

## Krise, Brexit, Sommerrally und Krise?

Nach der Krise im Januar/Februar kam es zu einer breiten Erholung von März bis Mai. Diese Erholung wurde durch den Brexit jäh unterbrochen, aber nur für wenige Wochen, denn schon der Juli zeigte sich wieder von der freundlichen Seite und führte in den USA gar zu neuen Allzeit-Höchstständen an den Aktienmärkten. Der Brexit bescherte auch den Obligationen neue Höchststände in Europa und Japan, da nun niemand mehr mit höheren Zinsen rechnet. Diese Entwicklung ist schon erstaunlich und nicht zuletzt auf die Liquiditätsflut seitens der Zentralbanken zurückzuführen. Es ist eine Blase, die sich weiter aufbläht und letztlich in höheren Zinsen und tieferen Aktienmärkten enden wird. Die Frage ist nicht ob, sondern wann.

Die Hedge Fund Manager sind schon länger skeptisch. Dies zeigt sich auch in der Tatsache, dass sie im Januar, Februar und Juni verhältnismässig wenig verloren haben. Leider haben sie in den guten Monaten März bis Mai aber auch nichts verdient, sondern in einigen Fällen gar weiter verloren. Damit sehen die Resultate für die ersten 6

Monate im 2016 nicht besonders gut aus. Die Benchmarks und auch unsere Portfolios bewegen sich um die Nulllinie. Traditionelle gemischte Mandate und die BVG-Indices haben im 2Q 2016 gut rentiert und Alternative Anlagen wieder überflügelt. Wie lange kann dieser Trend, der nun schon einige Jahre anhält, noch weitergehen? Wir wissen es nicht, obwohl die Luft immer dünner wird. Obligationen sind sicherlich komplett ausgereizt und Aktien werden wohl nicht zuletzt wegen dem globalen Anlagenotstand weiter hochgetrieben. Irgendwann wird es enden und dieses Mal könnte es zum doppelten Einbruch kommen, da die Zinsen im Vergleich zu 2008 bereits unter Null sind und zur Überraschung aller eher steigen als fallen werden. Ob Alternative Anlagen in diesem Szenario Geld verdienen werden ist schwer abzuschätzen, aber sie werden deutlich weniger verlieren als traditionelle Anlagen. Wir empfehlen, die Diversifikation in alle möglichen, unkorrelierten Anlagen weiterzuführen.



Anleihen (CHF hedged)	June YTD	2015	2014	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
Switzerland Gov Bonds 1-10Y TR	+1.58%	1.71%	2.45%	2.05%	2.22%	1.97%
Citigroup WGBI All Maturities	+10.04%	-4.12%	-0.48%	1.74%	0.73%	4.91%
Barclays Global HY TR	+8.04%	-2.72%	0.01%	3.62%	5.13%	7.60%
HFRI Event-Driven Index	+3.10%	-3.55%	1.08%	1.83%	2.48%	5.43%
HFRI Relative Value Index	+1.67%	-0.29%	4.02%	2.61%	3.51%	3.26%
Crossbow Credit Distressed Portfolio	+0.28%	-6.08%	6.59%	1.00%	4.40%	4.94%
Crossbow Alpha Portfolio	-1.54%	4.95%	3.87%	3.48%	4.65%	2.06%

Aktien (CHF hedged)	June YTD	2015	2014	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
SMI TR Index	-5.96%	1.15%	12.94%	4.71%	8.77%	12.12%
MSCI AC World TR	+0.58%	-2.36%	4.16%	5.29%	4.80%	13.55%
MSCI EM TR	+5.74%	-14.92%	-2.19%	-2.25%	-4.31%	18.84%
HFRI Equity Hedge Index	-0.74%	-0.97%	1.81%	2.44%	1.76%	7.48%
HFRI Macro Systematic Diversified Index	+3.46%	-2.41%	10.73%	3.31%	1.10%	6.89%
Crossbow Equity Hedged Portfolio	-4.18%	8.04%	1.63%	4.83%	4.55%	6.76%
Crossbow Trading Portfolio	-0.19%	5.63%	8.71%	6.31%	7.25%	3.81%
Crossbow Trendfollowing Portfolio	-0.75%	2.02%	10.41%	4.38%	2.92%	6.24%

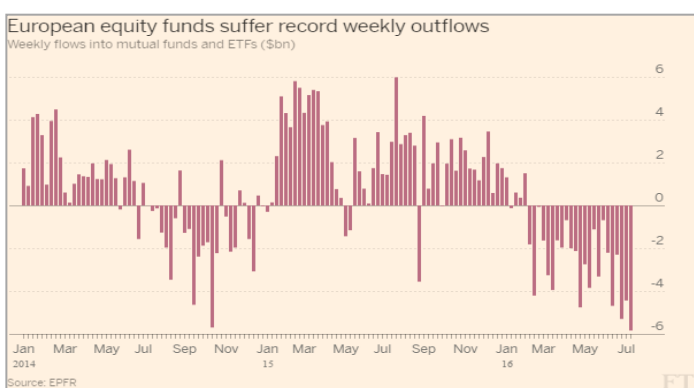
Andere (in CHF)	June YTD	2015	2014	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
BVG-25 Plus	+2.85%	1.22%	9.63%	4.63%	5.22%	3.43%
BVG-40 Plus	+1.83%	0.98%	10.80%	4.83%	5.79%	4.93%
BVG-60 Plus	+0.45%	0.63%	12.37%	5.09%	6.53%	7.17%
SXI Real Estate Funds TR Index	+6.45%	4.17%	14.99%	7.72%	6.21%	7.16%



