

November 2021

Dem Trend folgen

Wie CTAs
funktionieren und
was sie in einer
Niedrigzinsphase
bewirken können

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Über die Autoren



Steve Brument

Head of Quantitative Multi-Asset Strategies
Deputy Global Head of Multi-Asset

Steve Brument leitet die systematischen und globalen Makrofonds von CANDRIAM. Er begann seine Laufbahn 1997 in der Privatkundengruppe von Merrill Lynch, bevor er 1999 in die Sparte Aktienderivate von Refco Securities wechselte. 2001 kam er als Systematic Fund Manager zu CANDRIAM und führte umfassende Analysen zu Handelssystemen und systematischen Portfolioallokationen durch. 2007 wurde er Head of Systematic Funds und wickelte als einer der Ersten von der traditionellen Trendfolge ab, indem er Trend-Following, Pattern-Recognition und Counter-Trend-Modelle mischte. Sein Team gehörte zu den Pionieren der Branche, die einen CTA-OGAW anboten. Steve Brument hat einen Master mit Auszeichnungen der Pariser Ecole Supérieure de Gestion-Finance.



Johann Mauchand

Senior Systematic Fund Manager

Johann Mauchand ist seit 2013 systematischer Fondsmanager bei CANDRIAM.

Er begann seine Laufbahn 2005 als statistischer Arbitrage-Analyst bei HSBC und kam ein Jahr später als quantitativer alternativer Managementanalyst zu CANDRIAM. Seine derzeitige Rolle übernahm er 2013.

Er studierte in Frankreich und hat einen Master-Abschluss in Mathematik der Universität Dijon und in Financial Engineering der Universität Evry.

Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung	03	Unsere CTA-Strategie: Wie macht es CANDRIAM?	16
Eine Welt mit negativen risikofreien Zinssätzen und CTAs: das perfekte Paar?	04	Wann ist der beste Zeitpunkt, um zu investieren: günstig kaufen, teuer verkaufen?	20
Antrieb der CTAs: Markttrends ausmachen und ihnen folgen	08	Marktzyklen und CTA-Performance	22
Fehleinschätzungen: kein Long-Volatility-Fonds	12	Fazit	23
CTAs helfen, die Volatilität zu reduzieren, aber auch ihre Performance wird von ihr angetrieben	14	Beschreibung der Indizes	24
		References	25



Kurzfassung

CTA-Strategien (Commodity Trading Advisor) sind eine Investment-Erfolgsgeschichte. Trotz des negativen risikolosen Renditeumfelds verzeichneten sie hohe Zuflüsse, da sie mit dem sogenannten „Investment Trend Following“ Erträge erwirtschaften konnten.

Wie Hedgefonds investieren CTAs in Futures, um aus Markttrends unabhängig von der Marktrichtung Nutzen zu ziehen. Diese Fähigkeit ist im derzeitigen Niedrigzinsumfeld nicht zu unterschätzen, insbesondere weil Staatsanleihen nicht im gleichen Maße wie früher zur Minderung der Auswirkungen von Aktienkorrekturen auf ausgewogene Portfolios eingesetzt werden können. Die Toolbox von CTAs umfasst weitere Vorteile, darunter das Volatilitätsmanagement und den Zugang zu Renditen, die mit traditionellen Anlageklassen kaum korrelieren. Diese Strategien ermöglichen es, ein Exposure gegenüber unterschiedlichen Trends in fast jeder Anlageklasse aufzubauen.

Trotz ihrer wachsenden Beliebtheit bei vielen Anlegergruppen bleiben CTAs ein Rätsel. Woher kommen sie? Wie funktionieren sie?

In diesem Papier fragen wir uns, warum CTAs im Zeitalter der niedrigen Zinsen so relevant geworden sind, und analysieren ihre langfristige Performance und Volatilität im Vergleich zu den wichtigsten Anlageklassen. Ferner untersuchen wir die Auswirkungen ihres aktiven, flexiblen und dynamischen Marktrisikomanagements auf die Performance eines ausgewogenen Portfolios. Danach beschäftigen wir uns mit den Ursprüngen der CTAs in den 1970er-Jahren und den wichtigen Meilensteinen in ihrer Entwicklung vor und nach der Digitalisierung der Finanzmärkte.

Nach der Geschichte der CTAs widmen wir uns den Merkmalen moderner CTAs und zerstreuen ein paar Mythen. Wir werden feststellen, dass CTAs dazu beitragen, die Volatilität zu mindern, und dass ihre Performance von ihr angekurbelt werden kann.

Einige CTAs konzentrieren sich stärker auf langfristige Trends, während andere kurzfristiger sind. Wir befassen uns mit dem Ansatz von CANDRIAM in Bezug auf CTAs und erläutern, warum es unseres Erachtens wichtig ist, das richtige Gleichgewicht zwischen langfristigem Fokus und kurzfristigen Marktbewegungen zu finden. Für uns als Vermögensverwalter war es schon immer wichtig, langfristige Anlageansätze mit Mehrwert zu bieten, die sich von anderen unterscheiden. CANDRIAM ist einer der führenden europäischen Absolute-Return-Anbieter und legte 1996 den ersten Fonds dieser Art auf.

Schließlich sehen wir uns die Wertentwicklung von CTAs in der Vergangenheit an, um herauszufinden, wann der beste Zeitpunkt ist, in diese interessanten Anlagevehikel zu investieren.

Eine Welt mit negativen risikofreien Zinssätzen und CTAs: das perfekte Paar?

Die COVID-19-Krise versetzte die Zentralbanken erneut in eine schwierige Lage. Als ein Land nach dem anderen nationale Lockdowns einführten und einige Lebensbereiche plötzlich zum Stillstand kamen, begannen viele Unternehmen, rote Zahlen zu schreiben. Die Reaktion der großen Zentralbanken und der Staaten war sowohl hinsichtlich der geldpolitischen Lockerung als auch des Umfangs der haushaltspolitischen Impulse beispiellos.

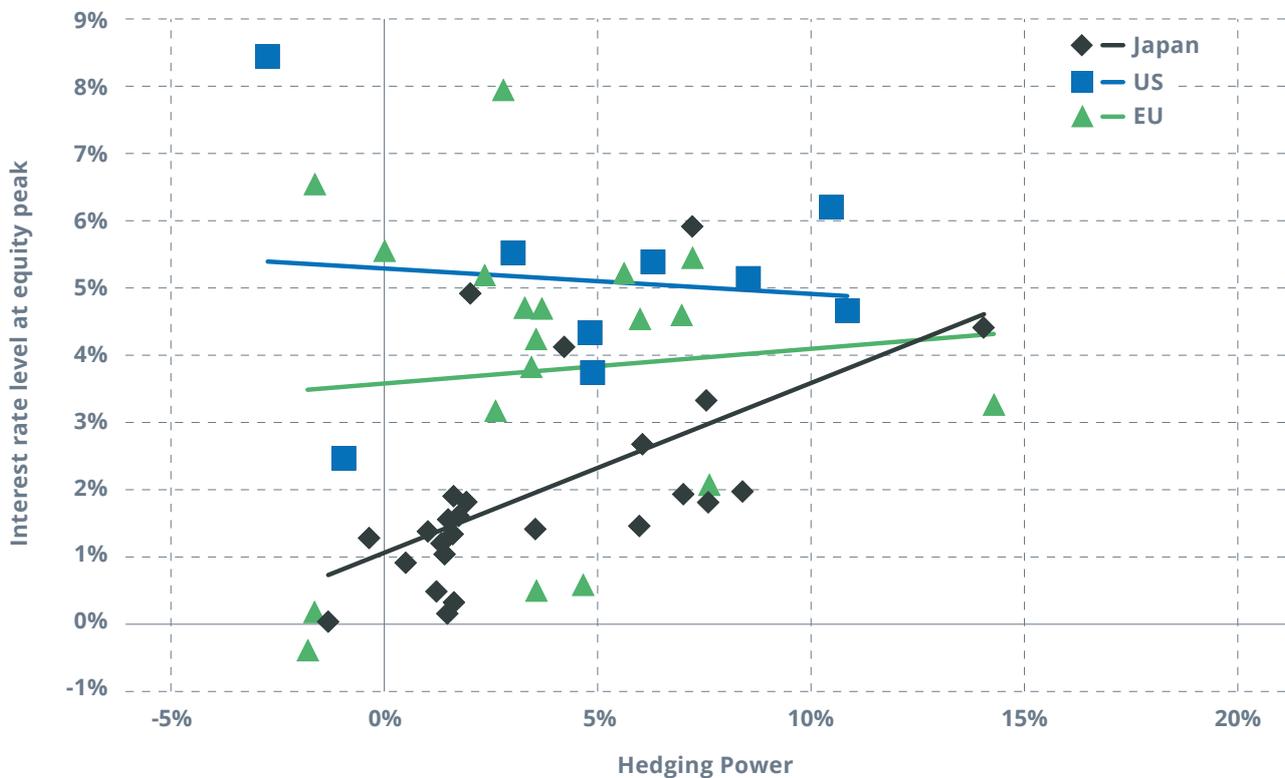
Ein Großteil der Unterstützung durch die Zentralbanken betraf auch die Liquidität an den Anleihenmärkten, sodass Unternehmen, die während der schwierigen Zeiten an den Märkten Kredite aufnehmen wollten, dies tun konnten. Deshalb wurden Kreditherabstufungen und Zahlungsausfälle hinausgezögert – aber nicht auf unbestimmte Zeit.

Einige Sektoren sind stärker getroffen als andere. Ein eindeutiger Beleg dafür ist die Streuung der Renditen an den Märkten, die von Unternehmen angetrieben wird. Neben der erhöhten Marktvolatilität entstanden so mehr Wertsteigerungschancen für aktive Manager, aber auch höhere Anlagerisiken.

In der Vergangenheit vertrauten diversifizierte Portfolios darauf, dass Staatsanleihen die Auswirkung von Aktienmarktkorrekturen abschwächen können. Angesichts Turbulenzen am Aktienmarkt neigen Investoren dazu, einige Vermögenswerte von Aktien auf Anleihen umzuschichten. In solchen Zeiten erzielen Anleihen in der Regel attraktive Kursgewinne. Angesichts der Null- bis Negativzinsen ist es heute ungewiss, ob Staatsanleihen die Risiken so effektiv wie bei den Zinsen von über 2 % mindern können.

Eigentlich wissen wir, dass das sehr unwahrscheinlich ist. Japan ist zur Beantwortung dieser Frage ein gutes historisches Beispiel, weil das Land bereits mehrmals längerfristig sehr niedrige Zinsen verzeichnet hat. In Abbildung 1 wird jeder Aktienhöchstwert vor einer Marktkorrektur von mehr als 15 % als ein Punkt mit unterschiedlicher Form und Farbe dargestellt (stellvertretend für Aktien aus Japan, den USA und dem Euroraum). Die vertikale Achse stellt die Rendite 10-jähriger lokaler Staatsanleihen dar. Die Abbildung lässt erkennen, dass Staatsanleihen aus den USA und dem Euroraum das Risiko besser minderten, weil ihre Renditen kurz vor der Korrektur höher als die Zinsen japanischer Papiere waren.

Abbildung 1 : Absicherungswirkung von Anleihen während einer Aktienkorrektur von über 15 % auf Basis der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen zum Höchstwert der Aktien



Quelle: Bloomberg, Candriam - 1.05.1990 bis 31.07.2021

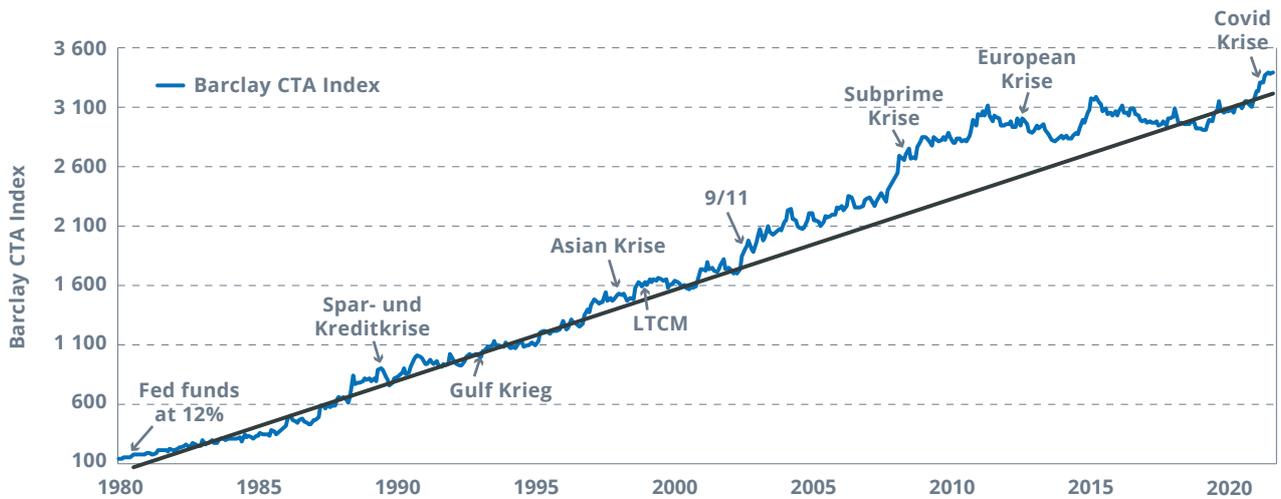
Welche Papiere außer Staatsanleihen können an einem Bärenmarkt für Risikominderung sorgen? Es ist nicht verwunderlich, dass immer mehr Anleger dachten, dass CTAs ideal wären, da sie von den Markttrends ungeachtet der Richtung profitieren können. CTAs folgen Trends nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch an den Rohstoff- und Devisenmärkten, indem sie in börsengehandelte Futures und Optionen und OTC-Terminkontrakte investieren.

Diese erfolgreichen Strategien haben seit 1974 weltweit über 300 Mrd. USD angezogen. Damals wurden die „Commodity Trading Advisors“, die vorwiegend an den Rohstoffmärkten tätig waren, gesetzlich anerkannt. Mit dem Aufkommen von Terminkontrakten in Währungen, Anleihen und verschiedenen Indizes weiteten sie ihre Tätigkeit allmählich auf andere Sektoren und Märkte aus. Unterstützt wurde dieser Prozess durch den breiteren Einsatz von Terminkontrakten und Fortschritten in der Handelstechnologie.

Diese Strategien werden immer komplexer und schneller. So haben die jüngsten Entwicklungen im Low Latency Trading dazu beigetragen, Strategien durch automatisiertes Trading zu verbessern. Low Latency bezieht sich auf den algorithmische Handel mit dem Ziel, schneller auf Marktereignisse reagieren zu können als andere Marktteilnehmer und somit die Rentabilität von Trades zu steigern.

All dies wird dazu beitragen, dass CTAs weiterhin attraktive Renditen erzielen, wie sie es in den letzten 40 Jahren getan haben, die von mehreren Baisse- und Stressphasen am Markt geprägt waren (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2 : Wertentwicklung von CTAs in den letzten 40 Jahren (ersichtlich am Barclay CTA Index)



Quelle: Bloomberg, 01.01.1979 – 31.07.2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Die Widerstandsfähigkeit der CTAs hängt mit ihrer geringen Korrelation mit der Wertentwicklung traditioneller Anlageklassen zusammen (siehe Abbildung 3). Deshalb sind sie ein attraktives Instrument für Anleger, die ihre Portfolios diversifizieren und spezifische Anlagerisiken mindern wollen.

Abbildung 3 : Korrelation der CTA-Strategien mit den wichtigsten traditionellen Anlageklassen

Korrelation	CTA 10 Jahre	CTA 3 Jahre	CTA 1 Jahr	CTA Globale Finanzkrise
US Equities (MSCI World)	0,07	0,23	0,60	-0,18
US Fixed Income (JPM GBI US)	0,34	0,24	0,04	0,25
European Fixed Income (JPM GBI EU)	0,33	0,05	-0,55	0,12
Commodities (S&P GSCI)	-0,10	0,09	0,74	-0,24
Hedge funds (HFRX Global HF)	0,22	0,23	0,83	-0,27

Quelle: Bloomberg

CTA: Société Générale CTA Index. Data as at 30/04/2021

GFC: Global Financial Crisis - 30/09/2007 - 31/03/2009

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

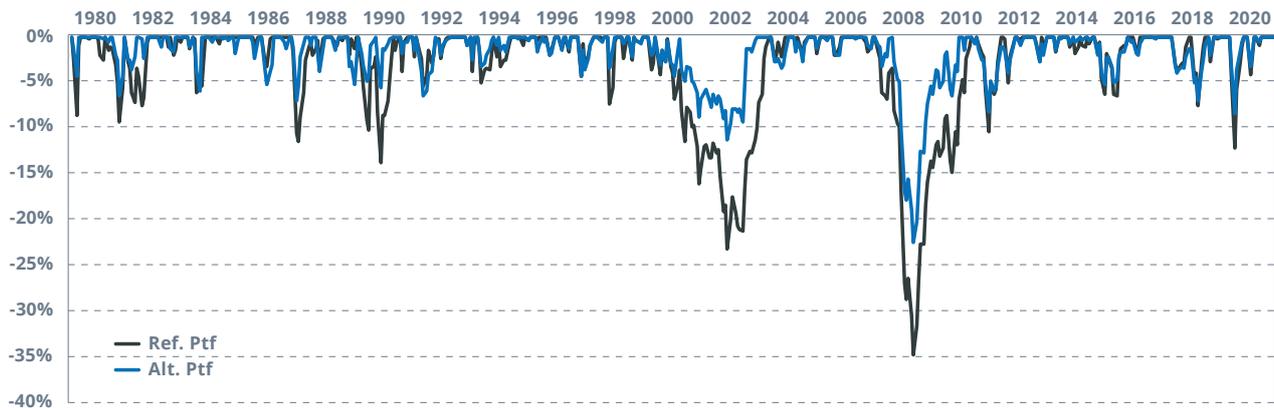
Darüber hinaus kann die Allokation eines Teils eines ausgewogenen Portfolios in eine CTA-basierte Strategie auch die Risiko-Rendite-Merkmale verbessern. So steigt die langfristige Rendite, während die Volatilität und das Ausmaß der Verluste sinken.

Diesen Punkt veranschaulicht ein Modellportfolio, das 60 % Aktien (MSCI World Total Return) und 40 % Anleihen (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index) umfasst und als Referenzportfolio (Ref. Ptf) dient. Danach verglichen wir seine

Performance mit einem anderen Portfolio (Alternatives Portfolio - Alt.Ptf), das 30 % seines Vermögens in CTAs (Barclay CTA Index) investierte, während wir den Rest (70 %) im vorherigen Mix von 60 % Aktien / 40 % Anleihen hielten.

Abbildung 4 zeigt, wie die Präsenz von Managed Futures im alternativen Portfolio (Alt. Ptf.) dazu beiträgt, die Verluste zu senken, d. h. von 20 % im Jahr 2001 und 35 % im Jahr 2008 auf 10 % bzw. 22 %.

Abbildung 4 : Verlust von zwei Modellportfolios: eines ohne CTAs und ein weiteres mit 30 % in CTAs



Quelle: Candriam, 01.01.1980 bis 31.07.2021

Die vorgestellten Szenarien sind eine Schätzung der Wertentwicklung auf der Grundlage von Erkenntnissen aus der Vergangenheit, wie der Wert dieser Anlage schwankt, und/oder der aktuellen Marktbedingungen und sind kein exakter Indikator. Was Sie erhalten werden, hängt davon ab, wie sich der Markt entwickelt und wie lange Sie die Anlage/das Produkt behalten.

Betrachten wir die wesentlichen Ertragsmerkmale beider Portfolios (siehe Abbildung 5), dann stellen wir fest, dass CTAs in einem ausgewogenen Portfolio dazu beitragen, die Volatilität und den Verlust deutlich zu reduzieren und gleichzeitig die risikobereinigten Renditen im Vergleich zu unserem ersten herkömmlicheren Modellportfolio zu verbessern.

Abbildung 5 : Risiko- und Performancevorteile von CTAs für ein ausgewogenes Portfolio

	CTA	Ref. Ptf	Alt. Ptf
Returns	8.82%	9.12%	9.33%
Volatility	13.51%	9.57%	7.89%
Risk Adj. Returns	0.65	0.95	1.18
Max Drawdown	-15.66%	-34.99%	-22.64%

Quelle: Candriam, the Barclay CTA Index, 01.01.1980 bis 31.07.2021

Die vorgestellten Szenarien sind eine Schätzung der Wertentwicklung auf der Grundlage von Erkenntnissen aus der Vergangenheit, wie der Wert dieser Anlage schwankt, und/oder der aktuellen Marktbedingungen und sind kein exakter Indikator. Was Sie erhalten werden, hängt davon ab, wie sich der Markt entwickelt und wie lange Sie die Anlage/das Produkt behalten.

Antrieb der CTAs: Markttrends ausmachen und ihnen folgen

CTA-Manager erzielen durch Trendfolgestrategien Renditen, die die risikobereinigte Performance diversifizierter Portfolios sowohl an Hausse- als auch an Baissemärkten steigern.

Sie können an rückläufigen Märkten Gewinne erzielen, da sie sowohl Short- als auch Long-Positionen in vielen verschiedenen Anlageklassen eingehen. Momentum-Indikatoren, wie zum Beispiel die durchschnittliche Kursentwicklung, werden verfolgt oder Preiskanal-Breakout-Modelle eingesetzt. Manchmal (wie bei der eigenen CTA-Strategie von CANDRIAM) setzen sie andere Tools ein, wenn es dem Markt an Momentum fehlt.

Wie wir bereits zu Beginn des vorherigen Kapitels erwähnt haben, begann die Entwicklung der CTAs Mitte der 1970er-Jahre in Anlehnung an den Commodity Futures Trading Act in den USA. Bis Ende der 1970er-Jahre wurde dieser Markt von Positionen in (weichen) Agrarrohstoffen dominiert. CTA-Strategien wurden manuell verwaltet, auf der Basis fundamentaler und nicht quantitativer Ansätze, doch das Prinzip war dasselbe: Sie folgten Momentum-Indikatoren, wie z. B. der durchschnittlichen Kursentwicklung, oder beobachteten Preiskanal-Breakouts.

Wenn ein Markt einen klaren Aufwärtstrend zeigt, legt eine CTA-Strategie automatisch eine Long-Position in diesem Markt an. Wenn der Markt einen Abwärtstrend aufweist, macht die CTA-Strategie mit Short-Positionen in der/den Anlage/n, die vom Trend betroffen ist/sind, Geld. Dieses Merkmal bietet den Anlegern wichtige Diversifikationsvorteile.

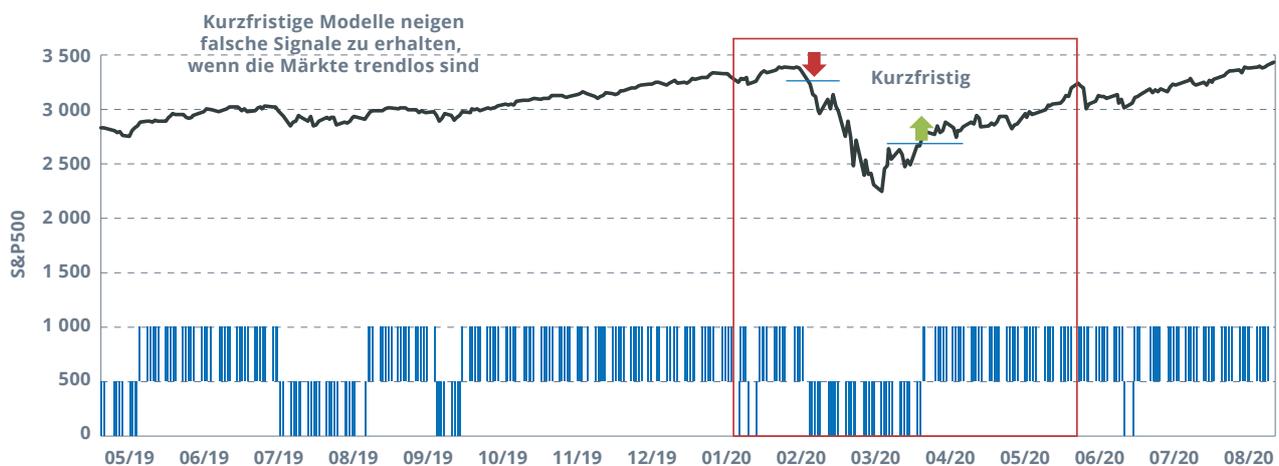
Die **große Veränderung** für den Terminmarkt fand in den 1990er-Jahren statt, die von einer Revolution in der digitalen Technologie geprägt war. Datenanbieter wie Bloomberg und Reuters hatten viele Finanzindikatoren leicht zugänglich gemacht, während neue IT-Technologien es CTAs ermöglichten, effizientere statistische / quantitative Modelle zu erstellen.

CTA-Strategie-Trader konnten also Computerprogramme verwenden, um große Performancedaten zu testen und ihre analytischen Fähigkeiten zu verbessern. In den frühen 2000er-Jahren ergriff diese Entwicklung breitere und stärker wissenschaftlich ausgerichtete Bereiche des fundamentalen Researchs, wobei Themen wie Preisprognosen, kontinuierlicher Handel und Portfoliooptimierung untersucht wurden.

Alle diese Fortschritte in Technologien und Methoden haben **quantitative Ansätze** bei der Identifizierung von Trends sensibler und effizienter gemacht. Moderne CTAs folgen nach wie vor Momentum-Indikatoren wie z. B. durchschnittlichen Kursbewegungen oder Preiskanal-Breakout-Modelle und nutzen heute auch ausgefeiltere Modelle. Sie verbesserten die kurzfristige Trendfolge deutlich, was zur Entstehung von zwei unterschiedlichen Ansätzen führte: **langfristige Trendfolge** und **kurzfristige Trendfolge**.

