

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserin

Sehr geehrter Leser

Die meisten Unternehmen haben die Jahresabschlüsse für das Geschäftsjahr 2004 präsentiert und auch die Bezüge ihrer Topmanager gemäss den gesetzlichen Vorgaben offengelegt. Die Medien haben sich gewohnt kritisch mit den Jahressalären der Manager auseinandergesetzt und diese haben sich entsprechend wacker verteidigt. Damit ist das jährliche Ritual abgeschlossen und kann nächstes Jahr von neuem beginnen.

Ich habe mich in den vergangenen Wochen bei diesen Diskussionen häufig gefragt, ob die zum Teil ungerechtfertigten Bezüge der Topmanager ein Phänomen unserer Zeit sind oder bloss das Resultat einer transparenteren Mediengesellschaft. In diesem Zusammenhang bin ich auf folgende Textstelle im Buch «Wohlstand der Nationen» von Adam Smith gestossen:

«Von den Direktoren dieser Unternehmen, die ja nicht mit ihrem eigenen Geld arbeiten, sondern mit dem anderer Leute, kann man nicht erwarten, dass sie dies mit der gleichen Sorgfalt tun wie die Eigentümer einer Firma. Gleich den Handlungsbevollmächtigten eines reichen Mannes dispensieren auch sie sich nur allzu leicht von der Pflicht, auch kleinsten Details ihre Aufmerksamkeit zu widmen, weil sie dies als unter der Würde ihres Herrn erachten. Vernachlässigung und Überschwänglichkeit sind daher fast immer die Regel in solchen Aktiengesellschaften. Daher sind diese auch nur selten in der Lage, den Wettbewerb gegen richtige Unternehmer zu gewinnen.»

Das oben aufgeführte Zitat stammt aus dem Jahr 1776. Das Problem der Managerbezüge ist somit offenbar schon lange bekannt und vielleicht sogar im Kapitalismus systemimmanent. Neu ist lediglich die Tatsache, dass heute mehr Menschen in Aktien investieren und über die Generalversammlung Einfluss nehmen könnten, dies aber offensichtlich nicht tun.

Meines Erachtens müssen sich die Medien somit nicht nur über die hohen Bezüge der Manager auslassen, sondern den Aktionären vermehrt aufzeigen, wie sie sich wehren können. Ein erstes gutes Beispiel ist die diesjährige Generalversammlung von Nestlé und es ist zu hoffen, dass daraus sowohl Topmanagements als auch Aktionäre ihre Lehren gezogen haben.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

.....
INHALT

- Editorial
 - Conundrum – Ist die Zinssituation ein «Scherzrätsel»?
 - Die Anlagestrategie im 3. Quartal 2005
-

CONUNDRUM – IST DIE ZINSSITUATION EIN «SCHERZRÄTSEL» ?

Die US-Notenbank (FED) ist sich nicht im Klaren, warum die Zinskurve so flach ist. Die Erwartung der Bondanleger verschiebt sich immer mehr zugunsten tieferer Zinsen, was bald zum Gegenteil führen könnte. Sollten die Anleger Recht behalten, steht eine neue Rezession vor der Tür. Das US Wirtschaftswachstum ist jedoch breit abgestützt und profitiert von tiefen oder gar negativen realen Zinsen.

Der Notenbankchef Alan Greenspan bezeichnete im Februar die Entwicklung der Zinssätze als «Conundrum». Es ist eher beunruhigend, wenn die mächtigste Notenbank die momentane Zinssituation als «Scherzrätsel» bezeichnet, und offensichtlich aus dem reichen Erfahrungsschatz keine Erklärung finden kann. Das FED hat die kurzen Zinssätze in bisher acht Einzelschritten von 1% auf 3% erhöht. Im gleichen Zeitraum ist die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen um rund 0.75% gesunken. Die Zinskurve hat sich stark verflacht und die Zinsdifferenz zwischen den Tagessätzen und 30-jährigen Anleihen ist auf rund 1% gesunken. Es wird erwartet, dass die Notenbank die kurzen Zinsen bis Ende 2005 auf 3.75% erhöhen wird. Die Zinskurve dürfte dadurch noch flacher oder gar invers werden und passt in keiner Weise zu einem Wirtschaftswachstum von 3.5% bis 4% und einer Inflationsrate von über 3%.

Nachfolgend einige wichtige Einflussfaktoren auf die Zinskurve:

Die kurzen Zinssätze

Die Bewegungen bei den kurzen Zinssätzen sind stark von der US-Notenbankpolitik (FED Fund Rates) abhängig. Alan Greenspan versucht, die vorher stark expansiven und historisch tiefen Zinssätze wieder auf ein ausgewogenes Niveau zu erhöhen. Damit wird für eine schlechtere wirtschaftliche Situation wieder ein Senkungspotenzial geschaffen.

Die langen Zinssätze

Die Bewegungen bei den langfristigen Zinssätzen werden durch internationale Kapitalströme und

die sinkende Risikofähigkeit der Baby-Boomer-Generation beeinflusst. Nach dem «Nein» zur neuen EU-Verfassung ist die wichtigste Alternativwährung zum USD in Ungnade gefallen und hat eine deutliche Höherbewertung von USD und YEN ausgelöst. Die USD-Käufe dürften dabei vor allem in Staatsanleihen investiert worden sein. Weitere Kapitalflüsse kommen aus der Ölpreishausse der Exportländer. Gleichzeitig hat sich das Angebot von USD-Anleihen verringert. Der Multi-Milliarden Markt für Anleihen der hochverschuldeten US-Autofirmen ist nach Problemen bei General Motors für risikoscheue Investoren kein Thema mehr. Die Baby-Boomer-Generation in den USA unterstützte zwischen 1982 und 2000 die Aktienmärkte mit der auf Wachstum ausgerichteten Anlagestrategie. Der Zenith der Risikofähigkeit dürfte aber in den letzten fünf Jahren überschritten worden sein und die Phase der Kapitalsicherung und des Kapitalverzehr bedingt nun eine risikoärmere Anlagestrategie mit einer höheren Gewichtung von zinstragenden Anleihen.

Das Gleichgewicht

Der Markt für US-Staatsanleihen ist sehr liquide und transparent. Die Zinssätze widerspiegeln die verschiedenen Marktansichten. Trotzdem gibt es einige Ungleichgewichte, welche über längere Zeit nicht Bestand haben können. Momentan liegt der reale Zinssatz am kurzen Ende immer noch im negativen Bereich, da die Inflation höher als der Nominalzinssatz ist. Die Notenbank bezahlt somit dafür, dass die Banken bei ihr Geld schöpfen. Dieser Zustand kann nicht ewig andauern und wird sich entweder über eine tiefere Inflationsrate oder

noch höhere Geldmarktsätze auflösen müssen. Die realen Zinssätze im langfristigen Bereich liegen zwar im positiven Bereich, aber deutlich unterhalb der Dividendenrenditen von Aktien. Auch hier besteht ein Ungleichgewicht, wenn man davon ausgeht, dass die Inflationsrate durch steigende Werte der Sachanlagen kompensiert wird. Entweder werden die Unternehmen in Zukunft nicht mehr in der Lage sein, die steigenden Herstellungskosten in genügendem Masse auf die Konsumenten zu überwälzen, um die Gewinnmargen zu halten, oder die langfristigen realen Zinssätze erhöhen sich deutlich.

Die Inflation ist zurück

Die Preissteigerungen bei den Rohstoffen sind keine kurzfristige Entwicklung. Die Industrialisierung in Asien wird weiter fortschreiten und die Preise treiben. Die Unternehmen haben in der jüngsten Vergangenheit bewiesen, dass die höheren Herstellungskosten besser als erwartet auf die Konsumenten überwälzt werden konnten. Im Gegensatz zu Europa werden Preissteigerungen in den USA nicht als negativ betrachtet. Eine massvolle Inflation fördert den Konsum, regt zu Investitionen in Sachanlagen an und führt generell zu einer langfristigen Investitionspolitik.

Der Immobilienmarkt

Die tiefen bzw. negativen realen Zinssätze zeigen bereits erste Auswirkungen auf die Allokation des Kapitals. Neben dem langfristigen Bondmarkt zeigt auch der Immobilienmarkt in den USA Überhitzungserscheinungen. Die Häuserpreise sind alleine im ersten Quartal 2005 um durchschnittlich 12,5% gestiegen. Dies übertrifft das Wachstum des Brutto-sozialprodukts und der persönlichen Einkommen deutlich. In einzelnen Regionen sind Preissteigerungen von über 25% zu verzeichnen. Auffallend ist auch die starke Zunahme von Immobilienkäufen für Zweit- und Drittwohnungen, welche vorwiegend aus spekulativen Gründen getätigt werden.

Die Handelsbilanz

Das Wachstum der US-Wirtschaft wird kaum durch Europa und Japan unterstützt. Die Importe der USA steigen stärker als die Exporte und verschlechtern die Handelsbilanz. Der Ausgleich er-

folgt durch höhere direkte Investitionen und durch Portfolioinvestitionen, z.B. in Staatsanleihen. Solange der Kapitalmarkt für US-Anlagen eine attraktive reale Rendite abwirft, kann das Handelsbilanzdefizit problemlos finanziert werden. Die momentan flache Zinskurve dürfte über Zeit aber zu wenig attraktiv sein und das FED könnte gezwungen sein, höhere Realzinsen anzustreben, um zu verhindern, dass das Ungleichgewicht über einen tieferen Aussenwert des USD ausbalanciert wird.

Des Rätsels Lösung

In den USA müssen die realen Zinssätze steigen. Die US-Notenbank ist allerdings zu einem behutsamen Vorgehen gezwungen, will sie einen Einbruch am Immobilienmarkt und eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums vermeiden. Aus den langen Zinssätzen kann man ableiten, dass die Marktteilnehmer nicht damit rechnen, dass dies der Notenbank gelingen wird. Wenn diese Annahme zutreffen sollte, stünde eine neue Rezession vor der Tür. Das FED wird jedoch versuchen, dies zu verhindern. Die Aussage von Alan Greenspan, dass die langen Zinsen noch länger tief bleiben, zementiert die Meinungsbildung am Markt. Es ist aber gerade deshalb nicht auszuschliessen, dass genau das Gegenteil eintritt.

Das «Conundrum» löst sich damit von alleine. Das Rätsel ist kein Eingeständnis des FED, die Lage nicht zu verstehen, sondern Teil eines Programms, eine gefährliche Fehlallokation des Kapitals zu verhindern.

Fazit

Die Zinsen werden am langen Ende steigen und die Differenz zu den den kurzen Sätzen dürfte sich auf rund 2% ausweiten. Auf den Immobilienmarkt wirkt das höhere Zinsniveau zwar dämpfend, aber es ist kein gravierender Einbruch zu erwarten. Die Wirtschaft wird aufgrund idealer Geldschöpfungsmöglichkeiten für Unternehmen zwischen 3,5% und 4% wachsen. Konsequenterweise bleiben wir bei unserer vorsichtigen Haltung gegenüber langfristigen Bondanlagen. Wir konzentrieren uns auf Geldmarktanlagen und bondähnliche Anlageinstrumente.

DIE ANLAGESTRATEGIE

IM 3. QUARTAL 2005

Die Entwicklung der Zinsen wird im 3. Quartal im Vordergrund stehen. Während die Bondmärkte eine bevorstehende Rezession antizipieren, steigen die Aktienmärkte auf der Basis höherer Gewinne und tiefer Zinsen. Wir erwarten Zinserhöhungen und eine Abkehr der Anleger vom Bondmarkt. Die Aktienmärkte werden davon nur vorübergehend berührt werden.

Wirtschaftliches Umfeld

Das US Wachstum bewegt sich innerhalb unserer Erwartungen von rund 3.7% auf Jahresbasis. Der Immobilienmarkt zeigt mit starken Preissteigerungen deutliche Überhitzungserscheinungen. Die Anzahl der Transaktionen für Zweit- und Drittwohnungen hat deutlich zugenommen und die Sensitivität gegenüber Zinserhöhungen dürfte zunehmen. Die Inflation liegt bei über 3%, könnte sich allerdings aufgrund des Basiseffektes kurzfristig etwas abschwächen.

In Europa ist Bewegung in die politische Landschaft gekommen. Das Vertrauen in die EU ist durch die Verfassungsdebatte stark erschüttert worden und hat Zweifel an der Zukunft der europäischen Einigkeit aufkommen lassen. Der Euro wird in diesem Umfeld schwach bleiben und der Exportwirtschaft eine Unterstützung bieten.

Die Wirtschaftszahlen aus Japan sind besser, weisen aber immer noch eine hohe Volatilität auf und erschweren eine klare Analyse. Die Bekämpfung der Deflation bleibt das Hauptthema.

Aktienmärkte

Die Aktien haben sich in den traditionell kritischen Monaten April und Mai gut entwickelt. Entgegen den Befürchtungen ist es nicht zu grösseren Korrekturen gekommen. Die USD-Stärke hat v.a. die

europäischen Märkte begünstigt. Die Aktienmärkte sind auf der Basis der laufenden Dividendenrenditen günstig bewertet. Die Entwicklung der Zinsen dürfte in der nächsten Zukunft ein wichtiges Thema sein. Wir erwarten generell steigende Zinsen und daraus kurzfristig negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte. Selbst bei höheren nominalen Zinsen bleibt das reale Zinsniveau aber sehr tief und attraktiv für Investitionen von Unternehmen. Daher darf mittelfristig von weiter steigenden Aktienmärkten ausgegangen werden. Im Vordergrund stehen Unternehmen aus den Bereichen Industrie, Technologie und Energie.

Anleihenmärkte

Im Rahmen steigender Zinsen konzentrieren wir uns weiterhin auf Geldmarktanlagen und bondähnliche strukturierte Anlagen. Wir sind davon überzeugt, dass der Ertrag aus Anleihen in keinem vernünftigen Verhältnis zum Risiko und der Inflation steht.

Währungen

Das vorherrschende Ungleichgewicht zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA und dem Rest der Welt wird das Handelsbilanzdefizit weiter ansteigen lassen. Dadurch dürfte der Höheflug des USD etwas gebremst werden. Wir erwarten allerdings keinen starken Einbruch des Greenback.

.....

Baryon AG, Private Asset Management

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

Telefon +41. 44. 206 20 50, Telefax +41. 44. 201 90 89

info@baryon.com, www.baryon.com

.....