

Absolut|alternative

Liquide alternative Anlagestrategien
für institutionelle Investoren

Absolut Research GmbH

Liquid Alternatives

Markt | Fonds | Asset Manager | Top Quartile

01

2018

Fachbeitrag aus
Ausgabe 01|2018

Gastbeitrag

» Managed Futures und
moderne Strategievarianten «

Von Michael Günther
und Pablo Hess´



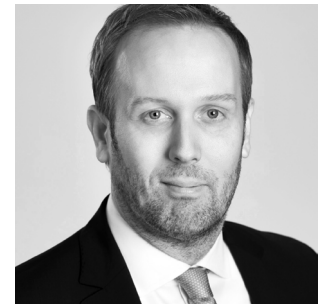
Managed Futures und moderne Strategievarianten

Instrumente zur Diversifikation im institutionellen Portfolio



Michael Günther

Entwickler und Portfoliomanager
Tungsten TRYCON



Pablo Hess

Entwickler und Portfoliomanager
Tungsten TRYCON

Gut ein Viertel der institutionellen Investoren in Europa bekundete zuletzt Interesse an Managed-Futures-Strategien. In institutionellen Portfolios in Deutschland ist diese Anlageform dagegen bisher vergleichsweise schwach vertreten. Von internationalen Anlegern werden Managed Futures insbesondere für ihre stark diversifizierende Wirkung im Portfolio geschätzt. Nicht zuletzt in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Aktienbewertungen können sie eine attraktive Ergänzung der Strategischen Asset Allokation (SAA) darstellen. Der Markt hält inzwischen ein breites Spektrum unterschiedlicher Produktvarianten bereit, was eine bedarfsgerechte Berücksichtigung erleichtert.



Nachholbedarf in Deutschland

Global hat sich die Zahl der institutionellen Investoren, die in Managed Futures investieren, seit Ende 2008 mehr als verdreifacht – derzeit werden über 340 Mrd. USD in dieser Anlageform verwaltet. Im deutschsprachigen Raum kam ihnen laut einer Studie aus dem Jahr 2012 hingegen lediglich in der Schweiz größere Bedeutung zu. Da mit zunehmender Verbreitung des UCITS-Formats zumindest der Zugang auch für deutsche Investoren vereinfacht wurde und es ebenso eine Reihe inländischer Anbieter gibt, bietet sich eine Auseinandersetzung mit dieser Thematik jedoch an.

Da Managed Futures in der traditionellen SAA nicht etabliert sind, erfordert ihre Aufnahme in ein Portfolio etwas Aufwand. Dieser sollte aber von der positiven Wirkung im Gesamtportfoliokontext kompensiert werden.

Definition und Eigenschaften von Managed Futures

Gegenstand von Managed Futures ist der (meist systematische) Handel in Futures und (teilweise) Optionen. Die Strategien werden üblicherweise über verschiedene Asset-Klassen hinweg angewandt, darunter Aktienindizes, Anleihemärkte, Währungen sowie häufig auch Rohstoffe. In der Regel werden direktionale Positionen in 30 oder mehr Märkten aufgebaut. Trendfolgestrategien sind der häufigste Vertreter innerhalb der Managed Futures.

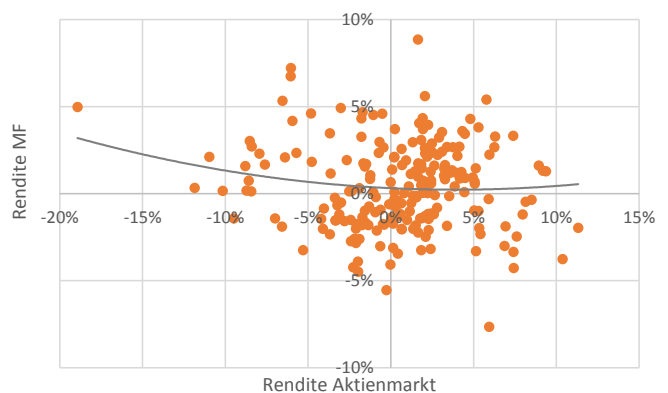
Neben ihrer allgemein sehr geringen Korrelation mit anderen Anlagen gelten Managed Futures als weniger anfällig in Krisenzeiten, insbesondere dank folgender Eigenschaften:

