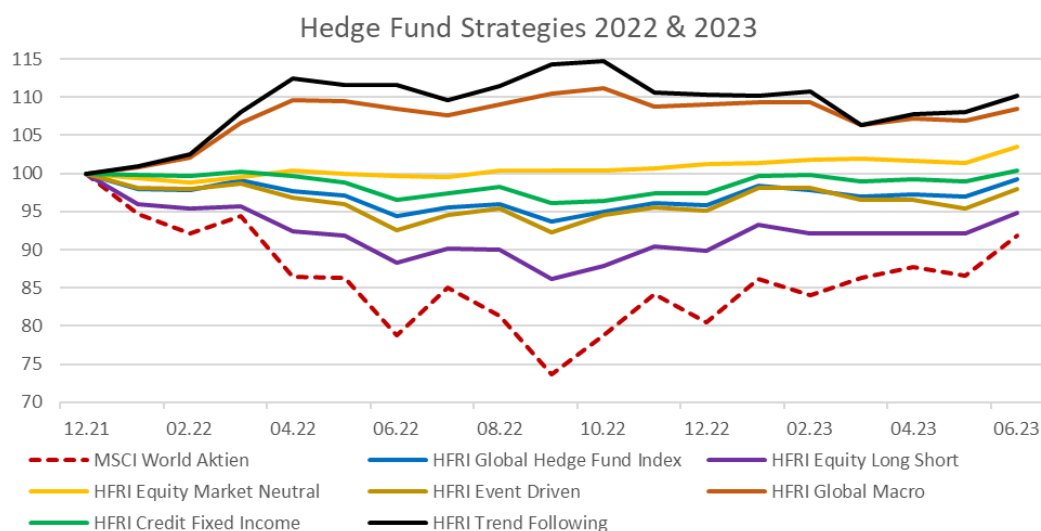


Hedge Funds Review & Outlook

1 Hedge Fund Ausblick H2 2023, Performance Charts & Tables

Die globalen Aktien- und Bondmärkte schlossen die ersten Monate des Jahres positiv. Eine regelrechte Trendumkehr konnte festgestellt werden, was letztes Jahr am stärksten abgestraft wurde, rentierte bisher im Jahr 2023 überdurchschnittlich gut (z. B. Growth-Aktien oder High Yield). Der breite Hedge Fund Index stieg um +3.0% (HFRI Fund Weighted Composite Index bis Juni 2023), währenddessen traditionelle Anlageklassen wie Aktien um +15.4% (MSCI World) oder Bonds +1.4% (Bloomberg Global-Aggregate TR Index Value Unhedged) zulegten. Betrachtet man jedoch nur den Zeitraum 2023, ist dies für Hedge Funds eine eher ernüchternde Bilanz. In Einbezug des Jahres 2022, befindet sich die Performance Alternativer Anlagen jedoch noch immer stattlich über den traditionellen Anlagen, trotz derer markanten Aufholjagt. Was wiederum das Absolute Return Konzept der Hedge Funds veranschaulicht; weniger Verlust bei Kurskorrekturen, Mithalten im Aufwärtsweg.

Chart 1: Hedge Fund Strategien: Trendumkehr (Daten bis Juni 2023)

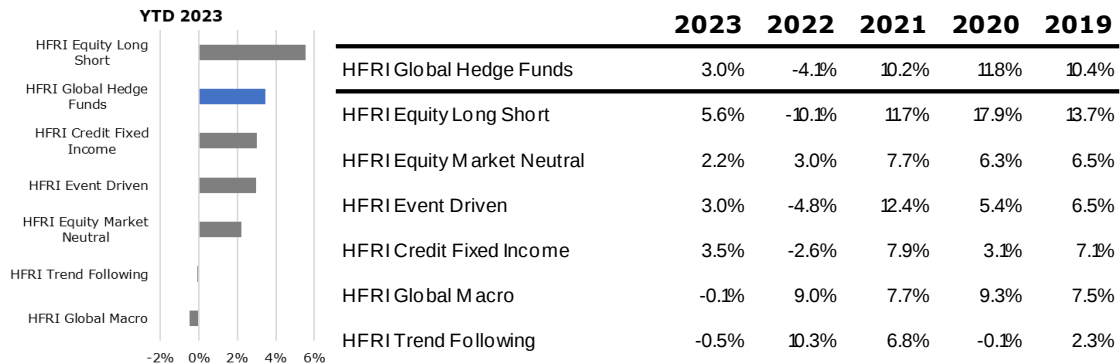


Source: Bloomberg Finance L.P., HFR

Die Trendumkehr an den Märkten zeigte sich auch in den Hedge Fund Strategien. Die Gewinner vom letzten Jahr (Makro- und Trend Following Fonds) sind die

gegenwärtigen Verlierer und umgekehrt. Makro und Trend Following Manager konnten nicht mit den markanten Richtungswechseln bei den Zinsen und den damit einhergehenden Währungsschwankungen umgehen. Gut funktionierten einerseits Strategien mit Marktbeta (z.B. «long-biased» Aktien Long Short); auf der anderen Seite aber auch Strategien im Rentenbereich (Fixed Income Long Short, Arbitrage, Relative Value).

Chart 2: Performance Hauptstrategien (bis Juni 2023)



Source: Bloomberg Finance L.P., HFR

2 Belastende Faktoren für Hedge Funds in H1 2023

Im Vergleich zu herkömmlichen Aktien- und Rentenmärkten, hinkten Hedge Funds bisher renditemässig etwas hinterher. Verschiedene Faktoren können diese Entwicklung erklären.

1.) Mit +7.1% verzeichneten Aktien (MSCI World) im Januar einen phänomenalen Start ins Jahr. Danach korrigierten sie wieder, aber erholten sich bis Mai. Im Juni kam mit wiederum +6.1% wiederum Schub in den Markt. Rückblickend betrachtet, war zu Beginn des Jahres das Gros der Hedge Funds noch immer sehr konservativ aufgestellt. Die Trendumkehr ging rasch vonstatten und drückte die Kurse der Indizes sehr schnell nach oben. In einem solchen Umfeld zählen qualitative und fundamentale Fakten und Analysen wenig, das heisst, alles wird nach oben getrieben, egal ob die Unternehmung «gut oder schlecht» aufgestellt ist. Ein enorm schwieriges Umfeld, gerade für marktneutrale Hedge Fund Strategien – die Leerverkaufspositionen werden verlustreich nach oben gezogen (Short Squeeze).

2.) Die Zentralbanken liessen durchblicken, dass der Kampf gegen die Inflation Früchte trägt und die Anhebung der Zinsen in näherer Zukunft sich womöglich dem Ende zuneigt (vornehmlich USA), mögliche Rezessionsszenarien wurden und werden im Markt verdaut. Die Folge davon sind starke Richtungswechsel bei Zinsen, Währungen,

