

» *Managed Futures:* *Ausblick für 2022*

Managed Futures Team

10. Dezember 2021

Ausblick für Managed Futures 2022: Entkoppelungsfähigkeit ist entscheidend in diesem Umfeld

Zusammenfassung:

- Den Zentralbanken und Regierungen ist es gelungen, die Weltwirtschaft durch eine äusserst entschlossene Geld- und Fiskalpolitik wieder auf einen Wachstumspfad zu bringen. Der Preis dieser Massnahmen liegt in der rekordhohen Verschuldung von Staaten und Unternehmen sowie in einer deutlich höheren Inflation.
- Die Zentralbanken stehen vor der schwierigen Herausforderung, die Zügel der Geldpolitik wieder anzuziehen ohne dabei der Wirtschaft die Luft abzuschneiden. Noch scheinen sie die Situation unter Kontrolle zu haben.
- Die Anzeichen mehren sich jedoch, dass die Inflation noch länger ein beherrschendes Thema bleiben dürfte. Die Beeinträchtigungen der Lieferketten und die damit verbundenen Produktionsausfälle lassen sich offensichtlich nicht kurzfristig beheben. Je länger aber die Inflation auf diesem hohen Wert verharret, desto wahrscheinlicher werden sogenannte Zweitrundeneffekte, die eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale ankurbeln könnten.
- Die zunehmende Inflation hat auch dazu geführt, dass Staatsanleihen zunehmend als risikobehaftet betrachtet werden. Die Korrelation zu Aktien ist spürbar gestiegen und das Diversifikationspotenzial für den Investor entsprechend gesunken.
- Ob und in welcher Form sich die aufgestaute Energie im Jahr 2022 entladen wird ist kaum vorherzusehen. Sämtliche Szenarien von hoher Inflation bis Stagflation haben ihre Wahrscheinlichkeit. Attraktiver denn je in diesem Umfeld sind die Entkoppelungseigenschaften von Managed Futures, welche flexibel auf neue Trends aufspringen können und in der Vergangenheit zuverlässig „Krisenalpha“ generieren konnten.

Rückblick auf das Jahr 2021

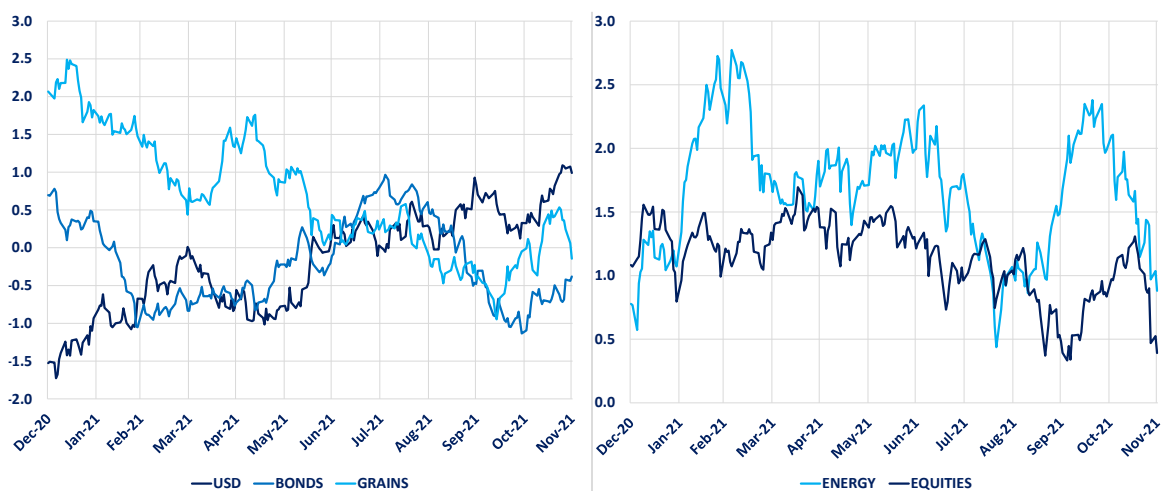
In unserem letztjährigen Ausblick vertraten wir die Auffassung, dass die Weltwirtschaft an einem Scheideweg stünde. Aufgrund der durch Covid-19 notwendig gewordenen Massnahmen drohte sie in eine tiefe Rezession zu fallen. Die Zentralbanken und Regierungen weltweit reagierten energisch auf die Pandemie, öffneten die Geldschleusen und schnürten Hilfspakete. Es schien unklar, ob diese Massnahmen ausreichend sein würden, um eine Abschwächung der Wirtschaft abzuwenden und ob es den Zentralbanken gelingen würde, die Kontrolle über die Preisstabilität beizubehalten.

