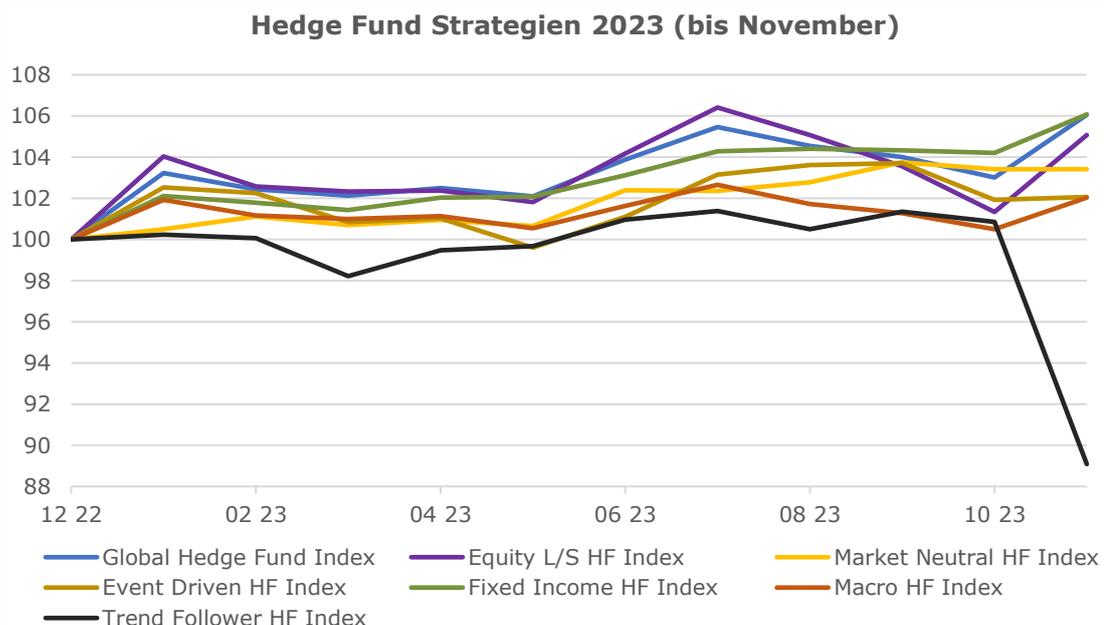


Hedge Funds Review & Outlook

1 Hedge Fund Review 2023

Die rückläufige Inflation führte im November zu einem wahren Kursfeuerwerk. Aktien- wie Anleihenmärkte legten nach drei schwierigen Monaten kräftig zu. Der breite EurekaHedge Index verzeichnete im November eine Zunahme von +3.0%, während traditionelle Anlageklassen wie Aktien um +8.4% (MSCI World hedged), Investment Grade Bonds um +1.5% (Bloomberg Global-Aggregate TR Index Value Unhedged) und High Yield Bonds um +4.9% (ICE BofA Global High Yield) anstiegen. So starke Marktausschläge mit kurzen, raschen Bewegungen nach oben sind oft schwierig zu meistern für Hedge Funds. Trotzdem war die Performance über das Jahr positiv – auch zeigte sich eine gewisse Resilienz, wie eben erfahren in der Stressphase von August bis Oktober. In diesen Monaten fiel der MSCI World um -9.2%, Bonds um -5.4%, High Yield um -2.6%, wo hingegen der Hedge Fund Index nur rund -2.3% verlor.

