

Baryon



Liebe Leserinnen und Leser

Das Verborgene sichtbar zu machen ist eine bemerkenswerte Eigenschaft, die uns ab und zu helfen sollte, aktuelle Ereignisse gelassener zu nehmen. Erinnern wir uns ans 2011, was uns bewegt und unser Handeln diktiert hat:

Im Januar beginnt in der arabischen Welt der politische Frühling. Im Februar überschwemmt der Zyklon Yasi weite Teile Australiens, in Libyen beginnt ein erbitterter Bürgerkrieg und in Neuseeland erschüttert ein schweres Erdbeben die Stadt Christchurch. Im März wird Japan Opfer eines Erdbebens und der anschliessende Tsunami fordert viele Todesopfer und zerstört ein japanisches Atomkraftwerk. Im Mai wird bei einer Kommandoaktion Osama bin Laden getötet. Im gleichen Monat beginnt die peinliche Affäre um den IWF-Chef D. Strauss-Kahn und im Juli bewegt uns ein Attentat in Norwegen. Im August konzentrieren wir uns auf die Verwerfungen im weltweiten Währungsgefüge und nehmen zur Kenntnis, dass die Politiker weder in den USA noch in Europa gewillt sind, konstruktive Lösungen zu erarbeiten. Stures und eigenwilliges Verhalten der Politik hat uns bis zum Jahresende begleitet.

Wie oft wurde uns im 2011 eine schicksalhafte Nachricht dramatisch präsentiert, die uns den Glauben an die Zukunft nahm. Nach wenigen Tagen war diese Nachricht jedoch kaum mehr eine Zeile wert. Wir gewöhnen uns an den marktschreierischen Ton der Schlagzeilen.

Die schnelle Abfolge von oberflächlichen Informationen, die wir ebenso schnell verwerten und in unser tägliches Handeln einfließen lassen, versperren uns den Blick auf das tieferliegende Problem. Wir mögen nicht mehr erkennen, dass in einem solchen Umfeld das soziale Beziehungsnetz wegen materieller Vor- oder Nachteile zurückgedrängt wird und gerade dies die Basis für zukünftige Verwerfungen bilden kann.

2012 wird an diesen Umständen nichts ändern. Wenn wir aber an unsere eigene Zukunft glauben, unser Handeln langfristig darauf ausrichten und uns von den Marktschreibern nicht davon abbringen lassen, gestalten wir für unsere Kinder eine lebenswertere Welt.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Kreditgeber der letzten Instanz
 - Die Anlagestrategie im 1. Quartal 2012
-

KREDITGEBER DER LETZTEN INSTANZ

Europa steckt in einer tiefen Vertrauenskrise. Schnelle und griffige Massnahmen sind gefordert. Die Politiker geben gerne den Spekulanten Schuld für die hohen Zinsen in den Krisenländern. Dabei sind sie aber die einzigen, welche den Prozess für eine Bewältigung der Krise in Gang halten. Eine Bereitschaft zu unlimitierten Käufen von Staatsanleihen durch die EZB dürfte der einzige verbleibende Weg zu einer Lösung sein.

Europa hat sich in den letzten Jahren in eine unbequeme Situation manövriert. Die Staatsverschuldung in Prozenten des Bruttozialproduktes (BSP) der Länder in der Eurozone hat sich laut Eurostat von 69.1% im Jahr 2003 auf erwartete 88.5% für das Jahr 2011 verschlechtert. Griechenland hat es sogar geschafft, eine bereits hohe Verschuldung von 100% im Jahr 2003 auf über 160% im Jahr 2011 zu steigern. Irland hat im gleichen Zeitraum seine Schulden verdreifacht, Spanien verdoppelt und selbst das chronisch hoch verschuldete Italien steigerte die Schulden nochmals um 20%. Ausserhalb der Eurozone fällt vor allem England mit einer Verdoppelung der Verschuldung auf rund 90% im Jahr 2011 negativ auf.

Als Begründung stehen die Ausgaben für die Bewältigung der Finanzkrise 2008/2009 im Vordergrund. Allerdings liegen die Wurzeln der masslosen Verschuldung eher in der fehlenden Ausgabedisziplin während den Boom-Jahren 2003-2007, den zu lockeren Eigenmittelvorschriften für Finanzinstitute, welche diese zum grössten Käufer von Staatsanleihen machte sowie den über die Jahre historisch tiefen Zinsen, welche eine zusätzliche Verschuldung begünstigten.