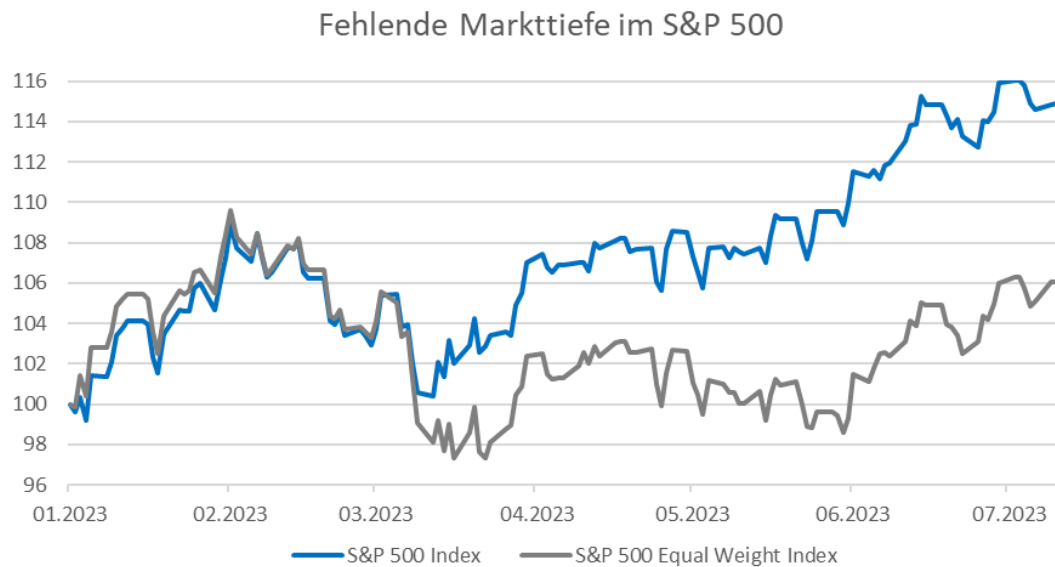
aber auch sektor- oder styleseitig. Ein sehr fragiles Umfeld, welches enorm agiles Vorgehen voraussetzt. Fundamental-orientierte Manager mögen in diesem Umfeld möglicherweise mit ihren Analysen langfristig zwar richtig liegen, jedoch stellt sich kurzfristig der Markt gegen sie. Die raschen Richtungswechsel in einem relativ engen Band erschweren eine profitable Positionierung.

3.) Auf Strategie-Ebene zeigten vor allem Makro und Trend Follower grosse Mühe und belasteten den globalen Hedge Fund Index. Die Manager konnten nicht mit den markanten Richtungswechseln bei den Zinsen und den damit einhergehenden Währungsschwankungen umgehen. Im Jahr 2022 war «Short Duration» der Trade der Dekade für Makro Manager – diese Zeit ist vorbei, Schwankungen bei den Zinsen verlangen ein agileres Vorgehen. Zudem hielten einige Manager zu lange an den Shorts in den Aktienmärkten fest.

4.) Marktstress-Indikatoren zeigen ein uneinheitliches Bild. Ein gutes Beispiel ist der US-Aktienmarkt-Volatilitätsindex VIX, der im Jahr 2023 um durchschnittlich rund ein Drittel von 26 auf 18 gesunken ist, also Volatilität eingebüsst hat, trotz den zahlreichen Unsicherheiten im ersten Halbjahr in den USA. Der US-Treasury-Volatilitätsindex MOVE hielt jedoch das hohe Niveau (von 120 auf 126), wobei er in den Jahren zuvor bei rund der Hälfte lag.

5.) Seit März ist zu beobachten, dass die grossen Indizes (z.B. S&P 500 oder auch europäische Indizes) durch wenige Titel getragen werden – das heisst, der generell positive Aktienmarkt ist nicht breit abgestützt, sondern wird v.a. von ganz wenigen grosskapitalisierten Aktien getragen, wie Chart 3 illustriert. Sie zeigt den S&P 500 und den S&P 500 Equal Weight Index. Im herkömmlichen S&P 500 hat z.B. Apple ein Gewicht von 7.4% - im Equal Weight Index jedoch nur 0.2%. Momentan handeln die «Mega-Cap» Aktien als seien sie «Staples» und gelten als sicherer Hafen. Seit März zieht der kapitalgewichtete Index nach oben davon. Das verhiess für den aktiven Hedge Fund Manager nichts Gutes – in der Tendenz engagieren sie sich in kleineren und nicht überbewerteten Namen. Denn unter normalen Umständen ist der Informationsvorsprung durch forensische Analyse bei den Index-Schwergewichten eher gering; hier ist der Markt zu effizient und vom Markt differenzierendes Alpha schwieriger zu materialisieren.