- ▶ Adaptive Reaktion auf Veränderungen im Markt über Long- und Short-Positionen
- ▶ Hochliquide Instrumente, daher praktisch immer handlungsfähig, geringe Transaktionskosten, minimales Kontrahentenrisiko
- ▶ In der Regel systematisch, somit kein emotionaler Einfluss, kein Behavioral Bias
- ▶ Kein Long Bias
- ▶ Keine de-facto Short-Volatilitätsstrategien

Systematische Umsetzung von Multi-Asset long/short-Allokationen erzeugt Diversifikationsnutzen

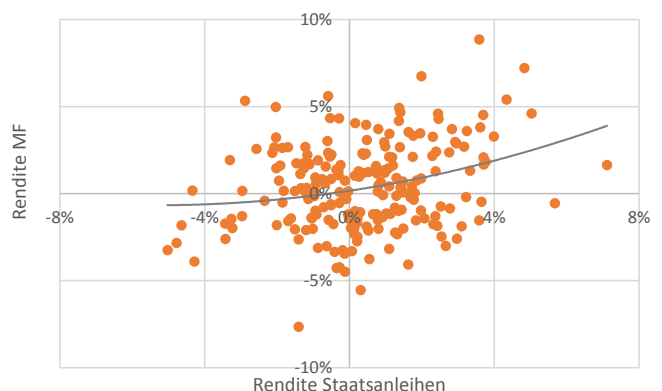
Die langfristige Berücksichtigung von Managed Futures im Rahmen der SAA eines traditionellen Anlegers verspricht einen hohen Diversifikationseffekt, wie er sich mit kaum einer anderen liquiden Strategie erzielen lässt. Dabei sind weder mit Aktienanlagen (siehe Abb. 1), noch mit Anleihe- (siehe Abb. 2) oder Rohstoffinvestments nennenswerte Korrelationen zu messen. Selbst mit den meisten anderen alternativen Anlagen zeigen Managed-Futures-Indizes keine nennenswerte Korrelation. Im Lichte dieser Eigenschaft drängen sich Managed Futures als Baustein für risikobewusste Anleger auf und es erscheint umso überraschender, dass sie bislang nicht stärker in institutionellen Portfolios in Deutschland repräsentiert sind.

1 Korrelation mit dem Aktienmarkt: -0,10 Der „Managed Futures Smile“



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017)

2 Korrelation mit Staatsanleihen: 0,27

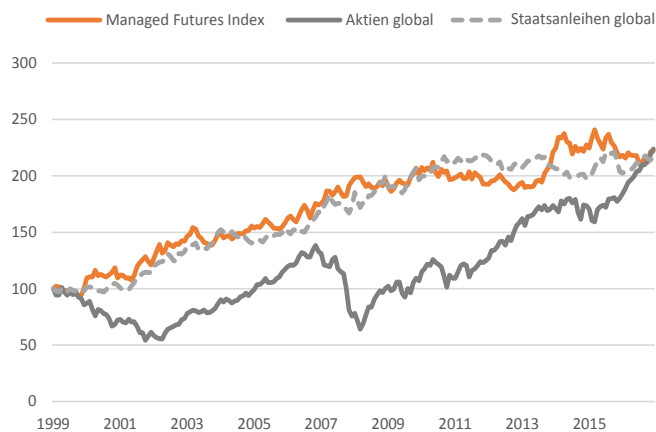


Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017)



Über die attraktiven Korrelationseigenschaften hinaus ließen sich in der Vergangenheit mit langfristigen Allokationen in Managed Futures auch absolut attraktive Renditen erzielen, vergleichbar mit denen von Aktien- und Rentenanlagen (siehe Abbildungen 3 und 4). Ebenso ähnelt das Rendite-Risiko-Verhältnis traditionellen Investments, wobei die Drawdowns in der Regel deutlich geringer ausfallen als bei Aktienanlagen (siehe Abb. 5). Eine weitere Gemeinsamkeit ist der Wechsel von stärkeren und mitunter länger anhaltenden schwächeren Phasen, sodass eine strategische Allokation als erfolgskritisch für die Anlage in Managed Futures anzusehen ist. Umgekehrt formuliert: Für rein taktische Allokationen erscheinen Managed Futures eher ungeeignet. Sofern überhaupt Überlegungen zum Timing angestellt werden, könnte man die zurückliegende starke Wertentwicklung von Aktien, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen als günstigen Zeitpunkt für einen Einstieg in diese Strategie werten.