Die Konstruktion bzw. Stabilität der Eurozone mit der Einheitswährung basiert auf dem Grundsatz der Selbstdisziplin. Die Maastricht-Kriterien, welche grundsätzlich jedes Mitgliedsland der Einheitswährung bei der Aufnahme erfüllen und danach einhalten muss, sollen disziplinierend auf die Haushaltspolitik der unabhängigen Mitgliedstaaten wirken. Allerdings hatten im Jahr 2003, wenige Jahre nach der Geburt des EUR, bereits die meisten Staa-

ten die maximal zulässige Verschuldungsquote von 60% des BSP überschritten. In Deutschland und Frankreich lag im Jahr 2003 das Budgetdefizit über den Kriterien von 3%. Ernsthafte Sanktionen gab es nie, nicht zuletzt auch deshalb, weil Deutschland als grösstes und wirtschaftlich stärkstes Land in der Eurozone die Kriterien auch nicht erfüllen konnte. Wie sorglos mit diesen Regeln umgegangen wurde zeigt das Beispiel von Griechenland. Das Land wurde im Jahr 2001 auf der Basis geschönter Haushaltsbudgets und verschleieter Verschuldung in die Eurozone aufgenommen. Darüber hinaus hatte es über die letzten 10 Jahre konstant ein jährliches Budgetdefizit von 5-7%. Auch Italien und Frankreich glitten nach der Aufnahme schnell zurück in die Defizitwirtschaft. Die Länder schafften es nach 2001 in keinem einzigen Jahr, das Budgetdefizit deutlich unter 2% zu drücken.

Das Konstrukt war also schon früher fragil. Die Kapitalmärkte begannen gegen Ende des Jahres 2009 die Probleme in Griechenland mit höheren Renditen bei deren Staatsanleihen zu quittieren. Es folgten die Länder Irland und Portugal, welche heute zusammen mit Griechenland nicht mehr kapitalmarktfähig sind und ihre Refinanzierung über die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) abwickeln müssen.

Die aktuelle Situation erinnert stark an die Ausgangslage der Finanzkrise 2008/2009. Die Banken haben sich in den letzten Jahren stark in europäischen Staatsanleihen engagiert. Die drohenden Verluste auf diesen Positionen haben zu einer Vertrauenskrise geführt. Amerikanische Banken haben schon früh damit begonnen, ihre Ausleihungen an europäische Banken abzubauen. Inzwischen ist auch

der Interbankenmarkt in Europa zum Erliegen gekommen. Es liegt nun an der EZB, die Banken mit Liquidität zu versorgen.

Die Signale der Finanzmärkte zeigen klar auf, dass eine schnelle Lösung für die Schuldenkrise gefunden werden muss. Dies steht im Kontrast zu den langwierigen und schwierigen Verhandlungen zwischen den unabhängigen Ländern unter dem Dach der gemeinsamen Währung.

Die Reaktion der Finanzmärkte auf die Rettungsmassnahmen für Griechenland zeigt auf, dass keine Halbheiten toleriert werden. Ohne klares Konzept für realistische Budgetkürzungen, welche von der Bevölkerung getragen und unterstützt werden und die zu einem nachhaltigen Schuldenabbau führen, ist nicht mit einer Entspannung der Situation zu rechnen.

Die Lücke zwischen einer schnellen Lösung der Liquiditätskrise und einer nachhaltigen Gesundung der Staatsfinanzen beträgt mehrere Jahre. In dieser Zeit sind die hoch verschuldeten Staaten kaum oder gar nicht kapitalmarktfähig, leiden unter rezessiven Tendenzen aufgrund der Austeritätsmassnahmen und müssen ausserhalb des Privatsektors finanziert werden.

In Europa hat nur die Europäische Zentralbank EZB die Feuerkraft, diese Lücke zu schliessen und damit eine Brücke zu einer nachhaltigen Bereinigung zu bilden. Die Statuten der EZB erlauben den direkten Kauf von Staatsanleihen aus Emission nicht. Allerdings ist ein Kauf von Anleihen auf dem Sekundärmarkt nicht verboten. Das Statut gibt der EZB nicht nur die Verantwortung für die Preisstabilität, sondern auch für die Stabilität des Zahlungs- und Finanzsystems. Genau dieses ist momentan aber in grösster Gefahr.

Die EZB kann somit selber entscheiden, ob sie die Rolle des «Kreditgebers der letzten Instanz» übernehmen will. Es braucht kein politisches «Go» und steht nicht im Widerspruch zur Unabhängigkeit der EZB. Wenn die EZB jetzt italienische Staatsanleihen erwirbt und die Italiener Reformen einleiten,

kauft sie diese billig. Sie verkauft sie später, wenn die Reformen zu wirken beginnen, mit Gewinn. Dies kommt auch den Steuerzahlern in soliden Euro-Ländern zugute. Wenn die EZB Verluste auf ihren Anleihekäufen erleidet, gibt es eine Formel, gemäss der die Aktionäre (EUR-Mitgliederländer) der Zentralbank Geld einschiessen müssen.

Es liegt auf der Hand, dass die EZB nicht mehr existiert, wenn die Gemeinschaftswährung untergeht. Es kann nicht die Aufgabe der EZB sein, mit Interventionen darauf zu warten, bis die Länder Reformen umgesetzt haben, nur um potenzielle Verluste auf den Anleihen zu vermeiden. Ein Statement der EZB für eine Bereitschaft zu unlimitierten Käufen von Anleihen würde genügen, um die Märkte zu beruhigen und damit auch die Liquiditätskrise zu entschärfen. Wichtig dabei ist allerdings, dass die Pläne nicht detailliert und antizipierbar werden. Es gibt nichts Gefährlicheres für Spekulanten als eine Notenbank mit der Feuerkraft der EZB, die unabhängig und unerwartet agiert.

Das andere Ende der Brücke sind die dringend notwendigen Reformen in den einzelnen Mitgliedsländern. Die Budget- und Verschuldungssituation ist in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich und bedarf gezielter spezifischer Massnahmen. Eine Überwachung der Budgets durch eine zentrale Behörde für den EUR-Raum mit geeigneten Zwangsmassnahmen für undisziplinierte Mitgliedsländer kann den Prozess unterstützen. Langfristig sind die Politiker gefordert, in der Verfassung griffige Schuldenbremsen zu verankern. Die Schweiz könnte dabei mit ihrem Modell als Geburtshelfer bzw. Standard dienen.

Die Einführung von EUR-Bonds, für deren Erfüllung die Gemeinschaft haftet, ist keine geeignete Lösung. Die Übernahme der Schulden eines Mitgliedslandes durch die Gemeinschaft schafft keinen Anreiz zur Haushaltsdisziplin und wird in den Ländern mit einem ausgeglichenen Budget zu steigenden Zinsen führen. Der für die Ausgestaltung und Umsetzung der Emission von EUR-Bonds nötige gesetzliche Rahmen wird ausserdem kaum in nützlicher Frist implementiert werden können. (DW)

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 1. QUARTAL 2012

Die Vertrauenskrise in Europa hat sich im vergangenen Quartal weiter verschärft. Die Aktienmärkte konnten wieder Tritt fassen, allerdings eher auf der Grundlage fehlender Anlagealternativen als positiver Aussichten auf die Entwicklung der Unternehmen. Die Zinsen werden weiterhin tief bleiben und die Inflation dürfte vorerst kein Problem darstellen. In China schwächt sich die Wirtschaft stärker als erwartet ab. In Europa ist im 2012 bestenfalls mit einem Nullwachstum zu rechnen. Die USA dürfte 1-2% wachsen und in der Schweiz bleibt die Gefahr einer leichten Rezession.

Wirtschaftliches Umfeld

Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich auf tiefem Niveau stabilisiert. Es ist davon auszugehen, dass die monetäre Stimulierung durch die Notenbank fortgeführt wird. Wir erwarten ein unterdurchschnittliches Wachstum von 1-2%. Für eine nachhaltige Erholung muss sich der Immobilienmarkt stabilisieren und die Arbeitslosigkeit sinken.

Europa steht am Anfang eines mehrjährigen Sparprogrammes. Vor allem die südlichen Länder werden im 2012 mit einer Rezession konfrontiert werden. In Deutschland erwarten wir ein leicht positives Wachstum. Der EUR-Raum als Ganzes wird aber 2012 kaum zum globalen Wirtschaftswachstum beitragen. Aufgrund des starken CHF ist das Risiko einer Rezession in der Schweiz nicht zu unterschätzen.

Asien hat sich im 4. Quartal weiter abgeschwächt. Die Inflation ist in China endlich wieder rückläufig. Allerdings muss sich erst noch zeigen, ob dieser Trend nachhaltig ist. Wir rechnen für 2012 auch in Asien mit einem tieferen Wachstum als im 2011.

Aktienmärkte

Die Überlagerung der vordergründigen Vertrauenskrise in Europa und der im Hintergrund ablaufenden Abschwächung der globalen Konjunktur sind eine grosse Herausforderung für die Marktteilnehmer. Entsprechend hoch sind die Tagesschwankungen.

In Anbetracht der Menge an ungelösten Problemen zeigt sich der Aktienmarkt aber überraschend resistent. Die fehlenden Anlagealternativen der Marktteilnehmer bringen zwangsläufig Mittelzuflüsse in die Aktienmärkte und wirken unterstützend. Allerdings werden die Unternehmensgewinne 2012 von den Analysten zu positiv gewertet und die Märkte werden kaum wachsen. Es lohnt sich daher, grundsätzlich in Aktien investiert zu bleiben, dabei aber eher defensive Sektoren wie z.B. den Nahrungsmittelsektor oder aber stark unterbewertete frühzyklische Branchen zu bevorzugen. Aufgrund der Währungssituation dürfte der Schweizer Aktienmarkt gegenüber den ausländischen Märkten im EUR und USD Raum schlechter abschneiden. Die hohe Volatilität begünstigt Optionsstrategien und generell eine antizyklische Anlagepolitik.

Anleihen

Trotz tiefer Zinsen lohnt sich das Risiko von längeren Anleihen nicht. Einzelne Unternehmensanleihen notieren auf attraktivem Niveau.

Währungen

Der USD könnte von der Schwäche des EUR vorübergehend profitieren, der CHF bleibt stark und überbewertet. Die SNB wird den EUR/CHF weiterhin erfolgreich über 1.20 halten können.

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