

# QUARTERLY

[ Der Varengold Managed Futures Report No. 2 ]



【 Der Varengold Managed Futures Report No. 2 】

*Heute Trend, morgen Out!*

*Lukas Diehl*

*Senior Vice President - Varengold Asset Management*

*Seite 3 - 6*

*Ein Blick unter die Haube*

*Eduard Pomeranz*

*CEO - FTC Capital*

*Seite 7 - 14*

*Der Mythos der „Neuen Normalität“*

*Craig A. Weynand*

*COO - NuWave Investment Management*

*Seite 15 - 20*

Sehr geehrte(r) Leser(in),

Trends existieren vielerorts – sowohl in der Mode als auch an den Märkten. An letzteren kann der Anleger mit der täglich liquiden und krisensicheren Anlageklasse Managed Futures von diesen Trends profitieren, unabhängig davon, ob sie sich in Richtung steigender oder fallender Kurse entwickeln.

Ca. 60 % des globalen Managed Futures-Universums bestehen aus den sogenannten klassischen Trendfolgern, welche nun schon seit mehr als 30 Jahren kontinuierlich ihren Erfolg unter Beweis stellen konnten. Diese Manager antizipieren mittels computergestützter Modelle Trends frühzeitig anhand von Vergangenheitsdaten und partizipieren durch ihre mittel- bis langfristigen Positionierungen in den Terminmärkten unmittelbar an diesen.

Das haben wir zum Anlass genommen, die zweite Ausgabe des **Quarterlys** dieser Managed Futures-Substrategie zu widmen. Enthalten sind dabei neben einem hausinternen Artikel aus dem Varengold Portfolio Management erneut zwei Gastbeiträge. Bei den Autoren handelt es sich diesmal um die zwei renommierten Trendfolge-Manager Craig A. Weynand, COO von NuWave Investment Management LLC und Eduard Pomeranz, CEO von FTC Capital. Anhand dieser drei Beiträge werden Sie als Leser einen umfassenden Einblick in die Mechanismen dieses systembasierten Handelsansatzes erhalten.

Das Varengold Asset Management wünscht Ihnen viel Spaß beim Lesen der zweiten Ausgabe des **Quarterlys**!



Yasin Sebastian Qureshi – Gründer und Vorstand





Im Juni dieses Jahres fand in Deutschland die Fußball-Weltmeisterschaft der Frauen statt. Während des Turnierverlaufes wuchs in der Bevölkerung das Interesse für die deutsche Mannschaft. Eine vermehrte Medienpräsenz und die Siege im Turnierverlauf führten dazu, dass dem Event und den Fußballerinnen von Tag zu Tag und Spiel zu Spiel deutlich mehr Beachtung geschenkt wurde. Schließlich verfolgten sogar fast 17 Millionen Bundesbürger die Partie unserer deutschen Fußballfrauen gegen Japan live im Fernsehen. Seit Beginn der WM war also ein signifikanter Trendanstieg zu verzeichnen, der jedoch nach der 0:1 Niederlage ein abruptes Ende fand. Auf den bekannten Onlinemarktplätzen wurden nach dem deutschen Viertelfinal-Aus die Karten für das Halbfinale in Frankfurt nicht einmal zum halben Originalpreis gehandelt, während die Preise vor dem Spiel noch astronomische Höhen aufwiesen, die üblicherweise nur mit denen im Herrenbereich vergleichbar sind.

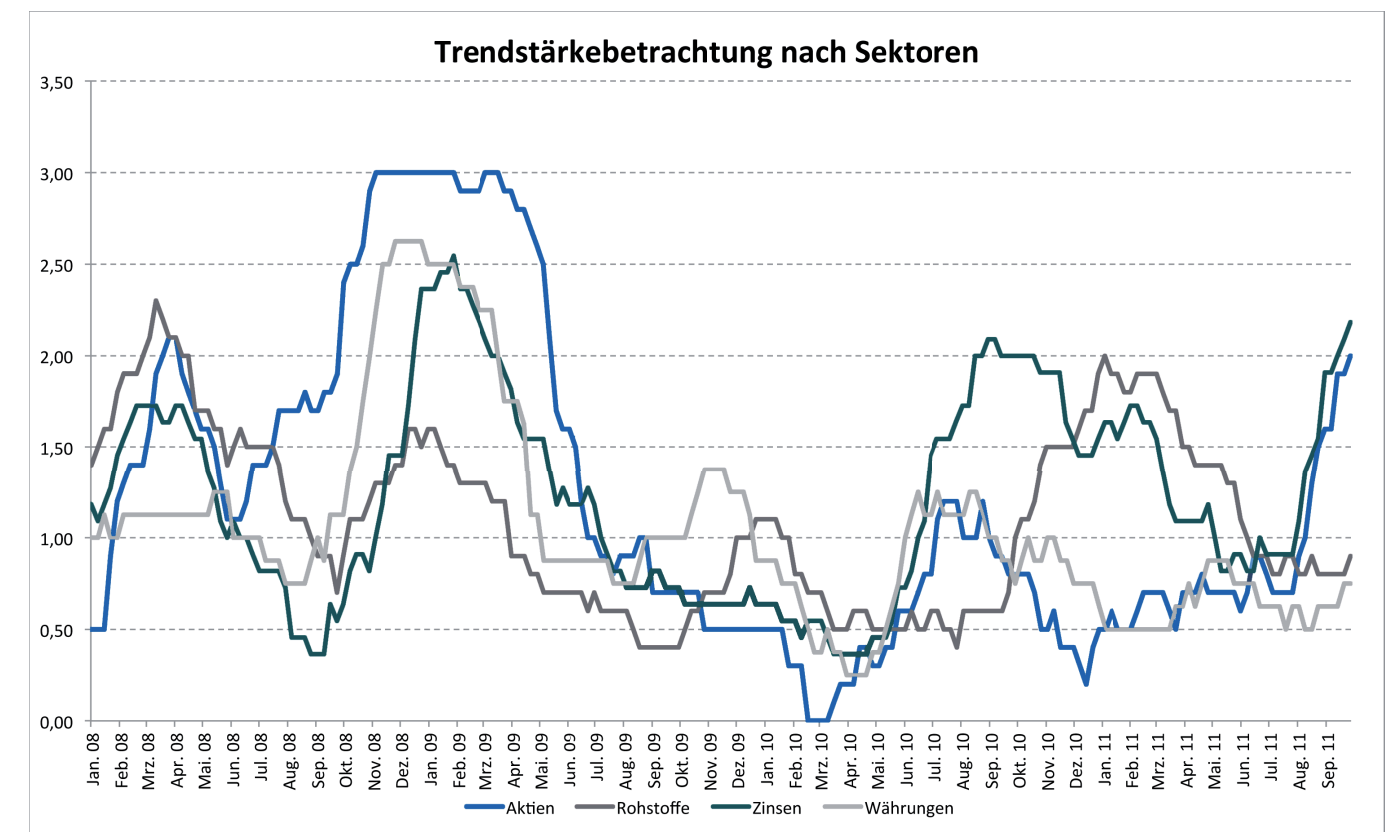
Dieses Beispiel von Trendbewegungen und schnellen Gegenbewegungen sieht man in vielen Bereichen des täglichen Lebens und natürlich auch auf den Finanzmärkten. Die Trends auf den diversen Finanzmärkten sind für Managed Futures-Strategien der Nährboden und bilden überhaupt die Daseinsberechtigung für die systematischen Handelsstrategien. Ähnlich wie die Differenz von Ursprungspreis zum Weiterverkaufspreis die Trend- und Interessensstärke für ein Event bzw. eine Veranstaltung widerspiegelt, gibt es auf den Finanzmärkten vielfältigere Möglichkeiten Trendstärke und Intensität zu messen.

