

Januar bis April 2018

Montag, 06/11/2018

Der «Handelskrieg» zwischen China und den USA, die steigenden Zinsen in den USA und gewaltige Trendwenden haben zu erheblichen Unterschieden in der Wertentwicklung von Hedgefonds geführt.



Cédric Vuignier
Head of Liquid Alternative Investments



José Sanchez
Product Specialist

- Die Rückkehr der Volatilität schafft Chancen
- Steigende Renditeunterschiede
- Grössere Merger Spreads
- Bei Aktien werden Strategien mit geringer Nettoexposition bevorzugt



BISHERIGE ENTWICKLUNG

In den ersten vier Monaten dieses Jahres ist die Volatilität an den Aktienmarkt zurückgekehrt. Wir hatten mit einem Anstieg der im Vorjahr ungewöhnlich niedrigen Volatilität gerechnet. Die im Jahr 2017 erfolgte Erhöhung der Arbitrage-Allokation der Portfolios wirkte sich vor allem bei Fixed Income und Volatility Arbitrage positiv aus. Beide legten während des Markteinbruchs im Februar und März zu.

Der «Handelskrieg» zwischen China und den USA, die steigenden Zinsen in den USA und gewaltige Trendwenden haben zu erheblichen Unterschieden in der Wertentwicklung von Hedgefonds geführt.

Wir haben gesehen, dass einige Manager aufgrund der geringen Volatilität im Jahr 2017 mehr Risiken eingegangen sind (z. B. höhere Konzentration) und manche von ihnen durch in diesem Zeitraum aufgetretene idiosynkratische Faktoren in Mitleidenschaft gezogen wurden. Dennoch schlossen die meisten Hedgefonds diese Phase zwar etwas schwächer, aber je nach Index immer noch positiv ab.

Wir sind der Überzeugung, dass das aktuelle Umfeld günstig für Hedgefonds ist. Anlegern fällt es schwer, Kapital sinnvoll einzusetzen, aber diese Anlageklasse kann Erträge mit Absicherung gegen Abwärtsbewegungen bieten, was sich bei all den in den nächsten Jahren erwarteten Unwägbarkeiten als nützlich erweisen könnte. Wir erwarten, dass die Normalisierung fortgesetzt wird, aber die geldpolitische Straffung der US-Notenbank und die Drosselung der quantitativen Lockerung in Europa dürften dem Zinshandel zugutekommen und für mehr Chancen am Aktienmarkt sorgen. Dies wird auch dazu beitragen, dass Volatilität und Streuung weiterhin erhöht bleiben werden.

Am Ende dieses Insights können Sie unsere Ausführungen zu den Themen Blockchain und Kryptowährungen lesen.

