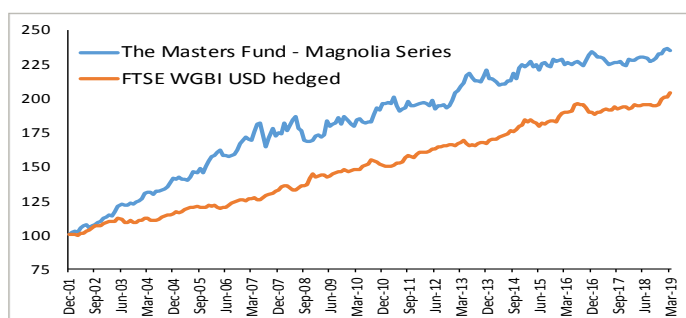


## Zeit für aktives Management

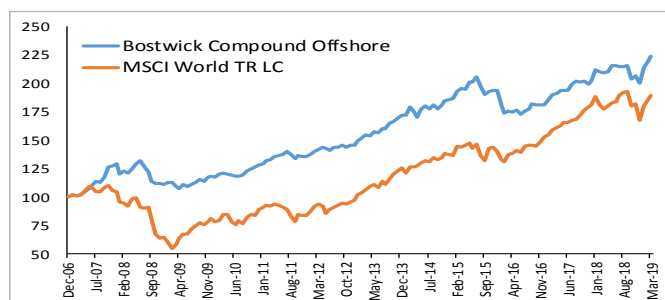
Die Märkte hatten über die letzten 10 Jahre einen historischen Lauf. Wir befinden uns an einer Obergrenze und der Konsolidierungsprozess hat begonnen. Es ist an der Zeit, von passiven Instrumenten, wie ETFs, zu aktiven Managern umzuschichten, die in schwierigen Zeiten deutlich besser abschneiden werden. Das Renditepotenzial für Anleihen ist bei Nullzinsen sehr beschränkt und wir empfehlen, einen Teil der Allokation in Macro Funds zu investieren, die sich wenig korreliert zu Marktbewegungen verhalten. Der Chart unten zeigt, wie sich ein Macro Portfolio über einen längeren Zeitraum entwickelt hat (seit 2002).



Obwohl die Renditen in den letzten Jahren abnahmen, schützt es gut gegen mögliche Marktkorrekturen und hat das viel bessere Renditepotenzial als Geldmittel oder Anleihen im heutigen Umfeld. Bei Aktien empfehlen wir, teilweise von **long-only in long/short** umzuschichten. Das Ziel ist es, mit halbem Risiko die MSCI World TR Index Rendite über eine längere Zeitperiode zu erreichen. Der nachfolgende Chart zeigt, dass dies mit sorgfältig ausgesuchten, erstklassigen L/S Equity Funds möglich ist (seit 2007).



Stefan Steiner



Falls Sie weitere Informationen zu den erwähnten FoHF wünschen, schreiben Sie bitte an [ss@cb-partners.com](mailto:ss@cb-partners.com)