Der Varengold Trend Index (VTI) analysiert ein Portfolio von knapp 40 Futures-Märkten und kategorisiert die einzelnen Underlyings anhand der Trendausprägung. Dabei wird unter dem Begriff Trendbewegung sowohl ein Long- als auch ein Short-Trend verstanden. Hintergrund ist, dass Managed Future-Manager sowohl an steigenden als auch an fallenden Kursbewegungen partizipieren können und daher die Trendrichtung für diese Analyse nebensächlich ist. Der VTI zeigt also an, wann und ob die Märkte Trendausprägungen aufweisen und sich somit ein positives Marktumfeld für Managed Futures und deren systematische Handelsalgorithmen ausprägt. Der Vergleich mit den typischen Managed Futures-Indices, wie dem Barclay CTA Index oder dem NewEdge CTA Index, verdeutlicht, dass ansteigende und hohe Trendstärken mit positiven Renditen und abschwächende und geringe Trendintensitäten mit DrawDown Phasen in der Anlageklasse einhergehen.

Ordnet man die im Index enthaltenen Einzelmärkte den vier Anlageklassen (Aktien, Renten, Rohstoffe und Währungen) zu, ergibt sich ein breites Trendbild auf Sektorebene. Im Jahr 2008, einem der besten Jahre in der Geschichte der Managed Futures, stieg der Trendindex zwischen Juni und Dezember auf Höchststände an. Gefolgt vom Währungsbereich zeigte allen voran der Aktienbereich die größten Trendintensitäten und gehörte demnach auch zu den profitabelsten Ertragssektoren von vielen CTAs. Die anschließende Abschwächung, die im Januar und Februar 2010 ihren Höhepunkt hatte, stellte viele systematische Handelsalgorithmen vor großen Herausforderungen. Obwohl sich die Trendstärke der einzelnen Sektoren in Zyklen bewegt und normalerweise untereinander eine

geringe Korrelation aufweist, war im Jahr 2009 bei allen Sektoren eine abschwächende und auf tiefem Niveau verharrende Trendintensität zu erkennen, was ein schwieriges Umfeld für die Manager darstellt und demnach auch mit negativen Renditevorzeichen für das Kalenderjahr belegt wird (NewEdge CTA Index im Jahr 2009: -4,30 %). Doch die Trends kehrten im zweiten Quartal 2010 an die Märkte zurück, allen voran wiesen die Anleihenmärkte in dem Kalenderjahr die stärksten Bewegungen auf. Etwas verspätet wiesen die Rohstoffmärkte klarere Tendenzen auf und die Trendintensität konnte sich bis zum März 2011 auf einem hohen Niveau halten.

Getrieben durch die sich zuspitzende Schuldenkrise konnten die Anleihenmärkte im Juni anschließend wieder einen extremen Trendanstieg verzeichnen. Zudem beendete der Aktiensektor abrupt seine „Dümpelphase“ unter dem Mittelwert und konnte ähnlich wie der Anleihenbereich deutliche Trendtendenzen entwickeln. Während die Managed Futures-Manager noch am Anfang des Jahres von der Rohstoffentwicklung profitieren konnten, ist es seit Mitte des Jahres der Anleihen und Aktienbereich. Der Währungsmarkt zeigt hingegen seit geraumer Zeit im Bezug auf Trendstärke keine klaren Ausprägungen.



Quelle: Varengold WPHB





Diese Aussage ist selbstverständlich eine Globalbetrachtung auf Sektorebene. Man muss berücksichtigen, dass es durchaus vereinzelte Märkte gibt, wie zum Beispiel aktuell der Schweizer Franken, der sich schon seit geraumer Zeit durch klare Trendbewegungen auszeichnet, obwohl sich der Sektor Währungen eher im trendneutralen Bereich befindet. Dennoch kann anhand der Sektoren-Trend Indices eine generelle Aussage zum Trendumfeld getroffen werden. Auffällig ist, dass Trendanstiege im Index mit einer hohen Steigung einhergehen und sich somit am Markt schnell entwickeln. Demnach ist ein Market-Timing anhand dieser Auswertung schwierig und bedarf noch weiterer und tiefgreifender Analysen. Dennoch zeigt es auch den Mehrwert von Managed Futures-Strategien, da deren Trendmodelle meist auf allen Anlagemärkten und damit allen Sektoren agieren. Die eher geringe Korrelation der Sektoren macht es möglich, dass CTAs ihren Investoren auch tatsächlich auf mittel- bis langfristiger Sicht einen Total-Return-Nutzen bieten. Trends sind unterschiedlich in ihrer Ausprägung, Dauer und Entstehungsgeschichte, doch sie werden an jeglichen Finanzmärkten immer präsent sein. Doch wie das Eintrittskarten Beispiel bei der Frauen Weltmeisterschaft zeigt, kann ein Trend sehr schnell enden und birgt daher ein großes Risiko. Demnach muss bei der Due Diligence und der

Bewertung eines Managers, den Reaktionen der Handelsmodelle auf Trendschwächungen sowie insgesamt dem Risikomodell der Strategie dieselbe Beachtung geschenkt werden, wie der Signalgenerierungstechnik und dem gesamten Handelsansatz.

Betrachten wir nun die Ereignisse der letzten Jahre vor dem Hintergrund der vorstehenden Verhaltensmuster, so zeigt sich, dass wir es hier mit einer Blase quasi wie aus dem Lehrbuch zu tun haben. Bestätigt wurde dieser Schluss durch die Prognosemethoden von NuWave, die auf der Erkennung von Mustern basieren (und ebenfalls eine Reihe von wiederholt auftretenden ähnlichen Mustern beim Kursverhalten erkannt hatten, die zu den Ereignissen im Jahr 2008 führten). Auf Grund der nach der Finanzkrise eingeführten beispiellosen steuerlichen und monetären Stimuli begann eine Korrekturpreisspirale für Vermögenswerte, denn die Masse leichten Geldes verlangte aktiv nach entsprechenden Anlagerenditen. Dies wiederum hat einen zweijährigen Boom der weltweiten Aktienkurse und Rohstoffpreise (Metalle, Energie, Baumwolle, Getreide usw.) entfacht. Die jüngsten Kurskorrekturen jedoch versinnbildlichen die Verhaltenstendenzen der letzten Stufe (d.h. Angst/Panik), die eben auch ganz typisch sind für Spekulationsblasen.

Lukas Diehl  
Senior Vice President  
Asset Management  
Varengold Wertpapierhandelsbank AG  
[www.varengold.de](http://www.varengold.de)  
[www.varengold-am.com](http://www.varengold-am.com)  
Oktober 2011





### Trendfolger: Ein Blick unter die Haube

Bereits Futures Inc., die Urmutter aller Managed Futures Fonds und 1948 von Richard D. Donchian gegründet, setzte auf systematische Trendfolge. Als Indikatoren für die Einstiegssignale benutzte Donchian einen einfachen gleitenden Durchschnitt (SMA) von zwanzig Tagen sowie einen 25-Tage-Preisausbruch (heute auch als „Donchian-Channel“ bekannt). Für die Exits wurde ein kürzerer Fünf-Tage-SMA verwendet. Die Signale wurden durch mehrere konditionale Regeln „gefiltert“ – also nicht in jedem Fall ausgeführt. Dieses Setup war für die Prä-Computer-Ära überaus komplex und Donchians systematischer Handelsansatz wurde zum Vorbild für die meisten Manager der CTA-Szene, die sich erst in den 1980er Jahren langsam zu entwickeln begann. Die Verbreitung der Terminbörsen von Rohstoffen auf Finanz-Futures, Verfügbarkeit von leistungsfähigen Computern, das Internet als Transportweg für Börsendaten und schließlich die Errichtung elektronischer Handelsplattformen haben seither zu einer rasanten Weiterentwicklung geführt.