Ein Jahr später stellen wir fest, dass sich der Arbeitsmarkt in den industrialisierten Ländern weitgehend stabilisiert hat. In den USA ist die Arbeitslosigkeit von 6.7% Ende 2020 auf 4.2% per Ende November 2021 gesunken und hat somit fast wieder den Stand von vor der Pandemie erreicht (3.5% im Januar 2020). Lange schien auch die Inflation nicht zu einem ernsthaften Problem zu werden. Mit der Erholung der Wirtschaft entsteht nun aber ein spürbarer Preisdruck, der von den Zentralbanken zunächst als „vorübergehend“ bezeichnet wurde. Selbst wenn die Zentralbanken nach wie vor die Kontrolle zu behalten scheinen, dürfte das Inflationsgespenst noch für einen längeren Zeitraum über der Wirtschaft schweben.

Das Jahr 2021 erwies sich für Trendfolge-Programme als ziemlich herausfordernd. In der nachfolgenden Grafik 1 verdeutlichen wir dies anhand unserer Trendsignale für ausgewählte Anlageklassen. Der US-Dollar hatte zu Beginn des Jahres ein stark negatives Trendsignal. Trendfolge-Programme sind somit mit einer Short-USD-Position ins Jahr gestartet und haben bis mindestens Ende Juni Verluste auf dieser

Position akkumuliert. Erst danach drehte das Signal ins Positive und erlaubte den Aufbau einer gewinnbringenden Long-Position. Schon fast spiegelbildlich entwickelten sich die „Grains“. Dort waren zu Beginn des Jahres die stärksten Trends signale zu beobachten und entsprechend „long“ waren Trendfolge-Programme positioniert. Auch hier dauerte es bis spät in den Sommer bevor das Trends signal ins Negative drehte. Aber wegen der starken Erholung gegen Ende des Jahres führten auch die im Spätsommer aufgebauten Short-Positionen kaum zu Gewinnen. Als schwierigste Anlageklasse erwiesen sich die Bonds. Hier wechselte das von Fisch berechnete Trends signal insgesamt fünf Mal das Vorzeichen, wodurch Trendfolge-Programme mit einer mittel- bis langfristigen Frequenz immer wieder auf dem falschen Fuss erwischt wurden. Der so oft angekündigte Regimewechsel hin zu steigenden Zinsen verzögerte sich immer wieder.

Grafik 1: Trends signale für die Anlageklassen USD, Bonds und Grains (links) sowie Energy und Equities (rechts)



Hinweis: Die Trends signale für verschiedene Anlageklassen zeigen wie schwierig das Jahr 2021 für Trendfolge-Programme ist

Quelle: Fisch Asset Management

Bis Ende November gelang es der Industrie hingegen, die anhaltend positiven Trends bei Aktien und im Rohstoffsektor „Energy“ auszunutzen. Der rechte Bereich der Grafik 1 zeigt, dass die entsprechenden Trends signale kontinuierlich im positiven Bereich blieben, so dass – trotz grösseren Fluktuationen – eine positive Performance-Kontribution möglich war. In diesen Anlageklassen kam es ab dem 26.11. zu einem heftigen Trendbruch, welcher zu erheblichen Verlusten auf den entsprechenden Long-Positionen führte. Es ist noch zu früh, um ein Urteil darüber abzugeben, ob damit ein Bärenmarkt an den Finanzmärkten eingeläutet wurde. Der Ausblick für das kommende Jahr hängt wesentlich von den folgenden Fragen bzw. den Antworten darauf ab.

Kann das Wirtschaftswachstum auch ohne Geldmengenwachstum beibehalten werden?