Anleihen (USD)	März YTD	2018	2017	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
Switzerland Gov Bonds 1-10Y TR	1.40%	3.52%	1.49%	2.15%	2.47%	1.78%
FTSE WGBI (ex-Citi WGBI All Maturities)	1.74%	-0.84%	7.49%	0.95%	0.59%	5.30%
Barclays Global HY TR	6.33%	-4.06%	10.43%	7.33%	3.99%	5.65%
HFRI Event-Driven Index	4.25%	-2.13%	7.59%	6.92%	3.02%	4.50%
HFRI Relative Value Index	3.80%	-0.47%	5.14%	5.48%	3.46%	2.86%
Crossbow Credit Distressed Portfolio	1.77%	-0.75%	3.51%	4.00%	1.23%	3.03%
Crossbow Alpha Portfolio	1.61%	1.77%	3.94%	3.11%	3.33%	1.96%
Aktien (USD)	März YTD	2018	2017	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
SMI TR Index	14.67%	-4.17%	20.25%	12.89%	7.53%	11.90%
MSCI AC World TR	12.17%	-9.41%	23.97%	10.67%	6.45%	11.06%
MSCI EM TR	9.91%	-14.57%	37.28%	10.68%	3.68%	15.25%
HFRI Equity Hedge Index	7.92%	-7.12%	13.29%	6.83%	3.61%	6.21%
HFRI Macro Systematic Diversified Index	2.83%	-6.62%	2.12%	-2.09%	1.21%	7.32%
Crossbow Equity Hedged Portfolio	4.66%	-3.83%	7.86%	1.61%	2.50%	5.07%
Crossbow Trading Portfolio	0.93%	1.70%	5.94%	4.48%	4.80%	3.42%
Crossbow Trendfollowing Portfolio	-0.80%	-1.66%	4.45%	0.51%	3.61%	5.97%
Andere (in USD)	März YTD	2018	2017	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
BVG-25 Plus	6.33%	-0.13%	7.31%	5.80%	5.63%	3.35%
BVG-40 Plus	8.00%	-1.49%	9.72%	7.31%	6.48%	4.86%
BVG-60 Plus	10.30%	-3.31%	13.17%	9.39%	7.60%	7.10%
SXI Real Estate Funds TR Index	9.33%	-2.40%	8.75%	6.52%	8.05%	7.26%

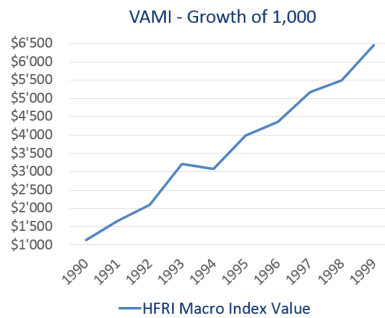


### Globale Macro Strategien

Der Aufstieg der Hedge Funds als aktiv verwaltete Anlagefonds ist eng mit der spektakulären Performance einiger Global Macro Funds verknüpft, die namentlich in den Neunzigerjahren mit hohen und konsistent positiven Anlagerenditen brillierten.

HFRI Macro (Total) Index Performance 1990 – 1999

Year	Rate of Return YTD
1990	12.56%
1991	46.66%
1992	27.17%
1993	53.31%
1994	-4.30%
1995	29.32%
1996	9.32%
1997	18.82%
1998	6.19%
1999	17.62%



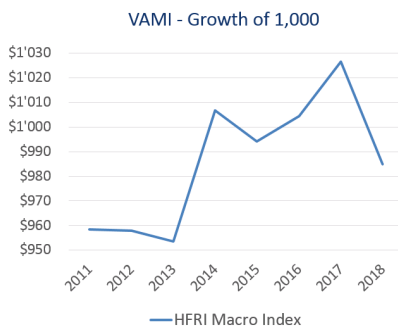
George Soros, Paul Tudor Jones und Louis Bacon stehen stellvertretend für diese goldene Ära der globalen Macro Funds. Unvergesslich bleibt die Wette von George Soros gegen die Bank of England und die Überbewertung des Pfunds im Jahre 1992. Soros folgerte, dass England gegen den Willen der Regierung das Pfund abwerten und den European Exchange Rate Mechanism verlassen musste. Dank seiner korrekten Analyse heimste Soros an einem Tag einen Gewinn von mehr als einer Milliarde USD ein, als die wirtschaftliche Realität sich durchsetzte und die Bank of England schliesslich einknickte.

### Global Macro Funds seit 2011 unter Druck

In der jüngeren Vergangenheit - insbesondere seit 2011 - vermochten die Global Macro Funds performancemässig jedoch nicht mehr an die glorreiche Vergangenheit anzuknüpfen. An einem

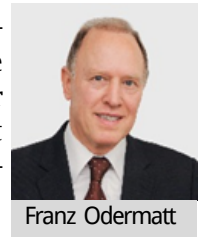
HFRI Macro (Total) Index Performance 2011 – 2018

