

Baryon



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

Nach den Ereignissen vom 11. September 2001 haben westliche Nationen in zwei Staaten Krieg geführt. Dieser wird bis heute mit der globalen Terrorbekämpfung und der Implementierung eines freien demokratischen Systems begründet. Nüchtern betrachtet haben diese Kriege den Menschen aber bisher nur noch mehr Gewalt gebracht. Terroranschläge in Form von Selbstmordattentaten und bürgerkriegsähnliche Belagerungszustände zwischen verschiedenen Volksgruppen im Irak und immer mehr auch in Afghanistan gehören zur Tagesordnung.

Formaljuristisch betrachtet sind die erwähnten Staaten seit den nun erfolgten freien Wahlen tatsächlich demokratisch organisierte und strukturierte Nationen, die auch über frei gewählte Parlamente und Regierungen verfügen. Somit könnte man befriedigt feststellen, dass die kriegerischen Interventionen unter dem Titel der Demokratisierung erfolgreich gewesen sind. Genauer betrachtet sind die betroffenen Staaten jedoch weit davon entfernt, als funktionierende Demokratien zu gelten. Denn die vom Volk gewählten Institutionen verfügen nicht über die ihnen gemäss der Verfassung zustehenden Machtbefugnisse und schon gar nicht über die Mittel, diese Machtbefugnisse im ganzen Land durchzusetzen. So reicht die Macht des afghanischen Präsidenten bis heute lediglich bis zu den Stadtgrenzen von Kabul, ausserhalb der Hauptstadt ist er auf die Hilfe von fremden Armeen angewiesen. Ein solches Demokratieverständnis wirkt nur gegen aussen als echt. Nach innen ist es für jeden Wähler eine Ernüchterung, weil die Hoffnung auf ein freies Leben enttäuscht wurde und im Alltag weiterhin ein unsägliches Gewaltpotenzial vorhanden bleibt. Diese Situation schafft leider den Nährboden für zukünftige Gewaltakte.

Demokratie bedeutet folglich nicht nur freie Wahlen organisieren. Die gewählten Institutionen müssen mit jenen Mitteln ausgestattet werden, die sie zur Ausübung ihres Amtes benötigen. Dies bedeutet die Durchsetzung des staatlichen Gewaltmonopols, funktionierende Rechtssysteme und staatliche Institutionen wie Schulen und Spitäler. Es mag sein, dass 5 Jahre nach dem 11. September 2001 einige Kriege gewonnen wurden. Den Tatbeweis der Implementierung von funktionierenden Demokratien sind die westlichen Nationen aber bis heute schuldig geblieben.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Trendfolgesysteme
 - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2006
-

TRENDFOLGESYSTEME

Trendfolgesysteme sind Computerprogramme, die auf der Basis historischer Kurse versuchen, die zukünftige Entwicklung zu prognostizieren und die sich im Markt mit Anlagen entsprechend positionieren können. Dieser Anlagestil entspricht dem Gegenteil der sonst üblichen Fundamentalanalyse. Die Psychologie der Anleger und der Herdentrieb haben auf die Kursentwicklung von Aktienindizes einen starken Einfluss, welcher nicht mit normalen Bewertungsmethoden analysiert werden kann. Trendfolgesysteme stützen sich nur auf die Aktienkursentwicklung und umgehen damit die Komplexität traditioneller Aktienbewertungsmodelle.

Jeder Anleger, der sich etwas intensiver mit der Analyse von Wirtschaftszahlen, Unternehmensbilanzen und Gewinnentwicklungen auseinandergesetzt hat, kann feststellen, dass oft die präzisesten Prognosen nicht zu einer gewinnbringenden Investition führen. Der Markt für Wertpapiere, insbesondere bei Aktien, wird von den unterschiedlichsten Marktteilnehmern beobachtet. Einige konzentrieren sich auf Fundamentaldaten, andere eher auf technische Indikatoren und wieder andere handeln die Aktie gegen Derivate oder setzen sie als Absicherungsinstrument ein. Es gibt unzählige Argumente für oder gegen eine Anlage. Der gemeinsame Nenner aller Investoren ist der Preis. Der Aktienkurs zu einem bestimmten Zeitpunkt diskontiert die vorherrschende Markteinschätzung.

Fundamentale Aktienanalyse

Normalerweise beruht die Aktienanalyse auf der Differenz zwischen dem momentanen Preis der Aktie und einem geschätzten Kursziel. Der Investor hofft, mit einer entsprechenden Investition diese Bewertungsdifferenz ausnützen zu können. Aus unserer Erfahrung eignet sich diese Art der Analyse vor allem für wenig beachtete Nebenwerte. Diese Werte fristen aufgrund fehlenden Umsatzpotenzials oft ein Mauerblümchendasein und werden von den Investmentbanken nicht verfolgt. Entsprechend bewegen sich diese Aktien hauptsächlich im Rahmen der Fundamentaldaten. Die Baryon AG konzentriert sich in diesem Segment erfolgreich auf Nebenwerte in der Schweiz, welche nach klar definierten Kriterien analysiert werden. Es werden

auch direkte und informative Kontakte zum Management dieser Firmen gepflegt.

Für die Beurteilung von grosskapitalisierten Unternehmen lohnen sich vertiefte Analysen nur noch begrenzt. Dieser Markt wird von Umsätzen aus Derivaten und indexorientierten Transaktionen dominiert. Die firmenspezifischen Daten stehen weniger im Vordergrund, wichtiger sind Branche und Domizil der Unternehmung. Klassische Unterbewertungen, wie man sie im Segment der Nebenwerte oft feststellen kann, existieren in diesen Märkten kaum noch. Bei der Suche nach erfolgversprechenden Anlagen in einzelnen Aktien oder ganzen Aktienindizes einer Region, erfasst die Analyse folglich primär das wirtschaftliche Umfeld und die Auswirkungen auf einzelne Branchen. Aufgrund der hohen Liquidität dieser Anlagen und der Annahme einer fairen Aktienkursbewertung, kann die Argumentationskette für oder gegen eine bestimmte Anlage auch umgedreht werden: Ist der Aktienpreis der gemeinsame Nenner aller abdiskontierten Erwartungen der Marktteilnehmer, kann die Kursentwicklung über eine gewisse Zeitperiode auch Aufschlüsse über den zukünftigen Verlauf geben.

«The trend is your friend»

Die Baryon AG hat in den letzten Jahren die Entwicklung der verschiedenen Aktienmärkte studiert und nach Methoden gesucht, die mittels Analyse historischer Entwicklungen eine Zukunftsprognose ermöglichen. Diese Modelle stützen sich auf die

Feststellung, dass steigende Aktien oft weiter steigen und fallende Aktien weiter fallen werden. Die Entwicklung der Aktienkurse folgt gewissen Mustern; es entstehen dadurch Aufwärts- und Abwärtstrends.

Trendfolgesysteme

Die als Trendfolgesysteme bezeichneten Modelle versuchen auf der Basis verschiedener technischer und statistischer Daten eine Entwicklung frühzeitig zu erkennen und entsprechend zu investieren. Die Umsetzung erfolgt ausschliesslich mit Index-Futures, die sehr effizient und kostengünstig eingesetzt werden können. Das System ist darauf ausgerichtet, Verluste tief zu halten und Gewinne laufen zu lassen. Ein Grundsatz, der uns Menschen in Investitionsentscheiden schwer fällt. Emotional handelnde Investoren verkaufen steigende Aktien zu früh und verkaufen fallende zu spät. Unter den Anlegern hört man dazu oft auch die entsprechenden Börsenweisheiten nach dem Motto «Lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach» oder «Gebrannte Kinder fürchten das Feuer.» Insbesondere das zweite Motto vereitelt ein antizyklisches Anlageverhalten, das in Umkehrformationen grosse Handelsgewinne ermöglicht. Ein Trendfolgesystem dagegen ist ein als Computerprogramm ausgestalteter und automatisierter Anlagemechanismus, der emotionslos Investitionen vornimmt. Das System kann sich weder über Gewinne freuen, noch Angst vor Verlusten haben. Das durch die Baryon AG entwickelte System ist mit wenigen Ausnahmen immer im Markt investiert – entweder Long oder Short. Der Hebelfaktor beträgt maximal 2 und ermöglicht bei steigenden Märkten die entsprechenden Referenzindizes zu übertreffen.

Bisherige Erfahrungen

Das Modell wird in zwei Varianten umgesetzt: einmal ausschliesslich im Schweizer Aktienmarkt und einmal in einer Auswahl von verschiedenen internationalen Indizes. Da die Implementierung erst vor einigen Monaten erfolgte, sind die Erfahrungswerte wenig aussagekräftig. Zusammen mit einem umfangreichen Backtesting (Rückrechnung) über mehr als 12 Jahre ergibt sich aber eine gute Informationsbasis. Die Analyse der Entwicklung über

verschiedene Marktabschnitte zeigt eine überdurchschnittliche Performance in Phasen mit starken Aufwärts- oder Abwärtstrends, wie sie Ende der 90er Jahre und Anfang dieses Jahrzehnts zu beobachten waren. Dabei sind nicht primär Short-Positionen in Zeiten fallender Kurse für die Performance verantwortlich. Das System generiert die höchsten Erträge, indem es frühzeitig eine Long-Position einnimmt. Also genau dann, wenn die meisten Investoren nicht mehr an eine Erholung des Marktes glauben. Längere Seitwärtstrends hingegen zeigen auch Schwächen des Programms auf. Befinden sich die Märkte in einem quasi trendlosen Zustand und bewegen sich innerhalb eines engen Bandes, überwiegen verlustreiche Transaktionen, was die Performance natürlich belastet. In den letzten 12 Jahren gab es mehrere solcher Perioden; jüngstes Beispiel ist der Zeitabschnitt seit Herbst 2005. Da Trends aber üblicherweise gerade in einem richtungslos scheinenden Markt beginnen, wäre es falsch in diesen Phasen keine Position einzunehmen. Die Idee der Trendfolge ist es also, schon dann positioniert zu sein, kurz bevor sich mit hoher Wahrscheinlichkeit eine profitable Bewegung abzeichnet. Verlustperioden sind unvermeidlich und gehören somit zur Strategie. Die Volatilität der Performance von Trendfolgesystemen ist aufgrund des Hebelfaktors in der Regel höher als jene der Vergleichsindizes. Allerdings vor allem aufgrund der «willkommenen» Volatilität, verursacht durch Phasen mit stark positiver Kursentwicklung. Trotz aller Vorteile sind grössere Kursschwankungen und längere negative Performanceabschnitte unvermeidbar; der Anlagehorizont für Investoren beträgt daher mindestens drei Jahre.

Anlageeignung

Der Einsatz solcher Anlagen empfiehlt sich als Beimischung eines Portfolios. Es ist in der Regel die erste Anlage im Depot, die bei einer Trendumkehr die Position wechselt. Dadurch entsteht ein Absicherungseffekt für die traditionellen Anlagen. Über längere Zeit können Trendfolgesysteme eine überdurchschnittliche Performance erzielen, insbesondere in stark steigenden oder fallenden Marktperioden.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM

4. QUARTAL 2006

Die Zeichen einer globalen Wachstumsverlangsamung mehren sich. Bei den Unternehmen ist mit tieferen Gewinnerwartungen für das laufende und nächste Jahr zu rechnen, was kein gutes Zeichen für die Aktienmärkte ist. Wir erwarten in den nächsten Monaten erste Zinssenkungen der Notenbanken. Die Zinsen im längeren Laufzeitenbereich erscheinen uns attraktiv und können zur Verlängerung der Laufzeiten genutzt werden. Wir erwarten eine weitere Festigung des USD gegenüber dem EUR und CHF.

Wirtschaftliches Umfeld

Der konjunkturelle Abschwung hat in den USA inzwischen deutliche Konturen angenommen. Insbesondere die Stimmung im Immobilienbereich hat sich weiter verschlechtert. Über 50% des Wirtschaftswachstums wurde über die letzten 5 Jahre aus diesem Bereich generiert. Das FED legte im August einen Stopp im Zinserhöhungszyklus ein und wir erwarten innerhalb der nächsten 6 Monate eine erste Zinssenkung. Das GDP wuchs im 2. Quartal 2006 noch mit einer Jahresrate von 3%.

Auch in Europa deuten die vorauseilenden Indikatoren auf eine Abschwächung hin. Insbesondere der ZEW Index in Deutschland, welcher die nächsten 6 Monate prognostiziert, erreichte einen neuen Tiefstand. Die anstehende Erhöhung der Mehrwertsteuer wird zusätzlich die Konsumfreudigkeit reduzieren. Wir rechnen damit, dass die EZB nach einer weiteren Zinserhöhung auf 3.25% ebenfalls eine Pause einlegen wird.

In Japan befinden sich die Ausrüstungsinvestitionen und die Auftragslage in der Maschinenindustrie noch immer in guter Verfassung. Das Wirtschaftswachstum hat aber etwas an Schwung verloren, die Deflation konnte noch nicht eliminiert werden. Wir rechnen deshalb auch in Japan nicht mit weiteren Zinserhöhungen.

Aktienmärkte

Der Markt rechnet mit einem «Softlanding» gegen Jahresende und einem Aufschwung im nächsten Jahr. Da sich aber die Zeichen einer globalen Wachstumsverlangsamung mehren, gehen wir davon aus, dass die derzeitigen Gewinnerwartungen für das laufende und das nächste Jahr zu optimistisch sind. Deshalb bleiben wir in unseren Aktienquoten untergewichtet und favorisieren weiterhin defensive Aktien konjunkturunabhängiger Branchen aus dem Pharma- und Nahrungsmittelbereich, sowie einige Spezialwerte aus dem Konsumbereich. In den übrigen Sektoren werden wir versuchen, situativ Chancen wahrzunehmen.

Anleihenmärkte

Die Renditen werden sich im längerfristigen Bereich weiter zurückbilden. Kurzfristige Anleihen im EUR- und CHF-Segment bis drei Jahre sind uninteressant, da hier noch mit einer steileren inversen Zinskurve zu rechnen ist. Wir werden deshalb die Duration in den Portfolios mittels Umschichtungen verlängern.

Währungen

Mit den schwächeren Wachstumszahlen aus dem europäischen Wirtschaftsraum dürfte sich der USD gegenüber dem EUR und CHF weiter festigen. Der CHF ist gegenüber dem EUR momentan eher unterbewertet.

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