

Die Auswirkungen der Negativzinsen

Die Null- und Negativzinsen lassen die Preise von Aktien und Immobilien so weit ansteigen, bis die erwarteten Renditen dieser Anlageklassen sich dem Niedrig- beziehungsweise Negativzins, den die Zentralbank setzt, angenähert hat. Im Extremfall fallen die erwarteten Markttrenditen sogar auf oder gar unter die Nulllinie. Wenn aber die Zentralbanken alle Renditen auf oder unter die Nulllinie gedrückt haben, ist das, was von der freien Marktwirtschaft noch übrig ist, am Ende. Ohne einen positiven Marktzins, ohne eine positive Rendite in Aussicht zu haben, hört das Sparen und Investieren auf – schliesslich will jeder Konsument, jeder Unternehmer einen positiven Basiszins, das heisst er verlangt einen positiven Ausgleich für seinen Konsumverzicht. Lang anhaltende Negativzinsen sind der Versuch, die Gesetze der Handlungslogik ausser Kraft zu setzen. Das ist unvernünftig. Die Macht der EZB wird zusehends

zur Ohnmacht für die Bevölkerung. Negativzinsen lösen die Probleme nicht, sondern kreieren andere Probleme, deren volkswirtschaftlicher Schaden noch nicht abzuschätzen ist. Es wäre zu wünschen, wenn die Zentralbanken die Normalisierung der Zinsen anstreben würden, bevor man sich aus dieser Falle nicht mehr befreien kann. Es würde die Blasen am Aktien- und Immobilienmarkt zum Platzen bringen, was kurzfristig schmerzhaft wäre, aber langfristig gesund, weil in allen Anlagekategorien wieder vernünftige Renditen erzielt werden könnten. Eine effiziente Allokation von Ressourcen ist der Grundstein der Marktwirtschaft.



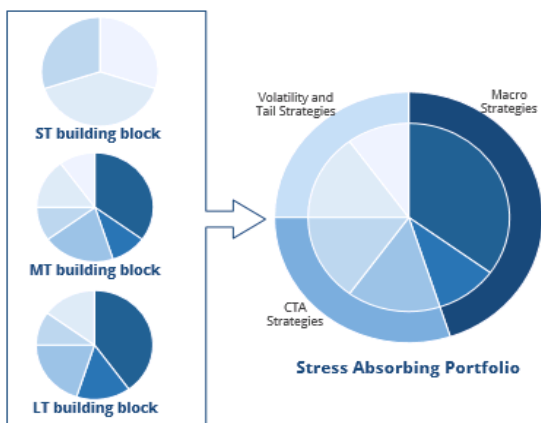
Falls Sie zusätzliche Informationen wünschen, schreiben Sie bitte an ss@cb-partners.com

Anleihen (USD)	Sept. YTD	2018	2017	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
Switzerland Gov Bonds 1-10Y TR	3.92%	3.52%	1.49%	2.73%	2.78%	2.00%
FTSE WGBI (ex-Citi WGBI All Maturities)	6.27%	-0.84%	7.49%	1.19%	1.80%	5.35%
Barclays Global HY TR	8.76%	-4.06%	10.43%	4.77%	4.54%	5.67%
HFRI Event-Driven Index	4.83%	-2.13%	7.59%	4.56%	3.02%	4.54%
HFRI Relative Value Index	5.59%	-0.43%	5.14%	4.03%	3.30%	2.87%
Crossbow Credit Distressed Portfolio	4.41%	-0.75%	3.51%	2.60%	1.16%	2.95%
Crossbow Alpha Portfolio	5.31%	1.77%	3.94%	3.82%	3.56%	2.09%
Aktien (USD)	Sept. YTD	2018	2017	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
SMI TR Index	26.42%	-4.17%	20.25%	13.90%	8.27%	12.01%
MSCI AC World TR	16.20%	-9.41%	23.97%	9.71%	6.65%	11.71%
MSCI EM TR	5.89%	-14.57%	37.28%	5.97%	2.33%	15.55%
HFRI Equity Hedge Index	8.00%	-7.14%	13.29%	4.78%	3.47%	6.42%
HFRI Macro Systematic Diversified Index	8.87%	-6.62%	2.12%	0.43%	1.10%	7.71%
Crossbow Equity Hedged Portfolio	6.76%	-3.83%	7.86%	2.31%	2.79%	4.85%
Crossbow Trading Portfolio	2.99%	1.70%	5.94%	3.90%	4.50%	3.55%
Crossbow Trendfollowing Portfolio	12.94%	-0.64%	4.45%	5.58%	5.16%	6.28%
Andere (in USD)	Sept. YTD	2018	2017	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
BVG-25 Plus	12.50%	-0.13%	7.31%	6.36%	5.94%	3.45%
BVG-40 Plus	14.73%	-1.49%	9.72%	7.75%	6.73%	4.99%
BVG-60 Plus	17.79%	-3.31%	13.17%	9.64%	7.75%	7.33%
SXI Real Estate Funds TR Index	16.79%	-2.40%	8.75%	7.40%	8.57%	7.57%