### „Post-Brexit“: Wie Hedge Funds anlegen

Das Votum der Briten, der EU den Rücken zu kehren, lässt die Investoren in unbekanntem Gewässern zurück. Die Unsicherheit über die Scheidungsmodalitäten und die wirtschaftlichen Auswirkungen auf Grossbritannien und Europa lasten schwer auf den Märkten. Damit wird Anlegen in einem Umfeld negativer Zinsen noch schwieriger.

Globale Macro-Manager und Retailinvestoren haben seit längerem begonnen, verstärkt Gelder aus europäischen Aktien abzuziehen und in den (vermeintlich) sicheren Hafen USA umzuschichten.

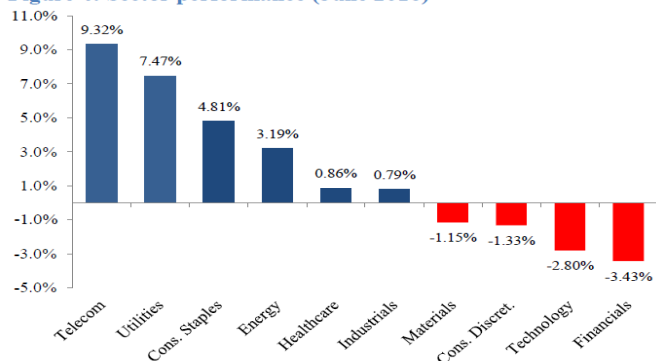


Neben dem Brexit drücken aber vor allem auch die schwärende italienische Bankenkrise und die Ungewissheit über den Ausgang der Stresstests für europäische Banken auf die Stimmung.

### Aktien

Die Manager von Aktienfonds konnten sich auf Brexit vorbereiten und kauften nach dem überraschenden Ausgang des Referendum diejenigen Titel zu Tiefpreisen ein, die auf ihrer Wunschliste gestanden haben. Bevorzugt wurden Aktien von Unternehmen, die zwar in Grossbritannien kotiert sind, deren Einnahmen aber grösstenteils in ausländischer Währung anfallen. Gemieden wurden Titel von Firmen, deren

Figure 4: Sector performance (June 2016)



Umsätze stark vom einheimischen Konsum und der Erholung der britischen Wirtschaft abhängen.



Franz Odermatt

Etliche Manager zeigten sich auch besorgt über das Ausmass der Sektorrotation von zyklischen Aktien in defensive Titel. Die Überbewertung defensiver Sektoren hat sich weiter verstärkt und schon beinahe irrationale Züge angenommen, während die Unterbewertung der zyklischen Aktien übertrieben scheint und als Kaufgelegenheit wahrgenommen wird.

Insbesondere der Finanzsektor scheidet die Geister: Ein Manager ist der Meinung, dass Finanzwerte ein Aufholpotential von 30–50% besitzen. Als Katalysatoren werden dabei die baldige Lösung der italienischen Bankenkrise, insgesamt gute Ergebnisse beim Stresstest sowie überraschend positive Quartalsergebnisse angeführt.

Ein zweiter Manager mahnt zur Vorsicht und investiert nur in die führenden nationalen Retailinstitute. Er empfiehlt Universal- und Investmentbanken sowie Banken mit einem Grosskundengeschäft zu meiden, weil diese Institute stark von Wirtschafts- und Kapitalmarktrisiken abhängig sind. Aktionäre solcher Banken haften letztlich mit ihrem Kapital für die Dislokationen an den Kapitalmärkten und werden für diese Risiken, die kaum quantifizierbar sind, nicht adäquat entschädigt.

### Obligationen

An den Rentenmärkten war Brexit nur kurz ein Thema. Von weitaus grösserer Bedeutung ist das Kaufprogramm der EZB, mit dem die Zentralbank seit dem 8. Juni EUR-Anleihen des europäischen Unternehmenssektors aufkauft. Mit ihrem Markteintritt hat die EZB die Renditedifferenzen in allen Marktsegmenten weiter nivelliert. In den Hochzinsanleihen sind die Renditen und die Risikoaufschläge mittlerweile auf extrem tiefe Niveaus gefallen. Anleger werden auf der Suche nach Rendite gezwungen, in immer risikoreichere Kreditpapiere oder in Wertschriften mit immer längeren Laufzeiten zu gehen. Weil die Anleger aber nur wenig Kreditrisiko akzeptieren, weiten sich die Renditedifferenzen zwischen Standardanleihen und nachrangigen Anleihen des gleichen Schuldners zusehends aus. Der Markt für Hochverzinsliche scheint künstlich überhitzt und die „gap risks“ nehmen stark zu. Aktive Manager sind auch hier im Vorteil.