3 Wertentwicklung im Vergleich zu Aktien und Staatsanleihen



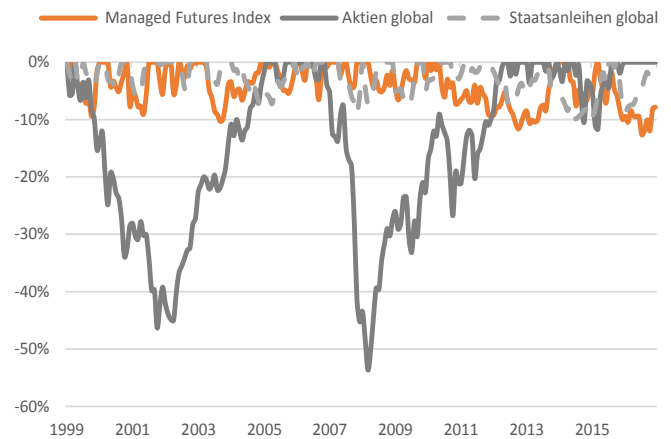
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017.

4 Performance-Kennziffern (annualisiert)¹

	Rendite	Volatilität
Managed Futures	4,6%	8,6%
Aktien	4,6%	15,1%
Staatsanleihen	4,4%	6,8%

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017)

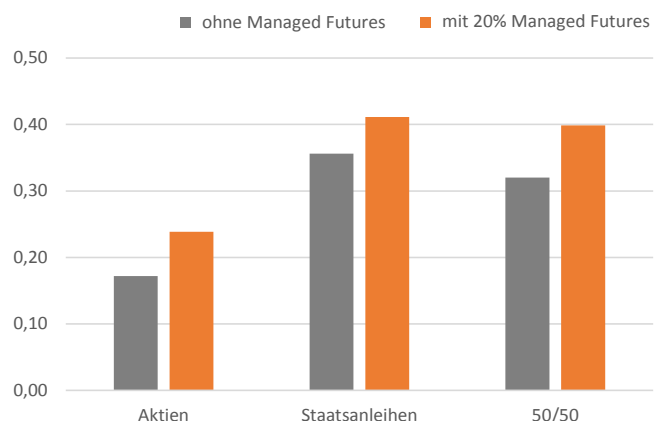
5 Drawdown-Verhalten im Vergleich



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017)

Managed Futures gelten allgemein als krisenfest. In der Tat fielen sie historisch insbesondere in Phasen mit starken Verwerfungen durch deutlich positive Beiträge auf, wie bspw. im Jahr 2008. Nichtsdestotrotz können Managed Futures je nach konkreter Ausrichtung des Portfolios zum Zeitpunkt einer Marktkorrektur in Mitleidenschaft gezogen werden, da sie sowohl long als auch short investieren können. Die Anlage mit einem Tailhedge gleichzusetzen, scheint daher gewagt. Nicht umsonst verlangt der Markt für hoch negativ korrelierte Absicherungen wie beispielsweise über Put-Optionen hohe Versicherungsprämien. Dennoch zeigten Managed Futures in den meisten ausgeprägt negativen Phasen von Balanced-Portfolios der Vergangenheit einen positiven Beitrag.

6 Auswirkung auf die Sharpe Ratio



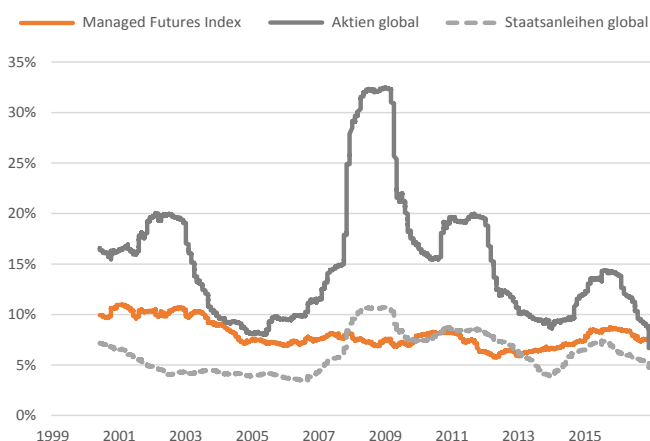
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017)



Die positive Wirkung von Managed Futures im Portfoliokontext lässt sich auch über die zu erzielenden Sharpe Ratios veranschaulichen. In Abbildung 6 wurden verschiedene Ausgangsportfolios mit einer zwanzigprozentigen Beimischung von Managed Futures versehen.