Hedge Funds als „Stress-Absorbierer“

Im heutigen Umfeld versuchen viele Anleger, ihr Portfolio vor einem möglichen Abschwung an den Aktienmärkten zu schützen. Die Implementierung eines solchen Schutz- oder Stressabsorptionsmoduls ist alles andere als trivial, da verschiedene Probleme adressiert werden müssen: Umfang und Dauer der Marktkorrektur, bei denen der Schutz wirksam sein soll, akzeptierte Kosten für diesen Schutz, Zuteilungsbudget für das Stressabsorptionsmodul, Schutz nur in Aktien oder über Anlageklassen hinweg. Unserer Meinung nach eignen sich Hedgefonds am besten zum Aufbau strategischer Stressabsorptionsmodule, die in verschiedenen Korrekturszenarien wirksam sind und akzeptable Schutzkosten verursachen, während sich passive Schutzstrategien (z.B. Long Puts) langfristig als übermässig kostspielig erweisen können. Das Faszinierende an Hedgefonds ist, dass sie ein sehr heterogenes, mehrdimensionales Universum bilden, dessen umfassende Strategien wie L/S Equity, Relative Value oder Global Macro eine erhebliche Granularität aufweisen. In einigen Teilstrategien werden Hedgefonds mit einer bestimmten Kombination aus Anlageansatz, Strategieumsetzung, Handelsstil, bevorzugtem Marktengagement, Zeithorizont und Marktfokus so konzipiert, dass sie sich positiv entwickeln, wenn die Marktvolatilität zunimmt und/oder die Märkte negativ sind.



Unser Ansatz zur Implementierung für ein stressabsorbierendes Portfolio beginnt mit der Definition der wichtigsten Arten von Marktkorrekturen über drei Zeithorizonte hinweg (diese Wahl ist willkürlich und beruht hauptsächlich auf historischen Marktbeobachtungen):

- Kurzzeitkorrektur: Kürzer als 3 Monate, scharf, was zu extremen Volatilitätsspitzen führt.

- Mittelfristige Korrektur: Innerhalb von 3 bis 6 Monaten sinken die Aktien um mehr als -20%, was zu einer höheren Volatilität führt.
- Langzeitkorrektur: Länger als 6 Monate, Aktien fallen um mehr als -30%, höhere Volatilität.



David Friche

Anschliessend konstruieren wir drei Portfolio-Bausteine (kurz-, mittel- und langfristig), von denen jeder bei entsprechender Marktkorrektur eine positive Rendite erwarten lässt. In der Top-Down-Bauphase wählen wir geeignete Strategien aus, nachdem wir ihre Renditequellen, Risiko-/Renditeprofile und Kriterien wie aktiver Handel, Liquidität, Volatilitätssensitivität und Kosten analysiert haben. Diese Strategiebausteine setzen sich in der Regel wie folgt zusammen:

- Kurzfristiger Baustein: Tail Risk, Long Volatility, Short-term CTA.
- Mittelfristiger Baustein: Discretionary Macro, Systematic Macro, Trendfolge CTA, Short-term CTA, Long Volatility und Tail Risk.
- Langfristiger Baustein: Discretionary Macro, Systematic Macro, Trendfolge CTA, Short-term CTA sowie Long Volatility.

Im Bottom-up-Teil des Prozesses ist ein tiefes Verständnis der Strategie jedes ausgewählten Managers für den Erfolg jedes Bausteins bei Marktkorrekturen von grösster Bedeutung. Die Manageranalyse und -auswahl ermöglicht es auch, Gewinnmitnahmemechanismen zu verstehen und den Schutz über Aktien hinaus auszudehnen und somit potenziell von den Auswirkungen einer umfassenden Korrektur über alle Märkte (insbesondere festverzinsliche Wertpapiere und Währungen) hinweg zu profitieren. Je nach Schutzbedürfnis und Kostentoleranz des Anlegers kann sein stressabsorbierendes Portfolio einen oder mehrere Bausteine enthalten, deren Gewichtung und Zusammensetzung weiter angepasst werden können. Einige Anleger könnten sich beispielsweise für die mittel- und langfristigen Bausteine entscheiden, da sie langfristig positive Renditen erwarten. Dank ihrer enormen Flexibilität bieten Hedgefonds die Möglichkeit, stressabsorbierende Portfolios aufzubauen, die über Strategien, Anlagestile, Anlageklassen, Regionen und Zeithorizonte hinweg diversifiziert sind und bei Marktkorrekturen hochkonvexe Risiko-/Ertragsprofile mit positiven Erträgen bieten, was im aktuellen Marktumfeld sehr attraktiv erscheint.

Ihre Kontaktperson: df@cb-partners.com

Mögliche Rückschlüsse vom Text einer Fondsbeschreibung auf dessen Rendite?

Assistant Professor Juha Joenväärä (Aalto Universität) und seine Kollegen Jari Karppinen (Universität Oulu), Melvyn Teo (Singapore Management University) und Cristian Tiu (University at Buffalo) stellen in ihrem Papier die folgende Frage: **Sind erfolgreiche Investoren auch raffinierte Autoren?** Auf den ersten Blick ist es nicht klar, warum dies so sein sollte. Auf der einen Seite sollten erfolgreiche Manager mit überlegenen Anlagefähigkeiten und daher kognitiv begabten Mitarbeitern anspruchsvoll schreiben. Auf der anderen Seite können Manager, die nicht über Investmentfähigkeiten verfügen, auf raffinierte Weise schreiben, um die Investitionsfähigkeit vorzutäuschen.

Die beiden Kennzahlen für die Verfeinerung von Texten, nämlich die lexikalische Vielfalt und die syntaktische Komplexität, ermöglichen die Unterscheidung zwischen den beiden Fällen:

- Lexikalische Vielfalt ist die Fähigkeit des Schriftstellers, mehrere Synonyme anstelle von wiederholten Wörtern zu verwenden; sie wird mit kognitiven Fähigkeiten in Verbindung gebracht.
- Syntaktische Komplexität ist die Neigung des Autors, komplizierte Sätze zu bevorzugen, welche durch starken Gebrauch von verschachtelten Strukturen gekennzeichnet sind und mit irreführendem Verhalten in Verbindung gebracht wurden.

Den unterschiedlichen Einfluss, welche die beiden Fälle auf Täuschungen haben, deutet darauf hin,

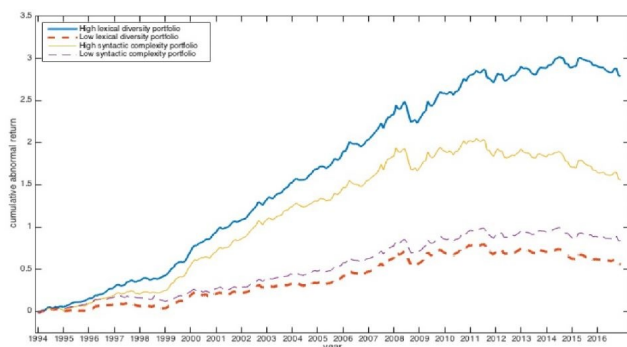


Fig. 2. Cumulative abnormal returns of hedge funds sorted by the lexical diversity and syntactic complexity of their strategy descriptions. Every January 1st, hedge funds are sorted into decile portfolios based on lexical diversity and syntactic complexity. The thick solid line denotes the extreme high lexical diversity portfolio. The thick dashed line denotes the extreme low lexical diversity portfolio. The thin solid line denotes the extreme high syntactic complexity portfolio. The thin dashed line denotes the extreme low syntactic complexity portfolio. Cumulative abnormal return is the difference between a portfolio's excess return and its factor loadings multiplied by the Fung and Hsieh (2004) risk factors, where factor loadings are estimated over the entire sample period. The sample period is from January 1994 to December 2016.

dass nur die lexikalische Vielfalt und nicht die syntaktische Komplexität einen ehrlichen Hinweis für das Führungstalent bietet.

In der Tat übertreffen Hedgefonds mit hoher lexikalischer Vielfalt diejenigen mit geringer lexikalischer Vielfalt um wirtschaftlich und statistisch signifikante 3.63% pro Jahr. Hedge Funds mit lexikalisch unterschiedlichen Strategiebeschreibungen weisen mehrere zusätzliche Attribute auf, die für Fondsanleger attraktiv sind. Erstens liefern sie überlegene Sharpe Ratios, Informationsverhältnisse und Masse bezüglich Manipulationsicherheit. Zweitens steuern lexikalisch vielfältige Fonds das Risiko umsichtiger. Sie vermeiden idiosynkratische Risiken und Randverteilungen.

Die Auswertungen zeigen ferner, dass das zweite Mass für die Verfeinerung von Texten, nämlich die syntaktische Komplexität, mit einer Täuschung bei Hedgefonds verbunden ist. Fonds, deren Strategiebeschreibungen syntaktisch komplex sind, erfahren mehr regulatorische Massnahmen, verletzen mehr Anlageregeln und melden schwerwiegendere Verstösse als Fonds, deren Strategiebeschreibungen syntaktisch einfach sind.



Armin Vogel

Börsenkotierte Hedge Fund Manager

„Wenn sich eine Fondsleitung an einer Börse kotiert, sind ihre Kunden nicht einhellig begeistert. Sie sind sich bewusst, dass potenzielle Interessenkonflikte auftreten können, die einige Unternehmen nicht bewältigen können.“ (FT 2012)

Das Journal of Financial Economics hat einen Artikel von Lin Sun und Melvyn Teo veröffentlicht, in dem dieses Thema vertieft wird. Sie stellten fest, dass Hedge Funds, welche von börsennotierten Unternehmen verwaltet werden, jene von nicht börsennotierten Unternehmen verwalteten Fonds erheblich unterbieten. Die tieferen Erträge sind ausgeprägter bei Fonds mit geringen Manager-Deltas, schlechter Unternehmensführung und keine Manager-Co-Investments oder solchen, die von Unternehmen verwaltet werden, deren Aktienkurse auf Gewinnnachrichten reagieren. Ungeachtet der unterdurchschnittlichen Wertentwicklung beschaffen börsennotierte Vermögensverwalter mehr Kapital, indem sie bestehende Fonds aufbauen und neue Fonds nach der Kotierung auflegen, und erzielen höhere Gebühreneinnahmen als vergleichbare nicht börsennotierte Unternehmen. Die Ergebnisse stimmen mit der Ansicht überein, dass der Börsengang von Vermögensverwaltern die Ausrichtung zwischen Eigentum, Kontrolle und Investitionskapital schwächt und somit zu Interessenkonflikten führt.

Ihre Kontaktperson: av@cb-partners.com