Chart 3: Markttiefe

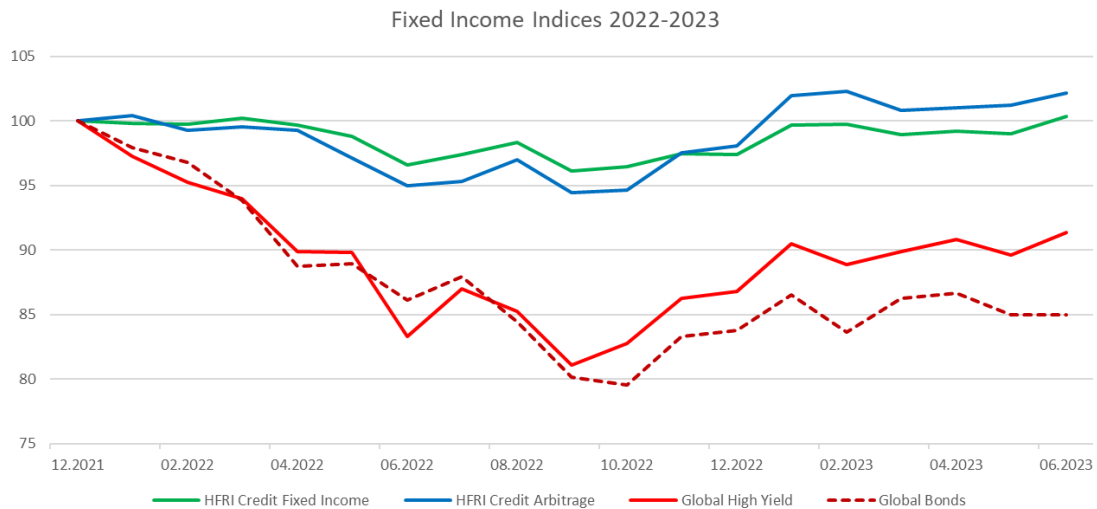


Source: Bloomberg Finance L.P

3 Hedge Fund Fokus Thema: Fixed Income Strategien

Rentenseitig sehen wir grosse Erfolgchancen – das neue Zinsumfeld bedeutet ein Paradigmenwechsel für diese Strategien. Für Hedge Funds im ganzen Fixed Income Bereich geht nun ein Opportunitätsfenster auf, welches schon lange nicht mehr so attraktiv war. Auf der Long Seite locken qualitativ gute Kredite mit Kursabschlägen, zudem profitieren neuere Anleihen-Emissionen von hohen Coupons. Dies ermöglicht den Managern, auf dem Long-Buch für das Warten, bezahlt zu werden. Auf der Short-Seite kommen Unternehmen zusehends unter Druck, welche sich bei so hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können. Nicht wenige Unternehmen sehen sich gezwungen, nach einer Refinanzierungspause im Jahr 2022, den Finanzierungsbedarf nachzuholen. Nicht alle sind hierzu gewappnet, ideal für aktive Hedge Funds. Manager im Stressed & Distressed Bereich können diese Opportunitäten nutzen. Seit 2014, verzeichnen diese Strategien das erste Mal wieder Nettozuflüsse. Kreditausfälle und forcierte Restrukturierungen befinden sich aber noch auf vergleichsweise tiefen Niveaus, der Distressed-Zyklus hat noch nicht begonnen. Darum sind hier flexible Manager gefragt, welche agil ihr Portfolio anpassen können. Abgesehen von Fixed Income Long Short, sind Opportunitäten im Relative Value oder Arbitrage-Bereich sehr attraktiv, die Dislokationen sind zahlreich, Spreads (Credit Spreads, Kapitalstrukturen, Zinskurven, Laufzeiten, Wandelanleihen etc.) können in diesem Umfeld profitabel und marktneutral gehandelt werden. Die Renditen der Fixed Income Strategien haben in den letzten Monaten schon deutlich angezogen, wie Chart 4 unten veranschaulicht.

Chart 4: Fixed Income Indices



Source: Bloomberg Finance L.P., HFR

4 Ausblick: Hedge Fund Strategien

Das Makro-Bild bleibt unsicher, die Zentralbanken hoffen, ein «Soft-Landing» herbeiführen zu können. Deren Massnahmen zur Inflationsbekämpfung fördern Gewinner und Verlierer. Ein gutes Umfeld für Hedge Funds, um die Begebenheiten auf der Long, Short oder über Relative Value und Arbitrage Strategien – abgekoppelt von der Markttrichtung– zu handeln, sei es aktien- oder anleihenseitig.

	Underweight		Neutral	Overweight	
	heavily	slightly		slightly	heavily
HFRI Global Hedge Funds					
HFRI Equity Long Short					
HFRI Equity Market Neutral					
HFRI Event Driven					
HFRI Credit Fixed Income					
HFRI Global Macro					
HFRI Trend Following					

Source: Alpinum IM

Hedge Funds behalten ihren Zweck als diversifizierenden und stabilisierenden Baustein im Portfolio. Der Fokus wird, wie im ersten Halbjahr 2023, auf handelsorientierte und überaus agile Manager zu legen sein. In Abwesenheit von sehr klaren Trends muss das Portfolio enorm aktiv verwaltet werden.

Strategieseitig favorisiert Alpinum Allokationen im Credit Fixed Income Bereich. Wie zuvor erläutert, bietet das Umfeld nach den markanten Zinserhöhungen der Nationalbanken mannigfaltige Opportunitäten. Die Aktien Long-Short Manager könnten im zweiten Halbjahr ebenso wieder auf ihre Rechnung kommen. Die vorher beschriebenen Marktanomalien (fehlende Markttiefe, mediokre Volatilitätslevels) deuten an, dass womöglich eher früher als später wieder fundamentale Analyse nachgefragt wird, dann werden sich beide Seiten der Bücher positiv, long- und short-seitig, materialisieren. Die Event Driven Strategie halten wir weiterhin leicht übergewichtet, die angekündigten Merger sind zahlreich, die Merger Spreads nach einigen geplatzten Übernahmen attraktiv.

Neutral schätzen wir die Makro Manager ein. Dieses Jahr gibt es keine «einfachen» Trades mehr (Short Duration), dagegen bevorzugen wir zurzeit Manager mit Expertise in den Emerging Markets. Auch die Trend Follower schätzen wir neutral ein. Zwar verkennen wir die Portfolioschutzqualitäten in Stressphasen mancher Manager in dieser Strategie nicht, jedoch könnte das für Trend Follower schmerzhaftes Auf-und-Ab in Marktindizes, Zinsen und Währungen noch anhalten.

Wir empfehlen Investoren in Hedge Funds gerade in diesem herausfordernden Umfeld auf breite Diversifikation zu setzen. Jedoch sind ein aktives Bewirtschaften und maximale Nähe zum Manager wichtig. Dank dem Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien und Rentenmärkten werden Alternative Anlagen auch im weiteren Verlauf des Jahres 2023 als wertvoller Stabilisator in Ihrem Portfolio dienen.

Equity Long Short: positives Umfeld

Das Makro-getriebene Marktumfeld beschert aktiven Equity Long Short Managern nun eine ideale Umgebung, bei den Firmen kristallisieren sich wegen des höheren Zinsumfeldes Gewinner und Verlierer heraus. Nach den grossen Verlusten in den Aktienmärkten im letzten Jahr, fand der «Catch-up» innerhalb von wenigen Monaten statt (ausgeprägt im Januar und Juni). Diese, für fundamental-orientierte Manager, herausfordernden Phasen sind womöglich vorüber, weshalb sie wieder deren Selektionsqualitäten profitabel ausschöpfen können. Wir erwarten erhöhte Dispersion, begleitet von Trendwechseln, dies kommt trading-orientierten Händlern zugute, welche auf beiden Seiten, Long und Short, profitieren können.

«Long biased» Long Short Strategien sind klarerweise stark vom Abschneiden der Aktienmärkte abhängig. Neue Sektor- und Style-Trends könnten sich im H2 2023 manifestieren (Zyklischer), bei welchen «Long biased» Spezialisten nach einem

schwierigen Jahr 2022 profitieren könnten. Naturgemäss sollte ein Investor grössere Schwankungen in diesen Strategien durchhalten können.

Equity Market Neutral: neutraler Ausblick

Viele marktneutrale Manager oder auch grosse Multi-PM-Fonds hatten Schwierigkeiten im H1 2023. Sie litten einerseits unter heftigen Index-Rotationen, andererseits, wie vorher beschrieben, trugen wenige Mega-Caps zur starken Halbjahresperformance in den Aktienmärkten bei. Wir behalten den Ausblick für die Strategie auf neutral.

Event Driven (Merger Arbitrage): Attraktives Umfeld für Merger Arbitrage und Special Situations-Strategien

In den letzten Monaten platzten gleich mehrere prominente Deals (z.B. Horizon/Amgen), was die Merger Spreads insgesamt stark ausweitete. Die nächsten Monate eröffnen aktiven Managern nun attraktive Opportunitäten. Für den Investor in Event Driven Strategien bietet sich die Gelegenheit zu unkorrelierten Returns. «Special Situations-Manager» profitieren von den Umstrukturierungen der Unternehmen und den zunehmenden Verkäufen von Vermögenswerten zur Reduktion der Verschuldung in der Bilanz. Firmen spüren den Druck der Investoren zu Zusammenschlüssen, um in einem «Tief-Wachstum» und inflationären Umfeld die Kosteneffizienz zu steigern.

Credit Fixed Income: Sehr positives Umfeld

Das völlig neue Zinsumfeld führte zu einem totalen Paradigmenwechsel. Für Hedge Funds im ganzen Fixed Income Bereich ist ein Opportunitätsfenster aufgegangen, welches schon lange nicht mehr so gross war. Auf der Long Seite locken qualitativ gute Kredite auf attraktiven Levels, inklusive hohem Coupon. Sollte der Markt trotzdem schwierig werden, kompensieren die hohen Yields einen Teil der möglichen Verluste (Yield-Buffer). Die Refinanzierung vieler Unternehmen wird bei hohen Zinsen schwierig – wiederum interessant für die Short-Seite. Dies kreiert grosse Dispersion im Markt, welche von den aktiven Hedge Funds ausgenutzt wird. Abgesehen von Fixed Income Long Short sind Opportunitäten im Relative Value oder Arbitrage Bereich weiterhin sehr attraktiv.

Global Makro: neutrale Einschätzung

Global Makro kann weiterhin als hilfreiche Diversifikation in einem Portfolio dienen. Das ideale Marktumfeld mit grossen Bewegungen in allen Anlageklassen wiederholt sich gegenwärtig nicht mehr («once in a decade short duration trade»). Wir stellen fest, dass Manager mit spezifischem Knowhow auf der Währungsseite oder Expertise

in Emerging Markets ein profitables Halbjahr 2023 hatten. Wir bevorzugen weiterhin diskretionäre Manager in diesem Bereich.

Trend Following: leicht untergewichten

Wir halten an der leichten Untergewichtung der Trend Follower fest. Die stark ausgeprägten Bewegungen an den Aktien-, Bond-, Zins-, Rohstoff- und Währungsmärkten, wie im Jahr 2022, sind vorbei oder nicht mehr einheitlich. In einigen Anlageklassen und Indices befinden sich die Volatilitätslevels auf vergleichsweise tiefen Niveaus.