### Alternative 40/60 Portfolios

In einer kürzlich erschienenen Fallstudie von BMO Global Asset Management (BMO GAM), mit dem Titel „Finding a new Balance with Alternatives“ wird ein Ansatz diskutiert um Alternative Anlagen in traditionelle 40/60 Portfolios einzubringen.

BMO GAM empfiehlt dabei den Investoren ihren eigenen „Multi-Alternatives“ Fund innerhalb der Portfolios mittels aktiven, alternativen Manager aufzubauen.

Die historische Begründung für 60/40 Portfolios (60% Aktien und 40% Bonds) lautet, dass die Stabilität der Bonds die hohe Volatilität der Aktien dämpfte, während die höheren Erträge der Aktien die tieferen der Bonds ausglich. Gemäss BMO GAM ist dieser Ansatz in der heutigen Zeit allerdings nicht mehr realistisch aufgrund der ultratiefen Zinsen (und daraus folgend der hohen Preise der Bonds).

Falls BMO GAM in ihrer Einschätzung der Zukunft der Bonds richtig liegt, was können Investoren dann unternehmen? Entweder die tieferen Erträge akzeptieren oder aber höhere Risiken eingehen, um höhere Erträge zu generieren. Beides erscheint für BMO GAM keine plausible Lösung. Stattdessen empfehlen sie ihren Investoren, neue Renditequellen durch Diversifikation in Alternative Strategien zu erschliessen, speziell in aktiv verwaltete.

aggregierter Stufe gefunden, wenn es auch auf Single Manager Stufe sehr grosse Unterschiede gibt. So scheinen junge und kleinere Funds, sowie solche mit hoher Performance Gebühr, kleineren Einschränkungen oder Anwendungen von höherem Leverage bessere Timing Fähigkeiten zu zeigen.



Armin Vogel

Diese Eigenschaft führt zu bis zu 1% Mehrerträge pro Jahr.

### Analyse von Risiko und Ertrag bei CTA Strategien

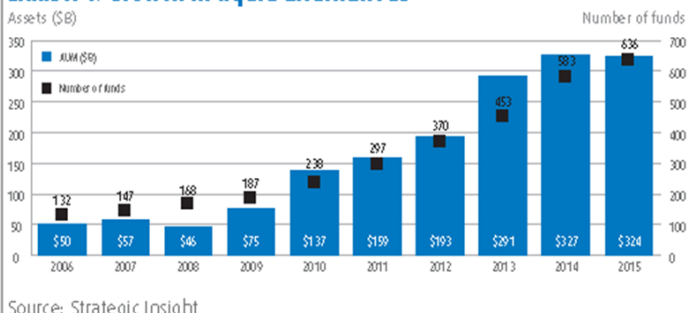
Die Arbeit von Foran, Hutchinson, McCarthy und O'Brien der Cork University Business School beschäftigt sich mit neuen Produkten im Bereich der Alternativen Risikoprämien, welche in letzter Zeit vermehrt lanciert wurden. Diese versprechen Investoren den Zugang zu ähnlichen Risiko-/ Ertragsprofilen wie Hedge Funds, im speziellen CTAs, dies aber mit deutlich höherer Liquidität, besserer Transparenz sowie relativ tiefen Gebühren.

Die Attraktivität dieser Produkte basiert auf der Annahme, dass die Ertragsprofile tatsächlich ähnlich sind.

Die Studie, für welche eine Datenbank von knapp 2'500 CTA Funds mit einem Track Record von über 1 Jahr verwendet wurde, kommt zum Schluss, dass diese Annahme höchst fragwürdig ist. CTAs bilden keine homogene Gruppe. So wurden acht verschiedene Sub-Strategien identifiziert, jede mit anderen Ertragstreibern sowie kleiner Korrelation zwischen den einzelnen Gruppen. Mit den kürzlich beobachteten Alternativen Risikoprämien als Faktoren können zwischen 56% und 86% der Erträge von CTA Funds nicht erklärt werden. Die Resultate der Studie legen nahe, dass diese neueren Produkte zwar liquider, transparenter und kostengünstiger sind, die Investoren aber bezüglich ihren Erwartungen nach CTA-ähnlichen Erträgen enttäuscht werden.

*Wenn Sie sich für eine dieser Studien interessieren, kontaktieren Sie bitte [av@cb-partners.com](mailto:av@cb-partners.com).*

Exhibit 1: Growth in liquid alternatives



### Timing is Money: "Timing" Fähigkeiten der Hedge Fund Manager

Die Studie von Osinga, Schauten und Zwinkels (KAS Bank N.V., VU vrije universiteit Amsterdam and VU University Amsterdam) untersucht die Fähigkeit des Faktors „Timing“ der Hedge Fund Manager. Es wird ein starker Beleg für ein solches „Timing“ auf