

## Ein langer Zyklus

Nach dem starken Einbruch der Finanzmärkte vor 10 Jahren erstaunt es nicht, dass die Erholung auch entsprechend lange dauert. Wir befinden uns mittlerweile mit 9.3 Jahren im längsten Bullenmarkt der Geschichte, länger als die Erholung nach dem 1. Weltkrieg, die tollen 50er Jahre nach dem 2. Weltkrieg oder der erste Technologieboom in den 90er Jahren. Die Preise und die Erwartungen sind sehr hoch und müssen laufend übertroffen werden. Der aktuelle Zyklus wurde sehr stark von Aktienrückkäufen und vom Boom bei passiven Anlageinstrumenten, den Aktien ETFs, geprägt. Dabei fließt das Geld vorwiegend in die höchstkapitalisierten Unternehmen und treibt diese Preise und damit die Indices weiter an. Unterstützt von tiefen Zinsen läuft dieser Trend bis es eines Tages zur Umkehr kommen wird. Dies muss nicht unbedingt im Crash enden, aber die überhöhten Preise werden wohl über mehrere Jahre konsolidieren müssen. Wie kann man sich dagegen schützen? Schwierig, da das erste Mal seit über hundert Jahren alle Anlagekategorien teuer sind. Was sicherlich helfen wird, ist eine schrittweise

Umschichtung von passiven Strategien in aktive Manager. Dabei muss man an seiner bestehenden Anlagestrategie wenig bis nichts ändern. In einem schwierigen oder negativen Marktumfeld ist man damit den Marktkräften nicht komplett ausgeliefert, sondern kann auf erfahrene Manager vertrauen, die schon andere Krisen gemeistert haben. Es ist deutlich einfacher einen Seitwärts- oder Bärenmarkt zu schlagen, als in einem Bullenmarkt die Indices zu übertreffen. Ebenfalls hilfreich ist diszipliniertes „Rebalancing“. Periodisches Reduzieren was gut rentiert hat und Aufbauen was enttäuscht hat, wird langfristig deutlichen Mehrwert generieren. Jeder Zyklus kommt irgendwann zu einem Ende, sei es ein positiver, wie bei den Aktien, oder ein negativer, wie bei den Rohstoffen!



Stefan Steiner

*Bitte kontaktieren Sie [ss@cb-partners.com](mailto:ss@cb-partners.com), falls Sie mit uns über Alternative Anlagen oder über unseren Marktausblick diskutieren wollen.*

Anleihen (CHF hedged)	June YTD	2017	2016	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
Switzerland Gov Bonds 1-10Y TR	-0.14%	-0.52%	-0.22%	-0.29%	0.73%	1.75%
FTSE WGBI (ex-Citi WGBI All Maturities)	-2.36%	7.49%	1.60%	0.94%	-0.18%	5.29%
Barclays Global HY TR	-3.92%	10.43%	14.27%	3.57%	3.81%	5.41%
HFRI Event-Driven Index	0.81%	7.59%	10.57%	2.73%	3.47%	4.18%
HFRI Relative Value Index	0.06%	5.14%	7.67%	1.85%	3.05%	2.52%
Crossbow Credit Distressed Portfolio	0.14%	3.51%	5.74%	-0.68%	1.69%	3.09%
Crossbow Alpha Portfolio	-1.69%	3.94%	1.29%	0.16%	2.37%	2.10%
Aktien (CHF hedged)	June YTD	2017	2016	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
SMI TR Index	-5.16%	17.90%	-3.38%	2.79%	5.69%	10.82%
MSCI AC World TR	-1.86%	23.97%	7.86%	6.22%	8.02%	10.19%
MSCI EM TR	-8.01%	37.28%	11.19%	3.68%	3.68%	14.84%
HFRI Equity Hedge Index	-0.28%	13.28%	5.47%	2.94%	4.49%	5.37%
HFRI Macro Systematic Diversified Index	-5.43%	2.13%	-1.37%	-3.18%	-0.40%	7.07%
Crossbow Equity Hedged Portfolio	-1.20%	7.86%	-6.24%	-2.22%	3.01%	5.56%
Crossbow Trading Portfolio	-0.27%	5.94%	3.88%	2.23%	4.99%	3.47%
Crossbow Trendfollowing Portfolio	-0.49%	2.39%	-1.16%	0.84%	2.90%	5.78%
Andere (in CHF)	June YTD	2017	2016	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
BVG-25 Plus	-0.77%	5.19%	3.37%	2.94%	4.22%	3.02%
BVG-40 Plus	-0.46%	7.56%	4.15%	4.16%	5.30%	4.27%
BVG-60 Plus	-0.18%	10.94%	5.06%	5.73%	6.72%	6.19%
SXI Real Estate Funds TR Index	-2.61%	6.60%	6.85%	3.94%	6.36%	6.97%