Chart I - Hedge Fund Strategien

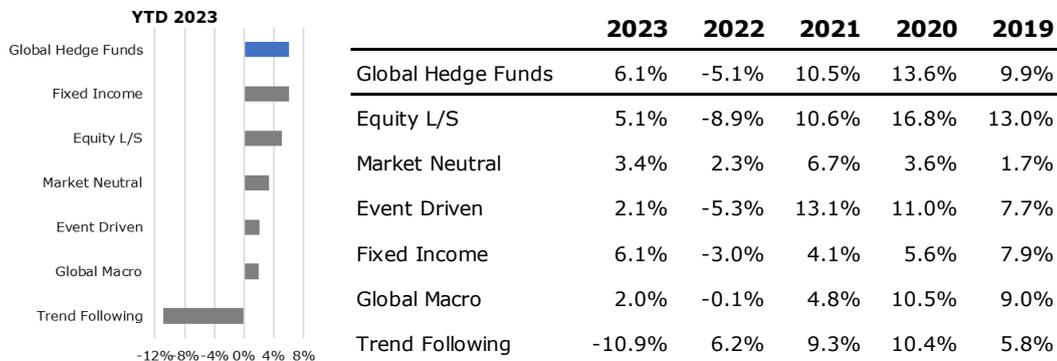


Quelle: Alpinum IM, EurekaHedge

Für das Anlagejahr 2023 stellen wir generell eine Trendumkehr fest: was letztes Jahr am stärksten abgestraft wurde, rentierte bisher überdurchschnittlich gut. Hierbei seien die «Magnificent Seven» Aktien erwähnt (die US Tech-Titel Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla), die dieses Jahr zurecht in aller Munde sind, da sie bis Ende November um satte 99.3% zulegten (S&P 500 +20.8%). Allerdings unterliegen diese Titel hoher Volatilität: Im Jahr 2022 verloren diese sieben Aktien zum Beispiel -45.3% (S&P 500 -18.1%).

Die meisten Firmen haben sich an das neue Zinsniveau angepasst, die Gewinnmargen konnten sich stabilisieren. Die geldpolitische Straffung dürfte weltweit ihren Höhepunkt erreicht haben. Die restriktiven Maßnahmen der Banken bei der Kreditvergabe stellten 2023 einen zusätzlichen Gegenwind für einige Unternehmen dar. Die erhöhten Aktienbewertungen werden wegen den hohen Zinsen und schwachen Wachstumsaussichten im nächsten Jahr oft in Frage gestellt, was zu erhöhter Dispersion auf regionaler, sektoraler und firmenspezifischer Ebene führen wird. Ein attraktives Umfeld für aktive und flexible Hedge Fund Manager, sowohl auf der Long wie auch auf der Short Seite.

Chart II - Performance Hauptstrategien (bis November 2023)



Quelle: Alpinum IM, EurekaHedge

Die Trendumkehr an den Märkten zeigte sich auch in den Hedge Fund Strategien. Die Gewinner vom letzten Jahr (Makro- und Trend Following Manager) sind die Verlierer zum gegenwärtigen Zeitpunkt und umgekehrt. Makro und Trend Following Manager konnten nicht mit den markanten Richtungswechseln bei den Zinsen und den damit einhergehenden Währungsschwankungen umgehen. Gut funktionierten dagegen 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) – diese Strategien hatten den stärksten Rückenwind dank dem markant angestiegenen Zinsumfeld.

Einordnung des Hedge Fund Jahres 2023

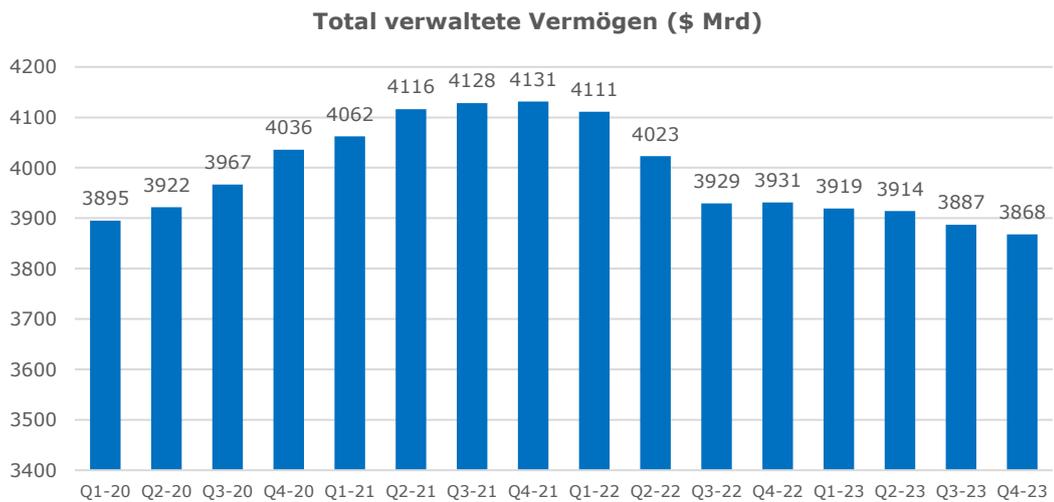
2023 reiht sich zwar als positives Hedge Fund Jahr in die Historie ein, im relativen Vergleich zu Aktien mag die Performance möglicherweise jedoch Fragen aufwerfen. Das Jahr war von drei sehr starken und relativ kurzen Aufwärtsbewegungen im Aktienbereich geprägt. Mit +7.1% verzeichneten Aktien (MSCI World) im Januar einen phänomenalen Start ins Jahr. Im Nachhinein betrachtet, war zu Beginn des Jahres das Gros der Hedge Funds noch immer sehr konservativ aufgestellt. Auch konnten die Manager im sehr starken November (MSCI World +9.4%) nicht mithalten – ein typischer Rebound-Monat, nach 3 Monaten negativer Märkte (August bis Oktober MSCI World -9.2%). 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. Dieser Beta-getriebene Markt ist ein enorm schwieriges Umfeld, gerade für marktneutrale Hedge Fund Strategien – die Leerverkaufspositionen werden verlustreich nach oben gezogen (Short Squeeze).

