

MANAGED FUTURES

EINMAL DRAWDOWN UND ZURÜCK

Was war die Branche euphorisch! Euphorisch am Ende des Jahres 2008. Nach einem für die Assetklasse herausragenden Jahr, konnten alle Beteiligten zu Recht die Korken knallen lassen. Und so ging die Branche auch mit großen Erwartungen in das Jahr 2009.

Von **Marc Haegert** von hedgeconcept.de

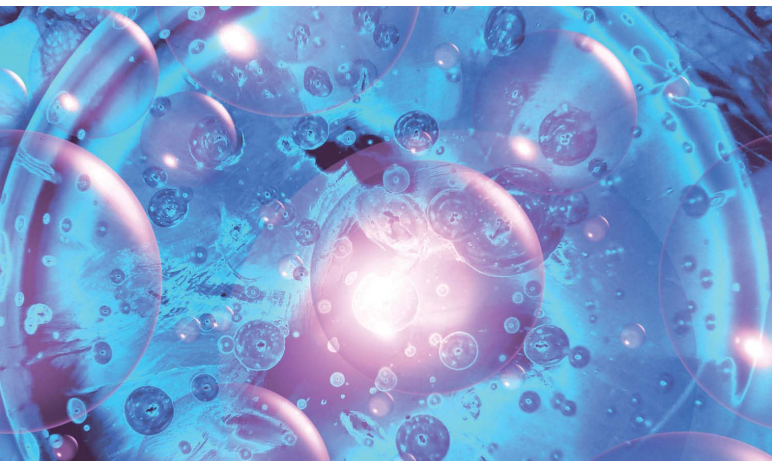


Photo: iRike

Rückblende 2008

Die Finanzkrise erreichte im Herbst 2008 – zumindest an den internationalen Finanzmärkten – ihren bisherigen Höhepunkt. Dies bedeutete oftmals herbe Kursverluste: bei Aktien, bei Rohstoffen, bei Anleihen. Die CTAs hingegen legten ein fulminantes Jahr hin. Schauen wir auf einige Indizes...

Barclay BTOP50:	+13,5 %
CASAM CISDM equal weighted CTA:	+17,9 %
CS Tremont Managed Futures:	+18,3 %

Die Indizes bilden eine große Zahl von Managern und Strategien ab. Manche Manager erzielten gar Wertzuwächse von +100 % und mehr und hatten den Kopf wohl schon in den Wolken.

Zurück auf dem Boden 2009

Da kam 2009 gerade recht. Wie beschrieben war der Optimismus für 2009 sehr groß. Bereits jetzt können wir es vorwegnehmen: es kam anders als gedacht. Die Performance der vielfältigen CTA-Strategien wird für das Jahr 2009 einen der schlechtesten Werte, ja vielleicht sogar – je nach Index – den schlechtesten Wert über-

haupt aufweisen.

Hier die Indexzahlen bis dato:

Barclay BTOP50 (Nov. 2009):	-2,0 %
CASAM CISDM equal weighted CTA (Okt. 2009):	-1,7 %
CS Tremont Managed Futures (Okt. 2009):	-6,3 %

Besonders ist an dieser Stelle das Ergebnis des „CASAM CISDM equal weighted CTA Index“ zu nennen. Der Index hat nicht nur einen langen Namen, sondern eine ebensolche Historie. Seit Januar 1980 werden die Daten aufgezeichnet. Die durchschnittliche Wertentwicklung des Index liegt bei 14,7 % pro Jahr, wobei das beste Jahr 1987 mit +62,0 % war und das schlechteste 1999 mit +1,3 %. Der aufmerksame Leser hat es sicher bemerkt: Seit Aufzeichnungsstart vor 30 Jahren hat der Index bisher noch niemals ein Jahr mit einem negativen Ergebnis beendet. Besonders diejenigen, die sich bisher noch nicht so gut mit Managed Futures Investments auskennen, dürfen diese Zahlen gerne auch mal mit Aktien- oder Rentenanlagen vergleichen, das könnte ja durchaus neue Erkenntnisse bringen.

Luft raus?

Wie ist es zu erklären, dass sich die Wertentwicklung von 2008 bis 2009 so stark verändert hat? Zunächst mal können wir bestätigen, dass sich Managed Futures völlig losgelöst von der Performance internationaler Aktien entwickeln. Noch immer stößt man auf Zeitgenossen, die sich wundern, wieso beispielsweise die meisten bekannten Trendfolger so schlecht abgeschnitten haben, nach dem Motto „Der Trend im Aktienmarkt ist doch ganz eindeutig“. Natürlich sind solche Aussagen absolut richtig – im Nachhinein sowieso. Hierbei ist zunächst zu sagen, dass fast alle systematischen Trendfolger auf eine große Zahl von Märkten diversifizieren, darunter sowohl Aktien-, als auch Zins-, Rohstoff- und Währungsmärkte. Somit

Managed Futures Indizes im Vergleich		
Index	Performance 2009	Performance 2008
Barclay BTOP50	bis Nov -2,0 %	13,5 %
CS Tremont Managed Futures	bis Okt -6,3 %	18,3 %
CASAM CISDM equal weighted CTA	bis Okt -1,7 %	17,9 %

ist die Betrachtung allein der Aktienmärkte irreführend. Allerdings gab es auch bei den Währungen und besonders im Rohstoffbereich große Bewegungen. Im Gespräch mit Managern höre ich häufig Aussagen wie „Es fehlen klare Trends“ oder „Die Trends brechen zu schnell“. Wie können wir das verstehen?

Wenn ein CTA sagt, dass es kaum Trends gibt, meint er damit, dass seine Systeme derzeit keine Trends erkennen können. Dies hängt unter anderem an den extrem starken Volatilitäten in den Märkten im Jahr 2008. Diese Inputdaten (z. B. über gleitende Durchschnitte) fallen nun mehr und mehr aus dem Beobachtungsfenster. In 2009 haben auch die Zentralbanken stark im Bereich der Währungen und Zinsen interveniert. Diese exogenen „unberechenbaren“ Impulse können von den Handelssystemen nicht erkannt werden und sorgen für schlechte Signale und Fehltrades. Die ansteigende Volatilität der Märkte in 2008 gab ein hervorragendes Umfeld ab. Und die meisten CTAs konnten besonders davon profitieren. In 2009 nahmen diese Volatilitäten stark ab – ein ungünstiges Umfeld für die meisten Strategien.

Bei hoher Volatilität werden kleinere Positionen genommen, weil der Value at Risk (als Maßstab für den maximal erlaubten Verlust pro Trade) größer ist. Wenn die Volatilität nach dem Markteinstieg sinkt, verringert sich das Gewinnpotenzial des Trades. Umgekehrt, wenn der CTA bei tiefer Volatilität die Position eingeht und diese dann ansteigt, vergrößert sich das Gewinnpotenzial des Trades. Wie auch bei den gleitenden Durchschnitten fließen Vergangenheitswerte in die Berechnung der Indikatoren ein. Das bedeutet, dass die verwendeten durchschnittlichen Volatilitäten durch die Extremwerte aus dem Herbst/Winter 2008 verfälscht werden. Ebenso ist der geringe Anteil von Trendtagen im Jahr 2009 zu nennen. Als Trendtag ist ein Tag definiert, bei dem sich der Handelsbereich (zwischen Höchst- und Tiefstkurs) erweitert

und der Eröffnungskurs bzw. der Schlusskurs in der Nähe der entgegengesetzten Extreme des täglichen Handelsbereichs liegen. Der Anteil der Trendtage liegt im Schnitt bei 40-50 %. In den Jahren 2004 und 2005 erzielten Managed Futures unterdurchschnittliche Gewinne. Da lag der Trendtage-Anteil bei 35-40 %. In 2009 gibt es nur etwa 22 % Trendtage. Der Wert ist in Relation also wirklich sehr niedrig. Obwohl die Volatilität der Märkte insgesamt abgenommen hat, war eine hohe Intraday-Volatilität zu beobachten. Wenn ein CTA z. B. bei tiefer Volatilität die Stops enger setzt und dafür größere Positionsgrößen nimmt, kann ein Intraday-Preisausschlag in einem sonst eher ruhigem Umfeld den Stop auslösen, bevor sich der vielleicht richtig erkannte Trend entwickelt und der Trader davon profitieren kann.

Wie schneiden unterschiedliche Strategien ab?

Wie wir wissen, ist die Vielfalt der Strategien bei den Managed Futures sehr groß. Insofern stellen die oben beschriebenen Sachverhalte Fakten dar, die für eine große Zahl von CTAs gelten, aber keineswegs für alle. Wenn wir uns einige Anbieter (siehe Tabelle, S. 62) anschauen, werden die Unterschiede deutlich.

Es ist schnell zu erkennen, dass fast durchweg alle Strategien in 2008 deutlich besser abgeschnitten haben als in 2009. Ausnahmen bilden hier insbesondere die beiden Option Seller und die FX-Trader. Die Option Seller hatten 2008 ein verheerendes Jahr. Das „Explodieren“ der Volatilität im Herbst letzten Jahres war Gift für diese Strategie. Nur sehr wenige konnten sich in diesem Umfeld behaupten. Zu den wenigen gehört u. a. FCI, die dank des deutlich besseren Risikomanagements sogar in 2008 positiv abschnitten. Die beiden Forex-Strategien bilden aktuell nur ein (FXWave) bzw. zwei (Sensus FX) Währungspaar(e) ab. In beiden Jahren konnten die Trader wirklich herausragende Ergebnisse erzielen.

Bei den Multi-CTAs zeigt sich das gleiche Bild: in 2009 sind die Ergebnisse niedriger ausgefallen. Die anfangs erwähnten Indizes liegen in diesem Jahr durch die Bank im Minus. Es fällt allerdings auf, dass bis auf den ESA Galaxy und den Salus Alpha Managed Futures die Verluste lediglich gering sind bzw. sogar ein leichtes Plus erzielt werden konnte. Beim ESA Galaxy ist zu beachten, dass der

Fonds nicht aktiv gemanagt wird. Zu den beiden Handelssystemen von Transtrend und Winton ist vor kurzem noch QIM hinzugenommen worden. Alle anderen Dachfonds streuen das Risiko auf deutlich mehr Manager und Strategien. Diese breite Diversifikation hat die Anleger also vor großen Drawdowns bewahrt. Insbesondere zum Einstieg und auch für Anleger, die sich wenig mit den Anlagen beschäftigen möchten oder können, bietet sich ein betreutes Portfolio im CTA-Bereich an. Auch hier sollte der Anleger sein Risiko auf mehrere Anbieter verteilen.

Sehr beständig läuft die Arbitrage-Strategie von Da Vinci. Insgesamt wird das Risiko der Strategie aktuell erhöht, so dass Jahresrenditen im Bereich von 7-10 % wieder möglich sind. Nach wie vor verläuft die Wertentwicklung mit einer sehr geringen Volatilität. Etwas enttäuschend ist das Ergebnis von Pharos. Wie beschrieben war die Intraday-Volatilität hoch. Andreas Iske sagte bereits im September im Gespräch, dass die „Choppiness“ dem Handelssystem Probleme bereitet. Hier meinte er die Trendbrüche während des Tages. Dies drückt sich auch im oben beschriebenen niedrigen Anteil der Trendtage aus.

Neben den in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Investments können Anleger auch in Offshore Fonds investieren, die nicht öffentlich beworben werden dürfen. Hierbei ist auf die professionelle und klare Struktur der Fonds und auch renommierte Auditoren und Administratoren zu achten. Gute Anbieter haben kein Problem, sich „durchleuchten“ zu lassen. Relativ neu sind die Fonds von Qbasis und der Tomac2 von Heyden & Steindl. Zuvor waren die Strategien schon einige Jahre in Form von Managed Accounts und ab Mindestanlagesummen von 1 Mio. EUR und mehr zu haben. Mit den Offshore-Fonds können Anleger schon ab rund 75 000 EUR investieren. Bei spezialisierten Anbietern sind auch hier noch geringere Mindestanlagesummen möglich.

Der Irrglaube, dass das Risiko allein über die Volatilität einer Anlage beurteilt werden kann, zeigt sich sehr schön am Beispiel LJM Partners. Von 2003 bis 2007 lief die Wertentwicklung des Option Sellers fast gleichmäßig steil nach oben. Im September und Oktober 2008 gab es dann einen Drawdown von mehr als 60 %. Ohne Verständnis der Strategie ist ein Investment also – allein aufgrund von Zahlen – nicht zu beurteilen. ■

Vergleich verschiedener CTAs

Anlage*	Strategie	Performance 2009 (bis Nov)	Performance 2008	Ø Performance**
Single Fonds in Deutschland				
Da Vinci Arbitrage Fund	Volatility Arbitrage	5,1 %	4,1 %	23,3 %
Salus Alpha Directional Markets	Trendfolger	0,9 %	58,7 %	26,0 %
Superfund A	Trendfolger	-23,2 %	35,2 %	15,8 %
Pharos Strategie	Intraday-Trader	-13,0 %	24,7 %	14,8 %
Offshore Fonds / Managed Accounts				
Tulip Trend Fund A	Trendfolger	-13,4 %	61,9 %	31,4 %
Tomac2 Fund	Trendfolger	1,9 %	39,4 %	35,8 %
Qbasis Futures Fund	Trendfolger + Kontratrend	-11,1 %	145,4 %	46,2 %
LJM Partners	Option selling	35,2 %	-48,5 %	18,5 %
Financial Commodity Investments	Option selling	26,9 %	6,9 %	27,1 %
Multi-CTA				
HI Varengold CTA	Multi-CTA	0,1 %	16,2 %	8,6 %
HI Volksbank Global Trend	Multi-CTA	-0,6 %	16,2 %	5,0 %
ESA Galaxy	Multi-CTA	-12,1 %	36,5 %	14,5 %
Dynamite CTA	Multi-CTA	4,9 %	52,9 %	35,3 %
Salus Alpha Managed Futures	Multi-CTA	-7,1 %	19,0 %	9,6 %
Forex				
FXWave Fund***	Forex	47,9 %	72,3 %	47,1 %
Sensus FX-Strategy	Forex	29,6 %	173,1 %	131,8 %

* Daten sind teilweise aus Indexbetrachtungen bzw. Vorgängerprodukten entnommen | ** seit Start des Produktes bzw. Index

*** bis Feb. 2009 Bruttoperformance