

Mini-Crash: Beginn der nächsten Rezession oder nur eine überfällige Bereinigung?

Im jüngsten FOMC-Protokoll hat die Fed zugegeben, was wir unseren Beratungs-Kunden bereits seit Monaten auf Basis unserer proprietären Indikatoren sagen: „*The risks are tilted to the downside*“. Demzufolge haben wir seit längerem einen Seitwärts-Verlauf mit grösseren Schwankungen erwartet. Viele nachlaufende Indikatoren in den USA sind zwar (noch?) stark, aber vorlaufende Indikatoren bröckeln weiter ab.

In Europa beginnt die Kreditschöpfung erstmals seit Jahren ins Positive zu drehen, aber auch hier hat sich die auf EZB-QE basierende Euphorie abgeschwächt. Man sollte beachten, dass die europäischen Unternehmensgewinne noch nicht expandieren — und dies ist ein Hauptunterschied zur US-QE Rally der letzten 5 Jahre, die auch durch Gewinne gut unterstützt war. In der Schweiz beginnen die operativen Gewinne ebenfalls etwas zu schwächeln.

Der starke US-Dollar (viele Emerging Market Schuldner haben sich in den letzten 6 Jahren stark im US Dollar verschuldet), kollabierende Rohstoff-

preise und die zunehmend schwächere Importnachfrage aus China könnten dazu führen, dass wir uns langsam in eine Krise hineinbewegen, die letztlich durch diese unerwarteten Emerging Market-Entwicklungen ausgelöst wird. Heute ist das Weltwirtschaftssystem stärker in gegenseitige Abhängigkeiten vernetzt als dies noch vor 10 Jahren der Fall war. Übrigens, misst man die chinesische Wirtschaft in „Proxy“-Zahlen (z.B. Eisenbahnfracht-Volumen), zeichnet sich ein besorgniserregendes Bild ab. Ein Rückgang von 24% im Vergleich zum Niveau 2012-14.

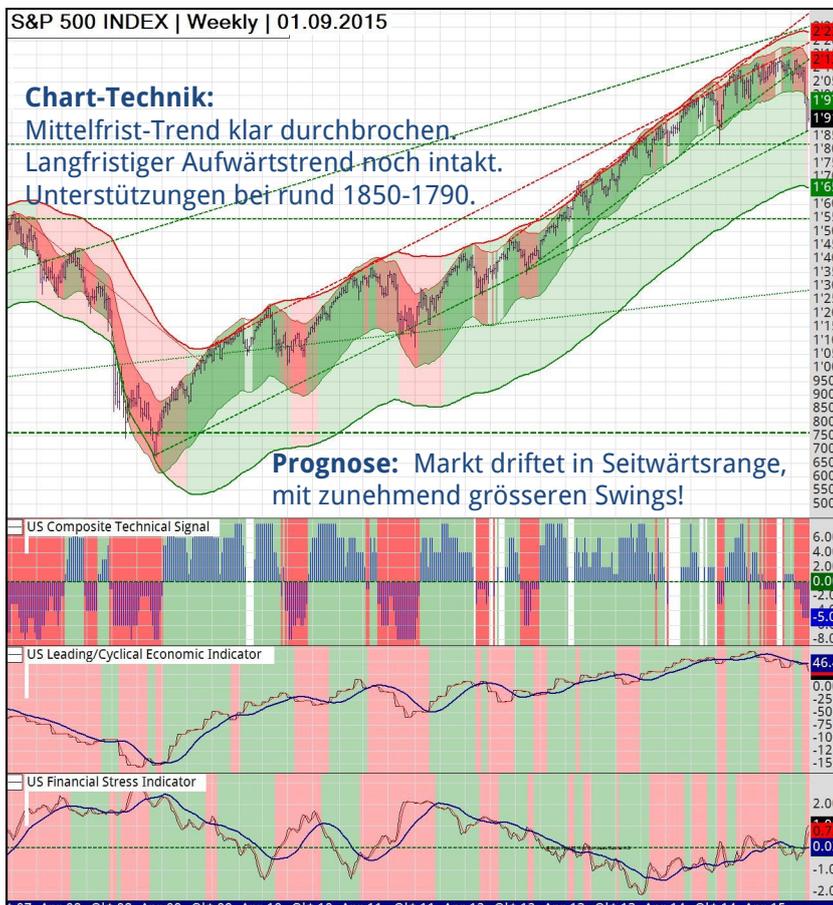
Was wir sehr eng auf unserem Radar verfolgen: Unser Welt-Liquiditäts-Indikator läuft trotz EZB- und BoJ-QE seit 3 Quartalen seitwärts und verliert laufend an Kraft (=> „Insights“ unter cb-partners.com).

Derzeit befinden sich die meisten Anleger noch voll im mentalen Paradigma einer angeblich „alternativlosen“ vollen Aktienposition, aufgrund der Zentralbank-Interventionen. Dass aber Preise, die auf realen (oder auch vermuteten) staatlichen Interventionen basieren, nie besonders nachhaltig sind, haben wir im Januar (EURCHF), im Mai (Bund-Crash) sowie jüngst im Aktienmarkt China anschaulich bestätigt bekommen.

Sowohl im Hedge-Fund- wie auch im Macro-Advisory haben wir unseren Kunden seit dem Frühjahr empfohlen, Risiken in Stärke hinein etwas zu reduzieren und haben nun erhöhten Handlungsspielraum.



Benedict Götte
bg@cb-partners.com



Technisches 12-Komponenten-Signal:
Deutlich negativ, seit 3 Quartalen immer schwächer; Trendabbruch möglich

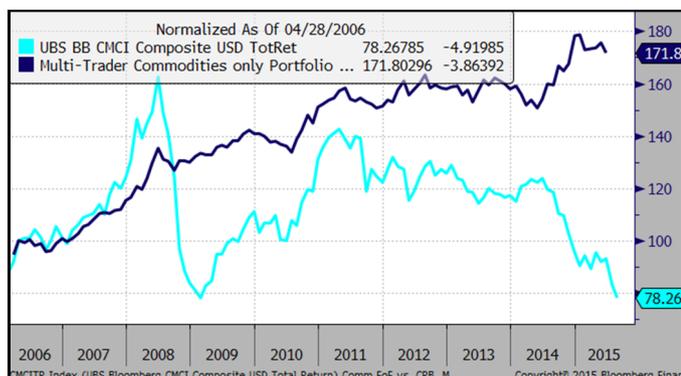
Proprietärer Leading Indicator USA:
Vorsicht, seit mehreren Monaten ein kontinuierliches Abbröckeln.

Finanzmarkt-Stress-Indikator:
Strukturell leicht erhöht (insbes. Credit Spreads). Vorsicht, scheint nach oben auszubrechen.



Rohstoffschwäche schafft Anlagemöglichkeiten: Kann man mit „kontrolliertem Risiko“ investieren?

Als Investoren sehen wir uns mit dem Problem konfrontiert, dass fast alle Anlageklassen teuer und zudem die Korrelationen relativ hoch sind. Ei-



ne der wenigen Anlageklassen, die nun plötzlich wieder „sehr billig“ geworden ist, sind Rohstoffe und Rohstoffaktien. Allerdings stellt sich hier ange-

Was geht im Erdölmarkt vor sich?

Erdöl hat seit Juni dieses Jahres erneut massiv an Wert verloren. Die Überproduktion von Erdöl hat im Q2 2015 weiter zugenommen, und eine Änderung ist nicht in Sicht. Produzenten von OPEC- wie auch Nicht-OPEC Ländern erhoffen sich jeweils Förderreduktionen der Gegenseite. Zudem hat sich das Kalkül grosser Produzenten, dass kleinere und schwächere aufgeben müssen, bis jetzt noch nicht erfüllt. Der Erdölpreis ist noch nicht lange genug auf Niveaus, bei denen sich ein Abschalten der Bohrtürme lohnt. Im Gegenteil: im Q2 2015 nutzten kleinere Produzenten den kurzen Preisabpraller nach oben, um sich bei Kapitalgebern und Banken mit frischem Geld einzudecken. Produzenten mit schwachen Bilanzen müssen den Gegenwert von Bankkrediten oft über den Erdöl-Terminmarkt absichern. Dies führte dazu, dass gerade die Produzenten mit schwachen Bilanzen im ersten Halbjahr dank dieser Absicherungsgeschäfte fast doppelt so viel pro Barrel verdient haben als grosse Produzenten. Die „Fracker“ und kleinen Produzenten aus dem Markt zu drängen, wird wohl länger dauern. Die operativen Kosten (OPEX) sind bei Produzenten wie den Fracking Firmen relativ tief und deutlich tiefer als bei den konventionellen Produzenten. Solange die operativen Kosten gedeckt sind, werden

