

**Das grosse Dilemma für alle „Balanced“- und BVG-Investoren:**

Die Bondmärkte sind in den letzten Jahren so stark angestiegen, dass das Aufwärtspotential klar erschöpft ist. Bereits bei kleineren Zinsänderungen werden auch in konservativen Bondportfolios mit mittleren Laufzeiten spürbare Verluste entstehen. Die Tabelle zeigt anhand von Schweizer Staatsanleihen, wie sich 5- und 10-jährige Laufzeiten konkret verhalten, wenn die Zinsen am langen Ende 1, 2 oder 3 Prozent steigen (für andere Bonds dieser Laufzeiten gelten praktisch identische Effekte):

		Preiseffekte bei einem Zinsanstieg von...									
HEUTE		0.50%		1%		2%		3%			
		Zins	Preis	Zins	Preis	Zins	Preis	Zins	Preis	Zins	Preis
10j.		-0.3%	118	0.2%	113	0.7%	108	1.7%	99	2.7%	87
	Preiseffekt auf Bond:	-4%		-8%		-16%		-27%			
5j.		-1.0%	115	-0.5%	113	0.0%	110	1.0%	106	2.0%	101
	Preiseffekt auf Bond:	-2%		-4%		-8%		-12%			

Quelle: Bloomberg Yield to Price Funktion, Stand: 22.11.15

Bereits ein Anstieg um nur 1% würde in einem Portfolio mit 5 Jahren Laufzeit zu einem Verlust von fast -5%, bei einem Anstieg um 2% von fast -10% führen! Damit rechnet nach diesem Jahr vermutlich nun niemand mehr, da die Zinsen nach dem Mini-Crash im Mai erneut leicht gefallen sind. Die Erfahrung lehrt uns, dass der Konsensus am Wendepunkt meist falsch ist — und die Leitzinsmärkte in den USA beginnen ganz langsam zu drehen.

Dies hat aber *bedeutende Auswirkungen* auf alle Portfolios, welche nach den Prinzipien moderner Portfoliotheorie konzipiert wurden:

- a) der Diversifikationseffekt, den Obligationen im Portfoliokontext beitragen sollten, wird nicht mehr wie gewohnt funktionieren, was die Frage aufwirft, ob die gängige Diversifikation *nur über Anlageklassen* überhaupt noch robust genug sein kann.
- b) Bei einem zu raschen Zinsanstieg am langen Ende (z.B. durch temporäre Inflationsängste) könnte es sein, dass sowohl Aktien *und* Bonds fallen.

**2015 — Ein Warnschuss**

Das Anlagejahr 2015 hat in verschiedenen Märkten aufgezeigt, dass die „Investment-Story“ von den staatlich gestützten Märkten eben in erster Linie nur eine Geschichte ist: im Mai kam es zu einem unerwarteten Crash im deutschen Bund (angeblich wegen EZB-Käufen unverwundbar). Dann gab es

einen Crash im Aktienmarkt China von -45% (angeblich wegen der allmächtigen Zentralregierung unverwundbar), und schliesslich kam es im Aktienmarkt Japan zu einer substantiellen Korrektur (angeblich wegen den massiven Aktienkäufen von Zentralbank und Post-Pensionsfonds unverwundbar). Die Investment-Story von den „allmächtigen Zentralbanken“ hat im Jahr 2015 also erste deutliche Risse bekommen.



**...und die Aktienmärkte?**

Die untenstehende Grafik zeigt den S&P500 Index (blau) mit dem langfristigen Trend sowie zwei Standardabweichungen darüber und darunter. Wir stossen an der zweiten Standardabweichung „oben“ an. Die rote Kurve zeigt die Lombardkredite an der New Yorker Börse (GDP-adjustiert). Dies gibt eine



gute Indikation, mit wieviel Fremdkapital an der Börse spekuliert wird. Wir befinden uns auf Niveau, welche zuletzt an den grossen Tops 2001 und 2007 erreicht wurden. Gleichzeitig stagnieren die Umsätze und die Gewinndynamik lässt nach.