Abbildung 7 zeigt, dass der langfristige Ansatz von CTAs einige Zeit braucht, um sich an eine Veränderung der Marktrichtung anzupassen. Abbildung 6 zeigt ein Beispiel für einen kurzfristigen Ansatz, der, wie wir sehen, sich schneller anpasst, um einem neuen Markttrend zu folgen, aber auch sehr empfindlich auf Signale ist, die oft falsch sein können. Das Diagramm in Grün oben in Abbildung 7 und 8 stellt die Performance des S&P 500 Index dar und die blauen Linien sind Signale: Long (über 0) und Short (unter).

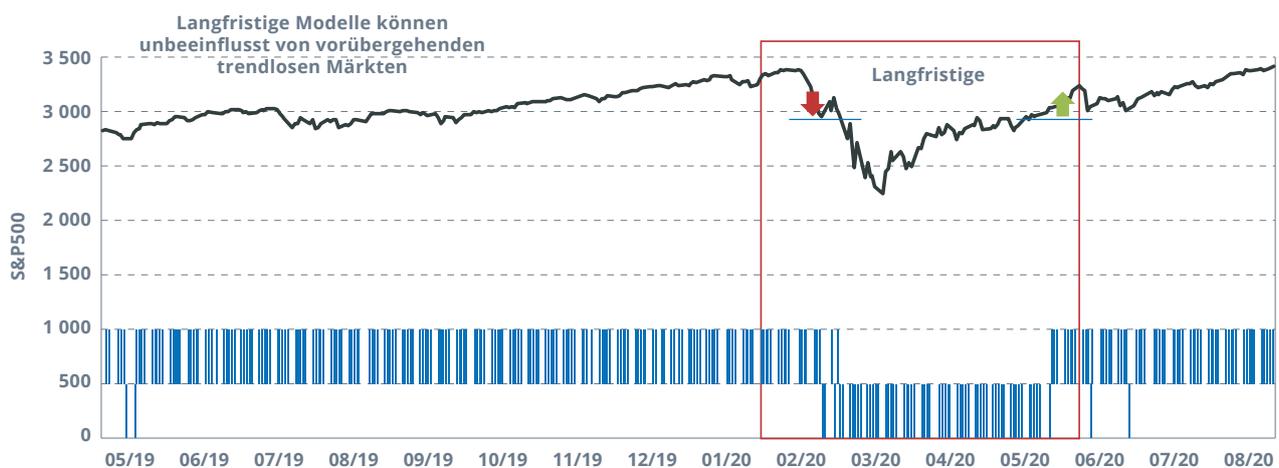
Abbildung 6 : Kurzfristig Trendfolge der CTAs



Quelle: Candriam, 31. Juli 2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Abbildung 7 : Langfristige Trendfolge der CTAs



Quelle: Candriam, 31. Juli 2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

In unserem Kapitel über den Ansatz von CANDRIAM erörtern wir, wie wir das richtige Gleichgewicht zwischen langfristiger und kurzfristiger Trendfolge bei CTA-Anlagen finden.

Alle CTA-Strategien werden ungeachtet ihres Ansatzes von drei wichtigen Faktoren angetrieben: makroökonomische Zyklen, Behavioural Finance und Diversifizierung.

Makroökonomische Zyklen: Die Marktteilnehmer neigen dazu, ihr Kapital in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus unterschiedlich zu investieren, was zu starken Markttrends führt. Trendfolgestrategien sollen sie nutzen. Je länger ein Trend anhält, desto effektiver erkennen und nutzen CTA-Strategien ihn, um attraktive Renditen zu erzielen. Sobald die Strategie einem Zyklustrend folgt, deckt sie eine Reihe von Kontrakten in unterschiedlichen Anlageklassen ab, etwa Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Währungen.

Behavioural Finance untersucht wesentliche menschliche Züge oder Verhaltensweisen, die Anleger bei Entscheidungen über den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten an den Tag legen. Im Gegensatz dazu basieren reine CTA-Strategien auf Algorithmen, die auf umfassendem Research sowie mathematischen und statistischen Modellen beruhen. Sie werden vollständig Backtests unterzogen und jede Entscheidung wird sorgfältig beurteilt und abgewogen. Mit anderen Worten: Handelssignale, die von CTA-Strategien generiert werden, sind nicht von menschlichen Emotionen wie Angst, Stress, Begeisterung, Glück oder Gier beeinflusst. Wir erwarten also, dass sich die Positionen einer CTA-Strategie zunächst deutlich von der vorherrschenden Marktstimmung unterscheiden. Diskretionäre Trader folgen ihnen jedoch bald, wenn ihre Positionen endlich korrigiert sind, in deren Bezug sie zuerst effektiv über- oder unterreagiert haben.

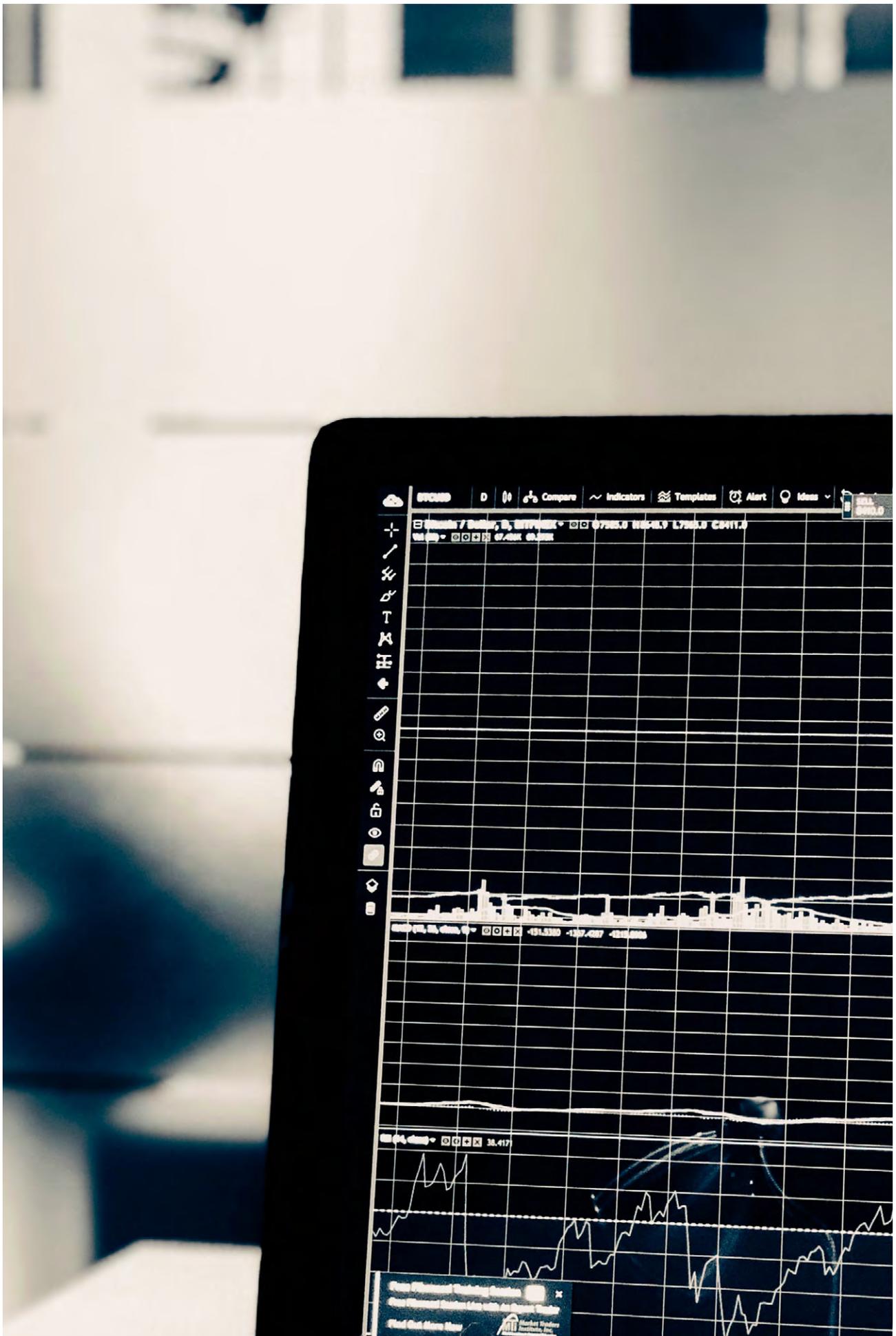
CTA-Strategien können menschliche Verhaltenstrends an den Finanzmärkten nutzen. Zum Beispiel tendieren Anleger dazu, über- und unterzureagieren. Zudem gibt es den Dispositionseffekt, der sich auf den Hang der Anleger bezieht, Vermögenswerte zu verkaufen, die an Wert gewonnen haben, während sie diejenigen behalten, die an Wert verloren haben.

Der Herdeneffekt führt dazu, dass Anleger Fakten ignorieren und stattdessen nur den Entscheidungen anderer Anleger folgen, wie einst die Goldgräber.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, wie CTAs menschliche Vorurteile nutzen. Der Herdeneffekt verstärkt beispielsweise die Kursbewegungen, sodass CTAs Managed Futures einsetzen können, um Kursanomalien zu nutzen. Darüber hinaus könnten CTAs ihre Positionen abbauen, wenn die Handelssignale sich umkehren, um falsche Trends zu stoppen, und rentable Trades nicht vor Ende des Trends abwickeln.

Diversifizierung: CTAs können Markttrends nachbilden, die mehrere verschiedene Anlageklassen gleichzeitig beeinflussen. Diese Fähigkeit ist einer der Gründe, warum die Korrelation mit einer bestimmten Anlageklasse gering ist. CTAs verfolgen Indikatoren in verschiedene Anlageklassen, um Trends zu identifizieren, die wahrscheinlich lange genug anhalten, um rentabel zu sein.

Einige identifizierte Trends sind deutlich kurzfristiger als andere, was ebenfalls für eine geringe Korrelation sorgt. Manchmal nutzt eine CTA-Strategie einen Trend, der nur wenige Monate dauert, während sie auf lange Sicht keinen Trend entdeckt. CTAs erzielen einen Teil ihrer Diversifikationsvorteile, indem sie Markttrends unterschiedlich häufig nachbilden.



Fehleinschätzungen: kein Long- Volatility-Fonds

CTAs gelten oft als Long-Volatility-Fonds, weil sie in der Regel in Krisenzeiten gut abschneiden. Eigentlich sind sie jedoch „Long Gamma“, d.h. sie stocken ihre Long-Position auf, wenn der Kurs des Basiswerts steigt, während die Short-Position steigt, wenn der Kurs weiter sinkt.

Diese Fehleinschätzung entstand durch das falsche Verständnis wesentlicher Begriffe. Als Wissenschaftler (u. a. *Fung And Hsieh, 1997a* [1], *Fung und Hsieh, 1997b* [2] und *Fung und Hsieh, 2001* [3]) zu dem Schluss kamen, dass die Trendfolge von Managed Futures einige Verhaltensmerkmale mit Long-Lookback-Straddle-Strategien teilten, verwechselten manche sie mit „Long Volatility“. Beide Begriffe beginnen zwar mit „Long“, unterscheiden sich jedoch stark.

Um zu beweisen, dass CTAs tatsächlich Long Gamma sind, veranschaulicht Abbildung 8 die streuenden Monatsrenditen des Barclay CTA Index im Vergleich zum MSCI World Total Return von 1987 bis Ende Juli 2021. Wie die schwarze Kurve zeigt, werden CTAs ungeachtet der Richtung zunehmend dem Markttrend ausgesetzt. Der Long Gamma-Effekt ist in der Grafik deutlich zu erkennen, insbesondere an den Ausreißern des globalen Aktienindex.

Abbildung 8 : Monatliche Renditen des Barclay CTA und des MSCI World Total Index



Quelle: Bloomberg, 01.01.1987 –31.07.2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.



CTAs helfen, die Volatilität zu reduzieren, aber auch ihre Performance wird von ihr angetrieben

CTAs unterscheiden sich von Long-Volatility-Strategien nicht nur darin, dass sie dem Momentum folgen.

Hauptziel der Long-Volatility-Strategien ist es, die Volatilität eines ausgewogenen Portfolios zu reduzieren. CTAs können das auch, aber sie können auch etwas, was Long-Volatility-Strategien nicht können, nämlich den Wert des Kapitals erhöhen. Darüber hinaus wird die Performance von CTAs in der Regel durch die Volatilität unterstützt.

Betrachten wir den Volatilitätsindex VIX. Er wird allgemein als Maßstab für das Marktrisiko des gewichteten Durchschnitts des S&P 500 Index verwendet. VIX-Futures bieten die einfachste Möglichkeit, sich gegen eine Abwärtsbewegung an diesem Aktienmarkt abzusichern. Um diese Absicherung aufrechtzuerhalten, müssen die Positionen in diesen Futures jeden Monat umgeschichtet werden, wobei meistens die Haltekosten bezahlt werden. Abbildung 10 zeigt die Haltekosten einer solchen Position (hellgraue Linie). Diese Absicherung erfüllte nur ihr Ziel in Phasen hoher Volatilität (2008–2009, 2011, März 2020)

Abbildung 9 zeigt, dass CTAs (veranschaulicht durch den Barclay CTA Index) in Stressphasen am Aktienmarkt konstant Schutz bieten und Gewinne erzielen.

Abbildung 9 : CTAs und Marktvolatilität



Quelle: Bloomberg, 01.01.2004 –31.07.2021

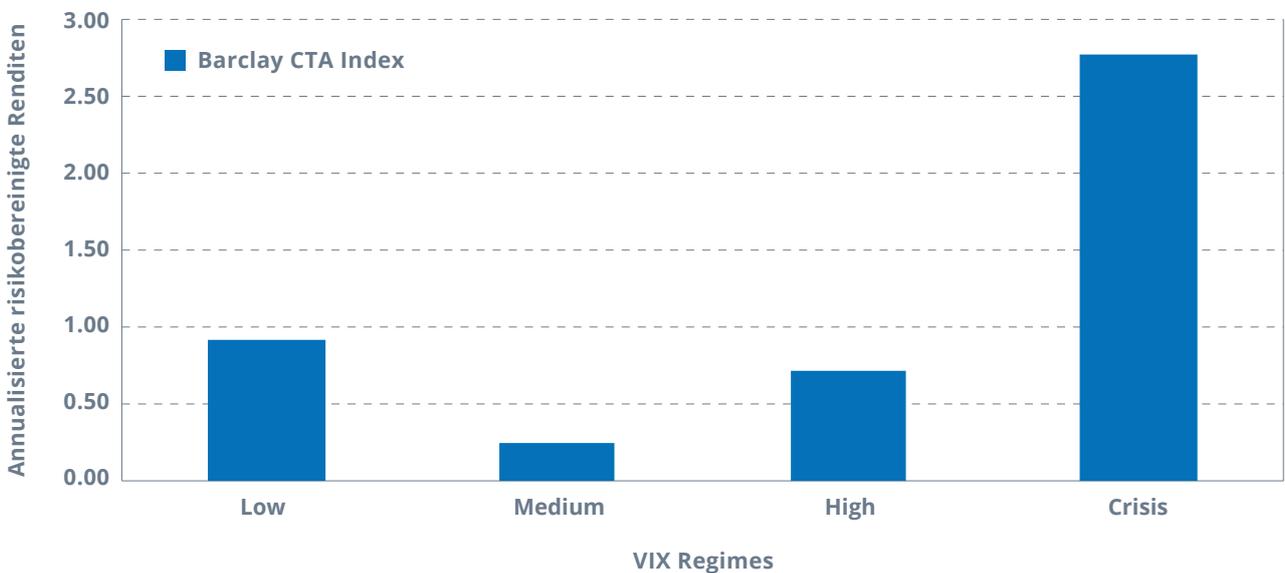
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Wir können auch die Performance von CTAs unter verschiedenen Volatilitätsbedingungen betrachten (Abbildung 10). Auf der Basis des Regime-Switching-Modells* haben wir die Performance der VIX-Rendite bewertet. Wir erkannten 123 Monate mit niedriger Volatilität, 148 von mittlerer Volatilität, 92 von hoher Volatilität und 16 Krisenphasen**. Auf jeder Volatilitätsstufe haben wir uns dann in den Zeiträumen, die für den VIX identifiziert wurden, auf die gemäß der Volatilität des Barclay CTA Index bereinigten annualisierten Renditen konzentriert. Während der von VIX identifizierten Stressphasen entwickelten sich CTAs am besten (siehe Abbildung 11).

* Im Regime-Switching-Modell wird die Zeitreihe in verschiedene Regimes unterteilt, die unterschiedliche versteckte Muster darstellen. Für jedes Regime kann ein bestimmtes Prognosemodell erstellt werden. In unserem Fall teilten wir die Regimes in niedrige, mittlere, hohe und krisenbedingte Volatilität auf.

** Die Volatilitätsspannen zur Klassifizierung der einzelnen Volatilitätsperioden wurden durch einen Algorithmus auf Basis des VIX bestimmt. Nur zur Veranschaulichung: Das niedrige Volatilitätsniveau beträgt derzeit durchschnittlich 12,7 %, die mittlere Volatilität 18,2 %, die hohe Volatilität 26,4 % und das Krisenniveau liegt bei 44,8 % (Quelle: CANDRIAM, 11.08.2021)

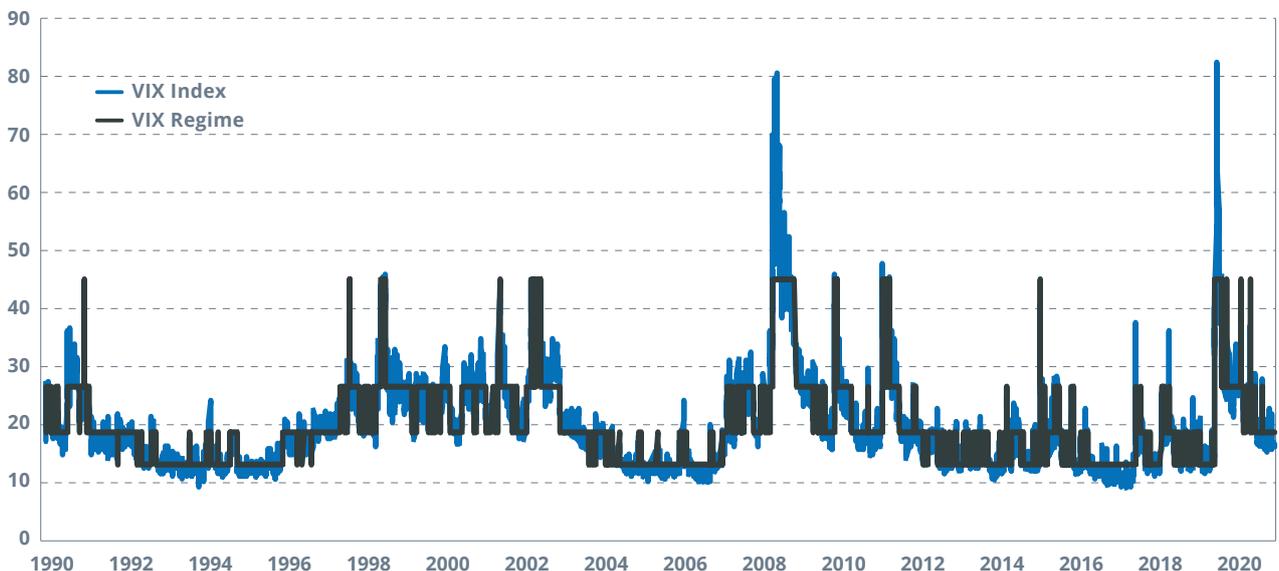
Abbildung 10: Unterschiedliche Volatilitätsniveaus



Quelle: Candriam, Barclay CTA Index, 31.07.2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Abbildung 11: Marktvolatilität ab 1992 (basierend auf dem S&P 500 Index)



Quelle: Bloomberg, 01.01.1992 – 31.07.2021

Unsere CTA-Strategie: Wie macht es CANDRIAM?

CANDRIAM gilt in Fachkreisen als einer der erfahrensten und am längsten etablierten europäischen Absolute-Return-Anbieter. 1996 legten wir unseren ersten Fonds dieser Art auf. Heute sind wir stolz darauf, mit unserer Expertise eine marktführende risikobereinigte Performance zu erzielen.

Als wir unseren CTA-Prozess aufbauten, waren uns zwei Dinge sehr wichtig. Wir sind seit jeher dem Schutz des Vermögens unserer Anleger verpflichtet, insbesondere in Marktkrisen. Unseres Erachtens können Trendfolgestrategien diese Funktion sehr gut erfüllen. Deshalb wollten wir dieses Merkmal in unseren Ansatz und unseren Anlageprozesses einfließen lassen. Wir haben die Resilienz unseres Trendfolgeansatzes erhöht, um die Performance bei Veränderungen der Markttrichtung oder bei Märkten, die längere Zeit trendlos bleiben, zu schützen. Zu diesem Zweck berücksichtigen wir die Vorteile und Merkmale **langfristiger Trendfolgemodelle**.

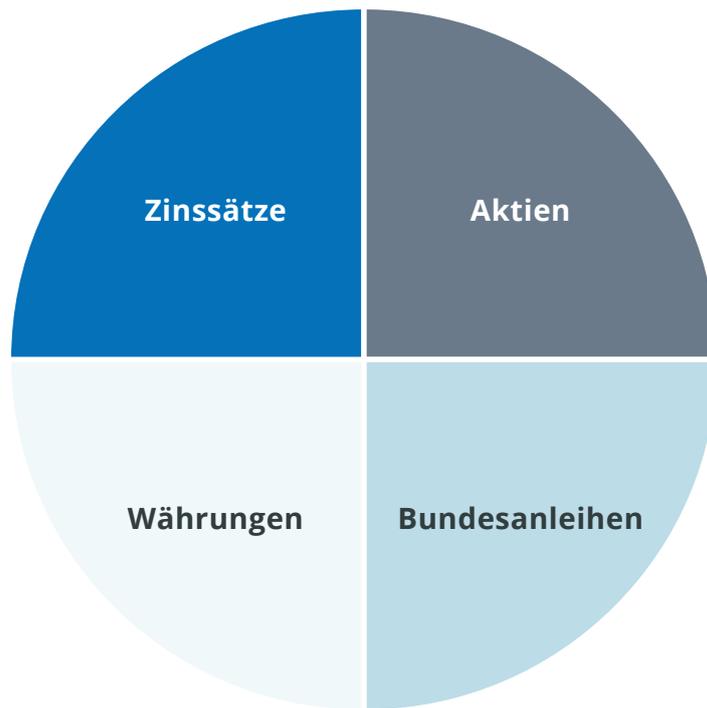
Ein sehr langfristiger Markttrend-Ansatz wird in der Regel von den Auf- und Abwärtsbewegungen am Markt auf kurze Sicht weniger beeinflusst, kann jedoch ziemlich unübersichtlich und schwer zu manövrieren sein, wenn ein Vermögensverwalter doch einen kurzfristigen Markttrend nutzen will. Die Konzentration auf kurzfristige Trends erfüllt die Voraussetzung, auf kurze Sicht flexibel zu sein, kann aber auch auf Marktsignale reagieren, die sich als falsch erweisen, nachdem die Strategie ihre Allokation als Reaktion darauf geändert hat.

Unter Berücksichtigung dieser Tatsachen erstellten wir einen Ansatz mit **zwei sich ergänzenden Modellen**. Er verfügt über ausreichend Sensitivität, um Chancen schnell zu ergreifen und gleichzeitig unerwünschte Auswirkungen abzufedern. Unserer Meinung nach haben wir so die richtige Kombination aus Reaktivität und Widerstandsfähigkeit, die unsere Anleger erwarten.

In unserem Anlageuniversum konzentrieren wir uns auf die liquidesten Anlagen, damit wir weniger unter der sinkenden Liquidität leiden, die durch die Risikoabneigung der Anleger entsteht. An einem illiquiden Markt gefangen zu sein, würde unsere Fähigkeit beeinträchtigen, rasch einem neuen Trend zu folgen.

Um wertvolle Diversifikationsvorteile zu bieten, setzt unsere Strategie einen risikobereinigten Allokationsprozess in den wichtigsten Anlageklassen ein, sodass wir von den Trends in allen Anlageklassen, die wir abdecken, gleichermaßen profitieren.

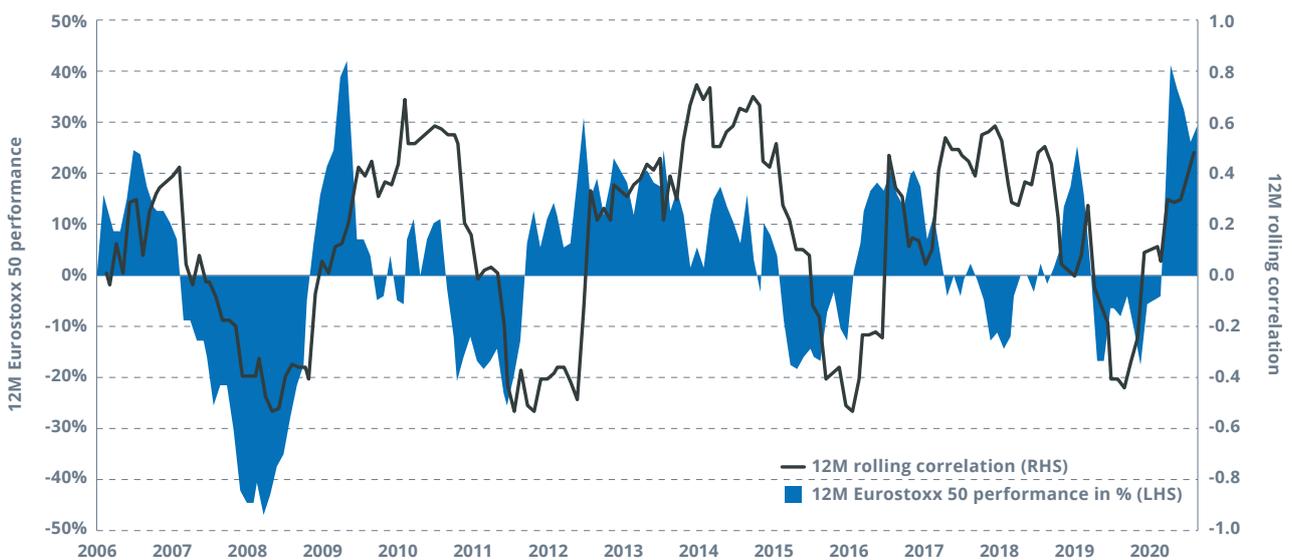
Risikogewichtete Allokation



Unser Anlageprozess stützt sich auch auf Modelle zur Anpassung der Positionierungsgröße, die sich schnell an das Risikoniveau des jeweiligen Markts anpassen. Dieser Ansatz kam uns zugute, da das Modell sein nominales Marktengagement zu Beginn der COVID-10-Krise im Jahr 2020 reduzierte. Es war entscheidend für die Performance und Widerstandsfähigkeit unseres CTA.

Unsere Strategie konnte also positive Korrelationen in steigenden Märkten und negative Korrelationen in Zeiten der Risikoaversion bieten (siehe Abbildung 12), ohne die Korrelation mit den meisten Anlageklassen langfristig aufrechtzuerhalten.

Abbildung 12: Performance europäischer Aktien und Korrelation der Strategie



Quelle: Bloomberg, Candriam, Januar 2006 bis Juli 2021. Der EuroStoxx 50 Index ist keine Benchmark für die auf CTA basierenden Absolute-Return-Strategien von CANDRIAM.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.



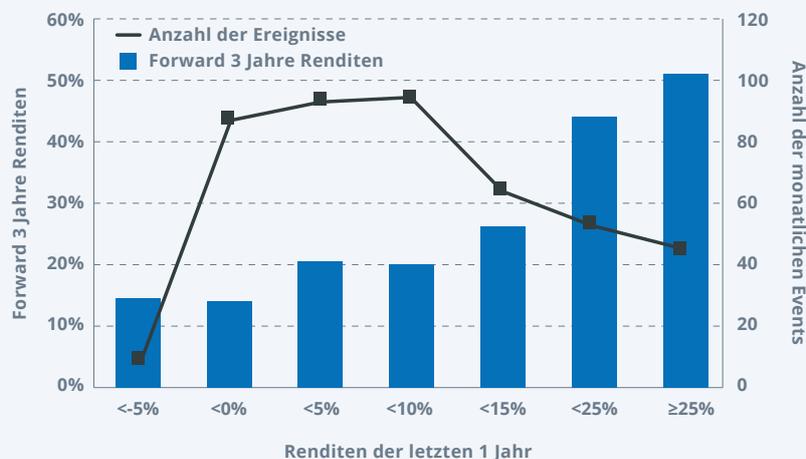
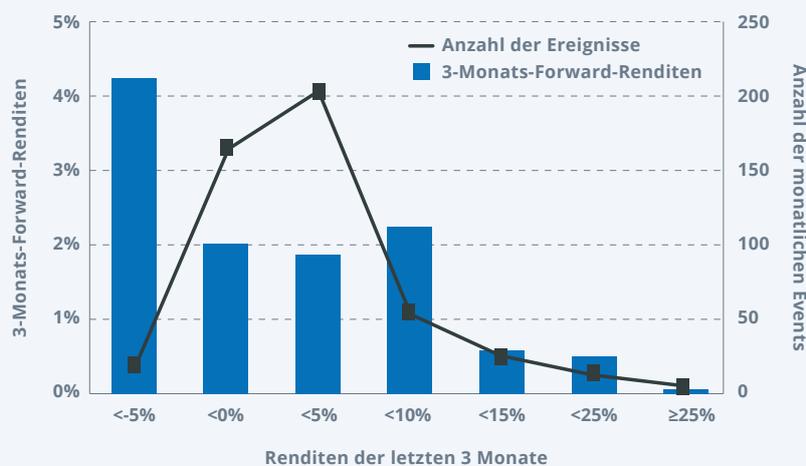
Wann ist der beste Zeitpunkt, um zu investieren: günstig kaufen, teuer verkaufen?

Können wir eine Trendfolgestrategie anwenden, um eine Anlage in CTAs zu tätigen?

Wenn wir es tun, dann heißt es, nach einer Phase hoher Performance zu investieren.

Zur Beantwortung dieser Frage betrachteten wir die Performance von CTAs (wie vom Barclay CTA Index definiert) über zwei verschiedene Zeiträume mit unterschiedlichen Anlagehorizonten.

Abbildung 13 und 14: Wertentwicklung des Barclay CTA Index von August 1980 bis July 2021.



Quelle: Bloomberg, 01.08.1980 - 31.07.2021
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Zunächst betrachteten wir, (Abbildung 13) wie sich die CTA-Performance in den drei Monaten nach sieben bestimmten Performance-Zeiträumen verändert haben könnte.

Wir stellten fest, dass der hohen Performance etwa drei Monate mit unterdurchschnittlicher Performance folgten. CTAs sind also nicht als kurzfristige Momentum-Strategie geeignet.

Allerdings folgte den drei Monaten mit unterdurchschnittlicher Performance (normalerweise unter 5 %) in der Regel eine überdurchschnittliche Performance. Dies bedeutet, dass Anleger auf der Suche nach dem besten Einstiegspunkt gegen Ende des 3-monatigen Zeitraums nach der Korrektur investieren könnten.

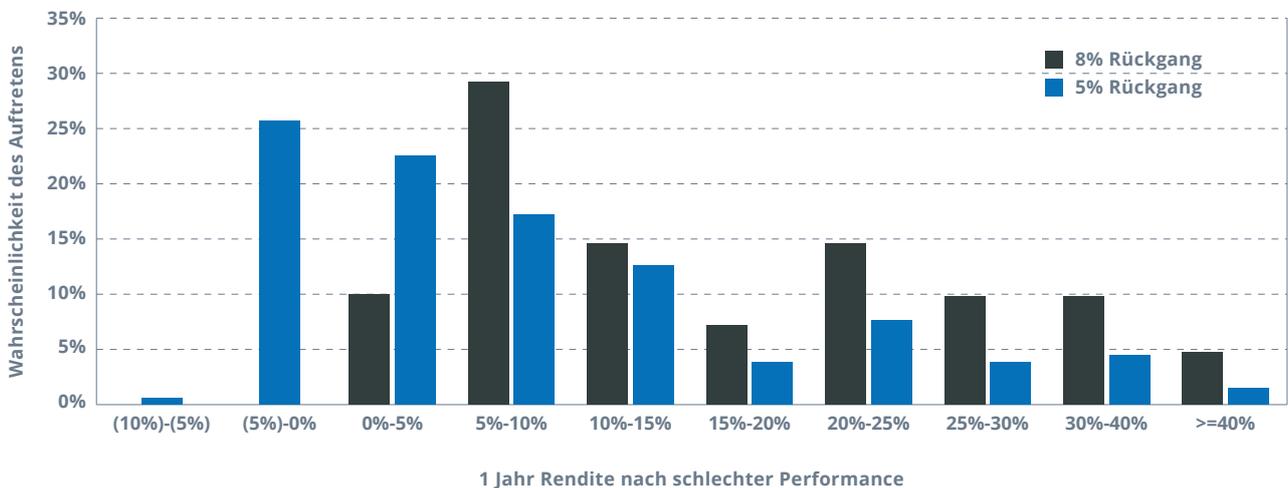
Danach betrachteten wir einen 3-Jahres-Anlagehorizont (Abbildung 14). Das Diagramm zeigt, dass der besten Performance über ein Jahr hohe Renditen in den nächsten drei Jahren folgten.

Anders ausgedrückt: Die langfristige Performancebilanz von CTAs zeigt keinen offensichtlichen Schwachpunkt, der kurz vor einer Belebung der Performance als Einstiegspunkt dienen kann. **Wenn wir langfristig in CTAs investieren wollen, ist das Timing der Anlage nicht so wichtig.**

Aber wie steht es mit dem Motto: günstig kaufen und teuer verkaufen? Um diese Regel zu überprüfen, untersuchten wir (Abbildung 15) die 1-Jahr-Rendite des Barclay CTA Index nach einem Rückgang von 5 % und von 8 %. Von 1980 bis Juli 2021 verzeichnete der Index 129 Rückschläge um mehr als 5 %, darunter 41 Mal um über 8 %.

Nach einem Verlust von 5 % betrug die 1-Jahres-Performance im Durchschnitt 8,7 %, während die Performance nach einem Minus von 8 % bei rund 17,6 % lag. Diese Zahlen bestätigen, dass Anleger möglicherweise nach einem Rückgang investieren sollten.

Abbildung 15 : Erholung: 1-Jahres-Rendite von CTAs nach einem Rückgang von 5 % und von 8 %



Quelle: Bloomberg, 01.01.1980 – 31.07.2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Marktzyklen und CTA-Performance

Die durchschnittliche realisierte Volatilität wichtiger Anlageklassen kann einen Hinweis auf die Aussichten für die CTA-Performance geben.

Obwohl oft davon ausgegangen wird, dass CTAs in Zeiten mit besonders hoher Marktvolatilität am besten abschneiden, zeigen unsere Beispiele, dass minimale Volatilität genügt, damit sie sich erwartungsgemäß entwickeln.

Abbildung 16 zeigt, dass sich die CTAs in Perioden gut entwickeln, in denen die Marktvolatilität entweder über den historischen Tiefs liegt oder voraussichtlich steigt.

Abbildung 16 : Barclay Systematic Trader Index / durchschnittliche Volatilität der wichtigsten Anlageklassenclasses*



*Gleich gewichtete Volatilität in den Anlageklassen Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffe.

Re-based to 100 as at 01.09.2000.

Quelle: Candriam, Bloomberg, 01.09.2000 – 31.07.2021

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

Fazit

Unser Ziel war es, einen Überblick über CTAs als einzigartiges Anlageinstrument von Absolute-Return-Strategien zu bieten.

Der CTA-Markt ist sprunghaft gewachsen, insbesondere seit der Subprime-Krise, als sie negative Marktbewegungen in ausgewogenen Portfolios effektiv abfederten. Allerdings werden sie von Anlegern immer noch oft missverstanden. In diesem Papier befassten wir uns mit den wichtigsten Vorteilen von CTAs, der Quelle ihrer Performance, ihren Stärken und Schwächen in verschiedenen Marktumfeldern. Zudem untersuchten wir die Frage, wann man am besten in CTAs investiert.

Des Weiteren betrachteten wir, wie diese Strategien eingesetzt werden können, um die Renditen zu steigern und die Risiko-Rendite-Merkmale eines ausgewogenen Portfolios aus Aktien und Anleihen zu verbessern. Die von uns untersuchten Daten zur Wertentwicklung und Volatilität in der Vergangenheit (siehe Abbildungen 3, 4 und 5) zeigen, dass Managed Futures ein effizientes Instrument zur Risikominderung sein können.

Einige der wichtigsten Vorteile von CTAs ergeben sich aus ihrer Fähigkeit, in verschiedene Anlageklassen zu investieren, die Marktzyklen, Behavioural Finance und Diversifizierung berücksichtigen. Nach der Überprüfung der Performance von CTAs in unterschiedlichen Umgebungen halten wir fest, dass sie sich bei unterschiedlicher Marktvolatilität gut entwickeln. In Stressphasen und bei Marktverwerfungen können CTAs effektiv vor Extremrisiken schützen.

Schließlich betrachteten wir die besten Einstiegspunkte für Investitionen in CTAs. Anlagen in CTAs sind zwar langfristig ausgelegt, dennoch deuteten unsere Daten darauf hin, dass Rückgänge den besten Zeitpunkt für eine Anlage bieten konnten. In anderen Fällen stellt die Frühphase eines bedeutenden Anlagethemas auch einen guten Einstiegspunkte dar, ob sich dieser Trend nun in einem Hausse- oder einem Baisse-Umfeld zeigt.

Beschreibung der Indizes

BarclayHedge CTA Index (Quelle: Bloomberg)

Der Barclay CTA Index stellt die Performance von Commodity Trading Advisors (CTAs) dar. Um in den Index aufgenommen zu werden, muss ein CTA eine Performance von mindestens vier Jahren vorweisen können. Wenn ein CTA, der bereits im Index vertreten ist, ein zusätzliches Programm einführt, wird dieses zusätzliche Programm erst nach dem zweiten Jahr in den Index aufgenommen. Um das wahrgenommene Aufwärtspotenzial zu begrenzen, sind nur CTAs mit mindestens vier Jahren Performanceaufzeichnungen im Index enthalten. Die Performancehistorie beginnt erst im fünften Jahr, wobei die ersten vier Jahre der Wertentwicklung außer Acht gelassen werden. 1999 wurden 319 CTA-Programme in die Berechnung des Barclay CTA Index aufgenommen. Der Index wird zu Beginn jedes Jahres vollständig neu gewichtet.

Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD (Quelle: Bloomberg)

Der Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index ist eine breit basierte Benchmark, die den Markt für auf US-Dollar lautende Anleihen mit Investment-Grade-Rating abbildet. Der Index umfasst Treasuries, Staats- und Unternehmensanleihen, MBS (Agency Fixed Rate und hybride ARM Pass-Throughs), ABS und CMBS (Agency und Non-Agency).

MSCI World Net Total Return USD Index (Quelle: Bloomberg)

MSCI Daily Total Return Net World USD. Morgan Stanley Capital International Equity Indices in US-Dollar. Indizes mit reinvestierten Nettodividenden verwenden die gleiche Dividende abzüglich der Steuerguthabenberechnungen, ziehen jedoch Quellensteuern von Ausländern ab, die nicht in den Genuss eines Doppelbesteuerungsabkommens kommen.

Risiken

Die wichtigsten Risiken bei CTAs sind Kapitalverlust, Liquiditätsrisiko, Derivatrisiko und Modellrisiko

Quellen

Wenn Sie daran interessiert sind, mehr über die Mechanismen mehr über die Mechanismen der Markttrendfolge erfahren und technische Forschung zu diesem Thema lesen möchten, empfehlen wir die Arbeit von Chordia und Shivakumar, 2006 [4], die zeigen, wie Momentum-Strategien mit makroökonomischen Variablen verknüpft sind Variablen verknüpft sind, die mit den Konjunkturzyklen über Dividendenrenditen Ausfallspreads

und Anleiherenditen. Darüber hinaus erklären Kessler und Scherer, 2010 [5], warum makroökonomische Momentum-Strategien während Rezessionen gut abschneiden. Dies ist besonders interessant, da dass CTAs in der Regel als Instrument zur Absicherung von Tail-Risiken betrachtet werden, obwohl sie auch das Kapitalwachstum in unterschiedlichen Marktumgebungen.

[1] Fung and Hsieh, "Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds," *Review of Financial Studies*, vol. 10, pp. 275-302, 1997.

[2] Fung and Hsieh, "Survivorship Bias and Investment Style in the Returns of CTAs," *Journal of Portfolio Management*, vol. 23, pp. 30-41, 1997.

[3] Fung and Hsieh, "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers," *The Review of Financial Studies*, vol. 14, pp. 313-341, 2001.

[4] Chordia and Shivakumar, "Momentum, Business Cycle and Time-Varying Expected Returns," *Journal of Finance*, vol. 57, no. 2, pp. 985-1019, 2002.

[5] Kessler and Scherer, "Macro Momentum and the Economy," *Working Paper*, 2010.



150 Mds €

verwaltetes Vermögen
zum 30. Juni 2021



570

experten in
Ihrem Dienst



25 Jahre

Vorreiter für
nachhaltiges Investieren

Dieses Dokument wird nur zu Informationszwecken veröffentlicht und ist für Bildungszwecke bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können die Meinung von Candriam und durch geistige Eigentumsrechte geschützte Informationen enthalten. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Analysen und Ansichten dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten noch eine Anlageberatung dar und bestätigen keine Transaktion, es sei denn, es wurde ausdrücklich etwas anderes vereinbart. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

Warnung: Die frühere Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments oder -index oder einer Wertpapierdienstleistung oder -strategie, die Simulation einer früheren Wertentwicklung und Angaben zur künftigen Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse. Die Bruttowertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten belastet werden. Wird die Wertentwicklung in einer anderen Währung als der des (Wohn)Sitzlandes des Anlegers ausgedrückt, unterliegt sie zudem Wechselkursschwankungen, die sich negativ oder positiv auf die Gewinne auswirken können. Wenn in diesem Dokument auf eine bestimmte steuerliche Behandlung Bezug genommen wird, hängen die diesbezüglichen Angaben von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und können entsprechend Änderungen unterworfen sein.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY