

### Wird Amerika positiv überraschen?

Ein Präsident Trump ist hoffentlich abgewendet. Was kann man von der US Wirtschaft und der neuen Administration erwarten? Die Zeichen stehen gut, dass die USA die nächsten Quartale positiv überraschen könnte. Es herrscht Vollbeschäftigung und weitere Jobs werden geschaffen. Dies führt zu Lohnwachstum und einem positiven Konsumentenklima. Die abnehmenden Unternehmensausgaben der letzten Jahre könnten wohl bald Vergangenheit sein, da dafür vor allem der Energie- und Minensektor verantwortlich war, der mit der Stabilisierung der Rohstoffpreise den Boden gefunden hat und im 2017 wieder investieren wird. Dies wird gesamtwirtschaftlich zu einem Wachstum der Unternehmensausgaben („Capital expenditures“ oder kurz „Capex“ genannt) führen. Zusätzlich hat Hillary Clinton grössere Fiskalausgaben angekündigt, die sie mit Steuererhöhungen bei den Reichen und fairen Steuern für die internationalen Unternehmen finanzieren will. In diesem optimalen Szenario würden alle grossen Wirtschaftsblöcke die Ausgaben steigern, was zu

einem GDP Wachstum von 3% oder mehr führen könnte. Dieses Szenario hätte weitere Zinserhöhungen zur Folge, die berechtigt wären und wohl von der Börse anfänglich relativ gut verdaut würden. Die Frage ist, wie lange die Börse die positiven Wachstumsaussichten in den USA feiern würde? Neben höheren Zinsen würden auch die höheren Lohnkosten, die höheren Steuern und der stärkere USD auf das Ergebnis drücken, das in den letzten Jahren zusätzlich durch Aktienrückkäufe geschönt wurde. Kommt hinzu, dass die Bewertungen in den USA bereits teuer sind und damit noch teurer werden. Auf der Obligationenseite wäre dieses Szenario von Anfang an schlecht, da es zu höheren Zinsen führen würde. Alternative Anlagen haben sich in den letzten Monaten etwas erholt und werden von steigenden Zinsen kaum tangiert werden. Da das Renditepotenzial von traditionellen Anlagen bescheiden bleibt, werden Alternative Anlagen relativ gesehen weiter Boden gutmachen.



Stefan Steiner

Anleihen (CHF hedged)	Sep. YTD	2015	2014	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
Switzerland Gov Bonds 1-10Y TR	+0.91%	1.71%	2.45%	1.69%	1.34%	1.81%
Citigroup WGBI All Maturities	+9.87%	-4.12%	-0.48%	0.75%	0.24%	4.65%
Barclays Global HY TR	+13.26%	-2.72%	0.01%	4.10%	7.88%	6.95%
HFRI Event-Driven Index	+5.03%	-3.55%	1.08%	1.57%	4.54%	4.80%
HFRI Relative Value Index	+4.58%	-0.29%	4.02%	3.07%	4.92%	2.94%
Crossbow Credit Distressed Portfolio	+3.89%	-6.08%	6.59%	1.74%	6.67%	4.24%
Crossbow Alpha Portfolio	-0.26%	4.95%	3.87%	3.27%	5.18%	1.97%

Aktien (CHF hedged)	Sep. YTD	2015	2014	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
SMI TR Index	-4.33%	1.15%	12.94%	3.78%	11.60%	11.43%
MSCI AC World TR	+5.46%	-2.36%	4.16%	4.31%	9.94%	12.30%
MSCI EM TR	+14.78%	-14.92%	-2.19%	-1.38%	2.38%	17.34%
HFRI Equity Hedge Index	+3.50%	-0.97%	1.81%	2.51%	5.03%	6.58%
HFRI Macro Systematic Diversified Index	+0.23%	-2.41%	10.73%	3.21%	-0.23%	6.85%
Crossbow Equity Hedged Portfolio	-4.12%	8.04%	1.63%	2.51%	5.33%	6.66%
Crossbow Trading Portfolio	+1.65%	5.63%	8.71%	6.47%	7.84%	3.61%
Crossbow Trendfollowing Portfolio	-1.15%	2.02%	10.41%	4.87%	2.19%	6.19%

Andere (in CHF)	Sep. YTD	2015	2014	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
BVG-25 Plus	+4.02%	1.22%	9.63%	5.31%	5.95%	3.26%
BVG-40 Plus	+3.68%	0.98%	10.80%	5.72%	7.39%	4.59%
BVG-60 Plus	+3.16%	0.63%	12.37%	6.24%	9.29%	6.60%
SXI Real Estate Funds TR Index	+7.39%	4.17%	14.99%	9.11%	5.84%	7.13%

