

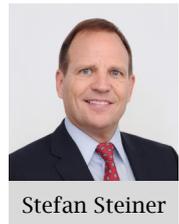
Ausblick 2023

Die Stimmung hat sich aufgehellt, weil sich die Arbeitsmärkte und damit der Konsum gut halten. Dazu kommt, dass China nach einer langen und schmerzhaften Null-Covid Politik plötzlich komplett öffnet, was einen erheblichen Nachholbedarf auslösen dürfte, der in Asien und weltweit spürbar sein wird. Dies reduziert das Risiko einer schweren Rezession im 2023 deutlich, die daher mild ausfallen dürfte.

Unserer Ansicht nach dürfte damit die Kerninflation länger hoch bleiben und die Zentralbanken werden die Zinsen nicht bereits später im 2023 senken, wie von den Märkten erwartet. Zinsen von 3.5% in Europa und 5% in den USA werden zu einem Rückfluss in festverzinsliche Anlagen führen und werden die Aktienmärkte belasten. Zudem erhöht eine anhaltende Inflation das Risiko, dass Löhne und andere Kosten stärker steigen werden, was sich negativ auf die Margen der Unternehmen auswirken wird. Wir rechnen damit, dass die immer noch hohen Gewinnerwartungen in den USA von +10% pro Jahr über die nächsten drei Jahre nicht erreicht werden können, was die Aktienmärkte in den USA unter Druck bringen wird.

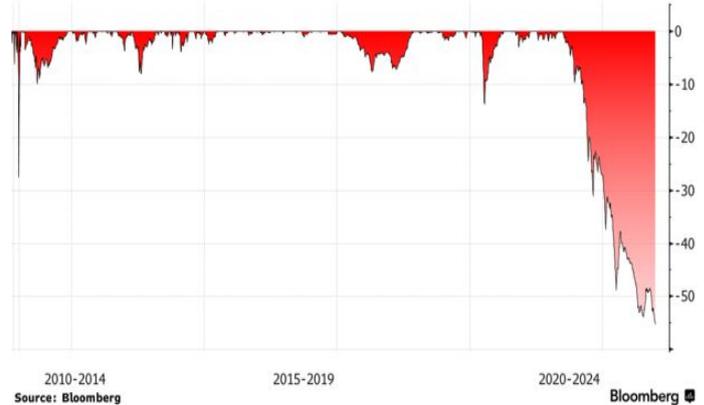
Die Anleihenmärkte sehen attraktiver aus, weil das generelle Zinsniveau gestiegen ist und sich der Anstieg der Ausfallrisikoerwartungen verlangsamen

wird. Die Aktien und High Yield Märkte sind im 2022 teilweise massiv eingebrochen und haben in den nächsten Jahren Erholungspotenzial. Wir sehen gute Möglichkeiten in Asien und speziell in China, das 2022 seine Immobilien und Finanzkrise erlebte (siehe Chart). Daher empfehlen wir bei L/S Greater China und Global High Yield Bonds nachzulegen, die in den nächsten Jahren doppelstellige Renditen versprechen. Weitere Informationen dazu finden Sie in den nachfolgenden Beiträgen.



Stefan Steiner

Heavy Losses
Drawdown of Bloomberg China high yield index reaches record 55%

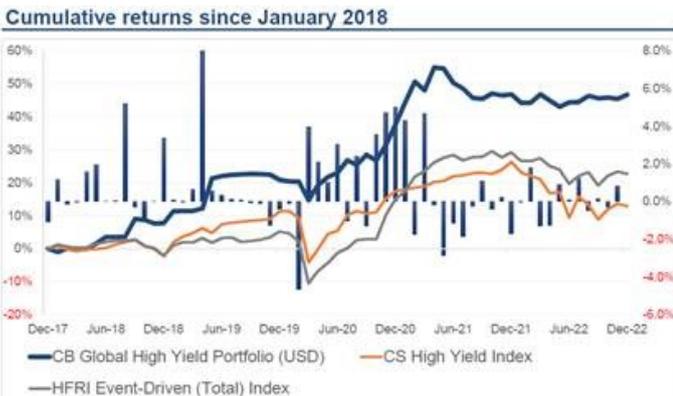


Bitte schreiben Sie Stefan Steiner auf ss@cb-partners.com für weitere Informationen.