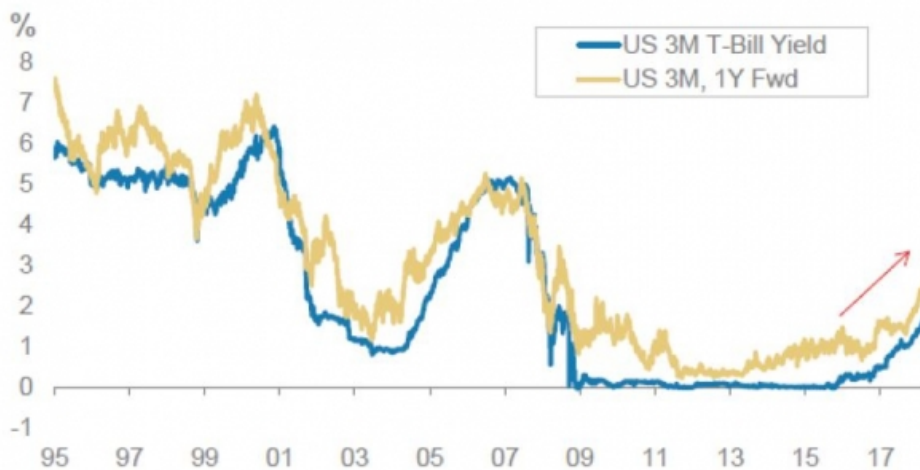
MACRO

Wie schon im letzten Drittel des Jahres 2017 hatten die meisten diskretionären Macro-Manager Schwierigkeiten, in den ersten vier Monaten dieses Jahres Performance zu liefern. Das Jahr begann gut, da Risk-On-Allokationen davon profitierten, dass die Märkte 20-Jahres-Höchststände erreichten. Tatsächlich hatten die meisten Manager, auch wenn manche Risikobudgets relativ niedrig waren, ihr Portfolio auf ein synchronisiertes globales Wachstum ausgerichtet, im Wesentlichen durch den Leerverkauf von Anleihen und den Erwerb von Aktien. Ein weiteres Thema, Short US-Dollars, half systematischen Fondsmanagern. Als die jahrelang äusserst niedrige Volatilität Anfang Februar schlagartig anstieg, war die Party dann vorbei, was zu durchwachsenen Resultaten für diskretionäre Fondsmanager führte. Die Zinsen stiegen, was den massiven Einbruch am Aktienmarkt, der den meisten systematischen Fondsmanagern zu schaffen machte, kompensierte. In der Folge wurde das Aktienengagement reduziert und die meisten Manager schlossen den Berichtszeitraum in einer defensiven Stimmung ab.

Unser Ausblick

An unserem positiven Ausblick für den Macro-Bereich ändert sich nichts, da die Märkte zunehmend von Fundamentaldaten bestimmt werden und die Zinsen allmählich die Schwellenmärkte unter Druck setzen. Fondsmanager wägen positive Wachstumserwartungen gegen eine unsichere Konsolidierungsphase ab, wobei der sich abzeichnende «Handelskrieg» zwischen China und den USA ein potentiell negativer Katalysator ist.

Die 3-Monats-Zinsen sind in den letzten Jahren dramatisch gestiegen



Quelle

Morgan Stanley Research, Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 30. Apr. 2018

EQUITY HEDGE

An den Märkten ging es zuletzt hektisch zu: Die Zinsen von US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit stiegen zwischen ihrem Tiefststand im September 2017 und ihrem jüngsten Hoch von 3,03 % im April 2018 um +100 Basispunkte. Auch die Aktienmärkte gerieten unter Druck. Höhere Zinsen steigern die Kapitalkosten der Unternehmen und wirken sich automatisch auf deren Bewertung in Discounted-Cashflow-Modellen aus. Dennoch haben höhere Finanzierungskosten weitaus grössere Auswirkungen auf kapitalintensive oder „Bond-Proxy“-Branchen wie Versorger, Telekommunikation oder nichtzyklische Konsumgüter als auf Wachstumsbranchen wie den Technologiesektor oder zyklische Konsumgüter. Dies lässt sich an der Performance globaler Sektoren zwischen Jahresanfang und Ende April ablesen. Auf Dollar-Basis stiegen zyklische Konsumgüter um 4,4 %, der IT- und Energie-Sektor um 3,5 %, während nichtzyklische Konsumgüter (-7,2 %), Immobilien (-5,1 %) und Telekommunikationsunternehmen (-3,9 %) in einem insgesamt flachen Markt nachgaben. Trotz negativer Ergebnisse in den Monaten Februar und März konnte der HFRI Equity Hedge-Index vor allem dank eines guten Januars (+2,9 %) um 0,8 % zulegen. Die HFRI Equity Market Neutral Unterstrategie hat in den ersten vier Monaten des Jahres um 0,5 % zugelegt.

Unser Ausblick

Da die Korrelationen am Aktienmarkt und die Kapitalkosten 2018 bislang deutlich gestiegen sind, ist das Umfeld für Equity Long/Short Manager selektiver geworden. Andererseits hat die höhere Volatilität neue Chancen eröffnet. Deshalb bevorzugen wir Sektor- oder Multisektorfonds mit niedriger Nettoexposition, um plötzliche Sektorrotationen und Markteinbrüche abzumildern.

