



REVIEW OF THE ALTERNATIVE UNIVERSE

HIGHLIGHTS

- Einer der besten Jahresauftakte für Hedgefonds seit 2006
- Nach einem schwierigen 4. Quartal 2018 brachte der Anfang des Jahres 2019 vier Monate mit einem ununterbrochenen Anstieg der Aktienkurse und einer Verengung der Kreditspreads
- Trendfolgestrategien entwickelten sich in dieser Zeit am besten, da sie von den starken Aufwärtstrends bei Anleihen und Aktien profitierten
- Die Handelsspannungen dämpften die Fusions- und Übernahmeaktivitäten erneut
- Fixed-Income- und Volatilitätsarbitrageure setzten ihre Risikobudgets voll ein
- Die Streuung der Volatilität wird zu einem wiederkehrenden Allokationsthema



Cédric Vuignier
Head of Manager Research & Alternative Investments



Christophe Campana
Senior Analyst

Strategieausblick

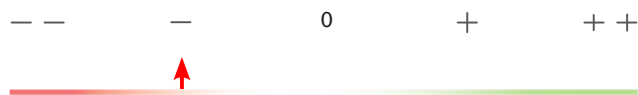
Macro



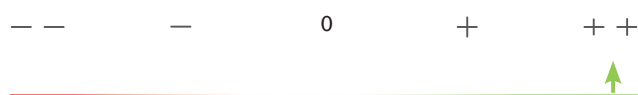
Equity Hedge



Event Driven



Relative Value



➤ BISHERIGE ENTWICKLUNG

Dank US-Notenbankchef Jerome Powell erlebte die Hedgefondsbranche einen der besten Jahresauftakte seit 2006. Stark V-förmige Szenarien am Aktienmarkt bereiten Hedgefonds in der Regel Probleme. Die Erholung, die am 24. Dezember begann, dauerte jedoch lange genug, sodass die Aktienmanager ihr Risikobudget erneut ausschöpfen konnten. Trendfolgestrategien erhielten dadurch ebenfalls Rückenwind. Marktneutrale Fonds und Volatilitätsarbitrageure hatten im Berichtszeitraum etwas Mühe mit Faktor- und Sektorrotationen bzw. mit dem Rückgang der Volatilität.

Unsere unkorrelierte Flaggschiff-Strategie - mit Tendenz zu Relative-Value- und Macro-Strategien - legte im Januar kräftig zu. Dies folgte auf eine ausserordentlich gute Entwicklung im Dezember und ein positives Jahresergebnis. Relative-Value-Manager profitierten von den Verzerrungen und Chancen, die durch die Turbulenzen im 4. Quartal 2018 verursacht wurden. Deshalb ist es keine Überraschung, dass sie zum besten Dach-Hedgefonds für den HFM European Hedge Fund Performance Award 2019 vorgeschlagen wurde.

Unsere strategischen Einschätzungen haben sich nicht verändert. Unser Portfolio ist nach wie vor tendenziell darauf ausgerichtet, von der höheren Volatilität zu profitieren. Die geringe Volatilität der letzten Monate wird vermutlich nicht andauern, da es weltweit nach wie vor zahlreiche Spannungsherde gibt, ein schwächeres Wachstum erwartet wird und die Liquidität am Markt abgenommen hat - vor allem bei Unternehmensanleihen. Deshalb planen wir in der nächsten Zeit keine grösseren Veränderungen an unserer strategischen Allokation. Wir rechnen jedoch mit einer Diversifikation unserer Allokation im Bereich Fixed-Income-Arbitrage - insbesondere im Segment MBS-Agency-Arbitrage.

Am Ende dieses Dokuments gehen wir eingehender auf unseren Ansatz für den Volatilitätssektor ein.

➤ **MACRO**

Für diskretionäre globale Macro-Manager begann das Jahr 2019 allgemein recht ungünstig. Dies ist ein wiederkehrendes Thema, das mittlerweile schon zu lange andauert - deshalb werden viele Anleger ungeduldig und reduzieren ihre Allokationen. Unsere Manager erzielten jedoch robuste Ergebnisse, da sie beim Handel und beim Einsatz eines geringen Risikos taktisch vorgehen. Es gab jedoch keinen bestimmten Konsens im Hinblick auf die Allokation. Die meisten Manager werden in den kommenden Monaten extrem vorsichtig bleiben, weil sie keinen vernünftigen Grund für die Aktienrally und kein klares fundamentales Bild erkennen.

Nach zwei guten Monaten für Aktien nahmen die Bedenken über das globale Wachstum im März wieder zu. Durch die Inversion der US-Renditekurve und die moderate Haltung der US-Notenbank (Fed) wird die Besorgnis einer potenziellen Rezession in den USA zusätzlich geschürt. Insbesondere zahlte sich die Strategie für längere Anleihen aus, und Trendfolgestrategien erzielten gute Ergebnisse. Systematische Macro-Manager, vor allem solche mit einem kurzfristigen Fokus, verzeichneten ebenfalls eine gute Performance, die sich allerdings über eine diversifiziertere Anlagebasis verteilte. Die Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkten war nur von kurzer Dauer und wurde im April erneut von einem steilen Aufwärtstrend abgelöst. Dies kam den Long-Engagements von Trendfolgestrategien zugute, während die Ergebnisse von diskretionären Managern mässiger waren.

UNSER AUSBLICK

Unsere Ausblicke für die diskretionären und systematischen Segmente haben sich nicht verändert. Wir bekräftigen unsere Präferenz für Relative-Value-Allokationen und kurzfristigere Handelshorizonte für systematische Manager. Eine unerwartet moderate Haltung der Fed könnte den Aufwärtstrend in den Aktien- und Kreditzyklen jedoch verlängern und direktionalen Strategien zugutekommen.

➤ **EQUITY HEDGE**

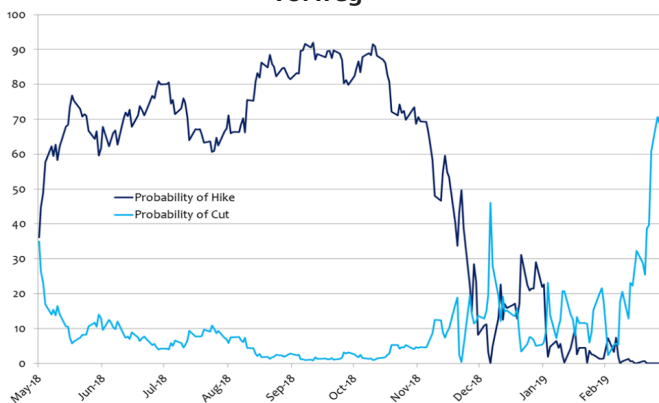
Nach einem schwierigen 4. Quartal 2018 für die Aktienmärkte begann das Jahr 2019 mit einem kräftigen Aufschwung: Die Aktienkurse stiegen vier Monate lang ununterbrochen an. Die performancestärksten globalen Sektoren waren IT, zyklische Konsumgüter, Industrie und Kommunikationsdienste - der neu geschaffene Sektor, der Unternehmen wie Facebook, Alphabet und Netflix umfasst.

In der ersten Etappe der V-förmigen Erholung erzielten Long-Short-Aktienstrategien recht durchwachsene Ergebnisse. Viele hatten ihre Netto- und Brutto-Engagements in den letzten Monaten des Jahres 2018 reduziert und konnten deshalb nicht voll an der plötzlichen Erholung partizipieren. Die meisten haben jedoch ihre Portfolios schnell an das neue Umfeld angepasst und das Risiko durch zusätzliche Hebelungen und Marktengagements angehoben. Da am Markt viele Short-Positionen gedeckt werden mussten, trieb dies den Aufwärtstrend weiter an und kam Managern mit Netto-Long-Positionen zugute. Doch zur gleichen Zeit wechselte die Sektorführung von defensiven zu Wachstumsstrategien. Dies belastete quantitative marktneutrale Multifaktor-Fonds, die in ihren Modellen Momentum und Stilumkehr verbinden.

UNSER AUSBLICK

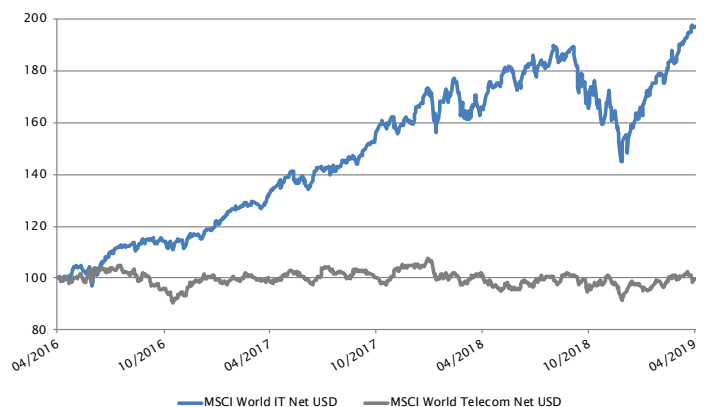
Viele Long-Short-Aktienmanager passten ihre Portfolios an das verbesserte Handelsumfeld an, indem sie ihre Brutto- und Nettoengagements anhoben. Wir rechnen mit einem sehr taktischen Jahr mit potenziellen Markturbulenzen. Dies würde Strategien zugutekommen, die ihr Marktengagement und ihr Risiko schnell anpassen können.

Die Anleger nehmen jetzt eine 80%ige Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im Jahr 2019 vorweg



Quelle: Bloomberg
Daten von Mai 2018 bis April 2019

Keine Homogenität in TMT-Sektoren in den letzten 3 Jahren: Technologie verdoppelt, Telekom stagniert



Quelle: SYZ Asset Management, Bloomberg
Daten von April 2016 bis April 2019



EVENT DRIVEN

In den ersten vier Monaten des Jahres erzielten Event-Driven-Strategien im Umfeld der steigenden Aktienmärkte eine gute Performance. Zur Mitte des Berichtszeitraums gerieten einige Strategien unter Druck, wie etwa Distressed- bzw. Restrukturierungsfonds, vor allem solche mit einer Allokation in Schwellenländer-Märkten.

Aktivismus-Strategien schnitten in diesem Bereich am besten ab, da die Manager in der Regel sehr konzentrierte Netto-Long-Engagements in Aktien halten und zu einem grossen Teil an der Aktienrally partizipieren konnten. Aktivisten hielten besonders hohe Engagements in den performancestärksten Sektoren des Berichtszeitraums, wie Konsumgüter, IT und Finanzen.

Merger-Arbitrage verzeichnete im Berichtszeitraum eine der schwächsten – aber immer noch positive – Wertentwicklungen im Bereich Event-Driven. Das ziemlich ungünstige Umfeld mit geringen Merger-Arbitrage-Volumen und engen Spreads – wie sie seit Ende 2013 nicht mehr beobachtet wurden – zwang die Manager, ihre insgesamt Hebelung zu reduzieren, womit das Ertragspotenzial noch weiter abnahm. Anders als im 4. Quartal 2018 litt die Strategie nicht unter dem Scheitern bedeutender Transaktionen.

UNSER AUSBLICK

Die Unternehmen blieben mit Fusionen und Übernahmen (M&A) vorsichtig, was sich nicht gerade positiv auf die Volumen und das Chancenspektrum für Merger-Arbitrageure auswirkte. Nach der Reduzierung der Hebelung werden die Manager unserer Meinung nach kaum in der Lage sein, in diesem Umfeld der engen Spreads interessante Gewinne zu erzielen. Wir bleiben bei Strategien mit vorwiegenden Long-Positionen, wie Aktivismus, vorsichtig. Denn die Unsicherheit über den Brexit und die Spannungen zwischen den USA und China könnten den Aktienmärkten Probleme bereiten.

RELATIVE VALUE

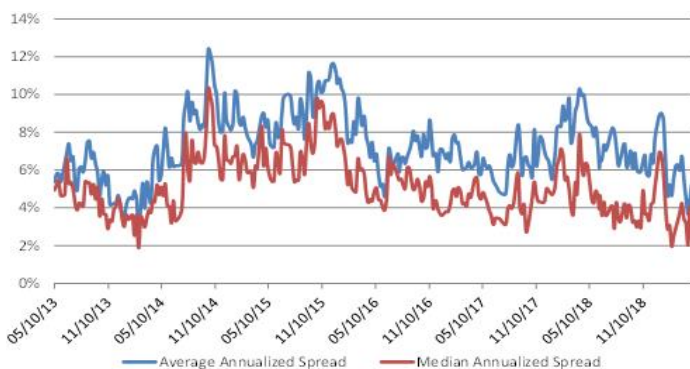
Nach einem der schlechtesten Jahre für Unternehmensanleihen seit langer Zeit brachten die ersten vier Monate des Jahres eine kräftige Spreadrally, sodass Manager mit höherem Beta gute Ergebnisse erzielten – die niedrigsten Tranchen waren am vorteilhaftesten. Deshalb schnitten Manager mit höheren Brutto-Engagements – selbst mit geringen Risikobudgets – gut ab, während kreditneutrale Manager etwas hinterher hinkten.

Die Positionen bleiben idiosynkratisch. Bei US-Wandelanleihen-Arbitrageuren beobachteten wir jedoch eine zunehmende Konzentration im Gesundheits- und IT-Sektor. Ähnlich wie 2018 erzielten Fixed-Income-Arbitrage-Strategien erneut gute Ergebnisse, indem sie das Risikobudget voll einsetzten, einen Teil des Basisrisikos aus Deutschland – zurück in die USA – verlagerten und die Allokation in Swap-Spreads anhoben. Das Bild für die Volatilitätsarbitrage ist komplexer. Für Arbitrageure, die auf Volatilitätsprämien setzen, sind die geringe Volatilität und die Aktienrally nachteilig, da Absicherungen zu teuer sind. Manager, die sich auf Zinssätze und die Streuung bei US-Aktien konzentrierten, konnten sich jedoch gut halten.

UNSER AUSBLICK

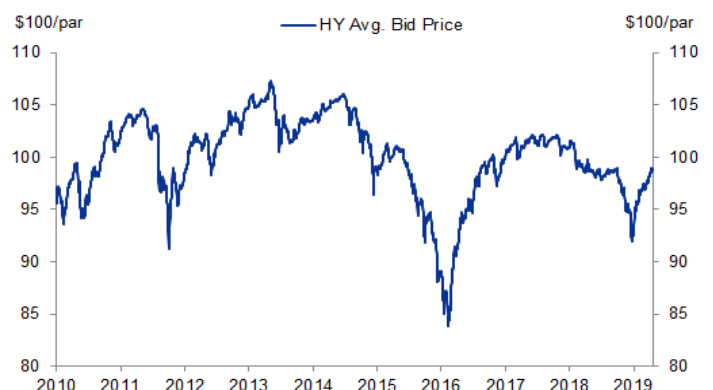
Wir diversifizierten unsere Allokation weiter zugunsten der Kapitalarbitrage und fügten einige Long-Vega-Strategien mit geringem Theta-Verfall hinzu – um die Auswirkungen massiver Aktienverkäufe abzufangen. Wandelanleihen-Arbitrage ist derzeit unsere bevorzugte Methode, um eine gewisse Direktionalität in unseren defensiven Portfolios zu erhalten.

Annualisierter Mittelwert der Überschuss-M&A-Spreads



Quelle: Bloomberg, UBS
Daten von Oktober 2013 bis April 2019

Durchschnittlicher Geldkurs für den High-Yield-Index



Quelle: Bloomberg Barclays, Haver Analytics, Goldman Sachs Goldman Investment Research
Stand der Daten: April 2019

UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Die Volatilität normalisiert sich: Strategien für dieses Umfeld

Volatilität ist ein Nischenbereich und aufgrund seiner innewohnenden Komplexität schwer zu verstehen. Seit Februar 2018 ist der Bereich jedoch zu einem wiederkehrenden Diskussionsthema geworden. Am 5. Februar 2018 verzeichnete der VIX (der Echtzeit-Massstab für die Markterwartungen an die künftige Volatilität des US-Aktienmarktes) seine bisher grösste Bewegung an einem Tag, als er um knapp über 110% auf 50 Punkte in die Höhe schnellte. Daraufhin brach der XIV (der Kehrwert des VIX) ein, wodurch Volatilitäts-Short-Positionen im Wert von rund USD 3,2 Mrd. ausgelöscht wurden. Dies führte zu Verlusten von rund USD 2,6 Bio. beim S&P 500 (USD 1 Bio davon am gleichen Tag, an dem der XIV implodierte). Die Ereignisse vom Februar 2018 zeigten, dass sich Bewegungen der relativ kleinen «Anlageklasse» Volatilität durchaus auf die breiteren Märkte auswirken können.

Derzeit ist die Volatilität von US-Aktien wohl etwas niedrig. Für ein besseres Verständnis der Zusammenhänge möchten wir einige Phasen in der Entwicklung der Volatilität aufzeigen. Die Zeit vor 2008 kann als «normales» Volatilitätsumfeld bezeichnet werden, mit einer gewissen Absicherungsnachfrage von Marktteilnehmern, gefolgt von Phasen mit einer noch höheren Absicherungsnachfrage. Von 2012 bis Januar 2018 war dann ein vergleichsweise verhalteneres Volatilitätsumfeld zu beobachten, obwohl die realisierte Volatilität im Sommer 2017 den Tiefpunkt erreichte und es zu einigen heftigen (wenn auch kurzlebigen) Volatilitätsausschlägen kam.

Als erfahrene Portfoliomanager ist uns durchaus bewusst, dass wir zwischen Handelschancen und der Realität der Märkte unterscheiden müssen. Deshalb gehen wir bei unserer Allokation in Volatilität taktisch vor und haben verschiedene Instrumente zur Verfügung, um von diesem Bereich zu profitieren – im Wesentlichen über vier Stile: Tail Risk (Extremrisiko), Long Volatility Bias, Relative Value und Short Volatility.

Die Absicherung gegen Extremrisiken verschlingt in der Regel viel Theta und es ist schwierig, den richtigen Zeitpunkt zu erwischen. Im Laufe der Jahre haben wir in diesem Bereich genügend Lehrgeld bezahlt und meiden diese Strategien normalerweise. Die Probleme mit Short-Positionen auf die Volatilität wurden oben bereits angesprochen. Deshalb versuchen wir, solche Engagements ebenfalls zu vermeiden, obwohl einige unserer Manager vorübergehende Short-Tendenzen einsetzen können (und dies auch tun).

Ungeachtet dessen nutzen wir häufig Relative-Value-Strategien (als zentralen Bestandteil unserer Portfolios) und gelegentlich Long-Volatility-Bias-Strategien. Erstere zielen auf einen unkorrelierten, diversifizierten, «All-Wetter»-Ertragsstrom ab, mit Letzteren versuchen wir, positive Erträge mit einem negativen Beta zu erzielen. Insbesondere finden wir Gefallen an Relative-Value-Managern, die sich durch ihre dynamische Allokation über alle globalen Anlageklassen und Strategien hinweg auszeichnen.

Da es viele verschiedene Ansätze gibt, Engagements in Volatilität aufzubauen, möchten wir eine Strategie herausgreifen, bei der wir zunehmende Chancen erkennen: Dispersion. Dispersionsstrategien streben danach, Unterschiede beim relativen Wert der impliziten Volatilitäten zu nutzen. Hierzu gehen sie Short-Positionen auf einen Index ein und halten eine Long-Position in einem Korb der Aktien im Index. Aufgrund der Nachfrage nach Absicherungen notieren Indexoptionen in der Regel mit einer höheren Prämie für die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität als einzelne Aktienoptionen. Deshalb wird die implizite Korrelation in der Regel ebenfalls mit einem Aufschlag zur realisierten Korrelation gehandelt.

Die Dispersion bewährt sich in der Regel in Zeiten mit einer Marktsegmentierung, bei vorübergehenden Verschiebungen der Korrelation zwischen Vermögenswerten und bei unternehmensspezifischen Meldungen zu einzelnen Aktien. Die vorteilhaftesten Umfeldler für Dispersionsstrategien sind in der Regel dann gegeben, wenn die Volatilität steigt und erhöht bleibt, wie 1999, 2000, 2008 und im 4. Quartal 2018. Im Jahr 2018 war die Volatilität zwar höher als 2017, lag aber immer noch knapp unter dem 20-jährigen Durchschnitt des VIX (vor 2017 und ohne 2008) von rund 18.

Aufgrund des XIV-Einbruchs im Februar 2018 könnten die US-Aktienmärkte zu einem «normaleren» Volatilitätsumfeld (nach historischen Standards) zurückkehren. Man könnte zum Beispiel sagen, dass der XIV die Volatilität von US-Aktien künstlich begrenzt hat. Darüber hinaus wurde die Volatilität generell durch die quantitativen Lockerungsprogramme gedämpft. Der Branchenkonsens deutet jedoch darauf hin, dass sich der Aufwärtstrend der Volatilität fortsetzt, da sich der implizite «Put» der Zentralbanken abschwächt.

