sich in Europa in der zweiten Jahreshälfte im Sog der US-Wirtschaftserholung deutlich verbessern.

Japan konnte die Ausfuhren in die USA im Januar deutlich steigern. Dies kann als positives Zeichen einer gewissen Sensitivität Japans auf ein sich

verbesserndes Umfeld in den USA interpretiert werden. Obwohl die von der japanischen Regierung angekündigten einschneidenden Reformen immer mehr zu einem unbedeutenden Flickwerk zu verkommen drohen, erwarten wir im Fahrwasser der US-Erholung deutlich positivere Wirtschaftszahlen gegen Ende des Jahres.

Aktienmärkte

Die Unternehmenszahlen für das 4. Quartal 2001 haben die Erwartungen der Analysten grösstenteils erfüllt. Der Ausblick der Unternehmen auf die folgenden Quartale fiel mehrheitlich moderater aus als von den Anlegern erhofft. Im Wesentlichen decken sich die Projektionen aber mit unseren Erwartungen einer sich eher langsam erholenden Wirtschaft. Die Folge waren deutliche Kurssteigerungen bei den defensiven Werten und neue Tiefststände bei den Technologiewerten. Die Bewertung der Technologiefirmen hat sich den entsprechenden Buchwerten angenähert und limitiert die Kursrisiken – auch wenn sich die Gewinne im laufenden Jahr nur moderat verbessern werden. Im Spätsommer 2001 haben wir festgelegt, dass wir die Aktienquoten auf strategischer Ebene erst wieder auf die neutralen Niveaus erhöhen, wenn der ISM-Index über 50 steht, Verkäufe von bestehenden Einfamilienhäusern über 5 Mio. Einheiten bleiben, sich das Konsumverhalten stabilisiert und sich die Industrieproduktion wieder erhöht. Alle diese Kriterien sind nun erfüllt. Aufgrund der positiveren

Wirtschaftsindikatoren erwarten wir eine Trendwende zugunsten der konjunktursensitiven Sektoren, zu denen wir auch den Technologiesektor zählen. Entsprechend haben wir unsere Positionen in Nestlé, Roche und Schering reduziert. Neue Positionen haben wir mit den zyklischen Titeln Clariant und Holcim bezogen. Aufgrund der bereits hohen Bewertung des Aktienmarktes sehen wir momentan davon ab, die Aktienquote weiter zu erhöhen.

Anleihen

Der Zinssenkungszyklus dürfte weltweit beendet sein und wird dazu führen, dass der sich abzeichnenden Wirtschaftserholung wieder mehr Aufmerksamkeit geschenkt wird. Aufgrund der tiefen Kapazitätsauslastung der Industrie, der hohen Arbeitslosigkeit sowie der Wettbewerbssituation erwarten wir keine nennenswerten Inflationsängste. Die Notenbanken werden sehr zurückhaltend sein, die Geldversorgung zu drosseln bzw.

zu verteuern, da die Konjunkturerholung nur moderat ausfallen dürfte. Die Zinsen werden sich in einem engen Band seitwärts bewegen. Die Beurteilung der Bonität der Schuldner wird die Anleger mehr beschäftigen als die Durationsrisiken. Wir bleiben deshalb bei unserer Empfehlung für Laufzeiten von 3 bis 5 Jahren.

Währungen

Aufgrund unseres Szenarios einer Erholung der Wirtschaftsräume USA, Europa und Japan erwarten wir vorerst einen starken USD gegenüber dem CHF und dem EUR. In Japan konnten im Januar deutlich höhere Ausfuhren in die USA registriert werden, dies vor allem aufgrund der starken JPY-Abwertung zu Jahresbeginn. Wir erwarten eine zyklische Erholung der japanischen Wirtschaft gegen Jahresende, was zu entsprechenden Kapitalrückflüssen führen dürfte. Erst zu diesem Zeitpunkt wird sich der JPY gegenüber dem USD wieder erholen können.

DAS NEUE STEUERREPORTING ALS UMFASSENDE DOKUMENTATION FÜR UNSERE KUNDEN IN DEUTSCHLAND

Bei der Anlagestrategie eines Privatanlegers ist die Performance nach Steuern ein entscheidendes Kriterium, an welchem er seinen Vermögensverwalter misst.

Eine der stark beeinflussbaren Grössen, welche die Rendite eines Portfolios nach Steuern bestimmt, ist die Realisation von Kapitalgewinnen und -verlusten. Die Einhaltung der Haltefristen ist dabei entscheidend. Unsere Erfahrung hat gezeigt, dass die Berücksichtigung dieser Faktoren die Flexibilität des Portfolios über längere Zeit nicht signifikant einschränkt.

In diesem Zusammenhang ist die umfassende Aufbereitung der entsprechenden steuerrelevanten Daten zu einem weiteren Kernpunkt einer umfassenden und professionellen Vermögensverwaltung geworden.