Der Sektor nichtzyklische Konsumgüter ist durch den kürzlichen Zinsanstieg unter Druck geraten, während der Sektor zyklische Konsumgüter davon nicht beeinflusst wurde



Quelle
Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 30. Jun. 2017 – 30. Apr. 2018

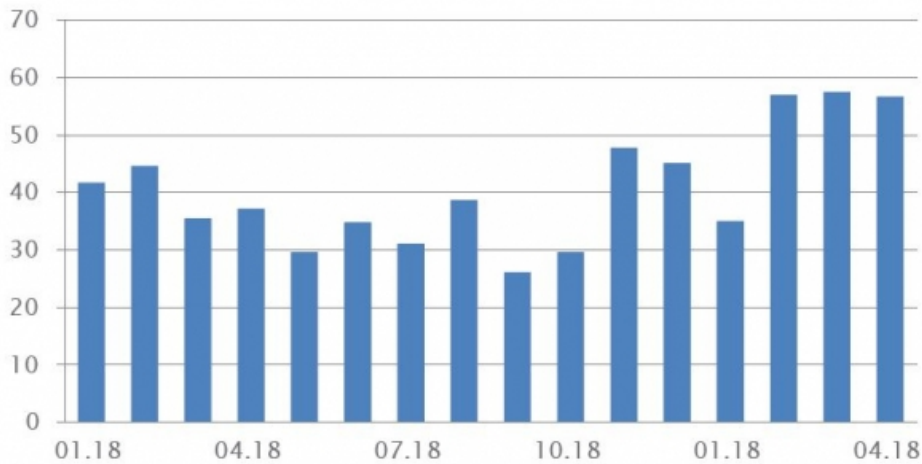
EVENT DRIVEN

Die Streuung der Renditen von Event Driven Hedgefonds hat im Berichtszeitraum deutlich zugenommen. Die Volatilität an den Aktienmärkten stieg im Februar rapide an und belastete Special-Situations-Fonds mit hohen Beta-Exposures. Merger Arbitrage Spreads stiegen im Februar und April auf ein in den letzten Jahren selten erreichtes Niveau. Einige Transaktionen, zweifellos mehr als erwartet, wurden von US-Behörden wie dem Department of Justice und dem Committee on Foreign Investment nicht genehmigt, was die Investorengemeinde überraschte. Normalerweise gibt es in den USA einen berechenbaren Prozess für Fusionen und Übernahmen, aber das hat sich unter der Trump-Regierung geändert. Ausserdem verzögerte sich nach Trumps Ankündigung, möglicherweise Zölle auf Importe aus China zu erheben, die Zustimmung des chinesischen Handelsministeriums zur Übernahme von NXP durch Qualcomm, nachdem acht weitere Länder die Transaktion bereits genehmigt hatten. Der US-Chiphersteller Qualcomm muss den Antrag nun unerwarteterweise in China noch einmal neu einreichen. Die NXP-Aktien brachen ein, was zu hohen Verlusten bei Fusionsarbitrageuren führte. Die Ausweitung der Spreads schadet den Anlegern zunächst, aber wir glauben, dass sich daraus Chancen für agilere Fonds ergeben. Bei Anleihen gibt es weiterhin nur wenig Chancen, dies sollte sich allerdings im Fall einer konjunkturellen Trendwende verbessern.

Unser Ausblick

Mit der Zunahme der Aktienvolatilität und der Fusionsarbitrage-Spreads haben sich die Aussichten für Special-Situations-Strategien eingetrübt und für Merger-Arbitrage-Fonds verbessert. Es ist wahrscheinlich sinnvoll, in Europa, wo die Regeln beständiger sind, überexponiert, und in den USA und den Schwellenländern, wegen der unberechenbaren US-Regierung und ihrer Beziehung zu China, unterexponiert zu sein.

Event Driven Hedgefonds hauseigener Ertragsstreuungsindex



Quelle

SYZ Asset Management. Stand der Daten: 30. Apr. 2018

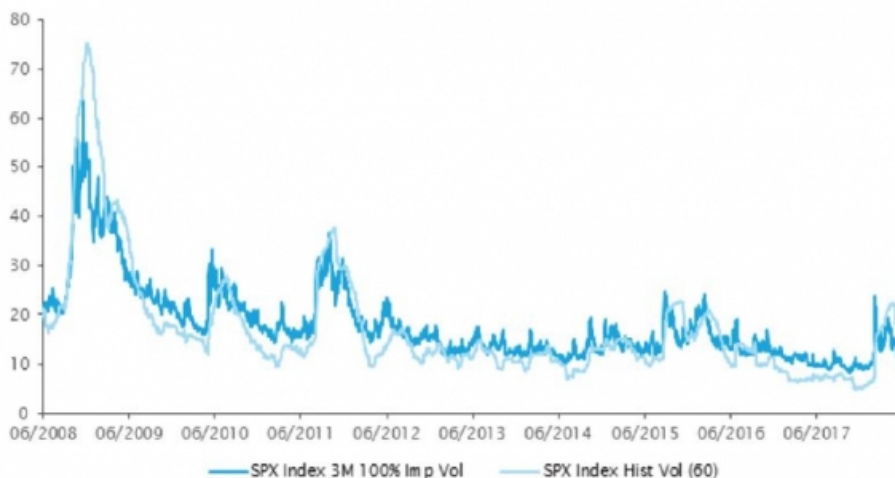
RELATIVE VALUE

Nach einem irrationalen Januar trat die nach jahrelangen Tiefstständen der realisierten/impliziten Volatilität lang erwartete fundamentale Änderung des Volatilitätsregimes am 5. Februar ein. Manager von Anleihenfonds hatten Mühe, mit der höheren Aktienvolatilität und den niedrigeren Zinsen von Staatsanleihen zurechtzukommen, wobei hochverzinsliche Anleihen aufgrund der Nachfrage der Anleger nach variablen Zinssätzen einige Abflüsse zu verzeichnen hatten. Es ist anzumerken, dass die Long/Short Manager eine bessere Performance als die Distressed-Debt-Manager erzielten, da Allokationen in Stubs Verluste verzeichneten. Die Positionierungen sind ziemlich individuell geblieben, wobei sich die meisten Fondsmanager am unteren Ende ihres Risikobudgets bewegen. Strategien, die sich auf Zinssätze und Volatilitätsarbitrage konzentrierten, verzeichneten eine starke Performance und nutzten den Wandel im Volatilitätsregime, um wieder mehr Kapital in die Equity-Volatility-Arbitrage- und Swap-Rates-Portfolios zu investieren.

Unser Ausblick

Für Zins- und Volatilitätsarbitrageure bieten sich immer mehr Chancen, da sich die Zins- und Swap-Spreads ausweiten und sich vor allem auch die Aktienvolatilität normalisiert. Wie bereits erwähnt, bleiben wir in Bezug auf Credit Long/Short vorsichtiger, da die meisten Manager in einer defensiven Stimmung sind und erwarten, dass sich die Volatilität von Aktien auf Anleihen übertragen wird. Andererseits erwarten wir gute Resultate bei Kapitalstrukturarbitrage, da diese von der erhöhten Streuung profitieren dürfte.

Die realisierte Volatilität des S&P 500 nimmt in letzter Zeit wieder zu



Quelle

Morgan Stanley Research, Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 30. Apr. 2018

UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Blockchain und Kryptowährungen: Revolution oder Illusion?

Auch wenn es sich bei der Blockchain um eine noch junge Technologie handelt, ist sie doch revolutionär und innovativ. Sie wird vermutlich die Industriestandards in vielen Wirtschaftsbereichen verändern.

Im Finanzsektor beispielsweise zeichnen sich konkrete Anwendungen im internationalen Zahlungsverkehr ab: als Bankzugang in abgelegenen Gebieten als stabile Währung; im B2B-Zahlungsverkehr als Konkurrenz zum SWIFT-System; im Wertpapierhandel und in der Abwicklung; zur Verwaltung von Bankgarantien und potenziell noch viele weitere.

In die Blockchain-Technologie selbst zu investieren ist nicht einfach, weswegen es vermutlich am besten ist, in Unternehmen zu investieren, die Blockchain-basierte Lösungen entwickeln oder anbieten. Diese Unternehmen sind in der Regel Start-ups und Risikokapitalbeteiligungen und würden einen Private Equity-Ansatz mit einem langfristigen Anlagehorizont erfordern.