Year	Rate of Return YTD
2011	-4.16%
2012	-0.06%
2013	-0.44%
2014	5.58%
2015	-1.26%
2016	1.03%
2017	2.20%
2018	-4.10%



kürzlichen Kundenanlass ist Crossbow daher der Frage nachgegangen, ob Global Macro vor einem

Comeback steht. Macro Funds versuchen, globalwirtschaftliche Veränderungen wie Zins- oder Währungsschwankungen korrekt vorherzusagen und mittels komplexer Anlagestrategien auszunutzen. Während in der Vergangenheit der opportunistische Investitionsansatz, der auf Fundamentalanalyse beruhte, dominierte, so drängen heute technologiebasierte, systematische Tradingstrategien zusehends in den Vordergrund und konkurrenzieren diskretionäre Macro Funds.



Franz Odermatt

### Gründe für die Performanceschwäche

Der Keim des Niedergangs fusste auf dem Erfolg der Macro Funds in den Neunzigerjahren. Sie verzeichneten aufgrund ihrer hohen Performance sehr starke Mittelzuflüsse, was sich letztlich in weniger agilen Anlagestrategien und „crowded trades“ ausdrückte und die Performance beeinträchtigte. Gleichzeitig lernten die Notenbanken, die Geldpolitik durch neue Instrumente und Strategien sowie durch bessere Kommunikation („forward guidance“) stärker zu kontrollieren, so dass die Schwankungen bei Zinsen, Währungen und Rohstoffen abnahmen.

Das Aufkommen computerbasierter, systematischer Handelsstrategien trug ebenfalls zur Performanceminderung bei, weil technologische Fortschritte das Arbitragieren schon kleiner Bewertungsunterschiede zulieszen. Das schwierige makroökonomische Umfeld ist eine weitere Herausforderung für Global Macro Strategien. Die weltweiten Finanzmarktinterventionen der Nationalbanken seit der Finanzkrise erschwerten wirtschaftliche Prognosen und führten zu ultratiefen Zinsen und einer Entkoppelung von Finanz- und Realwirtschaft: Die Preise für Finanzanlagen und Immobilien verteuerten sich weitaus stärker als die Zuwachsraten der Wirtschaft, während „Zombie-Firmen“ durch die tiefen Zinsen künstlich am Leben gehalten wurden.

2019 stehen die Märkte wieder an einem Scheideweg. Die Unsicherheiten nehmen weltweit stark zu: Der zu Ende gehende Konjunkturzyklus, die Auswirkungen von „America First“, der Aufstieg der Populisten, die Unwägbarkeiten der globalen Geldpolitik, der Spätzyklus der Aktienmärkte sowie die flachen Zinskurven und die hohen Bewertungen mahnen zur Vorsicht! All das begünstigt den Einsatz von tief korrelierten Macro Strategien in unseren Depots.



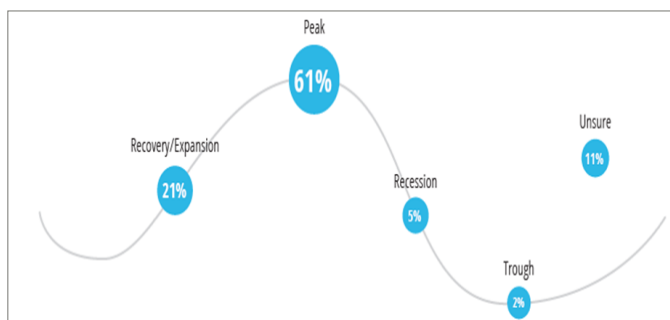
### Die Anleger führen ein Rebalancing ihrer Hedge Fund Portfolios durch

2018 war für Hedge Funds ein herausforderndes Jahr: Ein schwieriges Q4, verbunden mit einem Nettorückgang der Anlagen von USD 34 Mrd., führte dazu, dass die von Hedge Funds verwalteten Anlagen per Ende Dezember 2018 auf USD 3,45 Trillionen zurückgingen. Dabei sollte man nicht vergessen, dass die Hedge Fund Industrie heute dreimal grösser ist als noch vor 10 Jahren. Institutionelle Anleger anerkennen die Fähigkeit von Hedge Funds, Portfolios zu diversifizieren und so die Anlagerisiken deutlich zu verringern.