Die starken Richtungswechsel bei Zinsen, Währungen und bei Aktien, auch sektor- oder styleseitig, setzten ein enorm agiles Vorgehen der Manager voraus. Fundamental-orientierte Manager mögen in diesem Umfeld womöglich mit ihren Analysen langfristig zwar richtig liegen, jedoch kurzfristig stellt sich der Markt gegen sie.

2 Hedge Fund Industrie 2023

Die Hedge Fund Industrie verzeichnete im Jahr 2023 (Daten bis Oktober 2023) Netto-Abflüsse von insgesamt USD 109 Milliarden. Im Vergleich klar weniger als im Jahr zuvor, wo USD 164 Milliarden abflossen.

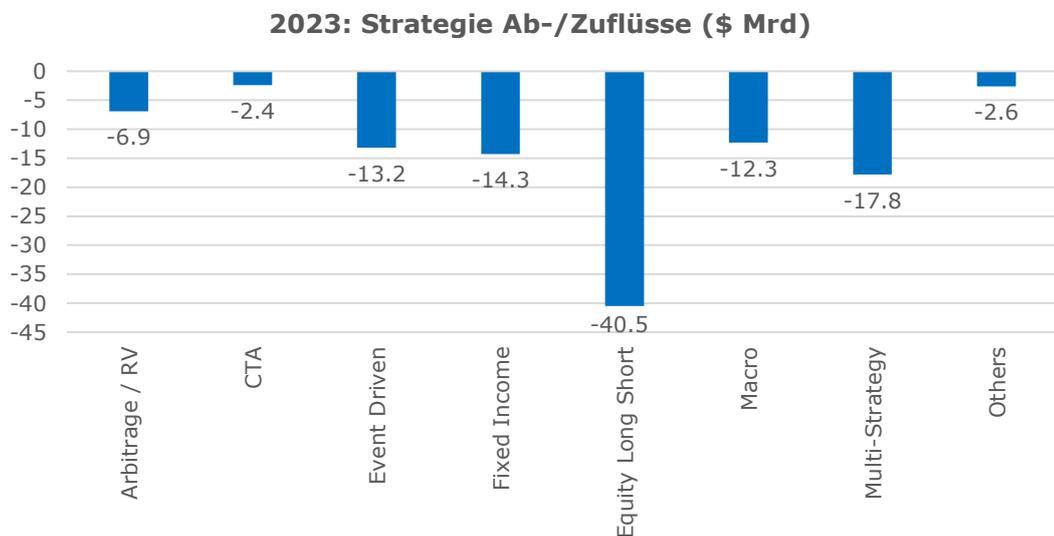
Chart III – Hedge Funds Vermögen



Quelle: Alpinum IM, Eurekahedge

Die Hedge Fund Industrie beläuft sich, nach Daten von Eurekahedge, auf nun USD 3.87 Billionen, ein Minus von -1.6%. Die Höchstwerte wurden Ende 2021 und lagen bei USD 4.13 Billionen.

Chart IV – Ab- und Zuflüsse Strategieebene



Quelle: Alpinum IM, Eurekahedge

Auf Strategieebene wurde den Equity Long Short Managern (USD -40.5 Milliarden) und den Multi-Strategie Managern (USD -17.8 Milliarden) am meisten Anlagegelder entzogen. Am wenigsten verloren die CTA/Trend Follower, welche nur leichte Abflüsse verkraften mussten (USD -2.4 Milliarden), trotz negativer Performancebilanz über das laufende Jahr. Keine Strategie verzeichnete Zuflüsse in diesem Jahr.