In den zurückliegenden vier Jahren lieferte ein globales Portfolio aus Aktien und Staatsanleihen eine überdurchschnittlich hohe Sharpe Ratio vom Zweieinhalbfachen des in Abbildung 6 gezeigten Wertes. Überraschend mag erscheinen, dass eine Berücksichtigung von Managed Futures das risikoadjustierte Ergebnis auch in dieser außergewöhnlichen Periode verbessert hätte. Der zusätzliche Einsatz einer modernen Strategievariante, wie sie weiter unten beschrieben wird, hätte noch eine darüber hinausgehende Verbesserung der Sharpe Ratio ermöglicht. Neben den attraktiven Korrelationseigenschaften ist auch das konsistente Risikoprofil von Managed Futures erwähnenswert. Während die Volatilität der traditionellen Asset-Klassen größeren Schwankungen unterliegt, liefern Managed Futures ein recht stetiges Volatilitätsniveau, auch in Zeiten von Volatilitätsspiques in den Aktien- und Anleiheindizes (siehe Abb. 7).

7 Rollierende 12-Monats-Volatilität



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung (Zeitraum: Jan. 2000 bis Nov. 2017. Tägl. Daten)

Problematik der Einordnung im Portfolio

In der Vergangenheit wurden Managed Futures häufig zur Diversifikation von Aktienmarktrisiken eingesetzt. Dies könnte einerseits darin begründet liegen, dass viele Produkte in diesem Segment ein dem Aktienmarkt vergleichbares Volatilitätsniveau aufweisen. Andererseits

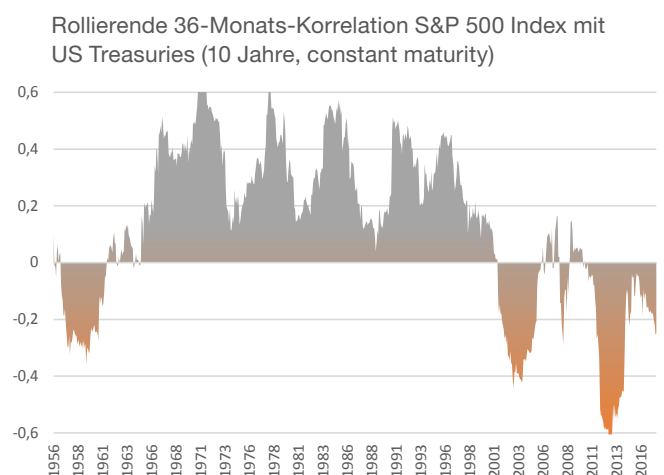
könnte der Grund in dem historisch meist stärker ausgeprägten Absicherungswunsch für das Aktienrisiko gegenüber den als risikoarm empfundenen Anleihepositionen liegen. Jedoch sind heute auch Managed-Futures-Produkte mit geringerem Risikoprofil am Markt erhältlich, die für Investoren geeignet sein können, die angesichts der aktuellen Lage an den Anleihemärkten nach Anlagealternativen suchen, etwa weil sie fürchten, dass Anleihen im derzeit niedrigen Zinsniveau weniger Diversifikation und Schutzpotenzial bieten als in der Vergangenheit.

Egal ob der Fokus primär auf der Risikoreduktion eines Aktienportfolios liegt oder auf der Identifikation von Diversifizierungsbausteinen für den Rentenanteil: Managed Futures können sinnvolle Beiträge für beide Einsatzmöglichkeiten liefern.