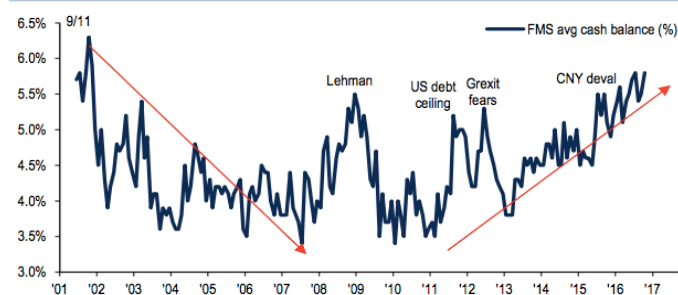


### Wie Hedge Funds anlegen: Jahresend rally oder? Stresssymptome im ABS Markt

#### Aktien

Die Manager von Aktienfonds in New York sind neutral bis leicht defensiv positioniert. Von fast allen Marktteilnehmern wird die Zurückhaltung mit der fehlenden Visibilität begründet. Die Präsidentschafts- und Senatswahlen in den USA anfangs November, das italienische Verfassungsreferendum über die Herabstufung des Senats sowie die Ungewissheit über einen Zinsschritt des

Exhibit 2: Global FMS average cash balance (%)



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

Fed im Dezember werfen ihre Schatten voraus und lasten schwer auf den Märkten. Nach einem schwierigen Aktienjahr zeigen die Fondsmanager angesichts dieser „Event Risks“ wenig Neigung, grössere Engagements einzugehen. Sie haben ihr

Figure 4. Historical Net Exposure (Equity Clients)



Source: J.P. Morgan Prime Brokerage

Marktengagement zurückgefahren, Cash-Positionen aufgebaut und sich auf ein opportunistisches Umfeld mit kurzfristigen Trades eingestimmt. Die meisten Manager gehen davon aus, dass die grosse, auf den Märkten lastende Unsicherheit ein Jahresend rally verunmöglicht.

#### Obligationen

Der Markt für Hochzinsanleihen profitiert unverändert von weit offenen Kapitalmärkten, so

dass zahlreiche Gesellschaften sich auf tiefen Niveaus refinanzieren oder neue Anleihen begeben können. Gerade bei den hochverzinslichen Anleihen zeichnet sich ein interessanter „Zyklus im Zyklus“ ab: Der amerikanische Energie- und Rohstoffsektor wurde als Folge des von Saudiarabien losgetretenen Öl-Preiskriegs arg durchgeschüttelt. Über 26% der Gesellschaften mit Hochzinsanleihen aus dem Energie- und Rohstoffbereich wurden in die Insolvenz getrieben. Nun zeigt sich aber, dass die überlebenden Gesellschaften gestärkt aus der Krise herauskommen. Sie haben ihre Kosten gesenkt, die Bilanzen gestärkt und profitieren nun von höheren Ölpreisen. High Yield-Funds ergreifen diese Chance und erwerben Hochzinsanleihen der sich erholenden Energie- und Rohstofffirmen. Gleichzeitig tätigen sie Leerverkäufe von überbewerteten High Yield-Bonds aus Sektoren, denen eine Krise noch bevorsteht. Mit dieser „Barbell-Strategie“ lässt sich gutes Geld verdienen.



Alarmsignale ertönen aus dem Markt für ABS-Anleihen. Namentlich CMBS-Papiere (Commercial Mortgage-Backed Securities) und CLOs (Collateral Loan Obligations) stehen unter Druck. Nach schwachen Anlageresultaten haben diverse Funds ihre Bücher für „strukturierte Kredite“ geschlossen und sich aus dem Markt zurückgezogen. Auch diverse europäische Banken sahen sich gezwungen, ihre „structured credit“-Portfolios zu veräussern, um ihre Risiken herunterzufahren und um Kapital freizusetzen. Dies hat den Preisdruck verschärft. Die anhaltende Krise des Einzelhandels und der Einkaufszentren wird sich mit einer gewissen Zeitverzögerung auch auf den Markt für „strukturierte Kredite“ auswirken. Es stehen zahlreiche Wertberichtigungen bevor die in den emittierten Papieren noch nicht voll reflektiert sind. Auch der Markt für „subprime auto loans“ gibt Stresssignale von sich, die noch für negative Überraschungen sorgen werden. Ab dem 24. Dezember 2016 gilt unter Frank-Dodd zudem für CLOs und CMBS-Papiere die neue Regelung, dass der Manager 5% des emittierten Volumens auf die eigenen Bücher nehmen muss. Dies wird die finanziellen Möglichkeiten einiger Manager überfordern und zu einem weiteren Preisdruck führen, da namentlich die Refinanzierungsoptionen nicht mehr in jedem Fall gewährleistet sind. Mangelnde Liquidität, schwache Performance und Verkaufsdruck setzten dem ABS-Markt zu.



### Hedge Funds können den Pensionskassen benötigtes Alpha liefern

Artikel in Pension&Investments, von Nicholas Tsafos, Audit Partner bei EisnerAmper:

Fast zwei Jahre nach dem viel diskutierten Rückzug aus den Hedge Funds vermeldete CalPERS eine Nettorendite von 0.61% für das Berichtsjahr per Ende Juni 2016. Während die Entscheidung der gigantischen Pensionskasse wohl einen sehr kleinen Einfluss auf die Performance hatte, kann man aber sicher auch sagen, dass diese der Kasse nicht geholfen hat.

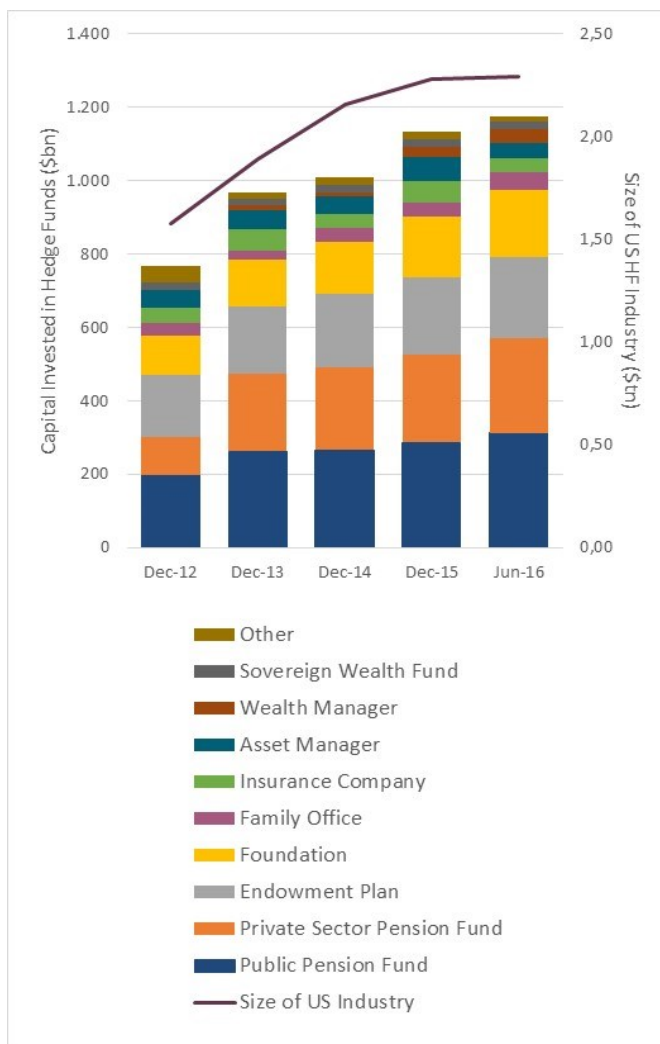
Der massive Rückzug aus Hedge Funds (welchem auch andere Kassen gefolgt sind) vernachlässigt eine der grössten Herausforderungen, welcher die Kassen heutzutage gegenüberstehen: Gegeben die Unterdeckung der meisten Kassen (Red: in den USA) ist es nahezu unmöglich mit einem traditionellen Portfolio Mix die Renditen zu erzeugen, welche langfristig angenommen werden: generell etwa 7.5%.

Callan Associates Inc. schätzt, dass ein langfristig orientierter Investor mit einem Renditeziel von 7.5% heutzutage rund dreimal mehr Risiko eingehen muss verglichen mit 1995. Dazumal konnte der Investor dieses Ziel mit einem reinen Bond Portfolio erreichen. Heutzutage muss der Investor gemäss Preqin dafür einen Mix aus Bond, Large und Small-Cap Aktien, Real Estate sowie Private Equity anwenden.

Die Renditen der Hedge Funds in den letzten Jahren war alles andere als berauschend. Man sollte aber nicht vergessen, dass die traditionellen Märkte stark angestiegen sind. Da viele Hedge Funds das Ziel von unkorrelierten Erträgen haben, können sie in so einem Umfeld nicht mit der Performance der traditionellen Märkte mithalten. In Zukunft kann sich dies aber sehr schnell ändern. Bei negativen Erträgen der traditionellen Anlagenklassen werden die Hedge Funds einen positiven Beitrag zum Portfolio leisten.

Um ihre Investment Ziele zu erreichen und die zukünftigen Verpflichtungen erfüllen zu können, sollten sich Pensionskassen mit Hedge Funds auseinandersetzen und sich überlegen, als Diversifikation ihres Gesamtportfolios ein ergänzendes Spektrum von Hedge Fund Strategien hinzuzufügen.

### Hedge Fund Investors (US, ohne FoHF)



### Der Einfluss von Kosten und Ertrag auf Investment Entscheide bei Schweizer PK's

SFAMA in Zusammenarbeit mit der Uni St. Gallen hat mittels einer repräsentativen Umfrage bei grossen Schweizer Pensionskassen den Zusammenhang der Kosten und Erträge auf Investmententscheide untersucht. Das Hauptkriterium bei Investitionen scheint die Diversifikation zu sein. Das Risiko/Ertragsverhältnis wird als wichtigstes Mass zur Beurteilung der Anlageklassen betrachtet, gefolgt von Nettorenditen. Überraschenderweise scheint das negative Zinsumfeld einen limitierten Einfluss auf die Portfoliostruktur zu haben.

Der durchschnittliche TER beträgt bei den Kassen 0.6%, wovon 75% auf Kosten für das Portfoliomanagement entfallen. Dabei sind die Kosten für



Aktien und Bond Investments am tiefsten. Die Kosten für gewisse Private Market Anlagen sind markant höher. Die Erträge solcher Anlagen aber ebenfalls. Folgerichtig kann man sagen, dass die Korrelation zwischen den Nettoerträgen und Management Kosten stark positiv korreliert sind (umso höher die Kosten, umso höher die Erträge).

Ungeachtet der allgemein tiefen Erträge scheint die Mehrheit der Fund Manager immer noch sehr zufrieden mit dem Kostenverhältnis der Aktien, Bond und Real Estate Anlagen, und eher zurückhaltend betreffend Private Market und Hedge Fund Investments zu sein.

Die Studie zeigt aber auf, dass hohe Kosten nicht unbedingt ein schlechtes Zeichen sind. Erträge solcher Asset Klassen sind teils substantiell höher. Daher empfiehlt es sich nicht, Anlageentscheide nur auf Basis einzelner isolierter Aspekte, wie z.B. den Kosten oder den Erträgen zu treffen. Vielmehr gilt es, sich ein Gesamtbild über die verschiedenen Anlageklassen zu machen.

### Grössere Hedge Funds liefern weniger Alpha

Klaus Klingler's Studie mit dem Titel „Have all the low hanging fruits been picked?“ befasst sich mit der Performance-Jagd von Investoren, sowie den Auswirkungen von Kapitalzuflüssen in die Hedge Fund Industrie auf die Alpha>Returns. Als repräsentative Stichprobe dienten bias-bereinigte Bloomberg Daten von 770 Long/Short Equity Funds im Zeitraum 2000-2015.

Überdurchschnittliche Sharpe Ratios (hohe Rendite bei geringer Volatilität) sind ein beliebtes Auswahlkriterium von Investoren, die ihr Vermögen bei den Fonds mit dem besten Track Record anlegen. Die empirischen Ergebnisse zeigen allerdings, dass nur etwa ein Fünftel der Hedge Funds ihre vergangene Performance in zwei aufeinander folgenden Jahren wiederholen. Sogar die besten 1% der Hedge Fund Manager übertrafen den Markt konsekutiv bei einer Wahrscheinlichkeit von nur knapp 50%.

Gleichzeitig steht die Jagd nach hohen Alphas (risikofreie Rendite) vor noch grösseren Herausforderungen. Es konnte eine signifikante negative Korrelation zwischen steigenden Volumen an verwalteten Vermögen und den Alphas (umso mehr Assets, umso weniger Alpha) nachgewiesen werden. Warum es diesen Effekt aber genau gibt ist unklar.

Die schrumpfenden Ausläufer der Alpha-Verteilung bestätigen ebenfalls Kapazitätsengpässe, welche durch die steigende Konkurrenz bei konstanten Investitionsmöglichkeiten hervorgerufen werden. Fliesst weiteres Kapital in die Hedge Funds, werden die Alpha-Jäger von heute zwangsläufig zu Beta-Sammlern von morgen.

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