### CTAs nach 2000: Systematisch und hoch diversifiziert

Längst deutet der Akronym-Bestandteil „Commodity“ mehr auf die historische Herkunft hin als auf den Inhalt eines CTA-Programms. Als sich ab den 1980ern Financial-Futures etablierten, wurden diese sehr schnell in die Portfolios integriert. Zinsinstrumente, Währungen, Aktienindizes, bei manchen CTAs sogar Single-Stock Futures stecken neben Rohstoffen in heutigen Portfolios. Managed Futures bieten somit Zu-

gang zu einem extrem breit diversifizierten Anlageuniversum, wie man es ansonsten nur noch im verwandten Global Macro-Stil findet.

Die führenden CTAs von heute sind immer noch quantitativ und systematisch. Sie setzen aber auf proprietäre Arsenale aus vielen unterschiedlichen systematischen Strategien statt, wie früher, auf mehr oder weniger generische Modelle. „Single System/Single Manager“ ist deshalb heute eine eher schmale Kategorie. Dieser Trend, die ohnehin bereits sehr breit diversifizierten CTA-Portfolios auf der Strategieebene noch weiter zu diversifizieren, trägt dem Bedürfnis Rechnung, sich von anderen Managern zu unterscheiden. Weitere Triebkräfte waren auch die für klassische Trendfolge-Modelle schwierigen Märkte nach 2003 sowie die deutlich größeren Fondsvolumen an der Spitze, die sich nicht mehr in einer einzelnen Strategie unterbringen lassen.

### Trendfolge dominiert weiterhin

Bei genauer Betrachtung stellt man aber fest, dass sich das grundlegende Profil der Managed Futures Branche durch diese Veränderungen nicht entscheidend verändert hat – es ist immer noch deutlich trendfolgend. Das zeigt etwa der Vergleich einer generischen Trendfolge-Benchmark wie dem Newedge Trend Indicator<sup>1</sup> mit Branchenbenchmarks. Die Korrelation der Monatsrenditen schwankt im Vergleich mit dem breiten Barclay CTA Index, der aus mittlerweile über 1100 Programmen besteht, in einem rollenden 12-Monatsfenster zwischen 0,4 und 0,8 (siehe Abbildung 1). Über die gesamte Zeitreihe korrelieren die Monatsveränderungen mit 0,6. Der Zusammenhang zwischen dem generischen

Newedge Trend Indicator und dem engeren Barclays BTOP 50 Index, in dem gegenwärtig 28 der am höchsten kapitalisierten Programme enthalten sind, ist sogar noch etwas deutlicher. Das ist insofern bemerkenswert, als nur knapp die Hälfte der im Barclay BTOP 50 versammelten CTAs dem Trendfolger-Lager zuzuordnen sind. Die Korrelationskoeffizienten der 28 Fonds mit dem Newedge Trend Indicator sind daher auch sehr breit gestreut (Minimum: -0,1, Maximum: 0,7, Mittelwert: 0,4). Dieses Phänomen, dass nahezu jedes einigermaßen repräsentative Sample von CTA-Fonds deutlich positiv mit einem generischen Trendfolgernmodell korreliert ist, entdeckten Dr. Galen Burghardt und seine Kollegen aus der Research-Abteilung von Newedge bereits 2010, als sie den Newedge CTA Trend Sub-Index<sup>2</sup> sowie den Trend Indicator konstruierten: „Wir kamen auf das einigermaßen schockierende Resultat, dass ein Portfolio (Anm.: aus CTAs) ohne einen einzigen Trendfolger Renditen produzieren konnte, die mit 0,60 zu jenen des Trend Following Sub-Index korrelierten. Und wenn im Portfolio auch nur ein Trendfolger enthalten war, konnten wir die Portfolio-Korrelation unmöglich unter einen Wert von 0,69 bringen.“<sup>3</sup> Die Merkwürdigkeit hat mehrere Ursachen, die ohne weiteres Stoff für einen eigenen Beitrag liefern würden. Daher hier nur so viel: Die CTA-Branche ist wesentlich von deren großem, untereinander hoch positiv korreliertem Trendfolger-Anteil getrieben. Und selbst wenn man auf ein diversifiziertes CTA-Portfolio setzt, wird es kaum gelingen, eine andere Charakteristik zu erhalten, als eben eine etwas mehr oder etwas weniger deutlich trendfolgende. Aber das ist ja nicht unbedingt ein Nachteil, wenn man sich die zugehörigen Eigenschaften ansieht.

### Die seltenen Eigenschaften trendfolgender CTAs

Long/Short-Trendfolge bietet ein V-förmiges Auszahlungsprofil, das jenem einer Long Straddle-Optionsstrategie gleicht (das ist übrigens auch die übliche Methode, wenn man die Renditen von Trendfolge-Strategien synthetisch replizieren will): Schwache bis mittelmäßige Ergebnisse in Seitwärtsmärkten, überproportionale Gewinne in Momentum getriebenen, dynamischen Märkten – und zwar unabhängig von deren Richtung.

Bei trendfolgenden Managed Futures findet man dieses Profil naturgemäß ebenfalls, wenn man die einzelnen Märkte innerhalb eines CTA-Programms analysiert. Man entdeckt ein ähnliches Profil aber sogar auf Portfolioebene und in Bezug auf die Aktienmarktentwicklung: Vergleicht man die historischen Dreimonatserträge trendfolgender CTAs mit einem (nahezu beliebigen) Aktienindex, so wird sich ein hoher Anteil der besten Ergebnisse in jenen Zeitfenstern häufen, in denen der Aktienindex überdurchschnittliche Gewinne oder Verluste verzeichnet hat. An den Beispielen Newedge CTA Trend und MSCI World Total Return zeigt sich während der schlechtesten 20 % der MSCI-Dreimonatsfenster ein durchschnittlicher Dreimonatsertrag der CTAs von knapp acht Prozent (siehe Abbildung 2). Auf der positiven Seite (des MSCI) ist der Zusammenhang weniger ausgeprägt: Während der 20 % besten Dreimonatsfenster des MSCI konnten die CTAs lediglich eine durchschnittliche Performance von rund vier Prozent liefern. Eine naheliegende Erklärung dafür wäre, dass die Korrelation zwischen CTAs und Aktien in Stressmärkten ausgeprägter negativ ist als sie