Managed Futures weniger anfällig gegenüber Asset-Price-Inflation

Ein Portfolio, das allein über die traditionellen Anlageklassen Aktien und Anleihen diversifiziert ist, erscheint im aktuellen Kapitalmarktumfeld zunehmend riskant. Darüber hinaus sollte nicht übersehen werden, dass die verbreitete Annahme einer negativen Korrelation dieser beiden Anlagen historisch zumindest phasenweise nicht belastbar war: So waren in der Vergangenheit auch längere Zeiträume positiver Korrelation zwischen Aktien und Anleihen zu beobachten (siehe Abb. 8).

8 Staatsanleihen bewegen sich nicht immer gegenläufig zum Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg (Zeitraum: April 1953 bis November 2017)



Als alternative Bausteine für institutionelle Portfolios stehen seit Beginn des Niedrigzinsumfelds zunehmend Real Assets hoch im Kurs. Dabei muss jedoch beachtet werden: Einerseits findet hier ein Tausch von liquiden in illiquide Anlagen statt; andererseits haben auch diese Anlageformen von der historischen Ausweitung der Zentralbankbilanzen profitiert.

In ähnlicher Weise ist das Ausweichen auf Unternehmensanleihen mit Problemen behaftet. Zudem ist hier nicht nur die Liquidität insbesondere in Krisenphasen eingeschränkt, ebenso ist ihr Diversifikationspotenzial angesichts der gegebenen Korrelation mit dem Aktienmarkt relativ gering.

Diese Überlegungen erlauben den Rückschluss, dass der Zeitpunkt für den Ausbau der Portfoliodiversifikation mit Hilfe von Managed Futures derzeit auch im Vergleich zu anderen alternativen Anlagen als günstig erachtet werden kann.

Wie auch viele andere Strategien müssen sich Managed Futures in einer Phase längerfristig steigender Zinsen erst noch beweisen. Gerade bei Produkten auf Basis längerfristiger Trendfolge ist zu berücksichtigen, dass die negative Rollrendite (Carry) von Short-Positionen in Anleihenmärkten die Performance belasten dürfte. Fraglich ist überdies, ob sich in einem solchen Szenario an den Anleihenmärkten handelbare, nachhaltige Trends ausbilden werden, oder ob mögliche Renditeanstiege eher in kürzeren, erratischen Bewegungen ablaufen werden. Beide Aspekte sprechen dafür, den Einsatz kurzfristigerer und weniger trendabhängiger Managed-Futures-Strategien zu erwägen.

Manche Eigenschaften von Managed Futures standen einer Allokation bisher entgegen

- ▶ Als gering korrelierte Anlage können Managed Futures in Phasen haussierender Aktienmärkte hinter den Aktienmarktrenditen zurückbleiben. Dies kann dazu führen, dass Anleger den langfristigen Nutzen einer Allokation in Managed Futures unterschätzen. Gerne wird übersehen, dass institutionelle Investoren in solchen Phasen mit ihren traditionellen Anlagen profitieren und nicht auf den Beitrag aus ihren Diversifikationsbausteinen angewiesen sind.
- ▶ Eine auf Produktebene typische Volatilität im niedrigen zweistelligen Bereich machte Managed Futures für

manche institutionelle Portfolios ungeeignet bzw. beschränkte die Anlage auf die Diversifikation des Aktienportfolios. Gepaart mit einer eher zyklischen Wertentwicklung kann es dadurch für den Anleger schwierig sein, hier eine strategische Allokation durchzuhalten. Heute sind auch Produkte mit moderater, rentenähnlicher Volatilität mit ausreichend langen Track Records erhältlich.

- ▶ Die in Managed Futures verwalteten Mittel werden überwiegend über mittel- und langfristige Trendfolgemodelle gesteuert. Diese weisen naturgemäß eine starke Abhängigkeit vom Zustandekommen entsprechender Trends an den Märkten auf. Zugleich reagieren sie verzögert auf Veränderungen des Marktumfelds.

Neuartige Strategievarianten ermöglichen veränderte Renditeprofile

Anleger finden heute ein breites Angebot an Managed-Futures-Strategien vor, das über klassische Trendfolgemodelle und herkömmliche Short-Term-Strategien hinausgeht und ein hohes Maß an Diversifikation bietet.

Hervorzuheben sind hier flexible Strategien, die nicht selten von modernen, leistungsfähigen Datenanalysetechniken wie Künstlicher Intelligenz (KI) Gebrauch machen. Herkömmliche Managed-Futures-Strategien beruhen häufig auf Annahmen darüber, wie Märkte funktionieren. Aus diesen Annahmen werden vom Entwickler Regeln formuliert. KI-Algorithmen sind dagegen in der Lage, die oftmals nichtlinearen Zusammenhänge an den Finanzmärkten aus einer großen Anzahl von Variablen zu identifizieren. Kam in herkömmlichen Strategien eher eine ein- oder zweistellige Anzahl von Variablen in Betracht, so können heute viele tausend oder Millionen Einflussfaktoren ausgewertet werden. Möglich ist dies durch leistungsfähigere Algorithmen (Software) sowie die technische Entwicklung der IT-Hardware mit weit höherer Rechenleistung und Speicherkapazität.

Richtig angewandt, kann Künstliche Intelligenz im Bereich systematischer Strategien damit erhebliche Vorteile bieten, denn sie ist leistungsfähig in der Auswertung von Daten, kann komplexe Zusammenhänge erkennen und vermag Handelsgelegenheiten zu identifizieren, die herkömmliche quantitative Handelsstrategien nicht erkennen können (siehe Abb. 9).



9 Moderne Strategievarianten versus traditionelle Managed-Futures-Strategien

	Traditionelle MF	Moderne Varianten
Komplexität	Wenige Einflussfaktoren	Tausende oder Millionen Einflussfaktoren
Verarbeitung der Daten	Meist lineare Regeln	Lineare und non-lineare Zusammenhänge
Modellerzeugung	Getrieben durch Hypothesen des Entwicklers	Datengetrieben durch Algorithmen (z. B. Künstliche Intelligenz)
Aktualität des Modells	Statisch bzw. manuelle Rekalibrierung	Hinzulernen auf Basis neuer Daten
Datentyp	Strukturiert	Strukturiert und unstrukturiert

Quelle: eigene Darstellung

Als konkretes Beispiel einer solchen Managed-Futures-Strategie neuerer Generation sollen hier aufgrund der verfügbaren Daten unsere eigenen Erfahrungswerte dienen. Der Handelsansatz auf Basis Künstlicher Intelligenz zeigt in einem mehr als vierjährigen Live-Track Record mit über 20.000 Transaktionen – also statistisch signifikant – weniger zyklische Renditen als ein typisches Trendfolge-Modell. Auch kann ein im Vergleich zur Peergroup² besseres Rendite-/Risiko-Verhältnis gemessen werden.

Das Produktangebot einer neueren Generation von Managed-Futures-Strategien wird sich voraussichtlich noch erweitern. Zugleich erfordert die erfolgreiche Anwendung moderner Datenanalyseverfahren bis hin zur Künstlichen Intelligenz jedoch umfangreiche Forschung und Entwicklung, denn die von hoher Ungewissheit geprägten Finanzmärkte stellen eine besondere Herausforderung dar. Aufgrund der höheren Komplexität derartiger Strategien ist der Nachweis belastbarer Erfahrungswerte beim Manager von Vorteil, damit sich Anleger nicht in der Rolle des Beta-Testers wiederfinden.

Zusammenfassung

Managed Futures können auch im institutionellen Portfolio wertvolle Diversifikationsbeiträge liefern. Sie sind in unterschiedlich volatilen Varianten in UCITS-Strukturen verfügbar. Die Strategien basieren auf dem Einsatz hochliquider Underlyings, was Anlegern auch im Krisenfall ein hohes Maß an Flexibilität eröffnen kann.

Neuere Innovationen verbinden die nützlichen Korrelations-eigenschaften mit hochmodernen Datenanalyseverfahren, die die Nachteile herkömmlicher Managed-Futures-Strategien adressieren und /oder zusätzliches Diversifikationspotenzial bieten.

Ihre Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen macht Managed Futures zu zeitgemäßen Portfoliobausteinen. Eine besondere Bedeutung kann ihnen im aktuellen Umfeld zukommen, in dem klassische Risikoprämien zunehmend schwieriger zu vereinnahmen sind und viele institutionelle Investoren in Deutschland in illiquide Assets ausweichen. Dies bringt unterschwellig schwer kalkulierbare Risiken mit sich, wohingegen sich mit Managed Futures auch im liquiden Bereich eine attraktive Portfoliokomponente bieten kann.