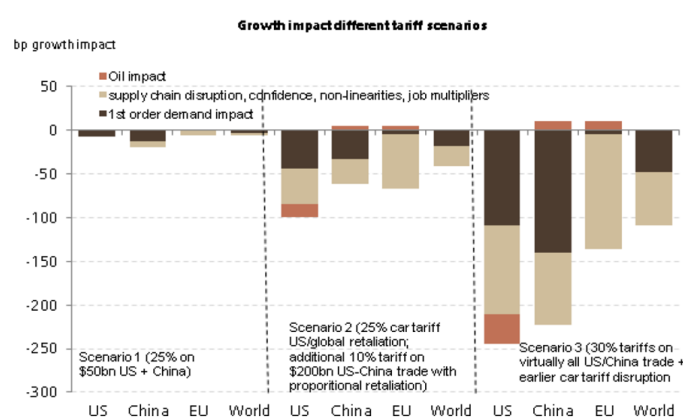
### Die Märkte blenden den Handelsstreit aus

Die Anleger trotzten dem drohenden Handelskrieg und haben bislang erstaunlich abgeklärt auf mögliche Konsequenzen reagiert. Ein immer noch robustes globales Wirtschaftswachstum, tiefe Zinsen und Inflationsraten sowie das starke Gewinnwachstum der Unternehmen ergeben ein ideales Umfeld für die Aktienmärkte. Das Risiko eines umfassenden Handelskriegs der USA mit China, Europa und NAFTA wird als wenig wahrscheinlich ausgeblendet. Und die sich seit kurzem abzeichnende Entspannung im Handelsstreit zwischen den USA und Europa stützt diese Vermutung.

### Auswirkungen aufs Wirtschaftswachstum

Viele Banken haben es sich zur Aufgabe gemacht, die potentiellen Risiken eines Handelskriegs zu quantifizieren und die Gewinner und Verlierer herauszufiltern. Diese Modellrechnungen eröffnen Anlegern wertvolle Hinweise für ihre Anlagestrategien und ihr Risikomanagement.

Figure 1: Growth impact of different trade tariff scenarios



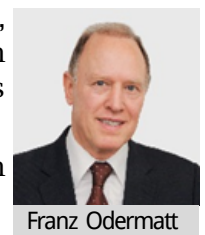
Source: UBS

Die UBS rechnet in einer Studie vor, dass ein umfassender Handelskrieg rund 1% des globalen GDP wegrasieren würde. Die Hauptkontrahenten USA (-2.45%) und China (-2.33%) würden dabei als Hauptverlierer hervorgehen, während Europa mit einem Minus von 1.46% noch vergleichsweise glimpflich davonkäme. Die UBS schätzt weiter, dass die Inflation global um rund 0.3% ansteige, wobei China (+0.9%) und die USA (+0.7%) wiederum die Hauptleidtragenden wären.

### Zinsen stärker betroffen als Währungen

Die Wachstumsdelle hätte auch Konsequenzen für den Ölpreis, der sich im Jahre 2019 auf rund USD 60 und im drauffolgenden Jahr auf USD 50 - 60 pro Fass verbilligen könnte.

Interessant ist auch die Feststellung, dass die Währungen weniger stark in Mitleidenschaft gezogen würden als die Zinsen.



Franz Odermatt

Währungsbewegungen werden durch die (realen) Zinsdifferenzen und die Risikoaversion der Anleger beeinflusst. Während eine höhere Risikoaversion den USD beflügelt, würde die Zinsdifferenz wohl gegen den USD sprechen, weil dieser Effekt - anders als beim EUR - weitgehend eingepreist ist. JPY und CHF dürften sich in diesem Szenario aufwerten, während der EUR gegenüber dem USD nur leicht zulegen könnte. Bei den Zinsen könnten wir bei einem umfassenden Handelskrieg in den USA eine steilere Zinskurve erwarten, weil das Fed in einer Schwächephase die Zinsen nicht weiter anheben würde. Andererseits dürfte ein fallender Aktienmarkt eine Flucht in sichere Häfen auslösen.

### Aktien unter Druck

Die UBS billigt den Aktienmärkten in den USA, in Europa und in Asien (ex-Japan) ein Verlustpotential von mindestens 20% zu. Rückläufige Gewinne und schrumpfende Multiples werden bei einem Handelskrieg allen Märkten zusetzen. Vom erwarteten Abwärtspotential sind in Europa und in den USA vielleicht etwa 7 - 10% bereits eingepreist.

### Schlussfolgerungen

Präsident Trumps Handelspolitik kommt einem Frontalangriff auf das Fundament des etablierten, weltweiten Handelsregimes gleich. Der Vorgang ist präzedenzlos. Trumps Unberechenbarkeit schafft eine völlig neue Ausgangslage. Unsere Manager glauben, dass es für Investoren kaum mehr möglich ist, die Risiken eines Handelskrieges und deren Auswirkungen auf ihre Portfolios glaubhaft abzuschätzen. Finanztitel, Industrierwerte, Metalle und Energieunternehmen haben bislang am stärksten unter dem Handelsstreit gelitten. Vorsichtige Investoren neigen zur Untätigkeit und erhöhen ihre Cash-Quote. Andere reduzieren ihre Aktienquote und meiden zyklische Titel - oder investieren verstärkt in defensive Sektoren, in binnenmarktorientierte Valoren und Absolute Return-Produkte. Es scheint fraglich, ob der oft gehörte Ratschlag, in defensive Schweizer Werte (z.B. Pharma) zu investieren, auf fruchtbaren Boden fallen wird, da gerade der exportlastige SMI zu den Märkten mit dem grössten USA-Exposure zählt.

Ihre Kontaktperson: [fo@cb-partners.com](mailto:fo@cb-partners.com)



#### Der Einfluss der Kurzfristigkeit an den Aktienmärkten

Gemäss einer aktuellen Studie von Mark J. Roe, Rechtsprofessor an der Harvard Law School, lähmt die Kurzfristigkeit der Aktienmärkte die amerikanische Wirtschaft massiv. Die Firmen verzichten auf dringend notwendige Ausgaben für Forschung & Entwicklung, senken ihre Kapitalausgaben drastisch und führen aggressive Aktienrückkaufsprogramme durch, bis sie praktisch ohne Cash verhungern. Hauptgrund hierfür ist der Aktienmarkt: Verwaltungsrat und Management können die Firmen nicht langfristig führen, weil ihre Aktionäre die Aktien sehr kurzfristig handeln. Sie können keine langfristigen Investitionen machen, wenn die Aktionäre kurzfristige Quartalsgewinne verlangen. Sie können nicht mal eine langfristige Planung erstellen, da die Aktionäre unmittelbare Resultate fordern. Sie können auch keine Liquiditätsreserven aufbauen, wenn diese umgehend für Rückkaufsprogramme am Aktienmarkt verwendet werden.

Dieses negative Szenario der Kurzfristigkeit an den Aktienmärkten impliziert wirtschaftsweite Voraussagen, welche nicht genau untersucht wurden, uns aber sagen könnten wie schwerwiegend die Probleme sind: Wenn das vorangehende Szenario korrekt wäre, müsste man Aktivitätserhöhungen im Aktienhandel während den letzten Jahrzehnten erkennen sowie erhöhte Eingriffe von Aktivist-Aktionären feststellen können. Die Erhöhungen müssten begleitet werden von 1) gesamtwirtschaftlich rückläufigen F&E Ausgaben 2) dem Cash-Ausbluten des Unternehmenssektors insgesamt sowie 3) stark rückläufigen Investitionsausgaben in den USA (dem anfälligsten Markt für die genannte Problematik).

Gemäss der Studie von Mark J. Roe können aber keine dieser vorhergesagten Ergebnisse in den gesamtwirtschaftlichen Daten festgestellt werden. Er führt aus, dass selbst wenn einige Firmen an dieser Kurzfristigkeit leiden, dieses Phänomen nicht die gesamte Wirtschaft betrifft. Im letzten Teil der Arbeit geht er der wichtigsten Frage nach: Warum konnte diese Ansicht zur wichtigsten Frage der Corporate Governance werden und die Aufmerksamkeit von politischen

Entscheidungsträgern, Medien und der Öffentlichkeit erregen, obwohl sich keine Beweise dafür finden lassen in den gesamtwirtschaftlichen Daten?



Armin Vogel

Source: Stock Market Short Termism's Impact, May 25, 2018 by Mark J. Roe, Professor of Law at Harvard Law School

#### Die Treiber weiterer Konsolidierungen im Hedge Fund Bereich

Gemäss einem Report von Navigant Capital Advisors werden die Hedge Funds eine Welle von Konsolidierungen erleben, hauptsächlich durch Mergers & Acquisitions.

Der Report sieht die Industrie zweigeteilt: einerseits die grossen Anbieter (Top10%-Firmen), welche die grosse Mehrheit der Kapitalzuflüsse erhalten, und welche ein Bedürfnis nach weiteren Diversifikationsstrategien haben, um mit der Nachfrage der Investoren Schritt zu halten. Auf der anderen Seite kleinere Anbieter („die anderen 90%“), welche Mühe haben den Investoren ihre Minderperformance gegenüber dem S&P500 zu erklären. Die folgenden Trends sind erkennbar:

**One-Stop Shops:** Weitergehende Entwicklung zu Mega-Unternehmen (die Top10%-Firmen), welche Plattformen aufbauen, um ein differenziertes Angebot an Anlageprodukten in den Bereichen Hedge Funds, Private Equity, Infrastruktur und Kredit anzubieten.

**Horizontale Integration:** Die Gruppe der verbleibenden 90% steht vor dem Problem sinkender Erträge bei gleichzeitig steigenden Betriebskosten. Dies wird zu Zusammenschlüssen von Unternehmen mit ähnlichen Strategien führen, um die Kosten auf grössere verwaltete Vermögen zu verteilen.

Der sichtbare Trend **Minderheitsbeteiligungen** aufzubauen wird weitergehen aufgrund des laufenden Performance Zyklus und wegen den modernen Deal Strukturen, welche Käufern und Verkäufern eine erhöhte Flexibilität bieten.

Source: Navigant Capital Advisors LLC, Hedge Fund Industry M&A Outlook, May 2018

Wenn Sie eine Kopie der Studien wünschen, kontaktieren Sie bitte [mm@cb-partners.com](mailto:mm@cb-partners.com).