während Aktien-Rallys positiv ist. Das ist auf den ersten Blick nicht unbedingt der Fall. Der Newedge CTA Trend zeigt zum MSCI World Total Return in einem rollenden 12-Monatsfenster sehr ähnliche Korrelations-Extreme bei +0,8 im Verlauf von Aktienrallys und bei -0,7 in Bärenmärkten (siehe Abbildung 3). Auf Basis des vollständigen Satzes der Monatsrenditen zwischen 2000 und dem August 2011 zeigt sich aber, dass der negative Richtungszusammenhang in Aktien-Minusmonaten tatsächlich verlässlicher ist: Die Downside-Korrelation der Monatsveränderungen beträgt -0,4. Die Upside des MSCI ist mit einem Wert von 0,1 dagegen praktisch unkorreliert zu den CTAs. Auch diese Merkmale sind über die Zeit ziemlich stabil: Anhand der längeren Zeitreihe des Barclay CTA Index ergeben sich etwa für die Zeitreihe 1990 bis zum Halbjahr 2011 bis auf die zweite Kommastelle idente Werte für die Downside- und Upside-Korrelation der CTA-Monatsrenditen zum MSCI. Über die Ursachen für dieses – auf den ersten Blick merkwürdige – Verhalten könnte man eine Reihe durchaus reizvoller statistischer Nachforschungen anstellen, aber im Grunde reicht angewandter Hausverstand: In Bärenmarkt-Abschnitten, die von einer erhöhten Abwärtsdynamik im Equity-Segment gekennzeichnet sind, in Stressmärkten also, herrscht in der Regel ein insgesamt risikoaverses Regime. Der Ausverkauf greift dann pauschal auf die anderen Risk-Assets über – insbesondere Rohstoffe, High-Yields und Non-Dollar-Währungen. Auf der anderen Seite erleben die traditionellen „sicheren Häfen“ ebenso pauschal eine Rally (Bonds, Dollar, Gold). Mit anderen Worten: Wenn die Finanzmärkte in den Panik-Modus übergehen, sehen wir fast immer einen Anstieg der (Absolutwerte der) Intermarkt-Korrelationen. Kommt, wie

etwa 2001 oder 2008, die Panik nicht aus heiterem Himmel, dann sind Trendfolger bereits auf der richtigen Seite positioniert und können durch das erhöhte Tempo der bereits etablierten Trends überproportional – weil über die meisten Einzelmärkte hinweg – profitieren. Im Verlauf einer Aktien-Rally sind die Cross-Market Bewegungen dagegen nicht in diesem Ausmaß synchron, so dass sich in den diversifizierten CTA-Portfolios Gewinne und Verluste stärker ausgleichen. Überdurchschnittliche Gewinne sind daher im Verlauf zyklischer Bull-Markets weniger oft zu erwarten – überdurchschnittliche Verluste natürlich auch.

Das etwas eigenwillige Renditeprofil der CTA-Trendfolger ist deren überzeugendstes Asset. Sie bieten damit einen guten Schutz gegen das Marktrisiko, weil sie genau dann die höchste Chance auf überdurchschnittliche Erträge haben, wenn Risk-Assets die höchsten Rückschläge verzeichnen. Gleichzeitig sind sie aber kein simpler Aktien-Hedge wie etwa Equity-Short, weil trendfolgende CTAs eben auch in steigenden Aktienmärkten positive Renditen liefern können. Die Monatsrenditen von Trendfolgern – wieder am Beispiel des Newedge CTA Trend Index – zeigen demzufolge langfristig so gut wie keinen Richtungszusammenhang mit Aktienrenditen. Die Korrelation im Zeitraum 1/2000 bis 8/2011 betrug -0,1. CTAs zeigen über die Zeit auch mit anderen Asset-Klassen – darunter ironischerweise auch Rohstoffe – keine nennenswerten Korrelationen, was sie in der Papierform wie generelle Alpha-Generatoren aussehen lässt. Und das, obwohl Trendfolge-Strategien in Reinform so gut wie kein Alpha produzieren. Denn der Löwenanteil an den produzierten Renditen kommt gerade aus der Bereitschaft, sich dem



Marktrisiko auszusetzen, also aus purem Beta-Exposure. Die Tatsache, dass CTAs dabei das Beta-Vorzeichen in Form von Long- oder Short-Positionen laufend an die herrschenden Trends anpassen, führt zu einem zyklischen Wechsel von Phasen mit hoch positiven und hoch negativen Korrelationen der einzelnen Positionen mit ihren Basismärkten. Über die Zeit summieren sich diese (auch wegen der Vielzahl der gehandelten Märkte) eben auf nahe Null.

Dem Investor steht mit trendfolgenden CTAs somit ein Werkzeug zur Verfügung, das ohne Tricks und doppelten Boden auskommt und schon seit Jahrzehnten verlässlich produziert, was so manche hochkomplexe Quant-Strategie verspricht aber letztlich nicht halten kann: Langfristig unkorrelierte Renditen, die, im richtigen Maß hinzugefügt, nahezu jedes traditionell konstruierte Portfolio hinsichtlich Risiko und Ertrag verbessern können. Das hat übrigens ein gewis-

ser John Lintner, Harvard-Professor und Miterfinder des Capital Asset Pricing Model bereits 1983 festgestellt<sup>4</sup>. Trendfolger sind freilich auch in anderer Beziehung grundlegende Instrumente: Sie zeigen das für Beta-Strategien typische Risiko ganz offen in Form von Volatilität, die im Schnitt annähernd das zweifache der annualisierten Rendite beträgt. Langfristige Rendite-/Risiko-Relationen (mod. Sharpe-Ratios) von trendfolgenden CTAs übersteigen daher selten den Wert von 0,6. Bei allen unbestreitbaren Vorteilen – einen Free-Lunch bieten daher auch CTAs nicht und es lohnt sich trotz der hohen Korrelationen daher auch in diesem Segment Diversifikation. Insbesondere ein Mix von eher langfristig mit eher kurzfristig orientierten Trendfolgern kann helfen, die Volatilität zu glätten.



## Ein Blick unter die Haube

### Eduard Pomeranz - FTC Capital

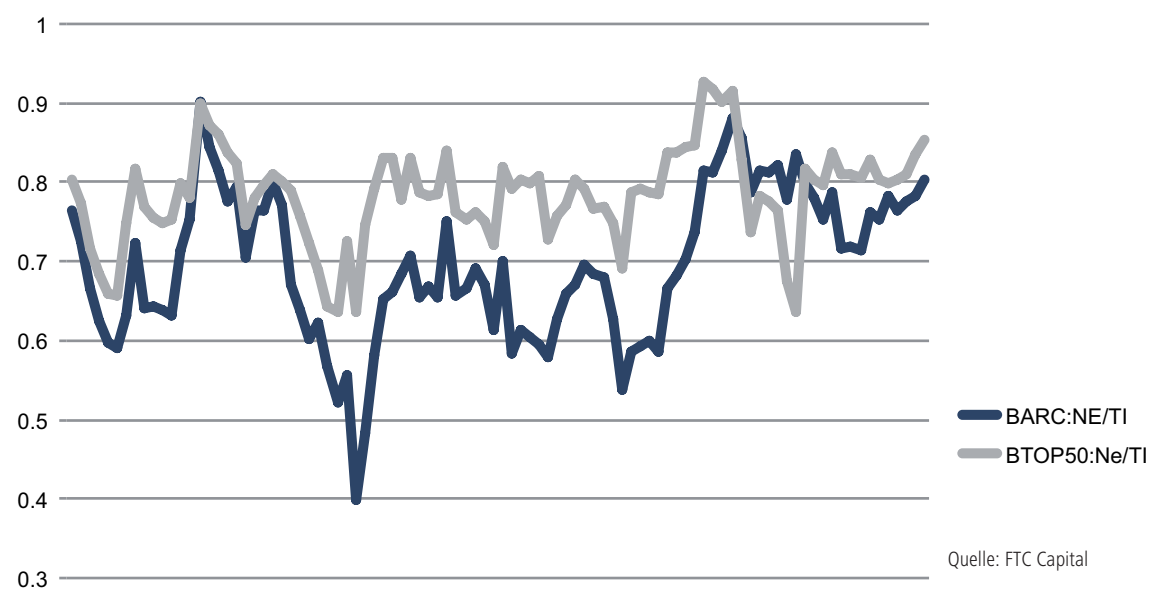


Abb. 1: Die Monatsrenditen der generischen Benchmark zeigen über die gesamte Zeit (10/2002-06/2011) eine hoch positive Korrelation von 0.63 (Barclay CTA Index) bzw. 0.70 (Barclay BTOP 50). Die Stabilität des Zusammenhangs bis dato zeigt sich in einem rollenden 12-Monatsfenster: Korrelation zwischen dem Newedge Trend Indicator und dem breiten Barclay CTA Index (blau) bzw. dem investierbaren Barclay BTOP50 (grün).