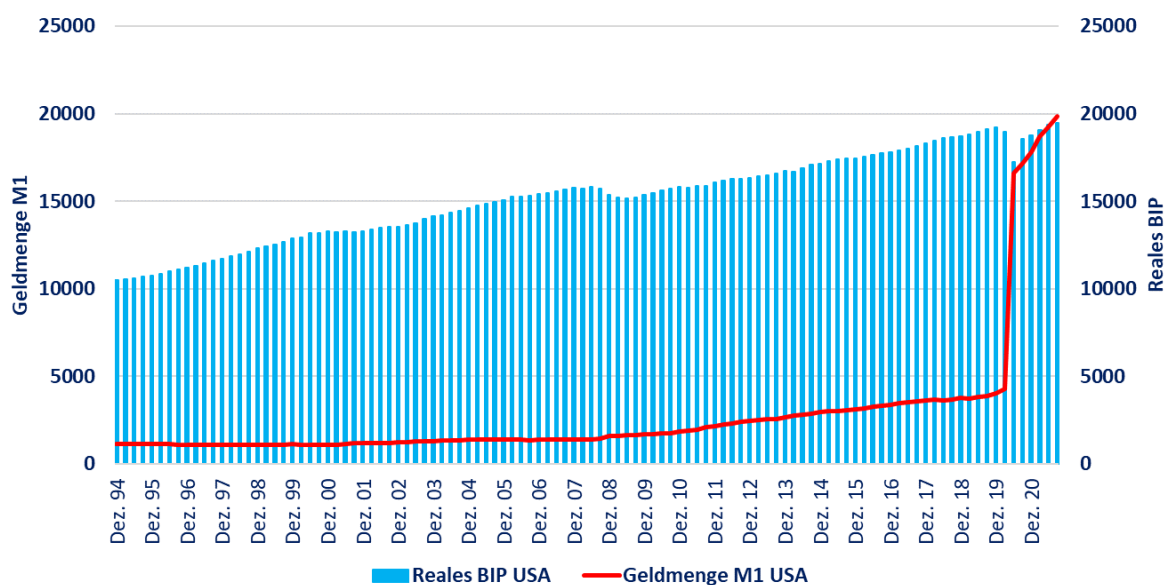
Bereits nach der Finanzkrise von 2008 verfolgten die Zentralbanken weltweit eine extrem expansive Geldpolitik. Mit dem Beginn der Covid-19-Krise beschleunigte sich die Ausweitung der Geldmengen nochmals massiv und entsprechend wuchsen auch die Bilanzen der Zentralbanken. Die Bilanz der Fed beläuft sich nun auf 37.9% des US-BIPs. Die Werte für die EZB und die BoJ liegen mit 70.3% bzw. 134% noch deutlich höher.

Die folgende Abbildung 2 zeigt, dass es damit in den USA gelang das reale Wachstum, trotz allen Einschränkungen infolge der Covid-Krise, zu stabilisieren. Angesichts der anziehenden Inflation nimmt

nun aber der Druck auf die Zentralbanken zu, die Geldschleusen allmählich wieder zu schliessen. Dieses „Tapering“ ist ein äusserst delikater Seiltanz: sollten die Zentralbanken bei der Implementierung ihrer restriktiveren Geldpolitik zeitlich ins Hintertreffen geraten, könnte die Kontrolle über die Inflation verloren gehen. Andererseits könnte ein zu harsches Eingreifen die Wirtschaft abwürgen und in eine neue Rezession stürzen.

Die Fed konnte die Märkte bisher mit ihrer Kommunikation überzeugen, wonach sie die Wertschriftenkäufe um monatlich USD 15 Mrd. reduzieren wird. Die langfristigen Zinsen reagieren bereits und signalisieren tiefere Inflationserwartungen. Während der Fed zumindest der Einstieg in das Tapering gelang, steht die EZB noch vor der Bewährungsprobe.

Grafik 2: Geldmengenwachstum und reales BIP in den USA



Hinweis: Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Geldmenge M1 und des realen BIPs in den USA. Die Covid-Krise führte zu einer Delle im Wirtschaftswachstum. Die Fed erhöhte die Geldmenge in einem noch nie gesehenen Ausmass. In Kombination mit einer grosszügigen Fiskalpolitik gelang es, die Wirtschaft wieder auf einen Wachstumspfad zu lenken.

Quelle: Bloomberg

Wir gehen davon aus, dass das Wirtschaftswachstum nun eine starke Eigendynamik entwickeln wird, und daher nicht noch zusätzlich durch eine lockere Geldpolitik angefeuert werden muss. Eine erneute Verschärfung der Massnahmen zur Bekämpfung der Pandemie und/oder eine Eskalation des Streits zwischen den USA und China könnten aber die Erholung gefährden. Wir erwarten, dass die Zentralbanken bei den ersten Anzeichen einer Wirtschaftsverlangsamung wieder die Geldpresse bemühen werden. Der Ausstieg aus dieser extrem akkommodierenden Geldpolitik dürfte also ein steiniger Pfad sein und viele Jahre in Anspruch nehmen.