Im Fokus

Global High Yield Bonds hatten 2022 eines der schlechtesten Jahre. Wir sehen attraktives Erholungspotenzial bei den hochverzinslichen Obligationenmärkte, insbesondere in Asien. In den USA und Europa werden wir unser Engagement bei Spezialisten für notleidende Anlagen erhöhen, die nach 2022 viel mehr Anlagechancen haben. Unsere globale High Yield Strategie empfiehlt Allokationen in verschiedene Manager, die in Long- und Short-Opportunitäten investieren und daher teilweise gegen eine Marktkorrektur abgesichert sind. Die Liquidität der Strategie ist quartalsweise mit einer Kündigungsfrist von 45 Tagen.

Greater China L/S Aktien sehen attraktiv aus, nachdem China alle Covid-Beschränkungen vollständig aufgehoben hat. Chinesische Staatsbürger konnten drei Jahre lang nicht reisen und oft wochenlang nicht einmal ihre Wohnung verlassen. Dies schränkte die Konsummöglichkeiten ein, was im Laufe des Jahres 2023 zu einem gewissen Nachholbedarf führen wird. Wir gehen davon aus, dass zuerst Nachbarn wie Japan, Korea, Taiwan profitieren werden, aber auch Europa und die USA werden im zweiten Halbjahr 2023 viele chinesische Touristen sehen. Die Liquidität der Strategie ist monatlich mit einer Kündigungsfrist von 35 Tagen.

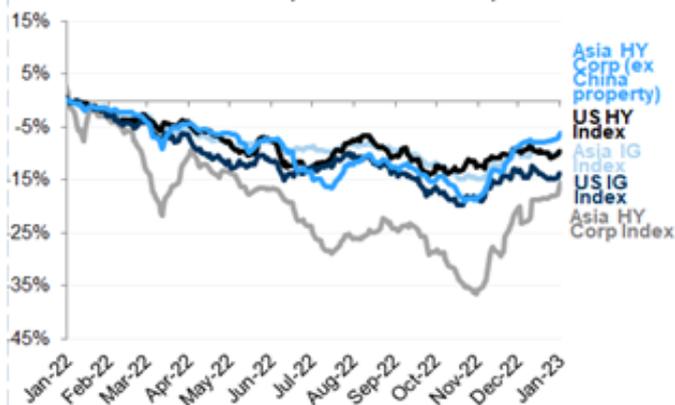




Opportunitäten an den Kreditmärkten

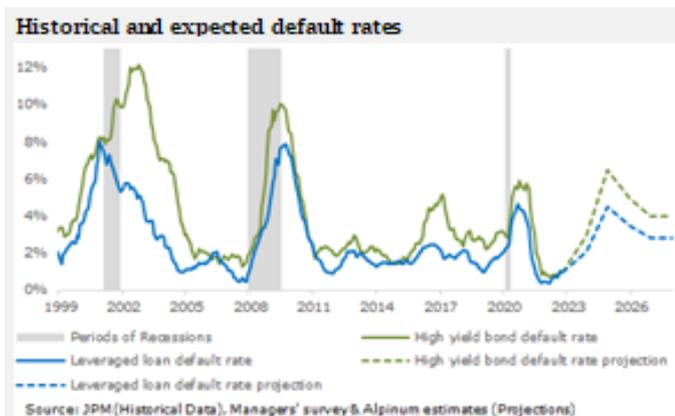
Eine Kombination aus steigenden Zinsen und sich ausweitenden Kreditspreads schuf im Jahr 2022 einen perfekten Sturm für Kreditanleger. Die US High Yield Indizes schlossen das Jahr mit ca. -12% ab, was die zweitschlechteste Jahresperformance in der Geschichte darstellt. Die Verluste in Europa bewegten sich in einer ähnlichen Größenordnung, während sie in Asien, vor allem aufgrund der Immobilienkrise in China, noch viel größer waren.

2022 return for US IG/HY vs. Asia IG/HY



Source: ICE-BAML/GS

Seit 1984 hat der US HY Index nur acht Jahresverluste verzeichnet. Noch wichtiger ist jedoch, dass er noch nie in zwei aufeinanderfolgenden Jahren Verluste verzeichnet hat. Die durchschnittliche Erholung des HY Marktes nach negativen Perioden liegt bei +27%, bzw. +22% Rendite ohne 2008. Dies ging jedoch mit einem günstigeren Zinsumfeld einher, was angesichts der aktuellen Inflationsraten in den nächsten Jahren fraglich ist.



Der obige Chart deutet darauf hin, dass die Ausfallraten 2023/2024 steigen werden, wenn auch von einem extrem niedrigen Niveau aus. Die Unternehmen stehen unter dem Druck höherer Zinssätze und sinkender Margen, wenn sie Kostensteigerungen nicht weitergeben können. Allerdings haben viele Kreditnehmer während der langen Zeit günstiger Finanzierungsbedingungen genügend

Kapital-Puffer aufgebaut, um eine schwierige Phase zu überstehen, was die Kreditqualität in vielen Sektoren unterstützen dürfte



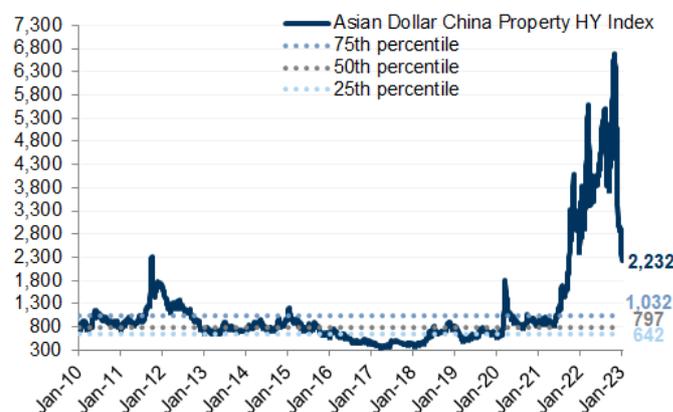
Ivo Felder

Update zu China/Asia HY

2021 und 2022 kam es zu enormen Ausfällen bei asiatischen HY Bonds, was hauptsächlich auf den Zusammenbruch privater chinesischer Immobiliengesellschaften zurückzuführen war. Eine Flut von schlechten Nachrichten und Defaults von Unternehmen, die als finanziell solide angesehen wurden, gipfelte in Kapitulationsverkäufen, wobei die Märkte im Oktober 2022 den Tiefstand erreichten.

Exhibit 3: China property HY performance

OAS and historical percentiles from Jan 2010 (bps)



Source: ICE-BAML, Goldman Sachs Global Investment Research

Die vollständige Aufhebung der Covid-Beschränkungen in China sowie staatliche Unterstützungsmassnahmen des Immobiliensektors, führten zu einem erheblichen Anstieg der Preise für notleidende Bonds. Es gibt wieder Liquidität im Markt und eine gewisse Zuversicht ist zurückgekehrt, auch wenn die Restrukturierungen viel Zeit in Anspruch nehmen wird.

Schlussfolgerung

Die Korrektur an den Kreditmärkten im Jahr 2022 bedeutet, dass sie jetzt attraktivere Renditen bieten als in der Zeit, in der die Kreditspreads (zu) eng waren, weil die Anleger in einem Niedrigzinsumfeld nach Rendite strebten. Höhere absolute Renditen, falsch bewertete Kreditrisiken und höhere Risikoprämien sind ein hervorragendes Umfeld für fundamentale Kredit Manager, die jetzt sowohl für Long- als auch für Short-Investitionen attraktivere Möglichkeiten vorfinden.

Bitte schreiben Sie Ivo Felder auf if@cb-partners.com für weitere Informationen.



Trends in der Hedge Fund Branche im Jahr 2023

Die 14. jährliche Prognose von Agecroft Partners zu den wichtigsten Trends in der Hedge Fund Branche, basierend auf Gesprächen mit mehr als 2000 institutionellen Anlegern und Hedge Fund Organisationen, ist erschienen.

1. Anstieg der erwarteten Renditen eines diversifizierten Hedge Fund Portfolio. Da der risikofreie Zinssatz von gut 0% im letzten Jahr auf über 4% steigen dürfte, werden die Renditeerwartungen der Anleger für ein diversifiziertes Hedge Fund Portfolio ebenfalls auf einen mittleren einstelligen Prozentsatz von etwa 7 - 9% steigen.

2. Steigende Nachfrage nach Strategien mit überschüssiger Liquidität, wie z.B. CTAs, Rückversicherungen und marktneutrale Long-Short Aktien. Diese Strategien können von den positiven Auswirkungen steigender Kurzfristzinsen profitieren, da sie grosse Positionen in Barmitteln/kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren halten.

3. Neudefinition des Risikos. Mit den voraussichtlich weiter steigenden Zinsen und einer moderaten Rezession im Jahr 2023 erhöht sich die Wahrscheinlichkeit der Tail Risiken. Dies wird viele Anleger dazu veranlassen, ihre Risikobetrachtung und -messung neu zu definieren. Strategien mit geringerer Volatilität und weniger liquiden Anlagen weisen tendenziell grössere Tail Risiken auf.

4. Höheres Alpha aufgrund höherer Volatilität. Die Kapitalmärkte erlebten 2022 einen starken Anstieg der Volatilität aufgrund wirtschaftlicher und politischer Ungewissheit, die sich nach Einschätzung von Agecroft auch im Jahr 2023 fortsetzen wird. Dies sollte es den Managern erleichtern, passive Benchmarks zu übertreffen, da grössere Kursbewegungen erfahrenen Hedge Fund Managern helfen, durch ihre Selektion und aktives Management Mehrwert zu schaffen.

5. Anhaltend hohe Konzentration der Neuzuflüsse zu einem kleinen Kreis von Managern mit den stärksten Marken. Der Wettbewerb innerhalb der Hedge Fund Branche nimmt jedes Jahr zu. Insgesamt gibt es schätzungsweise 15'000 Hedge Funds.

6. Kleinere Manager werden besser abschneiden. Die anhaltende Konzentration der Zuflüsse zu den grössten Managern hat dazu geführt, dass das verwaltete Vermögen vieler dieser Manager weit über das Optimum aufgebläht wurde, mit welchem sie die Rendite für ihre Anleger maximieren können. Kleine und mittelgrosse Manager haben einen Wett-

bewerbsvorteil, da sie flexibel und in der Lage sind, zusätzliches Alpha aus weniger effizienten Bereichen des Marktes zu generieren.

7. Rückgang der Zahl der Hedge Funds Organisationen. Manager mit einem Vermögen von weniger als USD 250 Mio., die die Mehrheit der Hedge Funds ausmachen, werden sowohl auf der Kosten als auch auf der Ertragsseite ihres Geschäfts unter Druck kommen. Infolgedessen dürfte die Liquidationsrate bei kleinen und mittelgrossen Hedge Funds weiter steigen.

8. Blockchain-Technologie. Agecroft erwartet für 2023, wenn überhaupt, nur bescheidene Vermögenszuflüsse in diesen Sektor, bleibt aber langfristig optimistisch.



Armin Vogel

Management Struktur von Hedge Funds

Yuhao Chen (Minnesota State University), Huan Kuang (Bryant University) und Bing Liang (University of Massachusetts Amherst) legen die erste Studie vor, wie sich die Managementstruktur von Hedge Funds auf deren Leistung und Risiko auswirkt. Sie zeigen, dass Hedge Funds, welche von einem einzelnen Manager verwaltet werden (SMHs), höhere abnormale Renditen erzielen als solche, die von einem Team von Managern verwaltet werden (TMHs), obwohl SMHs höhere idiosynkratische und Tail Risiken aufweisen. Manager von SMHs zeigen bessere Markt-Timing-Fähigkeiten als Manager von TMHs. Darüber hinaus werden SMHs seltener liquidiert, was damit zusammenhängt, dass die Mittelflüsse bei SMHs weniger empfindlich auf die Fondsperformance reagieren.

Zyklische Abhängigkeit von marktneutralen Hedge Funds

Julio Crego (Universität Tilburg) und Julio Galvez (Banco de España) untersuchen die lineare Korrelation und die Tail-Abhängigkeit zwischen marktneutralen Hedge Funds und dem Markt in Abhängigkeit vom Finanzzyklus. Sie belegen, dass die geringe Korrelation zwischen diesen Funds und dem S&P 500 aus einer negativen Korrelation in Baisse-Perioden und einer positiven Korrelation in Hausse-Perioden besteht. Im Gegensatz dazu weisen die übrigen Stile über die Zyklen hinweg eine positive Korrelation auf. Sie stellen ausserdem fest, dass diese Funds nur in Hausse-Perioden eine Tail-Abhängigkeit aufweisen.

Falls Sie die obige Studien wünschen, kontaktieren Sie bitte av@cb-partners.com.