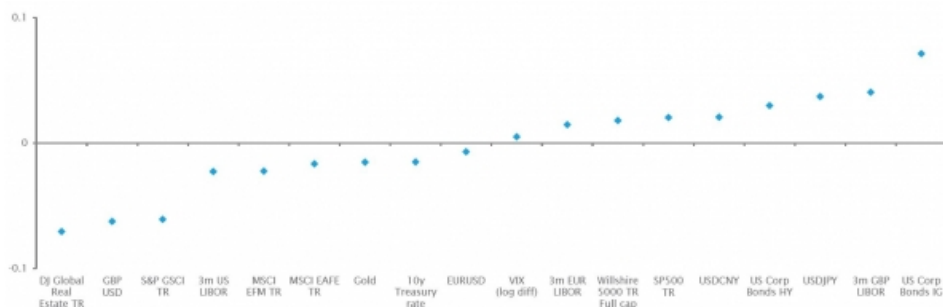
Eine weitere Möglichkeit, vom Erfolg der Blockchain-Technologie und indirekt von der zugrunde liegenden Infrastruktur zu profitieren, ist die unmittelbare Investition in Kryptowährungen. Bitcoin ist die erste und bekannteste Anwendung der Blockchain-Technologie, allerdings erweist es sich als schwierig, eine Bewertungsgrundlage dafür zu etablieren, weswegen die Investition in Bitcoin oder andere Kryptowährungen zu diesem Zeitpunkt eine ungewisse Wette auf die Zukunft ist.

Es wird in den nächsten Jahren wahrscheinlich viele Anwendungen für diese Technologie geben, aber der Einsatz einer breiteren Palette von Kryptowährungen und insbesondere von Bitcoin ist aufgrund ihrer begrenzten Skalierbarkeit fragwürdiger. Falls jedoch eine Kryptowährung zu einem neuen globalen Standard und zu einer «Reservewährung» wird, die von allen Marktteilnehmern eingesetzt wird, dürfte ihr Preis weiter steigen. Von dieser Annahme sind wir jedoch noch sehr weit entfernt und es ist auch fraglich, ob Bitcoin diese Währung sein wird.

Trotz dieser Unwägbarkeiten ist die gute Nachricht für Anleger, die ihrem globalen Portfolio eine oder mehrere Kryptowährungen hinzufügen wollen, dass sie dank der sehr geringen Korrelation mit traditionellen Vermögenswerten Vorteile bei der Diversifikation bieten, ohne dass dafür aufgrund der hohen Volatilität und der hohen erwarteten Rendite eine besonders grosse Allokation erforderlich ist.

Unter den verfügbaren Anlagealternativen ist ein diversifizierter Multi-Cryptocurrency-Fonds wahrscheinlich die am wenigsten risikoreiche Methode, in diesem Bereich zu investieren. Dennoch erfordert die Auswahl eines solchen Fonds besondere Fähigkeiten im Hinblick auf das erforderliche technologische Fachwissen und, was noch wichtiger ist, eine sorgfältige Bewertung des operativen Setups und der Sicherheitsrisiken. Die Due-Diligence-Prüfung wird noch dadurch erschwert, dass nur sehr wenige Kryptowährungs-Fondsmanager über langjährige und nachweisbare Track-Records verfügen.

Die Korrelation von Bitcoin mit anderen Anlageklassen ist niedrig



Quelle

Bloomberg, SYZ Asset Management. Stand der Daten: 31. Okt. 2012 – 30. Apr. 2018

Disclaimer

Dieses Werbedokument wurde von der Syz-Gruppe (hierin als «Syz» bezeichnet) erstellt. Es ist nicht zur Verteilung an oder Benutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsbürger oder Einwohner eines Staats, Landes oder Territoriums sind, in dem die geltenden Gesetze und Bestimmungen dessen Verteilung, Veröffentlichung, Herausgabe oder Benutzung verbieten. Die Benutzer allein sind für die Prüfung verantwortlich, dass ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Dieses Material ist lediglich zu Informationszwecken bestimmt und darf nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als ein Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und sie sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen Marktbewertungen, Bedingungen und Berechnungen sind lediglich Schätzungen und können ohne Ankündigung geändert werden. Die angegebenen Informationen werden als zuverlässig betrachtet, jedoch übernimmt die Syz-Gruppe keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.