Bei genauerer Analyse zeigt sich ein kontrastierendes Bild. Während europäische Manager zwar für über 60% der globalen Abflüsse verantwortlich waren (USD 67.3 von global USD 109.0 Milliarden), verzeichneten sie das klar grösste netto Performancewachstum (USD 27.3 von global USD 45.6 Milliarden), obwohl der europäische Hedge Fund Markt nur ca. 20% des weltweiten Marktes ausmacht (USD 741 von USD 3'868 Milliarden).

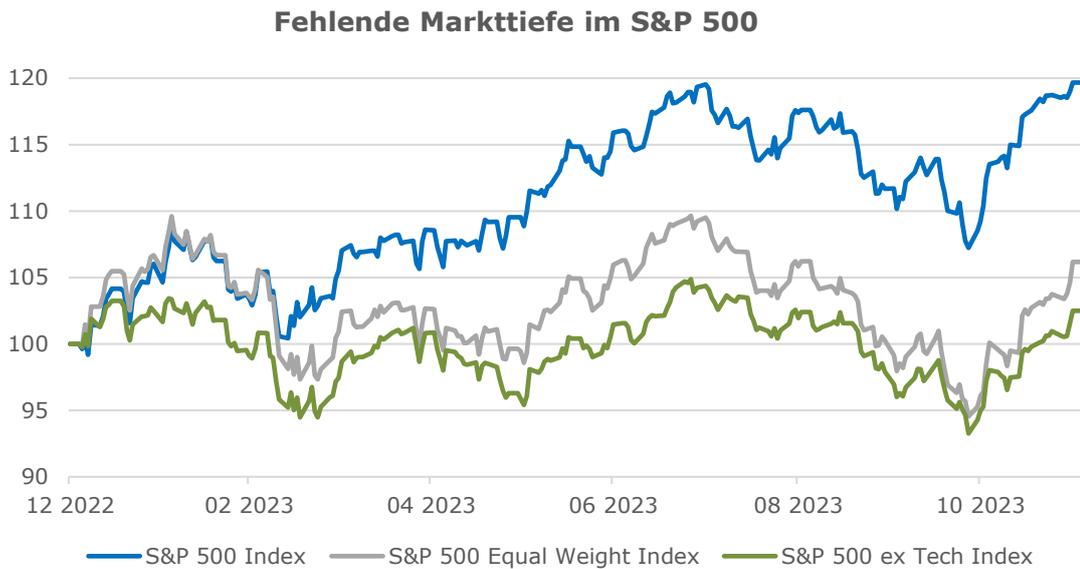
Die Extrempole der Zu-/Abflussanalyse lassen zwei Schlüsse zu. Zum einen jagen nicht wenige Hedge Fund Investoren vergangener Performance nach, CTA's (Trend Follower) verzeichneten seit langem das beste Resultat im Jahr 2022, dieses Jahr sind sie jedoch weit abgeschlagen. Zum anderen können Abflüsse im Equity Long Short Bereich damit erklärt werden, dass einige Investoren eine direkionalere Aktien Exponierung in stark steigendem Markt bevorzugten und ihre «hedged» Komponente reduzierten.

3 Hedge Fund Fokus Thema: Equity Long Short

Wie schon in den letzten zwei Hedge Fund Ausblicken beschrieben, bestehen attraktive Opportunitäten auf der Fixed Income Credit Seite, dank einem völlig neuen Zinsumfeld (im nächsten Abschnitt näher erläutert). Die neue Zinslandschaft wird in den nächsten 12 Monaten aber auch aktienseitig mannigfaltige Opportunitäten eröffnen. Das Aktienjahr 2023 war von einer starken Erholung der Verluste vom Vorjahr geprägt. Es deutet einiges darauf hin, dass im nächsten Jahr jedoch wieder vermehrt selektiv vorgegangen werden muss. Manager mit starken Auswahlfähigkeiten und flexiblem Risikoansatz werden gefragt sein. Trotz momentan negativen Makro- und ökonomischen Indikatoren haben diverse Regionen von tiefem Niveau gegenüber den USA aufzuholen. Aktien sind in Europa, Asien oder Lateinamerika relativ betrachtet eher günstig bewertet.