In Zusammenarbeit mit renommierten Steueranwaltskanzleien in Deutschland haben wir erstmals für das Steuerjahr 2001 eine eigene Aufstellung erarbeitet, welche dem Steuerberater und damit dem Anleger hilft, die Steuerdokumente effizient zu erstellen. Dieses umfangreiche Steuerreporting gründet auf der Tatsache, dass die Qualität der von anderen Instituten – selbst von deutschen Banken – erstellten Steuerunterlagen den erforderlichen Ansprüchen in der Regel nicht genügt.

Die Baryon AG freut sich, mit diesem wohl einzigartigen Service das Dienstleistungsangebot für unsere deutschen Kunden zu ergänzen und dadurch einen neuen Qualitätsmassstab zu setzen.

DEUTSCHE TELEKOM

Die Telekommunikationsaktien sind seit längerer Zeit nicht mehr in der Gunst der Anleger. Die massiv überzahlten UMTS-Lizenzen, eine verfehlte Akquisitionspolitik sowie die sich auftürmenden Schuldenberge bei gewissen Gesellschaften haben die Investoren vorsichtiger werden lassen. Für langfristig denkende Anleger, die sich nicht von der aktuellen Marktstimmung beeinflussen lassen, bieten aber die heutigen Aktienkurse gewisser Telekommunikationsunternehmen gute Einstiegsmöglichkeiten.

Als im März 2000 der Aktienkurs der Deutschen Telekom die magische Grenze von EUR 100 durchstossen hatte, kannte die Euphorie der Anleger keine Grenzen mehr. Die Deutsche Telekom wurde damals bei einem Umsatz von EUR 40 Mrd. für das Geschäftsjahr 2000 mit rund EUR 320 Mrd. bewertet und die Analysten wurden nicht müde, den Investoren mit Kaufempfehlungen weiszumachen, dass die Kurshausse weitergehen würde.

Nun, es kam alles anders. Die masslos überzahlten UMTS-Lizenzen in Europa sowie die forsche Akquisitionspolitik liessen die Schulden der Deutschen Telekom per 31.12.2001 auf rund EUR 62 Mrd. anschwellen. Heute weisen die Analysten darauf hin, dass gerade dieser Schuldenberg die Stabilität des Unternehmens nachhaltig gefährdet. Der Aktienkurs hat sich heute bei rund EUR 17 eingependelt und die Börsenkapitalisierung beträgt noch EUR 71 Mrd.

Anfang März teilte die Unternehmung mit, dass der Umsatz im Geschäftsjahr 2001, unter anderem auch akquisitionsbedingt, um 18% auf 48,3 Mrd. EUR gesteigert werden konnte. Hinsichtlich des erwirtschafteten Reingewinnes musste die Deutsche Telekom, unter Berücksichtigung aller Sonderinflüsse, aber einen Verlust von EUR 3,5 Mrd. bekannt geben. Diese Zahlen wurden vom Markt mit einiger Enttäuschung aufgenommen.

Bei genauerer Betrachtung der Zahlen lassen sich aber auch positive Momente für die Zukunft ableiten.

Die diesbezügliche Ausgangslage kann als sehr gut bezeichnet werden, ist doch die Deutsche Telekom heute eine der grössten Mobilfunkanbieterinnen der Welt, welche mit ihren Beteiligungen in Osteuropa und den USA, im Gegensatz zu Swisscom, durchaus die Möglichkeit hat, in diesem Bereich noch stark zu wachsen.

Im Weiteren sind die Bilanzqualität sowie die operative Leistungskraft der Deutschen Telekom unseres Erachtens um einiges besser, als die Analysten wahrhaben wollen. Zunächst verfügt das Unternehmen per 31. Dezember 2001 immer noch über eine Eigenkapitalquote von rund 40% und die aus den Schulden resultierenden jährlichen Zinsen im Umfang von schätzungsweise EUR 4,5 Mrd. können bei einem Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen von rund EUR 15 Mrd. problemlos bedient werden. Im Übrigen zeigen die massgeblichen Kennzahlen des Free Cash Flow auch, dass genügend Mittel vorhanden sind, um weitere Schuldensenkungen vorzunehmen sowie die laufenden Investitionen zu tätigen. Sollte die Deutsche Telekom durch die Veräusserung von Aktiven eine zusätzliche Reduktion der Schulden bewirken können, so wäre dies auch aus unserer Sicht zu begrüssen.

Aufgrund unserer Beurteilung des aktuellen volkswirtschaftlichen Umfeldes sowie der starken operativen Leistungskraft der Unternehmung erachten wir ein Engagement in der Deutschen Telekom als lohnend für langfristig orientierte Investoren.

Baryon AG, Private Asset Management

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich,

Telefon +41. 1. 206 20 50, Telefax +41. 1. 201 90 89,

info@baryon.com, www.baryon.com