Fußnoten

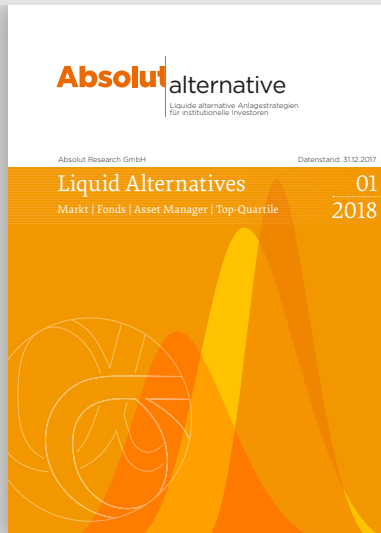
1. In diesem Artikel werden folgende Benchmarks verwendet: Managed Futures: SG CTA Index; Aktienmarkt: MSCI World Index; Staatsanleihen: Citi World Government Bond Index. Zeitraum: Januar 2000 bis November 2017. Monatliche Daten, soweit nicht anders vermerkt.
2. SG CTA Index und SG Short-Term Traders Index

Absolut|alternative

Liquide alternative Anlagestrategien für institutionelle Investoren

redaktioneller Teil

quantitativer Teil



Kommentar

Im Fokus

Schaffen Liquid in einem diversif

Jahreshefte: Von Januar bis Juni 2017 kassierten die Fonds gut 28 % Euro zu, in den folgenden sechs Monaten verloren sie ca. 22 Mio. €.

Die höchsten Zuzüsse verzeichneten die Fonds im Juli (7,8 Mio. €) die niedrigsten im September (2,07 Mio. €).

1. Geschätzte Mittelzuflüsse 2017

Die Zuzüsse führten korrespondierend zu einer Zunahme des verwalteten Vermögens. Ende 2017 verzeichneten die im Absolut|alternative-konzeptionierten Fonds ca. 207 Mio. Euro (vgl. Abs. 2). Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Zunahme der Fondsvermögen somit auf rund 40 Mio. € erhöht (vgl. Abs. 2). Volumen im Vergleich zu 2016 (Volumen in Mio. Euro) um das Dreifache.

2. Volumen und Fondszunahme alternativer UCITS-Fonds

Alternative UCITS

Inhaltsverzeichnis

- Alternative Strategy Ind...
- Performance -Anlagestr...
- Qualitative Analyse
- Fondszugänge/-abgänge

Absolut|alternative: Top

- Commodities
- Equity Event Driven
- Equity Long Short Asia
- Equity Long Short EM
- Equity Long Short Europe
- Equity Long Short Global
- Equity Long Short UK
- Equity Long Short US
- Equity Market Neutral
- Fixed Income Long/Short

Absolut|alternative: Ges

- Fondsverzeichnis
- Anhang
- Glossar

Alternative UCITS - 01/2018

Commodities

Top 25 % Asset Manager

Kurzüberblick

Top-Fonds Performance & AuM: Commodities

Top Quartile

Rendite	11D	11	21	31	51
Standard Deviation	11	21	31	51	
Sharpe Ratio	11	21	31	51	
Maximum Drawdown	11	21	31	51	
Value at Risk	11	21	31	51	
Modified Value at Risk	11	21	31	51	
Worst Month	11	21	31	51	
Gain/Loss Ratio	11	21	31	51	

CREDIT SUISSE | LYXOR Asset Management | Quoniam

Inhalt

Absolut|alternative

01 2018

- ➔ **Kommentar**
Schaffen Liquid Alternatives Mehrwert in einem diversifizierten Portfolio?
Christopher Riedi, Complementa Investment Controlling AG
- ➔ **Performance Review**
Performance aktueller Monat – Alle Strategien auf einen Blick
- ➔ **Gastbeitrag**
Managed Futures und moderne Strategievarianten
Michael Günther
Pablo Hess,
Tungsten TRYCON
- ➔ **Im Fokus**
Liquid Alternatives: Marktentwicklung und Performance 2017

Ja, bitte senden Sie mir den aktuellen Absolut|alternative 01/2018 als **kostenloses** Leseexemplar per PDF-Datei zu.

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-research.de
0049 (0)40 303779-15

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg