

» *Managed Futures:* *Ausblick für 2021*

Managed Futures Team

10. Dezember 2020

Ausblick für Managed Futures 2021: Dynamisches Handeln ist Trumpf

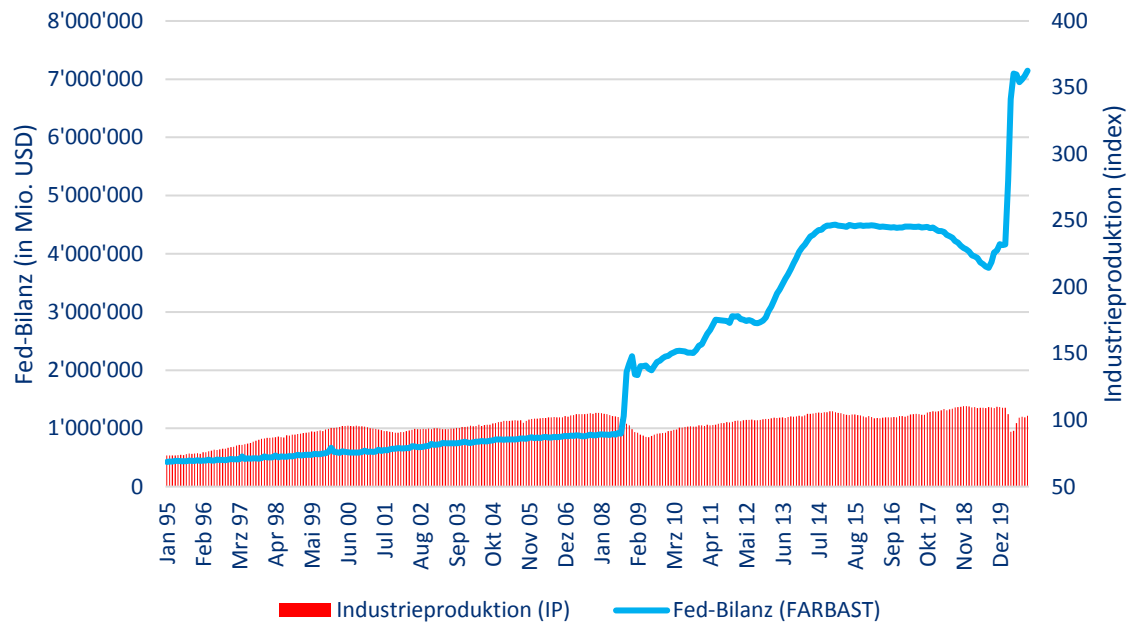
Zusammenfassung:

- Die Weltwirtschaft fiel aufgrund der Covid-19-Krise im Jahr 2020 in eine Rezession. Obwohl die Aussichten bzgl. eines Impfstoffes nun sehr positiv sind, dürften die Konsequenzen der verordneten Lockdowns noch lange spürbar bleiben. Mit der Verlangsamung der Wirtschaft verbunden sind eine Zunahme der Arbeitslosigkeit und ein Rückgang des Konsums in allen industrialisierten Ländern.
- Die Zentralbanken haben entschlossen auf die Krise reagiert. Die Bilanzen der wichtigsten Zentralbanken sind nochmals substanziell gewachsen. Diese Politik des billigen Geldes hat die Verschuldungsraten von Staaten und Unternehmen neue Höchststände erreichen lassen. Die Preise von Finanzanlagen wurden inflationiert und die durchschnittliche Bonität der ausstehenden Unternehmensanleihen verschlechtert sich zunehmend.
- Auch die Regierungen agierten proaktiv, um eine noch tiefere Rezession zu vermeiden. Neben der klassischen Fiskalpolitik haben Regierungen mit der Garantie von Bankkrediten ein neues Instrument gefunden, um den Geldmultiplikator zu beeinflussen.
- Die politischen Risiken – insbesondere eine Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China – haben mit dem Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen kaum abgenommen.
- In welcher Form sich die aufgestaute Energie entladen wird, ist kaum vorherzusehen. Sämtliche Szenarien von hoher Inflation bis hin zu einem Technologie-Crash haben ihre Wahrscheinlichkeit. In diesem Umfeld ist eine dynamische Strategie, die flexibel auf neue Trends aufspringen kann, Trumpf.

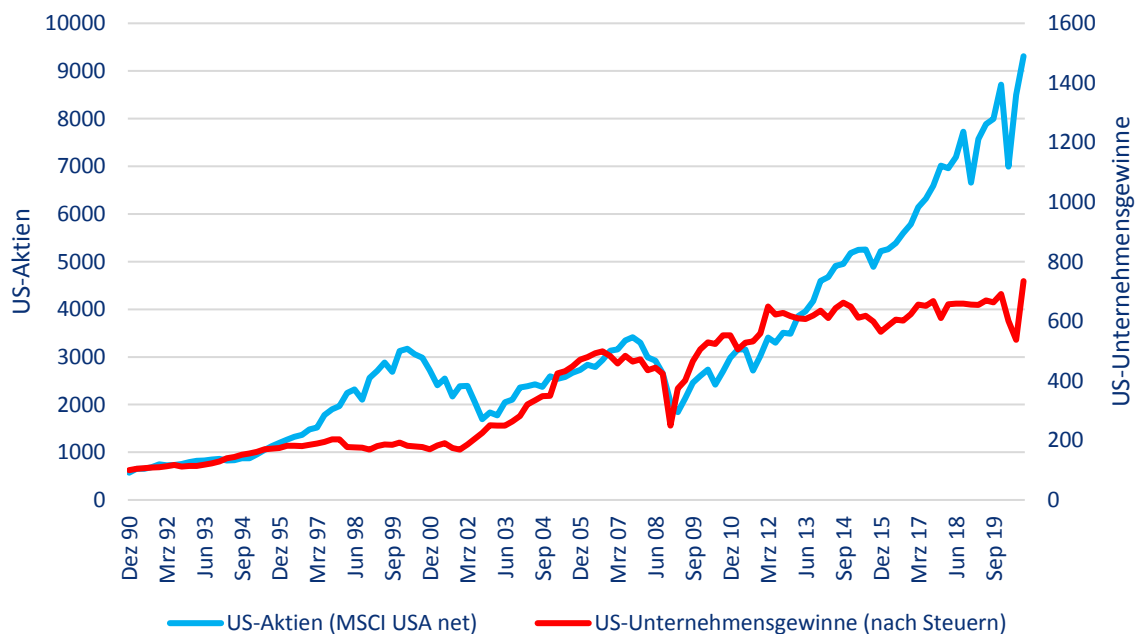
Geldschöpfung von Zentralbanken

Seit Beginn des Jahres 2020 wütet der Covid-19-Virus. Die Zentralbanken haben entschlossen auf diese globale Krise reagiert und die Wirtschaft mit Liquidität überflutet. Die Geldschöpfung lässt sich anhand der Bilanzen der Zentralbanken ablesen. Besonders beeindruckend ist die Entwicklung der Bilanz der US-Notenbank Fed (siehe Grafik 1), die schon seit der Finanzkrise eine extrem expansive Geldpolitik verfolgt hatte. Seit Beginn der Covid-19-Krise verdoppelte sich die Bilanz der Fed nochmals und beläuft sich nun auf 33.9% des BIP. In Europa (EZB) liegt dieser Wert mit 61.7% sogar noch deutlich höher. Damit ist die Geldmenge rund sechs Mal höher als vor der Finanzkrise im Jahr 2008 bei einer Wirtschaftsleistung (Industrieproduktion), die nur unwesentlich höher ist.

Das Handeln der Zentralbanken beeinflusste zunächst die Zinsen, die im März weltweit historische Tiefs erreichten. Die US-Notenbank sah sich aber aufgrund der sich verschlechternden Liquidität auch gezwungen, mit verschiedenen Massnahmen die Kreditmärkte zu stützen. Insbesondere akzeptiert sie neu eine grosse Bandbreite an Unternehmensanleihen als Sicherheit für Ihre Kreditfazilitäten und kann seit Ende März selbst direkt als Käufer von Investment-Grade-Unternehmensanleihen im Sekundärmarkt auftreten. Obwohl die Fed noch sehr rückhaltend mit dieser neuen Interventionsmöglichkeit umgeht, führte bereits ihre Ankündigung zu einer spürbaren Entspannung bei den Credit Spreads. Schliesslich inflationierten die Zentralbanken über die sinkenden Zinsen (bzw. Diskontsätze) auch die Aktienkurse, die sich zunehmend von den Gewinnen der Unternehmen abkoppeln (siehe Grafik 2).

Grafik 1: Bilanzsumme der US Federal Reserve gegenüber US-Industrieproduktion

Quelle Bloomberg, November 2020

Grafik 2: Entwicklung der Aktienkurse gegenüber Unternehmensgewinnen in den USA

Quelle Bloomberg, November 2020

Fiskalpolitik der Regierungen

Auch die Regierungen haben die Wirtschaft als Reaktion auf die Krise mit verschiedensten Massnahmen gestützt. Dazu zählen insbesondere die verschiedenen Formen von Kurzarbeit in Europa sowie direkte Cash Transfers in den USA. Die Staatsverschuldung ist damit nochmals dramatisch in die Höhe geschossen. Gemäss IMF Fiscal Monitor (Oktober 2020) belaufen sich die weltweiten Fiskalausgaben als Folge von Covid-19 auf USD 11.7 Billionen. Angesichts der bereits beschlossenen Stimuluspakete geht

der Internationale Währungsfonds von einem Anstieg der weltweiten Staatsverschuldung auf über 100% des BIP aus (83% in 2019).

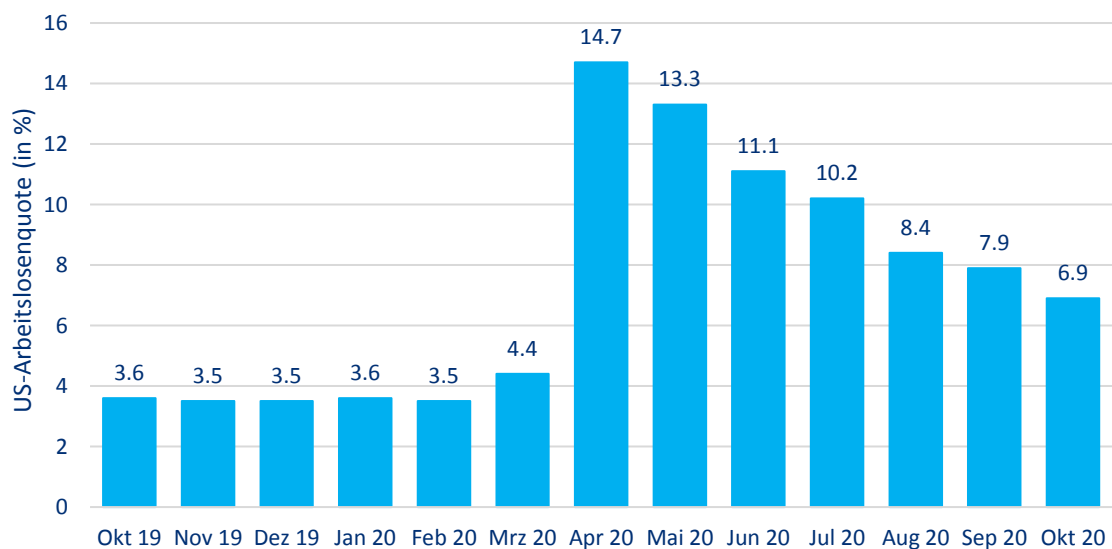
Die Regierungen haben zudem einen Weg gefunden, sich direkt am Geldmengenwachstum zu beteiligen. Sie geben Geschäftsbanken Bürgschaften, damit diese den Unternehmen und Privatpersonen Kredite gewähren. Damit wird eine Geldschöpfung geschaffen, die nicht mehr in der Kontrolle der Zentralbanken liegt.

Es ist zu erwarten, dass die Staatsverschuldung weiter zunehmen wird und dass diese Schulden von den Zentralbanken aufgekauft werden. Damit werden die immensen Staatsdefizite schlicht mit der Notenpresse finanziert. Des Weiteren haben die Regierungen – im Gegensatz zu den Zentralbanken – ein Interesse an einer steigenden Inflation. Wir gehen somit davon aus, dass sie nach der Krise kaum auf das Instrument der Kreditbürgschaft verzichten werden.

Zunahme der Arbeitslosigkeit, gedämpfte Konsumstimmung

Die Arbeitslosenquote in den USA ist in Folge der Corona-Krise ab April 2020 massiv auf knapp 15% angestiegen (siehe Grafik 3). Die Befürchtung von Analysten, dass die Arbeitslosenquote sogar bis auf 25% steigen könnte, hat sich zum Glück nicht bewahrheitet. Die Lockerungsmassnahmen in vielen US-Bundesstaaten liessen die Beschäftigungszahlen wieder steigen und die offizielle Arbeitslosenquote fiel im Oktober auf 6.9%. Die Entwicklung in Europa ist vergleichbar: Der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Frühling wurde durch verschiedene Stützungsaktionen der Regierungen gedämpft. Auch in Europa führten die Lockerungsmassnahmen ab dem Sommer zu einer Entspannung am Arbeitsmarkt.

Grafik 3: Entwicklung der Arbeitslosenquote in den USA



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics

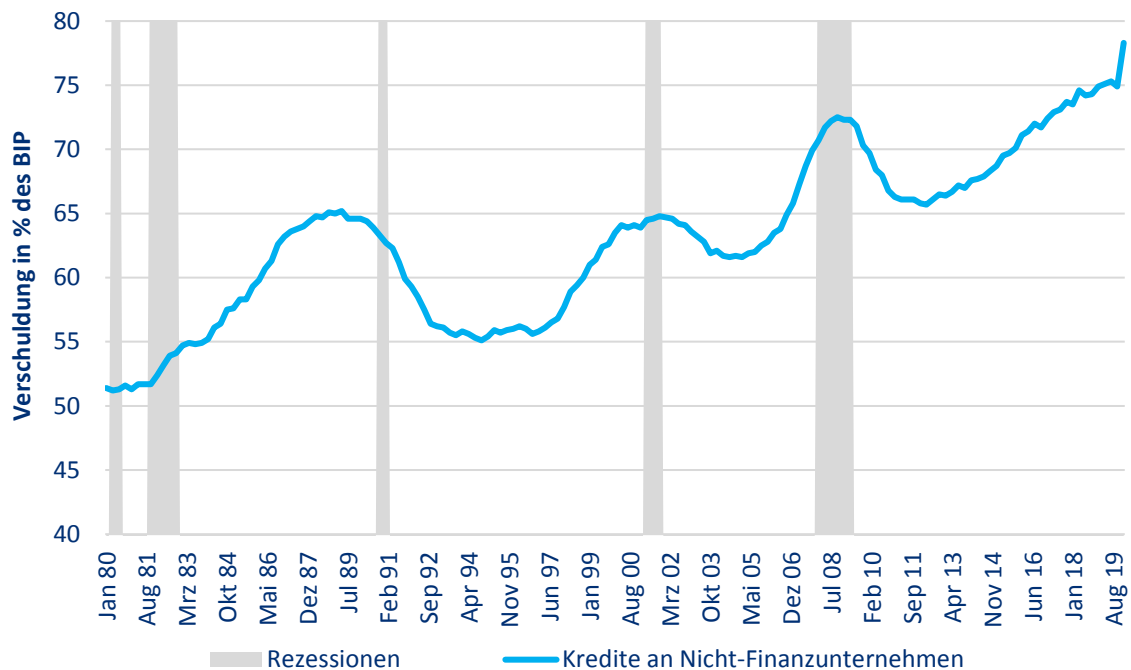
Die positive Entwicklung der letzten Wochen sollte jedoch nicht zu einem übertriebenen Optimismus verleiten. Die Arbeitslosenquoten liegen in den meisten Ländern weiterhin deutlich über den Werten von Januar 2020 und viele Unternehmen haben sich in der Annahme einer kurzfristigen Konjunkturdelle noch nicht reorganisiert. Die Zahlen in den USA zeigen bereits wieder einen Anstieg bei den Erstanträgen auf Arbeitslosengeld (U.S. Bureau of Labor Statistics). Die Unsicherheit am Arbeitsmarkt beeinflusst natürlich das Konsumverhalten der Menschen. In den meisten industrialisierten Ländern ist die

Sparquote in Folge der Covid-19-Krise in die Höhe geschossen. Wir erwarten, dass das Konsumverhalten aufgrund der Arbeitsplatzunsicherheit auch im Jahr 2021 deutlich gedämpft sein wird.

Verschuldungsgrad der Firmen, Zombies

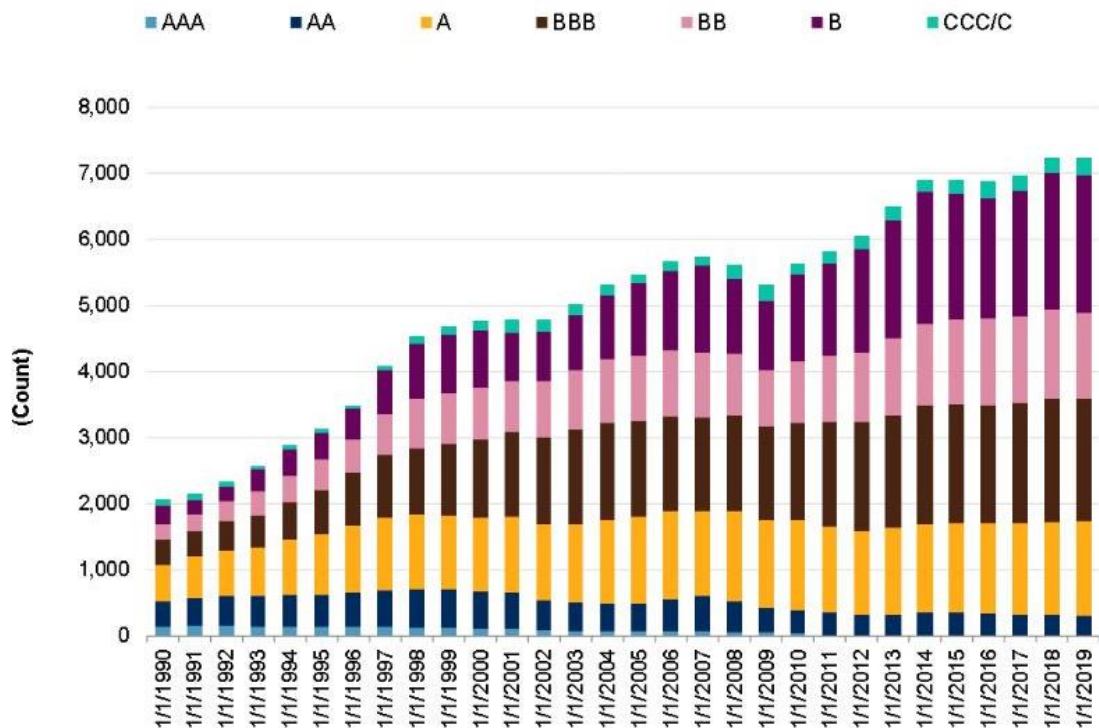
Die lockere Geldpolitik der Zentralbanken führt schon länger dazu, dass die Unternehmensverschuldung zunimmt. Auch hier lässt sich die Entwicklung am besten anhand des US-Marktes darstellen. Die folgende Grafik 4 zeigt, wie die Verschuldung der Firmen in den letzten Jahren geradezu explodiert ist. Die Zahlen der Federal Reserve Bank of St. Louis zeigen, dass der Verschuldungsgrad der Firmen in den USA im Januar 2020 bereits 78% des BIP beträgt. Es ist davon auszugehen, dass diese Quote im laufenden Jahr nochmals deutlich zugenommen hat.

Grafik 4: Unternehmensverschuldung relativ zum BIP in den USA



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Schulden sind grundsätzlich kein Problem, wenn sie für ökonomisch sinnvolle Investitionen eingesetzt werden. Besorgniserregend sind diesbezüglich aber die grossen Aktienrückkaufsprogramme in den USA, die kaum die Produktivität der Firmen erhöhen dürften. Des Weiteren ist auch eine ständige Verschlechterung der durchschnittlichen Bonität der Unternehmensanleihen festzustellen. Die folgende Abbildung zeigt diese Entwicklung eindrücklich.

Grafik 5: Entwicklung/Verteilung der weltweiten Unternehmensratings

Note: Chart shows the distribution of Global corporate ratings by count of issuer credit rating. Sources: S&P Global Ratings and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Hinweis: Der Chart zeigt die Verteilung der globalen Unternehmensratings basierend auf der Anzahl der Emittentenratings
Quelle: Standard & Poor's

Es ist zu befürchten, dass die Politik des billigen Geldes der Zentralbanken und die Unterstützungshilfen der Regierungen dazu geführt haben, dass viele Unternehmen mit einem nicht nachhaltigen Geschäftsmodell (sog. Zombie-Unternehmen) künstlich am Leben erhalten werden. Die entsprechende Bereinigung wird spätestens bei der nächsten Krise erfolgen müssen.

Politische Risiken: Handelskonflikt mit China

Schon fast vom Sorgenmonitor verschwunden sind die nach wie vor erheblichen Spannungen zwischen den Supermächten USA und China. Vor vier Jahren versprach der neu gewählte US-Präsident Trump einen leichten Erfolg im Handelskrieg mit China und drohte mit Strafzöllen von über USD 600 Milliarden (wovon bis heute USD 370 Milliarden in Kraft bleiben).

Gemäss Daten des United States Census Bureau gelang es den USA damit jedoch nicht – und zwar nicht einmal gegenüber China – ihr Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren. Wer nun aber hofft, dass mit Joe Biden eine schnelle Erleichterung im Handelskonflikt mit China eintritt, dürfte eine Enttäuschung erleben. Auch im demokratischen Lager herrscht eine grosse Skepsis gegenüber der asymmetrischen Geschäftspolitik Chinas, das einerseits eine globale Präsenz seiner Unternehmen anstrebt und andererseits seinen Binnenmarkt konsequent kontrolliert. Ein erneutes Aufflammen der Spannungen zwischen den beiden Supermächten dürfte nur eine Frage der Zeit sein.

Ausblick: Die aufgestaute Energie könnte sich bald entladen – dies wäre vorteilhaft für Managed Futures

Die Weltwirtschaft scheint an einem Scheidepunkt zu stehen. Auf der einen Seite drohen die Spätfolgen der Corona-Krise die Wirtschaft in eine tiefe Rezession zu stürzen. Eine solche könnte für viele angeschlagene Firmen den Todesstoss bedeuten mit massiven Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt. Auf der anderen Seite versorgen die Zentralbanken die Wirtschaft mit immer mehr neuem Geld, um eine rasche Überwindung der Krise mit dem Übergang zu einer neuen Wachstumsphase zu erzielen. Sie schaffen damit aber alle Voraussetzungen für eine zukünftige galoppierende Inflation. Noch halten sich diese Kräfte die Waage, womit sich im Jahr 2020 ein schwieriges Umfeld für Managed Futures ergab, geprägt von Hoffnung und Angst, von Trendbrüchen und von Seitwärtsbewegungen. Noch ist nicht klar, ob die nächsten Jahre von einer starken Rezession, Inflation oder neuem Wachstum bestimmt sein werden.

Wir erwarten, dass sich die aufgestaute Energie in den kommenden Jahren entladen wird und sich eines der skizzierten Szenarien materialisieren wird. Unabhängig davon welches Szenario eintritt, werden sich unserer Meinung nach starke Trends ausbilden, welche die Performance von Managed Futures befeuern sollten. Wann diese Umwälzungen beginnen und welche Konsequenzen sie für die Finanzmärkte verursachen werden lässt sich unseres Erachtens nicht prognostizieren. Es mag kurzfristig gelingen, dieses labile Gleichgewicht aufrecht zu erhalten. In Zeiten kategorischer Unsicherheit ist der Investor aber mehr denn je auf konvexe Anlageprodukte angewiesen, die sowohl von steigenden als auch von sinkenden Märkten in allen Anlageklassen profitieren und echte Diversifikation in Krisenzeiten liefern können.

Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Nicht professionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.

Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Die im Bericht gezeigten Brutto-Performancezahlen lassen zudem die dem Fonds belasteten Kosten unberücksichtigt. Diese Gebühren führen zu einer Reduktion der erzielten Performance.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Darüber hinaus unterliegen Finanzprodukte, die hauptsächlich in aufstrebende Märkte (sog. „Emerging Markets“) und/oder in hochverzinsliche Anleihen („High Yield Bonds“) investieren, grundsätzlich höheren Risiken. Anleihen von Emittenten mit Domizil und/oder Geschäftsschwerpunkt in Schwellenländern (Emerging Markets; EM) unterliegen einem höheren politischen, sozialen und ökonomischen Risiko, das sich u.a. in Kapitalverkehrskontrollen oder anderen Restriktionen ausdrücken kann. Dadurch kann es dem Emittenten unmöglich werden, die Anleihe weiter zu verzinsen oder zurück zu zahlen. Zudem kann das Niveau der Überwachung oder der operativen Möglichkeiten von den Standards in Industrieländern abweichen. Anleihen mit höheren Renditen (High Yield) sind mit einem überdurchschnittlichen Ausfallrisiko verbunden und stellen ein höheres Risiko dar als Anleihen mit hoher Anlagequalität (Investment Grade).

Wandelanleihen, bedingte Pflichtwandelanleihen („CoCo-Bonds“), nachrangige Anleihen, Dauerschuldverschreibungen und variabel verzinsliche Anleihen sind komplexe Finanzinstrumente. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Fondsunterlagen verwiesen.

CTA (Commodity Trading Advisory) oder Managed Futures Strategien investieren weltweit in börsennotierte Finanz-, Rohstoff- und Devisen-Futures. Die Strategien sind hochkomplex und hochvolatil. Die durchschnittliche Volatilität von Managed Futures Strategien ist deutlich höher als viele andere Hedgefonds oder Absolute-Return-Strategien. Anleger müssen daher dazu in der Lage sein, auch Phasen mit höherer Volatilität auszuhalten.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Der Kauf eines Produkts, das von Fisch verwaltet wird, darf nur auf der Grundlage der jeweils gültigen Dokumente (Fondsprospekts, Fondsvertrags, KIIDs etc.) erfolgen. Die jeweils gültigen Dokumente finden sich auf www.fundinfo.com. Bevor ein Kaufentscheid gefällt wird, hat jeder professionelle Anleger auf der Grundlage der eigenen Situation zu prüfen, ob er überhaupt befugt ist, das Produkt zu kaufen und falls ja, ob er die notwendige Risikofähigkeit für das entsprechende Produkt besitzt. Fisch weist

ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt professionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder professionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.