Der folgende Chart verdeutlicht eindrücklich, wie unausgewogen die zentrierte Sicht auf den S&P 500 Index ist. Seit März ist zu beobachten, dass die Mega-Cap Aktien den ganzen Index tragen, die Breite fehlt vollends. Eine Aktie wie Apple hat im S&P 500 ein Gewicht von 7.4%, im Equal Weight Index jedoch nur von 0.2%. Die sogenannt «Magnificent Seven» Aktien performten beinahe 100% dieses Jahr und «verfälschten» somit das Gesamtbild stark. Währenddessen der herkömmliche S&P 500 Index im Jahr 2023 (bis November) über 20% zulegte, stieg der S&P 500 Equal Weight Index nur um rund 8%. Extrahiert man gleich den ganzen Technologie Sektor, dann stieg der S&P 500 ex-Tech Index nur um gerade mal 4%.

Chart V – S&P 500



Quelle: Alpinum IM

Aber auch das KGV (Kurs/Gewinn-Verhältnis) der US Aktien täuscht: rechnet man die Tech-Titel aus dem Index, ist der S&P 500 – obwohl auf sehr hohem absoluten Indexniveau – gar nicht so teuer bewertet. Das erwartete KVG des S&P 500 liegt bei 19,9, das KVG für 2024 des S&P 500 ex-Tech liegt jedoch «nur» bei 14,9 (per November 2023).

Dies könnte generell Equity Long Short Strategien ausfolgenden Überlegungen eine bessere Startgrundlage bieten als vermeintlich angenommen: 1) Wie lange hält die Outperformance von nur einer Handvoll Aktien an? Handeln die «Magnificent Seven» Aktien tatsächlich als neue Art von «Commodity» (die ganze Welt muss sie halten) – oder findet eine Normalisierung statt? 2) Wie Chart V ebenfalls aufzeigt, gibt es auf Sektor-Ebene unterschiedlichste Herausforderungen und Opportunitäten, die von aktiven Managern ausgenutzt werden können. 3) Die markant gestiegenen Zinsen Erschweren zudem die Finanzierung einer Unternehmung – die sogenannte «Maturity Wall» von Unternehmensanleihen kommt 2025/2026. Refinanziert werden offene Unternehmensschulden meist 12 Monate vorher. Dies wird das Niveau der Verschuldung von Firmen wieder in den Fokus der Anleger bringen – perfekte Voraussetzung für gute Long Short Manager. 4) Die Aktienvolatilitätslevels sind auf neue Tiefststände gefallen, der VIX (S&P 500) Index ist auf ein Niveau um die 13 Punkte gesunken, welches vormals im Jahr 2019 erreicht wurde. Wir wären nicht überrascht, nächstes Jahr Ausschläge nach oben zu sehen, wobei das Gesamtniveau allgemein nicht steigen muss. Das ergibt wiederum Opportunitäten für Equity Long Short Strategien.

4 Ausblick: Hedge Fund Strategien

	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					

Wir arbeiten immer mit verschiedenen Makro-Szenarien. Die getroffenen Annahmen basieren auf dem sogenannten «Muddling Through» Szenario. Die US-Wirtschaft wird sich 2024 zwar aufgrund gestiegener Kapitalkosten für Unternehmen abschwächen, aber es ist sehr wahrscheinlich, dass eine «normale» Rezession vermieden werden kann, da gleichzeitig eine spürbare Abkühlung des «heissgelaufenen» Arbeitsmarktes die Inflationsrisiken eindämmen wird. Wir haben es also mit zwei divergierenden Kräften zu tun, was zu einer erhöhten Volatilität führen könnte.

Grösste «Visibility & Conviction» über die nächsten 12 Monate haben wir bei den Hedge Fund Managern der Strategie Fixed Income Credit. Anleihenseitig sehen wir grosse Opportunitäten – das neue Zinsumfeld bedeutet ein Paradigmenwechsel für diese Strategien. Für Hedge Funds im ganzen Fixed Income Bereich ging ein Opportunitätsfenster auf, welches schon lange nicht mehr so attraktiv war. Auf der Long Seite locken qualitativ gute Kredite mit Kursabschlägen, zusätzlich bezahlt der Coupon neuerer Papiere hohe Prozentsätze. Dies ermöglicht den Managern auf dem Long Buch für das Warten bezahlt zu werden. Opportunitäten auf der Short Seite werden sich durch die gestiegenen Kapitalkosten ergeben, da vereinzelt Unternehmen durch die hohen Zinsen auf Schwierigkeiten bei der Finanzierung stossen werden. Hedge Funds im Stressed Bereich können von niedrigen Kreditausfällen und Restrukturierungen profitieren.