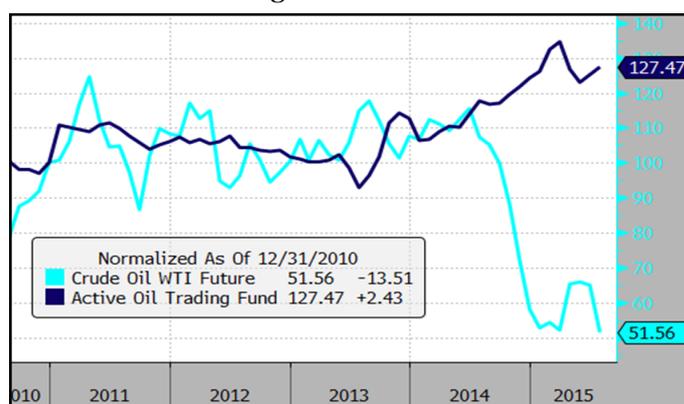
sichts der sich verstärkenden chinesischen Wachstumsschwäche die Frage, ob und wann man bereits hier als „Contrarian“ einsteigen sollte. Angesichts der Ungewissheiten auf der Makro- und der Angebotsseite bleibt das Timing schwierig. Eine Alternative hierzu bietet ein Multi-Trader Portfolio von echten, fundamental orientierten Rohstoffspezialisten, welches wir seit 2007 als „Rohstoffalternative“ bei unseren Kunden im Einsatz haben. Wie der nebenstehende Vergleich zeigt, hat sich die Investition in aktives Management gelohnt. Dieses Portfolio liefert aktives Risikomanagement mittels Long- und Short-Positionen.

Wenn Sie darüber nachdenken, in die Rohstoffschwäche hinein in diese Anlageklasse etwas zu investieren, erarbeiten wir für Sie gerne einen Anlagenvorschlag, der Ihnen hilft, hierbei das Risiko unter Kontrolle zu behalten.

die Produzenten die Förderung nicht reduzieren, sondern vielmehr die freien Mittel weiterhin nutzen, um wenigstens einen Teil der Kapitalkosten (CAPEX) abzudecken. Die Produktionsmenge wird sich über einen länger anhaltend tiefen Erdölpreis oder einen kurzfristig noch viel tieferen Preis regulieren.



Christoph Hugli
ch@cb-partners.com



Investoren empfehlen wir, konsequent auf Rohstoff-Strategiefonds ohne grosses direktionales Risiko zu setzen. Crossbow bietet eine aktive Anlagelösung an, welche bei steigenden wie auch bei sinkenden Ölpreisen attraktive Erträge erwirtschaften kann.



Hedge Fund Grösse und Krisenresilienz:

(Andrew Clare, Dirk Nitzsche und Nick Motson)

Anhand einer verbesserten Datenbank gingen die Autoren der Frage der Abhängigkeit zwischen Performance und Grösse von Hedge Funds nach. Die Resultate zeigen einen stark negativen Zusammenhang. Erstaunlicherweise hat sich diese Beziehung in den letzten beiden Krisen noch verstärkt: Investoren wären (alle anderen Parameter gleichbleibend) mit kleineren Hedge Funds besser durch die Krisen gekommen als mit grossen.

jüngst wieder lauter. Lyxor versucht diese Frage zu beantworten und wagt einen Ausblick: Die Hauptgründe für die Unterperformance wurden in der Geldpolitik, der Liquidität sowie bei den regulatorischen Änderungen gefunden. All dies hat zu Änderungen der Volatilität, Korrelationen und Verteilungen geführt. Es gibt deutliche Anzeichen, dass diese Eigenschaften wieder nachhaltig drehen,