Der Ausblick, basierend auf einer von Preqin im November 2018 durchgeführten Studie, ist daher differenziert.

Die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage waren:

- 55% der Investoren in alternative Anlagen waren im November 2018 von der Wertentwicklung ihres Portfolios enttäuscht
- 42% glauben, dass die Volatilität an den Aktienmärkten 2019 die grösste Bedrohung für die Generierung von Rendite darstellt
- 79% planen, ihre Allokation in Hedge Funds längerfristig zu erhöhen oder zumindest beizubehalten (der höchste Umfragewert seit Dezember 2013)
- 40% planen, ihre Portfolios im kommenden Jahr defensiver zu positionieren
- 29% beabsichtigen, ihr Engagement in Global Macro Strategien in den nächsten 12 Monaten zu erhöhen
- 61% der Investoren in alternative Anlagen glauben, dass wir uns auf dem Höhepunkt des Aktienmarktzyklus befinden (siehe Grafik)



### „Kurzfristiges vs. langfristiges Denken“ von Managern und Unternehmen

Ein aufkommender Konsens in bestimmten Rechts- und Wirtschaftskreisen lautet, dass Unternehmensmanager unangemessen unter Druck gesetzt werden, kurzfristige Gewinne zu erzielen auf Kosten besserer langfristiger Perspektiven. Die

Kräfte, welche dieses kurzfristige Managementdenken auslösen, werden typischerweise bei Hedge Funds und anderen Wall Street Teilnehmern mit über grossem Appetit auf kurzfristige Gewinne geortet („Aktivisten“). Warnungen vor den Gefahren von „kurzfristigem Denken“ haben sich inzwischen so gut etabliert, dass Gerichte und Aufsichtsbehörden Änderungen in der allgemeinen Praxis vortreiben, um rechtliche und transaktionsbezogene Beschränkungen aufzustellen, welche Unternehmen und Manager vor dem Einfluss dieser kurzfristig denkenden Investoren schützen sollen. Das Arbeitspapier von Michael Barzuza (University of Virginia) und Eric L. Talley (Columbia Law School) stützt sich auf akademische Forschung und eine Reihe von Fallstudien um die These zu untermauern, dass der inzwischen weitverbreitete Glaube bezüglich „Kurzfristigkeit“ unvollständig ist. Eine wachsende Anzahl an Literatur in verhaltensorientierter Kapitalmarktforschung bietet mittlerweile gute Gründe für die Schlussfolgerung, dass Unternehmensmanager häufig eher einer langfristigen Voreingenommenheit ausgesetzt sind, d.h. einem übertriebenen Optimismus hinsichtlich des Erfolges langfristiger Projekte. Die beiden Forscher veranschaulichen solche Verzerrungen anhand von Fallstudien bei drei prominenten Unternehmen, bei denen Manager in ihrer eigenen unternehmerischen Verantwortung vermutlich einer Art „Langfristigkeit“ erlegen sind. Langfristigkeit kann Investoren erhebliche Kosten aufbürden, die mindestens so schädlich sind wie die Kurzfristigkeit. Darüber hinaus argumentieren Michael Barzuza und Eric Talley, dass die langfristige Ausrichtung des Managements ein Licht auf das Paradoxon der Frage wirft, warum die „Kurzfristigkeit“ sich offensichtlich beharrlich hält bei vermeintlich hoch entwickelten Finanzmarktteilnehmern: Aktionärsaktivismus - auch wenn er eindeutig kurzfristig orientiert ist - kann ein Gegengewicht zum langfristigen Verhalten von Managern bieten. Ohne ein genaueres Verständnis der Wechselwirkungen zwischen kurz- und langfristigen Verzerrungen sollte die Politik daher vorsichtig sein mit Reformen, die sich nur auf die eine Seite des Problems konzentrieren.



Armin Vogel

Falls Sie eine der erwähnten Studien wünschen, schreiben Sie bitte an [mm@cb-partners.com](mailto:mm@cb-partners.com)