Konkret favorisiert Alpinum strategieseitig Allokationen im Credit Fixed Income, aber auch im fundamentalen Equity Long Short Bereich. Der Paradigmenwechsel bei den Zinsen hat erhöhte Dispersion zur Folge und ermöglicht den aktiven Hedge Fund Managern zahlreiche Opportunitäten auf der Long und Short Seite, sei es bei Aktien oder Anleihen. Makroseitig stehen gute FX-Manager im Fokus, aber auch

Manager mit Expertise in Emerging Markets. Das niedrige Deal-Volumen von Event-Driven Strategien zeugt von einem enttäuschenden 2023. Wegen regulatorischer Hürden platzten einige Merger-Deals. Das Umfeld wird sich für diese Strategie kaum stark aufhellen. Ohne langanhaltend erhöhter Volatilität dürfte auch das kommende Jahr für Trend Follower schwierig bleiben.

Wir empfehlen Investoren in Hedge Funds weiterhin auf breite Diversifikation zu setzen. Aktives Bewirtschaften und maximale Nähe zum Manager sind wichtig. Dank dem Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien und Rentenmärkten, werden Alternative Anlagen im Jahr 2024 wiederum als wertvoller Stabilisator in einem Portfolio dienen.

Erläuterungen zur Einschätzung auf Strategieebene

Equity Long Short: positives Umfeld

Die neuen Höchststände der US-Aktienindices lassen einem auf den ersten Blick zweifeln, ob für Equity Long Short ein gutes Umfeld im Jahr 2024 vorliegt. Dennoch könnte die Strategie aus verschiedenen Gründen positiv überraschen: 1) 70% des MSCI Welt Aktienindex besteht aus den USA. Andere Regionen, wie Europa, Asien oder Latein Amerika haben Aufholpotenzial. 2) Der S&P 500 ist teuer bewertet, das erwartete KVG liegt bei 19.9. Kein Grund, euphorisch ins Jahr 2024 zu schauen. Wie bereits erläutert, ist aber das erwartete KVG ohne den Tech-Sektor auf einem attraktiveren Niveau (14.9). In der Breite zeigen sich Sektoren mit interessanten Niveaus. 3) Die Wahrscheinlichkeit, dass die «Magnificent Seven» Aktien den Markt weiter alleine in neue Höhen hochziehen werden, sinkt mit jedem neu erzielten Höchststand. 4) Der Paradigmenwechsel bei den Zinsen wird im Jahr 2024 nicht wenigen Firmen Kopfzerbrechen bereiten, denn die Finanzierung der Passivseite der Bilanz rückt in den Fokus der Anleger. Dies wird zu erhöhter Dispersion innerhalb des Index führen – stark verschuldete Firmen mit einem Refinanzierungsproblem werden abgestraft, während vorbildlich finanzierte Firmen bevorzugt werden. Dies sind alles Gründe, welche ein voraussichtlich gutes Umfeld für fundamental-orientierte Equity Long Short Manager darstellen. Grosse regionale Streuung, auf Sektor-, Stil- oder Unternehmensebene bieten den talentierten Managern auf der Long, wie auch auf der Short Seite, viele Opportunitäten.

Etwas anders verhalten sich «long biased» Long Short Strategien. Diese sind klarerweise stark vom Abschneiden der Aktienmärkte abhängig. Viele flexible und long-biased Long Short Manager haben ihre zurückhaltende Marktexponierung von

Anfang 2023 aufgegeben und ihr Marktbeta erhöht. Bleibt das Sentiment des Marktes gut, werden diese direktionalen Strategien profitieren - allerdings sind sie naturgemäss grossen Schwankungen ausgesetzt.

Equity Market Neutral: neutraler Ausblick

Die «low hanging fruits» vom Jahr 2022 wiederholten sich im Jahr 2023 nicht – die starken, aber jeweils innert sehr kurzer Zeit auftretenden Bewegungen waren für viele marktneutrale Manager schwierig zu fassen (Übertreibungen in beiden Büchern, schmerzhaftes Short-Squeezes). Der Ausblick bleibt (positiv) neutral.