**Fazit**

Die Bondmärkte sind ausgereizt und die Aktienmärkte tendenziell in einer verwundbaren Position. Anlagelösungen, welche auf proaktivem Risikomanagement und auf Strategiediversifikation basieren, werden einer Diversifikation nur via Anlageklassen in Zukunft überlegen sein. Denkbar hierfür sind z.B. krisenerprobte Multimanager-Portfolios oder Overlay-Lösungen für bestehende Aktienportfolios.



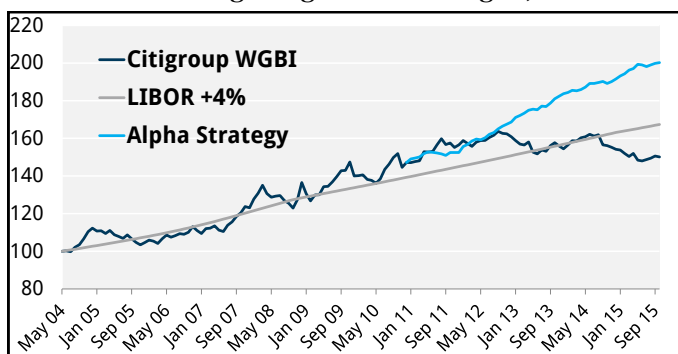
## Alternativen für das negative Zinsumfeld

Bekanntlich sind Negativzinsen auf Cash und minimale Obligationenrenditen das zentrale Problem für viele Anleger. Wie kann man dieser Situation entgehen und das Kapital in Alternativen investieren, die eine stabile und positive Rendite in CHF generieren? Crossbow hat in den letzten zwei Jahren einige Analysearbeit in dieses Thema investiert und wir glauben, einen guten Lösungsansatz entwickelt zu haben. Mit sehr defensiven, marktneutralen Fonds, die den Fokus auf relative Preisdifferenzen und Arbitragemöglichkeiten legen, kann man

auch im heutigen Umfeld 3-4% in CHF (netto *aller* Kosten) verdienen. Die Schwankungsbreite des Portfolios fällt dabei sehr tief aus und entspricht in etwa einem Obligationenportfolio, wenn man die richtige Diversifikation und ein Minimum an Korrelation der Anlagen untereinander sicherstellt. Wir können anhand verschiedener Kundenportfolios belegen, dass sich mit einem gut konstruierten Alpha-Mandat die Zeit gut überbrücken lässt, bis man auf Bundesobligationen wieder vernünftige Renditen erhält. Das TER des Portfolios mag auf den ersten Blick im Verhältnis zur Renditeerwartung etwas hoch erscheinen, aber entscheidend ist, dass man mit einer guten Wahrscheinlichkeit +3-4% verdienen kann— anstatt mit Sicherheit Geld zu verlieren. Die Umsetzung mit einem Depot bei Ihrer Hausbank, das 5-15 Fondsanlagen beinhaltet, ist problemlos und transparent. Für eine Diskussion hierzu stehen Ihnen unsere Partner gerne zur Verfügung.



Stefan Steiner  
ss@cbpa.ch



## Schweizer „Compounder“: konzentriert und indexunabhängig anlegen

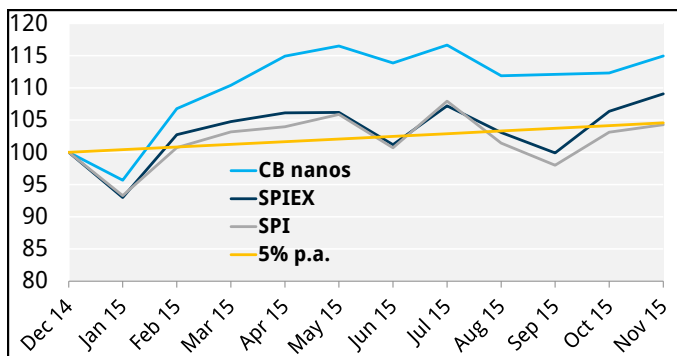


Daniele Scilingo  
ds@cbpa.ch

nanos investment wurde als Einheit von Crossbow ins Leben gerufen, um die Vermögensverwaltung mit Aktien zurück zu ihrem Ursprung zu bringen: Erhalten der Kaufkraft über die lange Frist. Im Zentrum steht das Motto: „Compounding wealth, while sleeping soundly.“ Wir nutzen mit unserem Portfolio die Compounding-Fähigkeiten von qualitativ hochstehenden Geschäftsmodellen in der Schweiz in einer wirklich indexunabhängigen, konzentrierten Form. Die Anlageideen werden mittels eines robusten Anlageprozesses identifiziert, analysiert und bewertet. Das Portfolio wird 10-25 Titel enthalten, welche zwar diversifiziert in ihren Tätigkeitsfeldern sind, aber allesamt eine hohe Rentabilität auf dem investierten Kapital ausweisen, grössere Summen an freiem Cashflow generieren und damit in ihr Wachstum reinvestieren können. Das Portfolio wird als aktiv verwaltetes Aktienzertifikat Ende November an der Schweizer Börse lanciert. Das Zertifikat weist interessante Eigenschaften auf, welche das langfristige Investieren unterstützen: *Keine fixen Verwaltungsgebühren*, eine leistungsabhängige Gebühr über einer Hürde

von 5% p.a., die Dividenden werden inklusive Verrechnungssteuer reinvestiert, und es besteht die Möglichkeit, das Kapital mit Derivaten während heiklen Marktphasen zu schützen. Zudem investiert der Manager sein eigenes Vermögen in sein Produkt. Dank der Selektivität und der speziellen Struktur stellt das Portfolio eine *echte Ergänzung* dar zu herkömmlichen Kernanlagen in der Schweiz, z.B. als Satellit zu passiven Indexanlagen oder als Ergänzung zu den Schweizer Schwergewichten Nestlé, Novartis und Roche, welche kostengünstig und gebührenfrei direkt gehalten werden können.

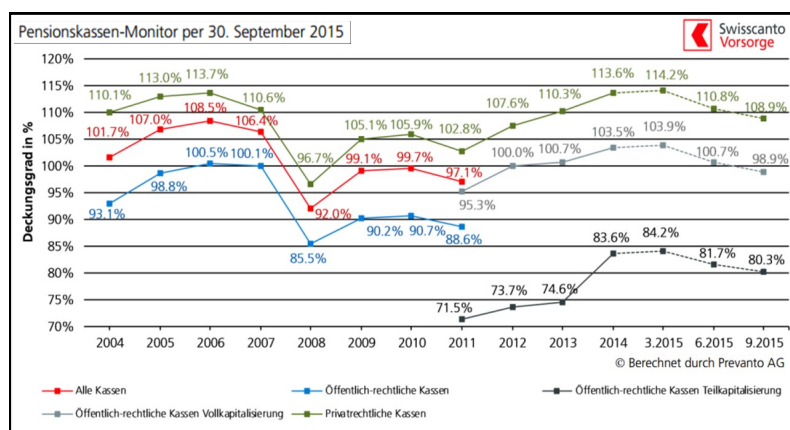
*Ein vielversprechender Start: Portfolio seit 1.1.2015*





## Deckungsgrad der Schweizer Pensionskassen

Der Swisscanto-Bericht zeigt die quartalsweise Entwicklung der Finanzierungssituation der Vorsorgeeinrichtungen auf. Insgesamt hat sich die Situation im letzten Quartal verschlechtert. Per Ende Q3 2015 befinden sich 36% der öffentlich-rechtlichen Kassen mit Vollkapitalisierung in Unterdeckung.



Der vermögensgewichtete Durchschnitt betrug 80.3%. Bei den privatrechtlichen Pensionskassen sank der geschätzte vermögensgewichtete Deckungsgrad um -1.9% auf 108.9%. Im Umfeld von Negativzinsen und Nullrenditen auf Obligationen können professionell ausgewählte und richtig eingesetzte Alternative Anlagen in Zukunft einen wertvollen Beitrag zur Erzielung stabiler Erträge leisten.

## Neu-Lancierungen Hedge Funds im Q3 2015:

(Prequin) Die Lancierung von UCITS Vehikeln sowie deren amerikanischen Pendanten, den „Alternative Mutual Funds“, hat im letzten Quartal um 9% und 10% zugelegt. Die beiden Rechtsformen machten jeweils 13% aller neu lancierten Fonds aus. Weiterhin dominant bleiben aber die klassischen Hedge Funds mit einem Anteil von 2/3 des Gesamtmark-

tes. Die Domizile der Manager (nicht der Funds) der neu lancierten Gefässe blieben weitgehend unverändert: 68% sind in Nordamerika angesiedelt, 18% in Europa, und 12% in der Region Asien-Pazifik. Betreffend den geografischen Fokus der Strategien wurden



Armin Vogel  
av@cbpa.ch

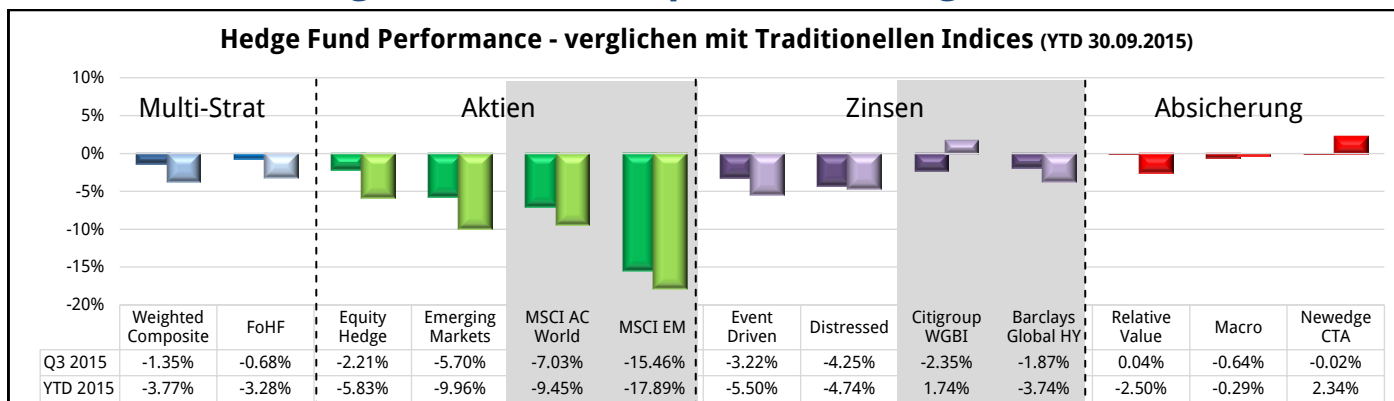
weniger globale Funds lanciert (56%, im zweiten Quartal waren es noch 63%), dafür mehr mit Fokus auf Europa (6% im Vergleich zu 1%). Bei den Handelsstrategien wurden signifikant mehr Makro Strategien lanciert (30% im Vergleich zu 14% im Q2); die Lancierung von Aktien-fokussierten Strategien ging in der gleichen Zeitperiode um 11% zurück, von 46% auf 35%.

## Meta-Studie über Hedge Fund Literatur

Agarwal, Mullally, Naik: Vor 2005 wurden in den vier wichtigsten Finanzpublikationen insgesamt nur 16 Artikel zu Hedge Funds veröffentlicht. In den letzten 10 Jahren kamen 105 Artikel dazu. Die vorliegende Studie fasst die Resultate dieser Publikationen in fünf Abschnitten zusammen: a) Studien über Zeitreihen und Vergleiche der Performance der Hedge Fund mit anderen Anlageklassen. b) der Zusammenhang zwischen Hedge Fund Charakteristiken und Performance. c) Risiken für die Investoren. d) Studien aus dem Bereich der systematischen Risiken, Preisbildung sowie Liquidität. e) mögliche Verzerrungen und Limitationen der gängigen Hedge Fund Datenquellen.

Falls Sie sich für eine Studie interessieren, senden Sie uns bitte ein E-Mail.

## Risiko/Renditevergleich aktive vs. passive Strategien





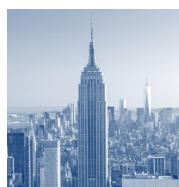
### Neues bei Crossbow

Daniele Scilingo ist per 1. Oktober der Crossbow als Partner und Geschäftsleitungsmitglied beigetreten. Er wird ein Crossbow Aktienprodukt verwalten, welches sich auf der Basis fundamentaler Analyse auf qualitativ hochstehende Wachstumsaktien konzentriert. Seine Portfolios werden nur Unternehmen umfassen, die vollends überzeugen, aber der Manager hat die Möglichkeit, je nach Marktsituation oder Saisonalität einen Teil des Marktrisikos mit Derivaten abzusichern. Daniele Scilingo war die letzten 14 Jahre in leitender Funktion für Pictet tätig. Zudem hat er die Möglichkeit, das weitreichende Netzwerk von erfolgreichen Hedge Fund Managern, mit denen Crossbow z.T. seit 20 Jahren zusammenarbeitet, für seine Investmenttätigkeit zu nutzen. Wir sind überzeugt, dass eine grössere Kor-

rektur an den Aktienmärkten in nächster Zeit bevorsteht. Dies kann in 2 Monaten oder in zwei Jahren geschehen, aber der 6-jährige Bullenmarkt, der u.a. durch Neuverschuldung angeheizt wurde, beginnt sich langsam zu erschöpfen, zumal viele Probleme der Finanzkrise nach wie vor ungelöst sind. Daher empfehlen wir, passive Indexprodukte abzubauen und Kapital auf wirklich aktive Manager zu allozieren, die keinen Benchmarks oder anderen Restriktionen unterliegen. Im Rahmen der Konsolidierung, die in der Schweiz durch den Regulator erzwungen wird, ergeben sich für die Crossbow interessante, neue Möglichkeiten. Wir freuen uns über erfahrene Spezialisten, die sich bei uns als Unternehmer verwirklichen können.



Stefan Steiner  
ss@cbpa.ch



### Interessantes von unseren HF-Managern

In New York waren die Marktmeinungen der Manager anfangs Oktober tief gespalten. Macro-Funds, die sich auf ökonomische Modelle verlassen, zeigten sich weitgehend zuversichtlich. Ihre vorlaufenden Indikatoren deuteten namentlich auf eine Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft im Q4 hin. Da viele Anleger zu pessimistisch positioniert sind und bereits sehr viel Negatives in den Kursen enthalten ist, rechneten sie mit einem „Erleichterungsrally“. Die Aktienmanager zeigten sich dagegen zurückhaltend. Die Marktstimmung bleibt nach den Rückschlägen des Q3 angeschlagen, die Visibilität bei der Gewinnentwicklung eingeschränkt und die Wirkung neuer QE-Massnahmen begrenzt. Die Risiken in den Aktien-

büchern wurden stark reduziert. Die Funds warten die Daten der Berichtssaison des 3.Q ab, da es keinen offensichtlichen Katalysator für ein Rally gibt. Entscheidend werden die Arbeitsmarktdaten im November sein, da diese den Zinsentscheid des Fed massgeblich beeinflussen werden. Die Märkte bleiben damit gefangen zwischen den Sorgen um das weitere globale Wirtschaftswachstum und den Stimulierungsbemühungen der Zentralbanken. In diesem Umfeld mit seitwärts laufenden Märkten bieten nicht-direktionale und wenig korrelierte Strategien gute Renditechancen.



Franz Odermatt  
fo@cbpa.ch

*Falls Sie sich für unseren New York Trip Report interessieren, senden Sie uns bitte ein E-Mail.*

### Schlusswort

Der bereits im letzten Newsletter angedachte Regimewechsel an den Märkten scheint sich deutlicher anzukündigen: auf die Ankündigung von Draghi vom 20.11.15, dass er *alles gegen die Deflation tun werde, was nötig ist* (inklusive Aufkäufe aller möglichen Assets), haben die Aktienmärkte kaum mehr reagiert.

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