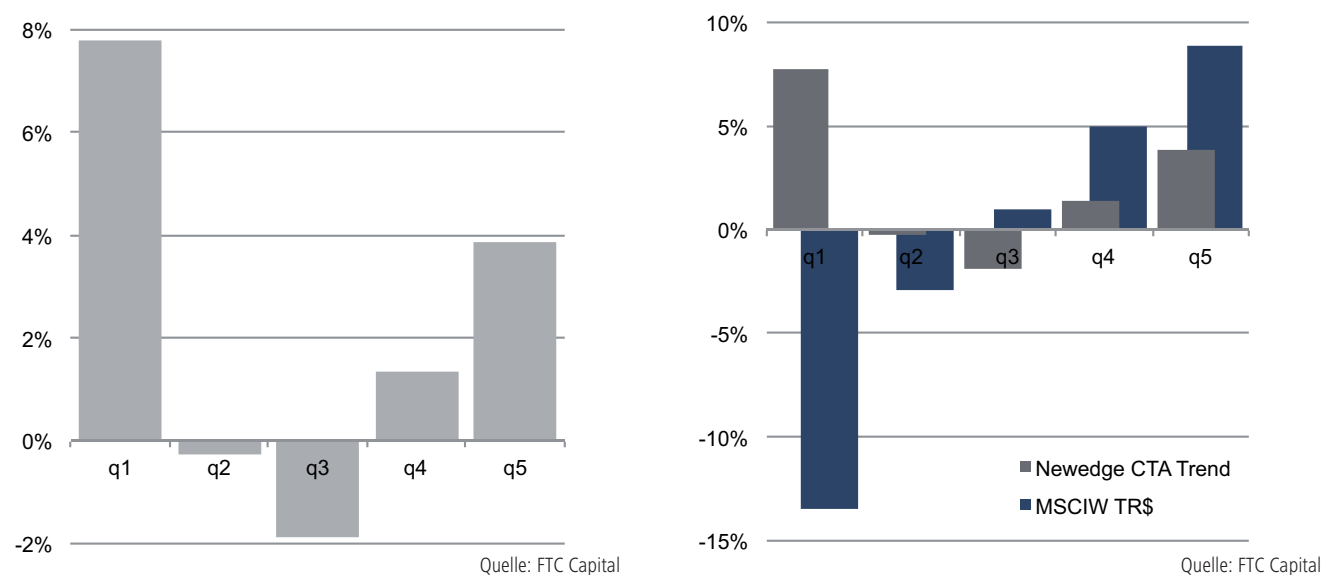


Abb. 2: Mittelwert der 3-Monatsrenditen des Newedge CTA Trend Subindex während der entsprechenden und sortierten 3-Monatsfenster des MSCI World Index (Total Return USD), wobei q1 gleich schlechtestes und q5 gleich bestes Quantil der MSCI 3-Monatsfester. Lesebeispiel: Die durchschnittliche Dreimonatsperformance des CTA Trend Subindex betrug während der schlechtesten 20 Prozent der MSCI Dreimonatsperioden 7,8 Prozent. Zeitraum: 01/2000 – 08/2011

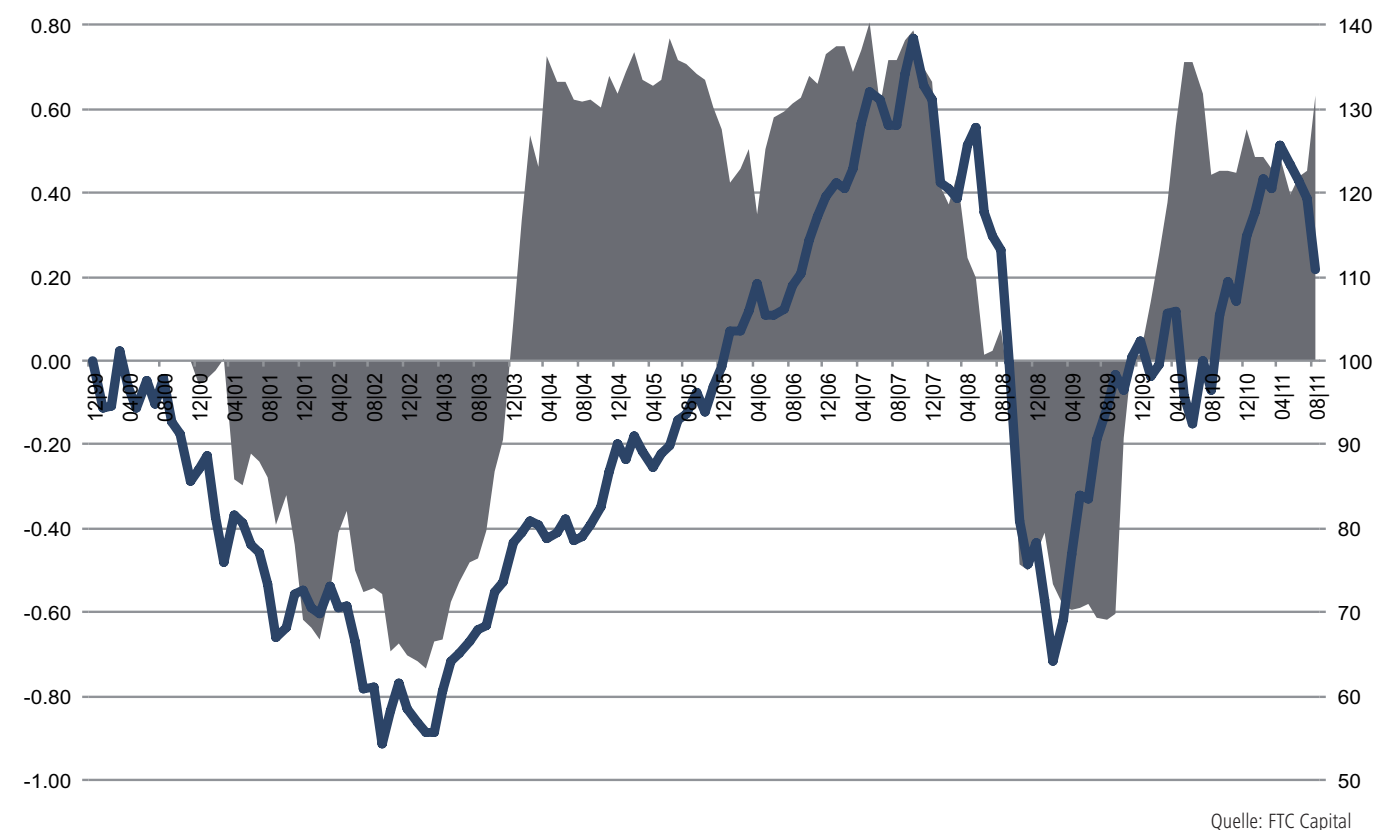


Abb. 3: Hellblaue Fläche: Korrelation zwischen den jeweils letzten 12 Monatsrenditen des Newedge CTA Trend Subindex und des MSCI World Index (Total Return USD). Dunkelblaue Linie: Indexierte Performance des MSCI World Index (Dez. 1999 = 100). Die Trendfolger lieferten auch während der letzten beiden Bear-Markets die erwartete, signifikant negative Korrelation.

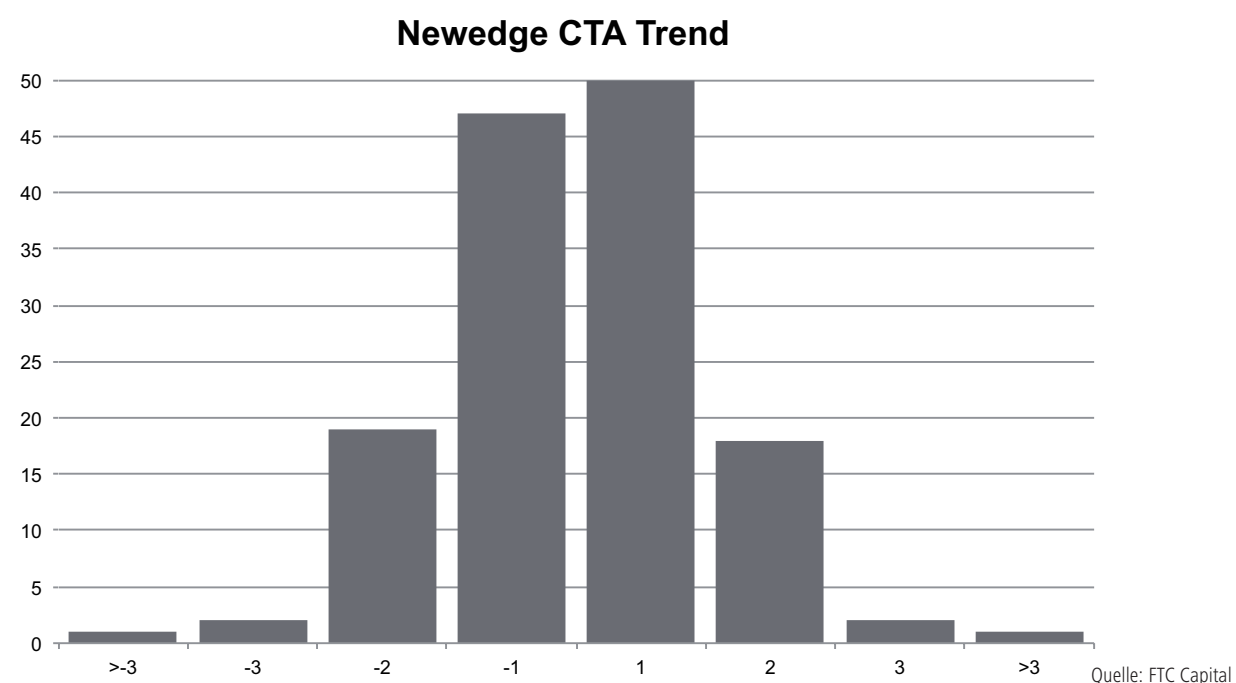


Abb. 4: Histogramm der Monatsrenditen des Newedge CTA Trend Sub-Index (2000-2011/08). Die X-Achse zeigt n-Sigma links und rechts vom Mittelwert. Lesebeispiel: 50 der insgesamt 140 Renditen lagen im Bereich von  $\bar{x}$  bis  $\bar{x} + \sigma$ .  $\bar{x} = 0,73 \%$ ,  $\sigma = 4,52 \%$ .

Fußnoten:

- 1 Der Newedge Trendindikator simuliert die Performance eines generischen Trendfolgeprogramms (20/120 Tage Moving Average Crossover) seit dem September 2002. Allokation: 55 Futuresmärkte; Gewichtung: 30 % Aktienindizes, 30 % Zinsen, 30 % Währungen, 10 % Commodities.
- 2 Der Newedge CTA Trend-Subindex umfasst die trendfolgenden CTAs (gegenwärtig neun Programme) aus dem breiteren Newedge CTA Index (derzeit 20 Programme).
- 3 GALEN, BURHARDT, LIU, „Two Benchmarks for momentum trading“, AlternativeEdge Research, Aug. 26, 2010
- 4 LINTNER John, „The Potential Role of Managed commodity-Financial Futures Accounts (and/or Funds) in Portfolios of Stocks and Bonds“, Harvard University, 1983



Eduard Pomeranz  
CEO  
FTC Capital  
www.ftc.at  
Oktober 2011





**Der Mythos der „Neuen Normalität“:**

*Warum schnelles Geld, exzessive Spekulation und Serienblasen eigentlich bedeuten, dass auch diesmal alles beim Alten bleibt...*

Auch wenn mit dem vorstehenden Zitat natürlich das fiktive Wunderland zutreffend beschrieben wird, in dem sich die kleine Alice in Lewis Carrolls Roman Alice im Wunderland wiederfindet, könnte es ebenso gut als Beschreibung des Wirtschaftswunderlands durchgehen, das viele der weltweit größten Zentralbanken nach der Finanzkrise geschaffen haben. Noch bis in die letzten Monate hinein war in diesem Wirtschaftswunderland ein unverminderter Anstieg der weltweiten Aktienpreise zu beobachten, und die Welt ertrank buchstäblich in billigem Geld mit kaum merklichen oder überhaupt keinen Konsequenzen... permanente Schuldensorgen einiger Staaten, steigende Lebensmittel- und Energiepreise und zunehmende geopolitische Spannungen wurden scheinbar ignoriert ... an jedem Horizont war angeblich ein Silberstreifen und Aktienblasen gehörten scheinbar der Vergangenheit an, denn „diesmal ist ja alles anders.“

Die traurige Wirklichkeit jedoch, dass nämlich bisher nichts anders war (siehe die starken Korrekturen an den Aktien- und Rohstoffmärkten in den Sommermonaten 2011) und dass höchstwahrscheinlich auch in Zukunft alles beim Alten bleiben wird, wurde uns dann im Großteil des dritten Quartals vor Augen geführt. Tatsächlich sind die Geschichtsbücher voll mit Beispielen großer Spekulationsblasen (nehmen wir nur die Tulpenspekulation in Holland 1630, die Immobilienblase im Japan der 1980er Jahre oder die Immobilien- und Kreditblase in den USA im Jahr 2000), die letztlich allesamt geplatzt sind. Auf solche Blasen folgen üblicherweise lange gefährliche Zeiträume, in denen die Kursentwicklungen der Vermögenswerte beim Versuch, zwischen den konkurrierenden Marktkräften ein Preisgleichgewicht zu finden, auf unterschiedliche Weise über ihr Ziel hinausschießen.

**„Was für eine merkwürdige  
Welt, in der wir leben...“  
sagte Alice zur Herzkönigin  
- Alice im Wunderland,  
von Lewis Carroll.**

Und genau wie Alice dem Charme des Wunderlands nicht widerstehen konnte, so fällt es auch den meisten Spekulanten nur all zu schwer, den Verlockungen einer kurzfristigen Preisspirale bei Vermögenswerten zu widerstehen. Nur durch weise Voraussicht gelingt es Alice und den Marktteilnehmern, die mit ihrem jeweiligen Wunderland verbundenen Risiken tatsächlich zu erkennen. Dazu ein weiteres Zitat aus dem Werk von Carroll „... als sie später darüber nachdachte, fragte sie sich, warum sie sich darüber nicht gewundert hatte, doch damals war ihr alles ganz natürlich erschienen.“

Die Verhaltensmuster der Anleger, die sich in Zusammenhang mit Spekulationsblasen für sämtliche Vermögenswerte beobachten lassen, können grundlegend in folgende Stufen eingeteilt werden<sup>1</sup>:

**Verdrängung:**

Jede Blase beginnt mit einem einschlägigen Verdrängungsereignis (d.h., ein neues wirtschaftliches Phänomen, das Kapital anzieht).

**Expansion/Boom:**

Sobald das Kapital in Richtung einer neuen verlockenden Anlagechance zu fließen beginnt, steigen die Kurse und gewinnen um so mehr an Fahrt, je mehr Teilnehmer in den Markt einsteigen (in einigen Fällen angetrieben durch die Verfügbarkeit von schnellem Geld), auch in den Medien gewinnt das Thema an Bedeutung und was entsteht, ist ein wahrer Übereifer der Spekulanten.

**Euphorie:**

Darauf folgt der Spekulationsrausch, bei dem Vermögenswerte extreme Bewertungen erreichen, und man sich neuer Ratios und Metriken bedienen muss, um Kurse zu begründen, die lange kein Ausdruck des tatsächlichen Verhältnisses aus Angebot und Nachfrage mehr sind.

**Gewinnmitnahme:**

Einige wenige Marktteilnehmer erkennen die Warnhinweise und nehmen Gewinne mit, sie gelten meist als Panikmacher, Querdenker oder einfach nur pessimistische „Bären“.

**Angst/Panik:**

Quasi über Nacht (häufig nach einem auslösenden Ereignis) platzt die Blase, und die Kurse der Vermögenswerte fallen, wenn nach Margin Calls und purzelnden Werten Panik ausbricht.

1 Hyman P. Minsky war einer der ersten Volkswirtschaftler, der die Entwicklung finanzieller Instabilität und deren Interaktion mit der Wirtschaft erklärt hat; sein Buch mit dem Titel *Stabilizing an Unstable Economy* (1986) war ein bahnbrechendes Werk zu diesem Thema.



## Der Mythos der „Neuen Normalität“

Craig A. Weynand - NuWave Investment Management

Jahre vor dem Hintergrund der vorstehenden Verhaltensmuster, so zeigt sich, dass wir es hier mit einer Blase quasi wie aus dem Lehrbuch zu tun haben. Bestätigt wurde dieser Schluss durch die Prognosemethoden von NuWave, die auf der Erkennung von Mustern basieren (und ebenfalls eine Reihe von wiederholt auftretenden ähnlichen Mustern beim Kursverhalten erkannt hatten, die zu den Ereignissen im Jahr 2008 führten). Auf Grund der nach der Finanzkrise eingeführten beispiellosen steuerlichen und monetären Stimuli begann eine Korrekturpreisspirale für Vermögenswerte, denn die Masse leichten Geldes verlangte aktiv nach entsprechenden Anlagerenditen. Dies wiederum hat einen zweijährigen Boom der weltweiten Aktienkurse und Rohstoffpreise (Metalle, Energie, Baumwolle, Getreide usw.) entfacht. Die jüngsten Kurskorrekturen jedoch versinnbildlichen die Verhaltenstendenzen der letzten Stufe (d.h. Angst/Panik), die eben auch ganz typisch sind für Spekulationsblasen.

Tatsächlich mehren sich bei NuWave trotz des weitverbreiteten Glaubens an die Entstehung einer „neuen Normalität“ nach der Finanzkrise mehr und mehr die Hinweise darauf, dass hier eigentlich der alte Spruch gilt: „je mehr sich die Dinge ändern, desto mehr bleibt alles beim Alten“. Zweifelsohne haben die jüngsten Ereignisse Spuren in unserer aktuellen Wirtschaftslandschaft hinterlassen, doch die Geschichtsbücher sind voll von ähnlichen Vorfällen, aus denen man wiederkehrende Muster des menschlichen Verhaltens ablesen kann. Vergleichen wir nur die Weltwirtschaftskrise mit der großen Rezession, das Ölembargo von 1973 mit dem Einbruch im Jahr 2008 oder die Lähmung nach den Terroranschlägen vom 11. September mit der nach dem Tsunami am 11. März in Japan, so fällt

Zweifelsohne habe die jüngsten Ereignisse ihre Spuren im aktuellen Wirtschaftsumfeld hinterlassen...

- Blasen am Aktien- und Rohstoffmarkt
- Krieg (Irak, Afghanistan, Nordafrika usw.)
- Hypothekenkrise
- Kreditkrise/ finanzieller Zusammenbruch
- Madoff
- Erdbeben
- Atomkatastrophe
- Inflationsgefahr/ Arbeitslosigkeit
- Schwerwiegendes Eingreifen auf Seiten der Regierung
- Gefahr der Staatsverschuldung

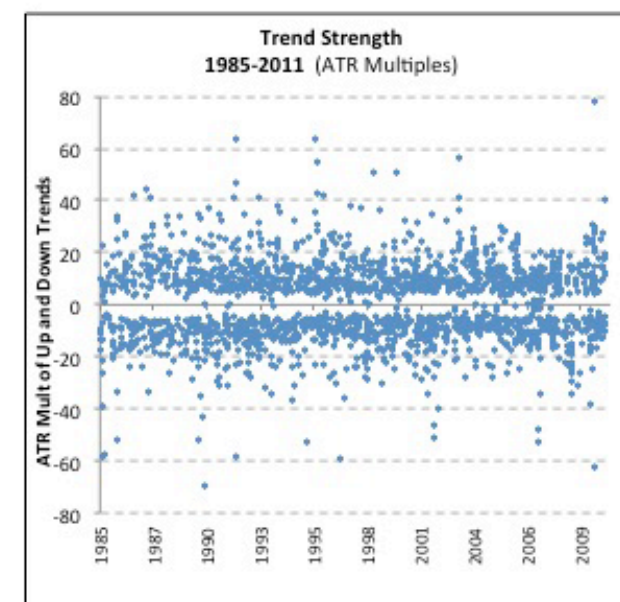
... doch die Geschichtsbücher sind voll von ähnlichen Entsprechungen.

- Börsencrash in den USA (1929, 1987)
- New Deal von F. D. Roosevelt, die Great Society unter Johnson
- 2. Weltkrieg, Korea, Vietnam, Golfkriege, Iran/Irak, Unruhen im Nahen Osten
- Blasen in Japan (Immobilien, Aktienmarkt)
- Junk Bond-Krise (Insolvenz von Drexel)
- Regimewechsel; Perestroika
- Wegfall der europäischen Währungen
- Inflation in Deutschland nach dem 2. Weltkrieg
- Wegfall des Goldstandards
- Stagflation; Ölembargo von 1970
- Schuldenkrise in Südamerika, gefolgt vom Zahlungsausfall in Argentinien
- Long Term Capital
- Dot.Com-Blase