Bleibt die Inflation wirklich nur „vorübergehend“?

Per Ende November 2021 erreichte die Inflation in den USA einen Wert von 6.8% (im Vorjahresvergleich). Damit übersteigt sie die Grenze von 5%, welche dem achten Dezil der Inflationsverteilung seit 1926 entspricht¹.

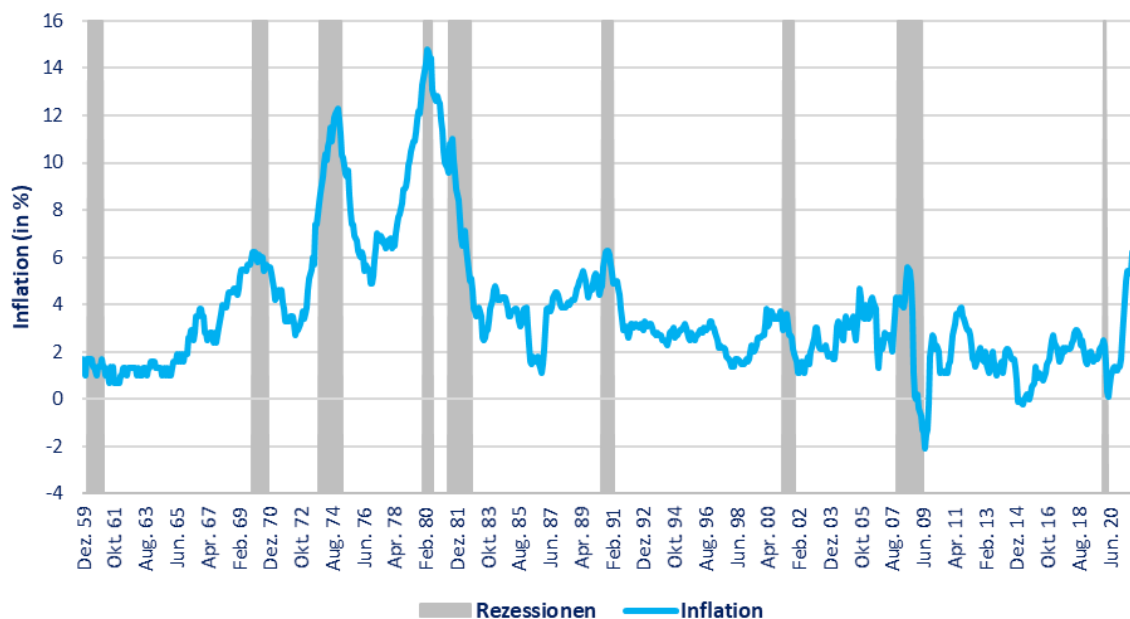
¹ Siehe: *The Best Strategies for Inflationary Times*, H. Neville, T. Draaisma, B. Funnell, C.R. Harvey, and O. Van Hemert, 2021.
This version: April

Dieser Inflationsschub wurde von den meisten Experten als „vorübergehend“ bezeichnet, weil er einerseits durch kurzfristige Nachholeffekte auf der Nachfrageseite und kurzfristige Lieferengpässe auf der Angebotsseite verursacht wurde. In der Zwischenzeit anerkennen die Zentralbanken, dass die Produktionsstörungen nur mittelfristig behoben werden können.

Je länger die Inflation auf diesem hohen Niveau verharrt, umso wahrscheinlicher werden Zweitrundeneffekte: Marktteilnehmer werden die Inflation in ihre Erwartungen integrieren, was zum Beispiel zu höheren Lohnforderungen auf Arbeitnehmerseite führen würde. Entsprechend könnte es zu einem weiteren Inflationsdruck kommen, der eine gefährliche Spirale in Gang setzen könnte.

Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Inflation sowie die offiziellen Rezessionen in den USA. Die Gegenüberstellung zeigt, wie schwierig es für die Zentralbanken ist, die Zügel der Inflation bei einer heisslaufenden Wirtschaft wieder in den Griff zu bekommen.

Grafik 3: Inflationsentwicklung und Rezessionen



Hinweis: Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Inflation in den USA und stellt diese den offiziellen Rezessionsphasen gegenüber. Es fällt auf, dass Rezessionen oft mit einem Aufschieszen der Inflation über 5% koinzidieren.

Quelle: Bloomberg (CPI YOY Index) und Federal Reserve Bank of St. Louis (USREC)

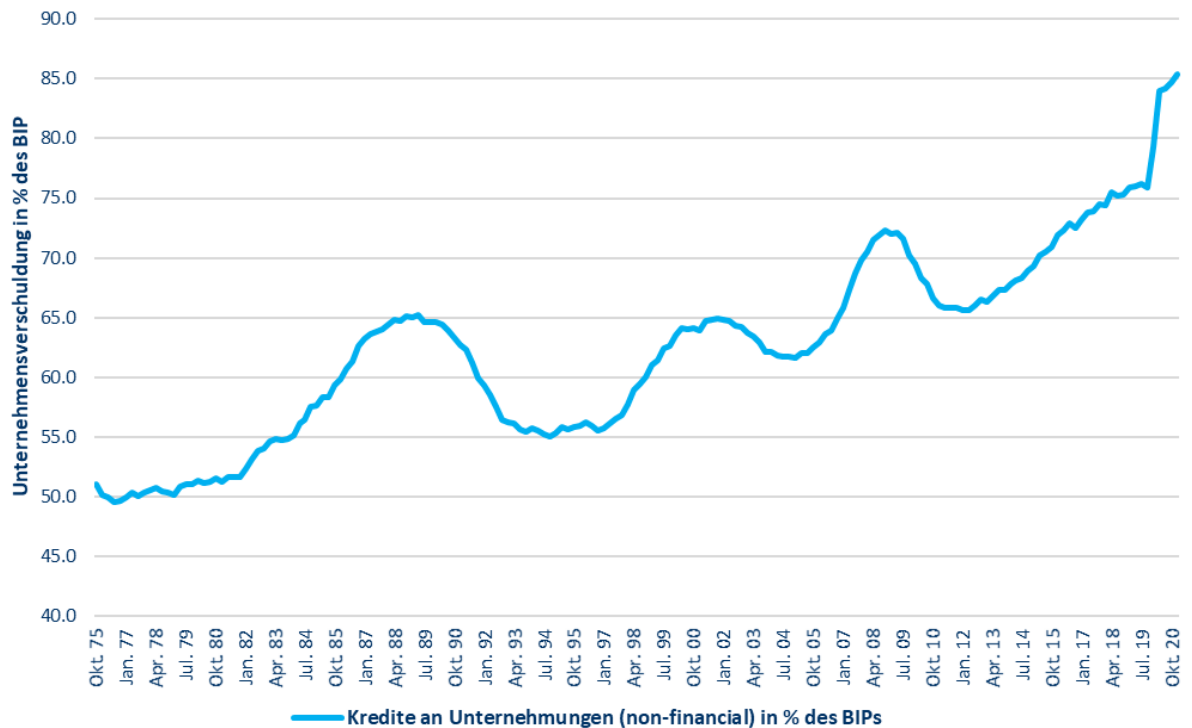
Unbestritten ist schliesslich die Tatsache, dass die Politik des billigen Geldes die Preise von Sach- und Finanzanlagen immer neue Höchststände erreichen liess. Diese Inflationierung von Vermögenswerten führt zu einer Reihe von Verzerrungen und negativen Anreizen, die keineswegs nur „vorübergehend“ sind:

- Einerseits ist der Preis eines konstanten Cashflow-Stroms (Dividenden, Mieten, etc.) stark gestiegen. Damit sind vor allem Pensionskassen konfrontiert, welche ihren Versicherten eine Rente versprechen. Sie müssen für die Erwirtschaftung dieser Renten viel mehr Kapital zur Verfügung stellen. Auch für Privatpersonen, die in Assets investieren möchten, ist dies eine sehr reale Form der Inflation.
- Andererseits ist der Druck auf profitable Unternehmen gestiegen, ihre Cash-Reserven tief zu halten. Für den Investor sind nämlich die Opportunitätskosten der Kassenhaltung nicht die offizielle Inflation, sondern der Wertanstieg an der Börse. Unternehmen reagieren auf diese Entwicklung mit Aktienrückkaufprogrammen oder geben die Mittel in Form von Dividenden an die Investoren zurück. Die Resilienz dieser Firmen in Krisenzeiten dürfte dadurch geschmälert sein.

Wird der Verschuldungsgrad der Firmen zu einem Problem?

Die lockere Geldpolitik der Zentralbanken führt schon länger dazu, dass die Unternehmensverschuldung stetig zunimmt. Diese Entwicklung lässt sich anhand des US-Marktes darstellen. Die folgende Grafik 4 zeigt, dass der Verschuldungsgrad der US-Firmen in den letzten Jahren geradezu explodiert ist und im Jahre 2021 über 85% des BIP beträgt.

Grafik 4: Unternehmensverschuldung relativ zum BIP in den USA



Hinweis: Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Unternehmensverschuldung in den USA. Die lockere Geldpolitik der letzten Jahre hat nochmals zu einem Schub bei der Verschuldung der Unternehmen geführt.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis (Total Credit to Non-Financial Corporations, Adjusted for Breaks, for United States, Percentage of GDP, Quarterly, Not Seasonally Adjusted).

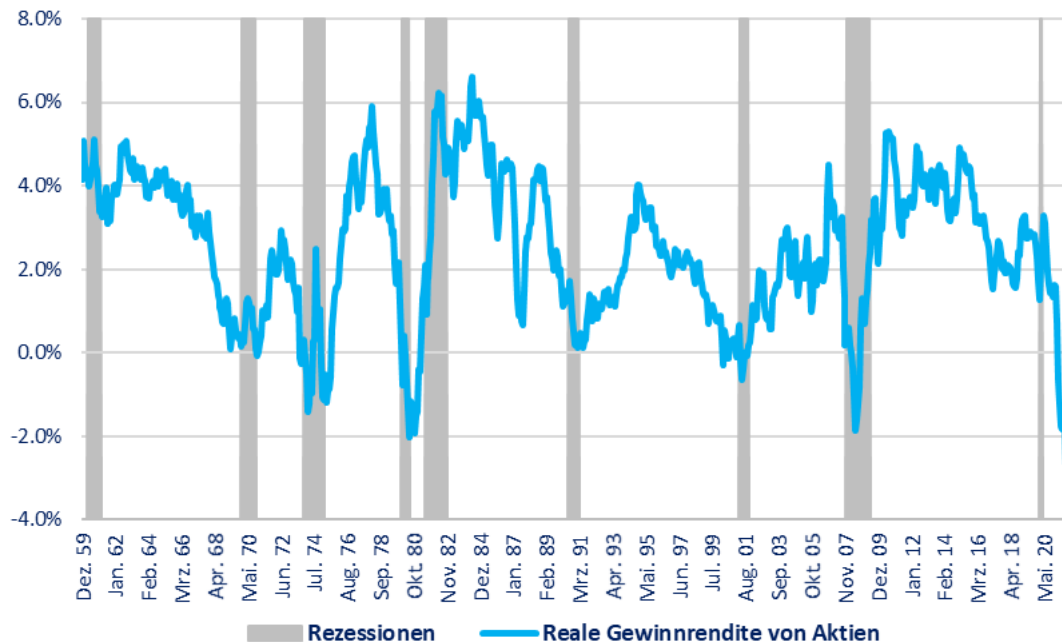
Schulden sind grundsätzlich kein Problem, wenn sie für ökonomisch sinnvolle Investitionen eingesetzt werden. Besorgniserregend sind diesbezüglich aber die grossen Aktienrückkaufsprogramme in den USA, die kaum die Produktivität der Firmen erhöhen dürften. Des Weiteren ist auch eine ständige Verschlechterung der durchschnittlichen Bonität von Unternehmensanleihen festzustellen. Es ist somit 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. Bei steigenden Zinsen dürfte hier eine entsprechende Bereinigung einsetzen.

Sind die Bewertungen an den Finanzmärkten nachhaltig?

Wie erwähnt führte die Geldpolitik der Zentralbanken seit der Finanzkrise 2008 zu höheren Preisen für Aktien, Unternehmensanleihen, Staatsanleihen, Immobilien, u.v.m. Wichtig ist, dass dieser Wertanstieg nicht oder nur teilweise höhere zukünftige Cashflows widerspiegelt, sondern dass die Bewertungen (Preis eines gegebenen Cashflows) zugenommen haben.

Diese Entwicklung lässt sich schön anhand der Gewinnrenditen von Aktien (E/P) darstellen. In den letzten Jahren sind die Aktienkurse der Unternehmen schneller als deren Gewinne gestiegen, so dass die Gewinnrenditen kontinuierlich gesunken sind. Berücksichtigt man auch noch die Inflation, so sind die realen Gewinnrenditen (E/P minus Inflation) sogar ins Negative gerutscht und liegen so tief wie noch nie in den letzten 60 Jahren (siehe Grafik 5). Bei diesen Preisen und bei dieser Inflation sind Aktien somit nicht mehr besonders attraktiv.

Grafik 5: Entwicklung der Gewinnrenditen des S&P 500



Hinweis: Die Abbildung zeigt die Entwicklung der realen Gewinnrendite (E/P minus Inflationsrate) in den USA und stellt diese den offiziellen Rezessionsphasen gegenüber. Es fällt auf, dass negative reale Gewinnrenditen oft mit Rezessionen koinzidieren.

Quelle: Standard & Poor's (Current S&P 500 Earnings Yield), Bloomberg (CPI YOY Index) und Federal Reserve Bank of St. Louis (USREC)

Eine Normalisierung dieser Entwicklung erfordert entweder eine massive Steigerung der Unternehmensgewinne (bei gleichbleibenden Aktienpreisen) oder eine Korrektur der Bewertung dieser Gewinne in den Aktienpreisen. Die Koinzidenz von negativen realen Gewinnrenditen und Rezessionen in der obigen Grafik sprechen leider eher für das zweite Szenario.

Diversifikation: die Bedeutung von Managed Futures

Im vergangenen Jahr ist es den Zentralbanken und Regierungen gelungen, die Weltwirtschaft zu stabilisieren und eine neue Wachstumsdynamik zu initiieren. Ohne negative externe Einflüsse sollte sich diese Entwicklung im kommenden Jahr fortsetzen mit einer entsprechenden weiteren Erholung des Arbeitsmarktes. Diese Ausgangslage stimmt uns grundsätzlich positiver als letztes Jahr.

Beängstigend ist hingegen die unvorstellbar hohe Verschuldung von Staaten und Unternehmen angesichts der anziehenden Inflation. Die Aufgabe der Zentralbanken entspricht einer schmalen Gratwanderung, bei der jeder Fehler zum Absturz führen kann. Rezession, Inflation oder sogar Stagflation: es gibt kaum ein Szenario, das ausgeschlossen werden kann.

In einem solchen Marktumfeld scheint Diversifikation oberstes Gebot zu sein. Die schlechte Nachricht ist aber, dass die Korrelationen zwischen Anlageklassen in Krisenzeiten zunehmen und das Diversifikationspotenzial genau dann am geringsten ist, wenn der Investor am meisten darauf angewiesen ist. In den letzten Jahrzehnten konnten Long-only-Portfolios immer auf die Entkoppelungseigenschaften von Staatsanleihen zählen. Mit der steigenden Inflation ist aber auch ein Ansteigen der Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen zu beobachten. Bei den noch immer rekordtiefen Zinsen und in einem von Inflationsängsten geprägtem Umfeld kann der Investor nur noch bedingt auf die Schutzwirkung von Staatsanleihen zählen.

Managed Futures haben in der Vergangenheit immer wieder ihre Fähigkeit unter Beweis gestellt, sog. „Krisenalpha“ zu liefern, also in Krisenzeiten positive Performance zu generieren. Die Flexibilität dieser Anlageklasse sowohl positive Trends zu nutzen, z.B. auf der Rohstoffseite bei einer sich beschleunigenden Inflation – als auch negative Trends zu spielen, z.B. bei Anleihen bei steigenden Zinsen oder bei Aktien im Falle einer Verlangsamung der Wirtschaft – macht sie unserer Ansicht nach zum unverzichtbaren Baustein für Long-only-Portfolios. Das Timing dieser Anlageklasse ist nahezu unmöglich, denn zu schwierig ist es, die Persistenz der Trends zu prognostizieren. Wir erwarten aber, dass sich die in den Finanz- und Rohstoffmärkten aufgestaute Energie in den kommenden Jahren entladen wird und sich dabei starke Trends materialisieren werden.

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.

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, nachrangige Anleihen, Dauerschuldverschreibungen und variabel verzinsliche Anleihen sind komplexe Finanzinstrumente. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Fondsunterlagen verwiesen.

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