Armin Vogel
av@cb-partners.com

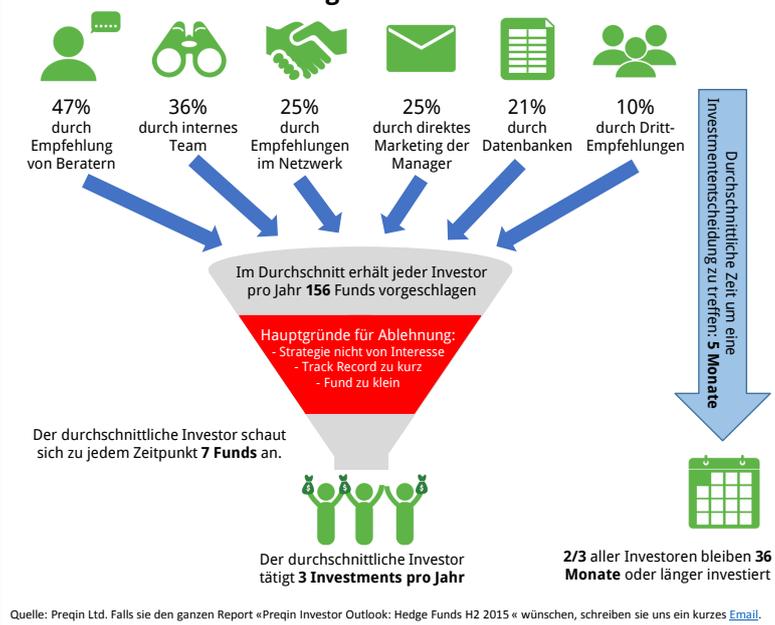
was zu einem positiven Umfeld zur Erzeugung von Alpha führen wird. Lyxor schliesst daraus, dass in Zukunft von Hedge Funds ein jährlicher Mehrertrag in der Grössenordnung von 5-6% erwartet werden kann, und das bei tieferer Volatilität.

Hedge Funds: Eine Industrie im Umbruch

(Mila Getmansky, Peter A. Lee, Andrew W. Lo)

Dieser umfassende akademische Artikel fasst eine selektive Review von neuerer akademischer Literatur zur Hedge-Fund-Industrie, sowie die neusten empirischen Resultate zusammen. Dabei wird die Industrie aus verschiedenen Perspektiven betrachtet: jener der Investoren, der Portfolio Manager, der Regulatoren sowie der Wissenschaft. Gute Einstiegsliteratur für denjenigen, der sich einen Überblick verschaffen will (in Englisch).

Wie Investoren ihre Hedge Funds finden und evaluieren:

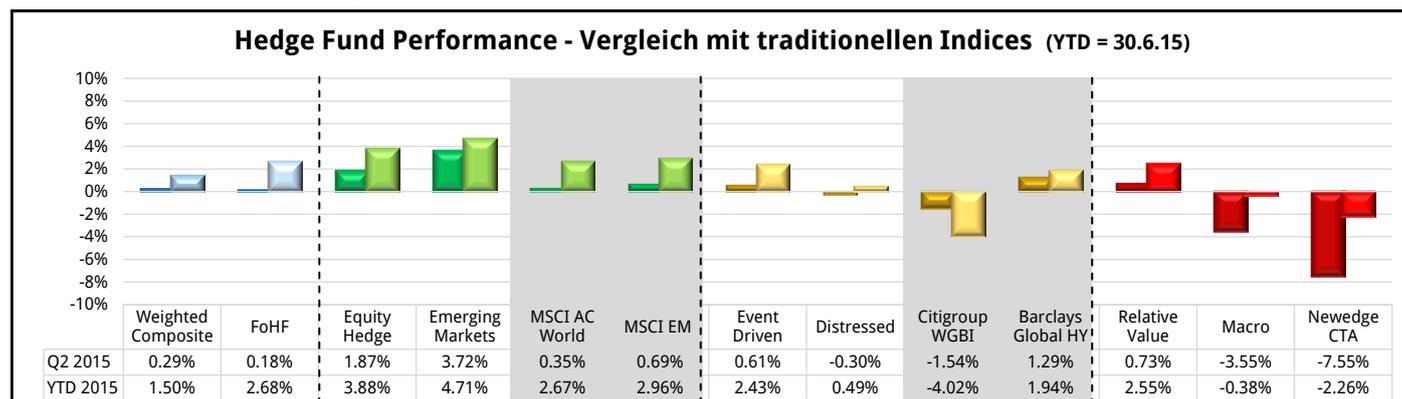


Lyxor White Paper: Ein neues Zeitalter für Hedge Funds?

Die Performance von Hedge Funds hinkt seit den grossen Zentralbank-Interventionen jener der Traditionellen Anlagen etwas hinterher. Die Frage, ob Hedge Funds tatsächlich Alpha erzeugen, sowie adäquates Marktbeta liefern, wurde

Falls Sie an einer der erwähnten Studien interessiert sind, schreiben Sie uns bitte ein kurzes Email.

Risiko/Renditevergleich aktive vs. passive Strategien





Neues bei Crossbow

Crossbow hat seit anfangs Jahr sieben neue Partner gewonnen. Dies erhöht die Anzahl Mitarbeiter auf 18. Der grosse Ausbau ist auf zwei Trends zurückzuführen, die unserer Meinung nach noch eine geraume Zeit anhalten werden. Zum einen ist das Interesse an Alternative Anlagen wieder deutlich gestiegen. Das Renditepotenzial bei traditionellen Anlagen wird in den nächsten Jahren bescheiden sein. Obligationen und Immobilien rentieren wenig und würden bei einer Normalisierung der Zinsen leiden. Aktien sind nicht mehr billig und die zunehmende Volatilität verunsichert die Anleger. Randmärkte wie Insurance-linked Bonds, Infrastruktur, oder Kunst sind entweder klein, illiquid oder überkauft. Vor diesem Hintergrund besinnt man sich auf Hedge Funds zurück und sucht vor allem Diversifikation. Gesucht sind Strategien, die sich möglichst unkorreliert zu den traditionellen Anlagen verhalten

ten sollen. Zweitens zwingt die zunehmende Regulierung viele kleine Firmen entweder aufzugeben oder sich einer grösseren Unternehmung anzuschliessen, um die Kosten im Bereich Compliance, Risk Management, IT, etc. zu teilen. Crossbow ist weiterhin daran interessiert, erfahrene Spezialisten zu gewinnen, die entweder über Netzwerk oder ein überdurchschnittliches Produkt verfügen. Vier Partner sind dazugestossen, die seit über 10 Jahren Handelsstrategien im Aktien- und Energiebereich verwalten und beeindruckende Resultate ausweisen können. Wir sind weiterhin offen für neue Partner, aber die Anzahl Mitarbeiter wird überschaubar und unser Service weiterhin sehr persönlich bleiben.



Stefan Steiner
ss@cb-partners.com

Interessantes von unseren Managern

Die in London besuchten Funds erwarten im zweiten Halbjahr leicht positive Aktienmärkte. Was hat sich geändert? Aktien haben seit Januar vor allem vom Obligationenrückkaufsprogramm der EZB und der damit einhergehenden Liquiditätsschwemme profitiert. Dies hat den europäischen Aktienmärkten zu einer kollektiven Höherbewertung verholfen, die mit einer deutlichen Erhöhung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses einhergegangen ist. Künftig aber werden Gewinn-Momentum und die Aktienausswahl für den Anlageerfolg deutlich wichtiger werden: Selektivität ist gefragt! Die tiefen Zinsen schaffen für die Unternehmen weiterhin starke Anreize, ihre Bilan-

zen durch Aktienrückkäufe und M&A-Transaktionen weiter zu hebeln. Unsere Manager erwarten deutlich volatilere Märkte mit tieferen Aktienrenditen. Die Differenzierung zwischen guten und qualitativ weniger guten Unternehmen wird sich verstärken. Dies bietet aktiven Managern sowohl bei Kauf wie auch beim Leerverkauf von Wertschriften interessante Chancen. In diesem Umfeld leicht steigender Zinsen und volatiler Märkte erwarten wir eine Outperformance der Equity Hedged - Strategien. *Falls Sie sich für unseren London Trip Report interessieren, senden Sie uns bitte ein E-Mail.*



Franz Odermatt
fo@cb-partners.com

Schlusswort

Kündigt sich schleichend ein Regimewechsel an den Märkten an? Das Fed hat aufgehört, Geld zu drucken. China wertet schrittweise den Yuan ab. Und obwohl EZB und BoJ Geld drucken, stagniert die Expansion der globalen Liquidität. Oft reagieren Investoren leider erst dann, wenn schmerzliche Veränderungen im eigenen Portfolio schon sichtbar sind.

Daher ist es lohnenswert, sich bereits *jetzt* Gedanken zu machen, wie man sein Portfolio für die sich abzeichnenden Veränderungen robuster aufstellen kann. Rufen Sie uns an, wenn Sie hierzu unverbindlich mit unseren Experten diskutieren möchten (041 729 50 00).



"Welcome to 'Should've, Would've, Could've', the investment hindsight show."