Event Driven (Merger Arbitrage): neutraler Ausblick

Der erwartete Erfolg von Event Driven Strategien blieb im Jahr 2023 aus. Die Gründe sind ein tiefer als erwartetes Deal-Volumen (Bloomberg-Daten zeigen rund 150 angekündigten Mergers, in der Grösse von rund USD 800 Milliarden – was einem Niveau leicht unterhalb des vergleichsweise schlechten Jahres von 2020 entspricht), regulatorische Risiken und gewichtige Merger Deals, welche platzten. Als Beispiel hierfür steht der Amgen-Horizon Deal, welcher Mitte Mai zu scheitern drohte und etliche Event Driven Manager auf völlig falschem Fuss erwischte. Obwohl der Deal im Oktober doch noch komplettiert wurde, rettete dies die Jahresperformance vieler Manager nicht mehr. Neu schätzen wir die Strategie «neutral» ein, die Spreads sind aktuell zwar hoch, trotzdem reduzieren sich gewisse Risiken im Jahr 2024 eher nicht, sei es auf regulatorischer oder bei grenzüberschreitenden Deals – auch ist in letzter Zeit ein gewisses «Crowding» zu beobachten, in welchem die Mehrheit der Manager die gleichen Deals bevorzugt. Auf der positiven Seite sei erwähnt, dass Private Equity Firmen auf USD 2.7 Billionen Dry Powder (Cash) sitzen. Sollten diese vermehrt aktiviert werden, würde das den Merger Markt befeuern.

Credit Fixed Income: sehr positives Umfeld

Ein völlig neues Zinsumfeld ermöglicht auf einmal neue Renditeaussichten. Auf der Long Seite locken qualitativ gute Kredite auf attraktiven Levels, zusätzlich bezahlt der Coupon wohl noch für länger hohe Prozentsätze. Auf der Short Seite kommen Unternehmen zusehends unter Druck, welche sich bei so hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können. Dies kreierte grosse Dispersion im Markt, welche von den aktiven Hedge Funds ausgenutzt werden kann. Der Refinanzierungsdruck war 2023 noch gering, wir erwarten aber, dass der Bedarf im Jahr 2024 anziehen

wird – das Wort «Maturity Wall» wird im Markt bald allgegenwärtig sein. Der Paradigmenwechsel auf der Zinsseite mischt den Fixed Income Markt völlig neu – ein positives Umfeld für Hedge Funds in diesem Bereich.

Global Makro: neutrale Einschätzung

Global Makro diente als perfekte Portfoliodiversifikation im Krisenjahr 2022 – im Jahr 2023 war das Resultat jedoch durchgezogen. Fundamental orientierte Manager waren zu konservativ positioniert und die ökonomischen Erwartungen bezüglich Inflationserwartungen wurden falsch eingeschätzt, wodurch die teils heftigen Bewegungen auf der Zins- und FX Seite nicht erfolgreich monetarisiert werden konnten. Wir glauben weiterhin, dass im Jahr 2024 Manager mit spezifischem Knowhow auf der Währungsseite oder einem Wissensvorsprung in Emerging Markets profitieren können. Jedoch gilt bei Global Makro gegenwärtig: Manager mit flexiblem, opportunistischem Anlagestil und schneller Reaktionsfähigkeit sind dogmatischen und zu fundamental orientierten Managern vorzuziehen. Weiterhin klare Begünstigung von diskretionären Managern gegenüber systematischen Global Makro Modellen im jetzigen Umfeld.

Trend Following: leicht untergewichten

Das Jahr 2023 war von zwei Charakteristiken geprägt, welche für klassische Trend Follower schwierig zu meistern sind. Einerseits gab es markante und wiederkehrende Trendwenden, welche die konstante Neupositionierung erforderte, nur um gleich wieder falsch zu liegen. Als Beispiel sei hier der November genannt, in welchem nicht wenige Manager an die 10% Performance liegenlassen mussten. Andererseits sank seit Anfang Jahr die Marktvolatilität über verschiedene Anlageklassen, im Speziellen bei Aktienindexen. Wir erwarten im Jahr 2024 nicht, dass der Volatilitätskomplex langanhaltend erhöht sein wird, was es den Trend Followern dann weiterhin erschweren wird, sich erfolgreich und gewinnbringend zu positionieren.