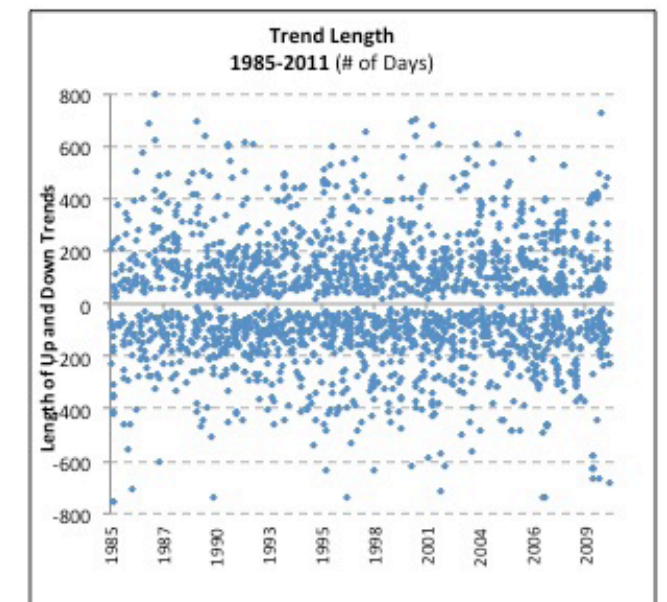
auf, dass es mehr als genug historische Entsprechungen für schwere wirtschaftliche Schocks gibt. Ähnlich kann man auch die Umstürze in Osteuropa als Prolog für die jüngsten Unruhen im Nahen Osten heranziehen, die Staatverschuldung in Südamerika spiegelt zumindest zum Teil die Schuldenprobleme in Europa wider, und die Notrettung des Long Term Capital Management könnte Hinweise für die Rettung der weltweiten

Bankbranche geben. Aus struktureller bzw. sozioökonomischer Sicht können die Abschaffung des Goldstandards und die Annahme des Euro, die extremen Richtlinien der Zentralbank unter Volker gegenüber jenen der Zentralbank unter Bernanke, und die gesellschaftlichen Änderungen vom Laissez-Faire-Kapitalismus zu einem sozialen Sicherheitsnetz für beide Seiten von hohem Informationswert sein.

Schlussfolgern lässt sich aus vorstehenden Beispielen somit, dass es Dinge, die uns als „beispiellos“ erscheinen, fast immer schon einmal gegeben hat. Und dieser Denkansatz wird durch einen einfachen Rückblick auf historische Kursmuster vor oder nach solchen „beispiellosen“ Ereignissen bestätigt. Wenn also historische Entsprechungen zu aktuellen Ereignissen existieren, und sich die Reaktionen der Menschen auf diese Dinge wiederholen, so müssten die Kurse am Markt zwangsläufig auch dem in der Vergangenheit beobachteten Trend folgen. Zu diesem Zweck zeigen die untenstehenden Streudiagramme die relative Trendstärke (hier definiert als Ausmaß der mit einem „Trend“ in Zusammenhang stehenden Bewegungsrichtung und gemessen als wahrer Durchschnittsbereich) bzw. die relative Trendlänge (gemessen in der mit einem „Trend“ verbundenen Anzahl von Tagen) für eine Vielzahl von Finanz- und Rohstoffmärkten (über einen Zeitraum von 1985 bis Mitte 2011). Bei beiden Analysen wird der Begriff „Trend“ als ein Zeitraum definiert, in dem über 126 Tage das lokale Maximum erreicht wurde (d.h. 63 Tage vor und 63 Tage zurück), und der mit einem anschließenden 126 Tage dauernden lokalen Minimum endet (oder umgekehrt).



Quelle: NuWave Investment Management



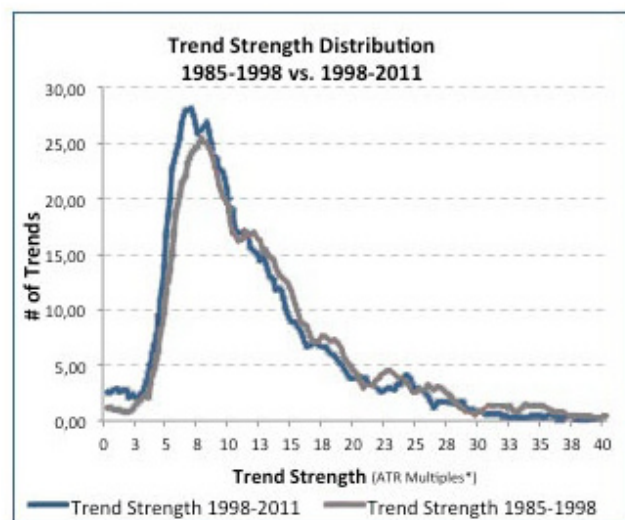
Quelle: NuWave Investment Management





## Der Mythos der „Neuen Normalität“

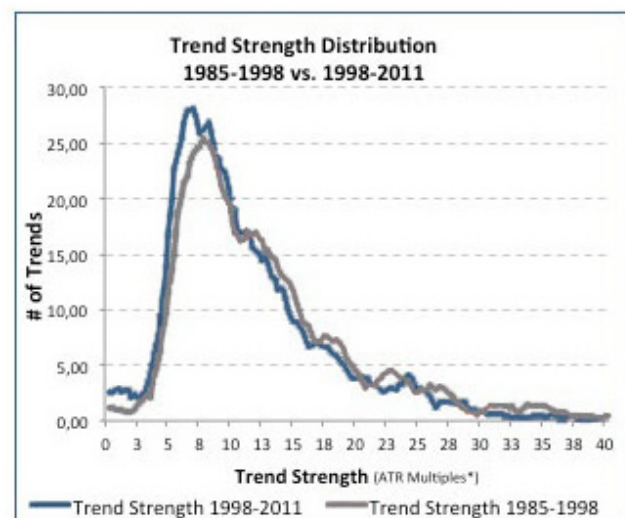
Craig A. Weynand - NuWave Investment Management



\*ATR (Average True Range) is calculated as the average of the true range over a 63 day period.

Quelle: NuWave Investment Management

Wie unschwer zu erkennen ist, bleiben Trendstärke und Trendlänge trotz der Vielzahl an sogenannten „beispiellosen“ Ereignissen über einen Zeitraum von fast 30 Jahren, also mehr als einer Generation, bemerkenswert konsistent. Ähnliches gilt, wenn man den in Frage stehenden Zeitraum aufschlüsselt und die Verteilung der Trendstärke in der Zeit von 1985 bis 1998 mit der Zeit von 1998 bis 2011 vergleicht, oder auch die Verteilung der Trendlänge für den Zeitraum von 1985 bis 1998 mit der Periode von 1998 bis 2011. Wieder zeigt sich eine bemerkenswerte Konsistenz der Verteilungen über jeden Zeitraum (siehe Diagramme). Diese und andere Studien mit ähnlichen Themen geben uns statistische Beweise dafür, dass sich die Trendchancen (d.h. das Ausmaß und die Länge eines Trends) im Verlauf der Zeit in auffallender Weise wiederholen.



\*ATR (Average True Range) is calculated as the average of the true range over a 63 day period.

Quelle: NuWave Investment Management

Im Grunde erinnern uns die Schlagzeilen von heute also häufig an jene vergangener Tage, und auch die Verhaltensmuster der Anleger als Reaktion auf diese ändern sich nur sehr wenig. Genau diese Reaktionen (nicht selten hervorgerufen durch ureigenste menschliche Emotionen wie Hoffnung, Verzweiflung, Gier und Angst) und die ihnen vorausgehenden Marktbedingungen bzw. Kursmuster versucht man bei NuWave mit den Prognosemethoden auf Basis von Mustererkennung zu ermitteln.

Craig A. Weynand  
COO  
NuWave Investment Management  
[www.nuwavecorp.com](http://www.nuwavecorp.com)  
Oktober 2011







Varengold

WERTPAPIERHANDELSBANK AG

VARENGOLD  
WERTPAPIERHANDELSBANK AG

GROSSE ELBSTRASSE 27  
22767 HAMBURG  
Germany  
T +49 40.66 86 49 0  
F +49 40.66 86 49 49

[www.varengold-am.com](http://www.varengold-am.com)

