

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

Der 11. September 2001 hat uns aus der Illusion einer vermeintlich neuen Weltordnung gerissen, die vor gut einem Jahrzehnt mit dem Fall der Berliner Mauer hoffnungsvoll begann und nun ein jähes Ende nahm. Die modernen Kommunikationsmittel ermöglichten es uns, das Unfassbare live mitzerleben. Unsägliches Leid drang ohne zeitliche Verzögerung in unsere Welt ein, als ob wir davon direkt betroffen worden wären. Unsere Anteilnahme gilt den Opfern, den Helfern und nicht zuletzt den USA.

Stunden nach den ersten Eindrücken waren Kommentatoren zur Stelle, die uns erklärten, dass die Welt nach dem 11. September 2001 nicht mehr die gleiche sein werde, dass die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession fallen werde, und das Wort Krieg, das wir eigentlich aus unserer Realität verbannt haben wollten, war bald in aller Leute Munde. Alle wussten, was die Administration Bush in den nächsten Tagen vorkehren würde, und alle waren sich sicher, dass das erste Wochenende nach dem 11. September 2001 zu einem militärischen Schlag gegen Afghanistan genutzt werden würde. Die Finanzmärkte reagierten auf die Anschläge mit starken und zum Teil undifferenzierten Kurseinbrüchen, und manchmal hatte man den Eindruck, dass Panik das Regime übernommen hätte.

Das Attentat vom 11. September 2001 zeigt in seiner Tragik auch auf, wie undifferenziert die Informationsgesellschaft die Ereignisse im ersten Moment analysiert und welche diffusen Eindrücke sie zum Handeln bewegen. Mit Sicherheit wird das Attentat einen Einfluss auf die Weltwirtschaft haben. Aber ebenso sicher ist, dass heute kaum jemand weiss, in welchem Ausmass dies sein wird. Das Erdbeben von Kobe hat vor einigen Jahren eine Region in Japan getroffen, deren volkswirtschaftliche Leistungskraft rund 20% zum BIP von Japan beiträgt, und die Schadensbehebung kostete rund USD 100 Mrd. Sicher sind die beiden Ereignisse in ihrer Art nicht vergleichbar, aber damals wie heute lässt sich feststellen, dass die freie und liberale Welt mit sehr tragischen Ereignissen umgehen kann und insbesondere das Krisenmanagement der Behörden funktioniert. Vergessen wir nicht: Was immer an einem Tag geschieht, kein Tag ist wie der andere, und jeder Tag stellt an uns neue Herausforderungen, die wir meistern werden.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2001
 - Performance – Reporting
 - Notenbankpolitik im Vergleich
-

DIE ANLAGESTRATEGIE

IM 4. QUARTAL 2001

Am 11. September 2001 stand die Welt entsetzt und ungläubig vor den Trümmern einer Illusion. Die schrecklichen Terroranschläge in den USA ereigneten sich in einer kritischen Phase einer zaghaften US-Wirtschaftserholung. Die Produktionsausfälle der zeitweise lahm gelegten US-Wirtschaft könnten zu einer Kontraktion des Bruttosozialproduktes führen und damit offiziell eine Rezession der US-Wirtschaft bedeuten. Die daraus resultierende Verlangsamung des gesamten Weltwirtschaftswachstums sowie das erhebliche Prognoserisiko im Zusammenhang mit den zu erwartenden militärischen Auseinandersetzungen zur Terrorbekämpfung haben die Baryon AG dazu veranlasst, die Aktienquoten weiter zu reduzieren und an das neue Umfeld anzupassen.

Wirtschaftsentwicklung

Die schockierenden Terrorattacken in den USA und die folgende, über mehrere Tage andauernde Lähmung der US-Wirtschaft werden eine Kontraktion des US-Wirtschaftswachstums für das 3. Quartal 2001 zur Folge haben. Dies wird sich nicht nur auf die US-Wirtschaft selbst, sondern auch auf das europäische und das japanische Wachstum negativ auswirken und somit zu einer Verlangsamung der gesamten Weltwirtschaft führen.

Gegen Jahresende erwarten wir erste Erholungstendenzen, können aber nicht ausschliessen, dass die US-Wirtschaft auch im 4. Quartal 2001 ein negatives Wachstum aufweist und damit offiziell in eine Rezession fällt. Die US-Notenbank dürfte die Geldmenge weiter ausweiten und die Zinsen bis Ende Jahr um weitere 0,5% senken. Zusammen mit den laufenden Steuerrückzahlungen und den in diesem Jahr bereits erfolgten Zinssenkungen sind die Voraussetzungen intakt, im ersten Halbjahr 2002 klarere Erholungstendenzen der US-Wirtschaft auszumachen.

Die Wirtschaftsentwicklung in Europa wird unserer Meinung nach derjenigen der USA nach ca. sechs Monaten folgen. Die Ereignisse in den USA werden den Abschwung in Europa akzentuieren und damit auch die Erholungstendenzen deutlich in die zweite Jahreshälfte 2002 verschieben. Die Entwicklung der japanischen Wirtschaft wird ebenfalls negativ beeinträchtigt, dürfte aber im Zusammenhang mit Reformbemühungen

der neuen Regierung ein gewisses Eigenleben entwickeln.

Es ist zu erwarten, dass der Ölpreis im Lichte der schwachen Wirtschaftsentwicklung nach den panikartigen Kursavancen wieder in den Bereich von USD 25 pro Barrel zurückgleiten wird.

Die im Zusammenhang mit der Terrorbekämpfung zu erwartenden militärischen Auseinandersetzungen stellen allerdings ein erhebliches Prognoserisiko dar.

Aktienmärkte

Die eingangs skizzierten Szenarien werden sich kurzfristig negativ auf alle Aktienmärkte auswirken. Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass sich Unternehmen in Europa weniger schnell auf den Konjunkturabschwung eingestellt und länger darunter zu leiden haben als Unternehmen in den USA. Unser massives Übergewicht im Bereich Pharma sehen wir als grossen Vorteil, da wir mit einer Verschiebung der Anlagegelder aus zyklischen und konsumorientierten Sektoren in den konjunkturreisistenten Gesundheitssektor rechnen. Auf der Verliererseite sehen wir zyklische Titel sowie den Bankensektor. Die jüngsten Versicherungsschäden werden sich mittelfristig durch massive Prämienerrhöhungen der Versicherer zum Teil kompensieren und auch zu einer Stabilität der entsprechenden Anlagen führen.

Wir haben bereits vor der Katastrophe in den USA – in Einklang mit unseren negativen Erwar-

tungen für Europa – unsere Positionen in ABB und UBS verkauft.

In der Zeit nach dem 11. September 2001 haben wir das neue Umfeld analysiert und die Aktienquoten weiter reduziert. Verkauft haben wir Werte im Konsum- und im Kapitalgütersektor in Japan sowie im US-Technologiesektor. Wir sind der Meinung, dass trotz der drastischen Kurskorrekturen der Zeitpunkt für einen Wiedereinstieg in den Aktienmarkt noch nicht gekommen ist. Der Ablauf der seit Sommer 2000 dauernden Baisse sowie das Verhalten der Anleger ist mit keinem Ereignis in der Vergangenheit vergleichbar. Wir haben die Aktienquoten auf ein sehr tiefes Niveau reduziert und warten die Trendwende in der Konjunkturentwicklung ab. Im Zentrum stehen dabei die Indizes, welche das Konsumentenvertrauen wiedergeben, sowie der Einkäuferindex NAPM und die Industrieproduktion. Wir sind uns dabei bewusst, dass wir nicht bei den Ersten sein werden, welche die Aktienquoten erhöhen – dafür reduzieren wir die Wahrscheinlichkeit weiterer Kapitalverluste.

Anleihenmärkte

Die Zinsen sind im Lichte der aktuellen Ereignisse weiter gefallen und die im August 2001 durch uns initiierte Verlängerung der Duration in den EUR- und USD-Anleihen zahlt sich bereits aus.

Obwohl wir weitere Zinssenkungen der Notenbanken in den USA und Europa erwarten, sehen wir das Kurspotential durch die höheren Kriegs- und Inflationsrisiken limitiert.

Wir bleiben bei unserer Empfehlung für EUR- und CHF-Anlagen von 4 bis 7 Jahren Laufzeit und für USD-Anlagen von 3 bis 5 Jahren Laufzeit.

Währungen

Der USD notierte nach dem Anschlag in den USA deutlich tiefer – aber immer noch auf einem hohen Niveau. Wir erwarten ein Wiedererstarken des USD, sobald Amerika nach der Krisenbewältigung wieder zur Tagesordnung zurückgefunden hat. Ausnahmezustände haben in der Vergangenheit den USD jeweils gestärkt. Dies dürfte auch diesmal der Fall sein.

PERFORMANCE – REPORTING

Vollständige Übersicht und Transparenz bei der Performancemessung sind zu einem wichtigen Kundenbedürfnis geworden. Die Erfahrung zeigt, dass die von den Banken gelieferten Unterlagen diesen Ansprüchen generell nicht gerecht werden können. Die Baryon AG nimmt die Anliegen und Wünsche ihrer Kundinnen und Kunden ernst. Wir sind davon überzeugt, dass die Beurteilung der Performance und der damit verbundenen Anlagestrategie nur über einen längeren Zeithorizont möglich ist.

Mit dem Abschluss des 3. Quartals 2001 freut sich die Baryon AG, erstmals ein einheitliches Reporting präsentieren zu können. Inhaltlich gliedert sich das Reporting in vier Bereiche:

1. Rückblick auf das jeweils zurückliegende Quartal, Kommentar zu den wichtigsten Ereignissen sowie Informationen zu den Änderungen unserer Anlagestrategie.

2. Übersichtliche Aufstellung der Vermögensentwicklung seit Jahresbeginn unter Berücksichtigung der Kapitalflüsse (Ein- und Auszahlungen) mit Performancemessung in absoluten und prozentualen Zahlen. Wo Optionsgeschäfte im Rahmen des Verwaltungsauftrages vereinbart wurden, erfolgt der Ausweis von vereinnahmten Prämieneträgen.

3. Grafische Übersicht der Vermögensentwicklung seit 1998 bzw. Eröffnung der Kundenbeziehung. Der Saldo aus Vermögenszu- und -abflüssen wird pro Jahr ausgewiesen.

4. Entwicklung der wichtigsten Aktien- und Bondindizes seit Jahresbeginn in der vom Kunden gewählten Referenzwährung.

Das Reporting wird von der Baryon AG unabhängig von der gewählten Depotbank erstellt.

NOTENBANKPOLITIK IM VERGLEICH

Sowohl die amerikanische Notenbank (FED) wie auch die europäische Zentralbank (EZB) gelten als Verfechter einer antiinflationären Geldmengenpolitik, dabei sind aber wesentliche Unterschiede in der Umsetzung ihrer Zinspolitik erkennbar. Die diesbezüglichen Auswirkungen auf das volkswirtschaftliche Wachstum sind erheblich.

Seit Jahren wird die statistische Grösse der Inflation in allen modernen Volkswirtschaften von den Notenbanken mit Argusaugen verfolgt. Dabei gilt Inflation, das heisst die Geldentwertung, für das volkswirtschaftliche Wachstum als schädlich.

Diese empirische Erfahrung führte dazu, dass die EZB vom Gesetzgeber verpflichtet wurde, ihre Geldmengenpolitik grundsätzlich und nachhaltig auf die Inflationsbekämpfung auszurichten. Die EZB erachtet eine Inflation von maximal 2% als tragbar und stimmt ihre Geldmengenpolitik auf diese Zielgrösse ab.

Demgegenüber hat der amerikanische Gesetzgeber den Auftrag für das FED breiter gefasst, indem dieses als prioritäres Ziel das volkswirtschaftliche Wachstum sicherzustellen hat. Selbstverständlich hat auch das FED seit langer Zeit erkannt, dass ein gesundes Wachstum nur unter Berücksichtigung einer angemessenen Inflationsentwicklung erreichbar ist. Anders als die EZB hat aber das FED bis jetzt weder ein Inflations- noch ein Geldmengenziel kommuniziert. Bei genauerer Betrachtung der vom FED verfolgten Zinspolitik lässt sich jedoch feststellen, dass eine Inflationsrate von 4,5% als obere Schmerzgrenze empfunden wird. Interessanterweise berücksichtigt aber das FED bei der Beurteilung des zukünftigen Inflationspotentials nicht nur die Geldmengenausweitung, sondern auch den Pro-

duktivitätsfortschritt der Unternehmungen und das Realeinkommen der amerikanischen Haushalte.

Die Zinspolitik der EZB wurde in letzter Zeit von vielen Beobachtern kritisiert, weil die EZB mit ihrer Zinspolitik viel zu einseitig die Inflationsbekämpfung verfolge und dadurch das Wachstum in Europa gefährde.

Allein die Tatsache, dass sich das volkswirtschaftliche Wachstum in Europa entgegen allen Erwartungen in diesem Jahr verlangsamt hat, gibt eigentlich den Kritikern recht. Europa ist nach wie vor ein sehr stark regulierter Wirtschaftsraum, indem viele Preise durch die Regierungen festgesetzt werden. Der freie Markt spielt in keiner Weise so, wie dies in den USA der Fall ist. Dadurch muss die EZB mit ihrer Zinspolitik eine Inflation bekämpfen, die durch staatlichen Interventionismus und externe Faktoren beeinflusst wird und auf die keine Zinspolitik einen direkten Einfluss haben kann. Folglich ist der EZB zu raten, dass sie wie das FED für die Bestimmung ihrer Zinspolitik auch auf andere volkswirtschaftliche Daten zurückgreift und eine Inflationsrate definiert, die sie mit ihrer Zinspolitik direkt beeinflussen kann. Tut sie dies nicht, trifft sie mit ihrer Zinspolitik die Falschen und verkennt, dass eine Zinspolitik nicht die strukturellen Versäumnisse der Politiker bekämpfen kann.

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
