

# De diversificatievoordelen van managed futures

## The diversification benefits of managed futures

Managed futures hebben zich sinds hun introductie begin jaren '80 als rendabele beleggingsstrategie bewezen. Deze hedge fund-stijl is voor institutionele beleggers niet alleen aantrekkelijk vanwege de cash-efficiency en potentieel hoge rendementen, maar ook vanwege de lage correlatie met traditionele asset classes. In het bijzonder maakt de negatieve correlatie met aandelen in crisis periodes deze beleggingsstrategie een zeer interessante propositie voor pensioenfondsen.



Tjalling Halbertsma

### Wat zijn managed futures?

Managed futures verkrijgen marktexposuur door middel van future-, forward- en optiecontracten en zijn actief in allerlei verschillende asset classes. Zij profiteren van positieve en negatieve trends in de financiële markten door long en short posities te nemen en zijn dus sterk directioneel van aard. Deze trends zijn aanhoudende koerspatronen die ontstaan door veranderingen in risicopremies – het rendement dat beleggers willen ontvangen om hun risico's te compenseren. Als risicopremies dalen of stijgen, worden de onderliggende activa opnieuw gewaardeerd. Omdat beleggers veelal uiteenlopende marktverwachtingen hebben, duren grote verschuivingen in de markten vaak maanden of zelfs jaren, omdat deze verwachtingen geleidelijk worden bijgesteld. Trends kunnen dus van lange duur zijn, zoals bijvoorbeeld de daling van de US dollar ten opzichte van de Euro sinds 2001.

### Substrategieën binnen managed futures

Binnen managed futures zijn er twee beleggingsstra-

tegieën te onderscheiden – systematisch trendvolgend en discretionair trendvolgend. De eerstgenoemde, die met name kwantitatief van aard is en uitgaat van technische analyse, is de bekendste substrategie. Systematische trendvolgers maken gebruik van historische koersgegevens en/of historische verbanden die kunnen worden getest. Deze analyses dienen om toekomstige koersbewegingen te anticiperen. Discretionaire trendvolgers nemen beleggingsbeslissingen op basis van fundamentele analyse en expertise. Beide methodes hebben hun voor- en nadelen; ze vullen elkaar echter aan omdat ze de neiging hebben op verschillende momenten in de marktcyclus rendementen te behalen.

### Geschiedenis van de managed futures-markt

Het eerste futures-contract in de VS dateert uit 1851 en betrof de termijn aankoop van 3.000 bushels graan. De handel werd aangeduid als "commodity trading" (goederentermijnhandel) en hiervan is het begrip "Commodity Trading Advisor (CTA)", de andere naam voor managed futures, afgeleid. Pas na de liberalisatie van de financiële markten in de VS drie decennia geleden, ging de handel in managed futures een prominentere rol spelen. Volgens Barclay-Hedge is het beheerd vermogen sinds 1980 wereldwijd gestegen van USD 5 miljard tot meer dan USD 217 miljard in 2008, waardoor de managed futures-sector is uitgegroeid tot één van de snelst groeiende hedge fund-strategieën.

### Notional funding – een efficiënt gebruik van kapitaal

Managed futures beleggen in futures en forwards die op marge worden verhandeld, waarbij slechts kleine bedragen vereist zijn om een positie te kunnen innemen. Zo maken CTA's efficiënt gebruik van kapitaal en dit concept staat bekend als 'notional funding'. De marges kunnen variëren van 0,05% tot 5% van de nominale waarde van de belegging en daarom kan een

marktexposure van 100% met slechts een fractie van het kapitaal worden verkregen. Dit is de inherente hefboomwerking van future- en forwardcontracten. Het niet geïnvesteerde kapitaal kan elders worden belegd of worden aangewend om de hefboomwerking van de portefeuille aan te passen.

### Rendementseigenschappen van managed futures

Managed futures hebben een imposant track record opgebouwd en behalen op termijn een significant beter rendement dan aandelen en obligaties (zie figuur 1). Beleggers dienen er echter rekening mee te houden dat er onder CTA-managers een grote verscheidenheid bestaat aan behaalde rendementen. Deze spreiding is te verklaren door de hoge "barriers to entry": CTA-managers moeten deskundige en omvangrijke research- en technologie teams samenstellen om hun strategie effectief uit te kunnen voeren. Voorzichtigheid is dan ook geboden als het gaat om de selectie van een aanbieder van managed futures.

Uit de grafiek kan worden afgeleid dat CTA's goede resultaten kunnen laten zien in zowel positieve markten als negatieve markten. Managed futures behaalden een rendement van 44,21% van oktober 2000 t/m maart 2003 terwijl aandelen wereldwijd in diezelfde periode een verlies van maar liefst 45,09% leden. Van september 2007 tot en met mei 2008 rendeerden CTA's 14,22% terwijl aandelen wereldwijd 6,69% daalden (zie gemarkeerde periodes in de onderstaande grafiek).

Naast het potentieel rendement is er dus nog een andere reden waarom CTA's aantrekkelijk zijn voor pen-

sioenfondsen. De correlatie met obligaties is laag en de correlatie met aandelen is nihil, waardoor CTA's vanuit een diversificatie oogpunt interessant kunnen zijn, zie figuur 2.

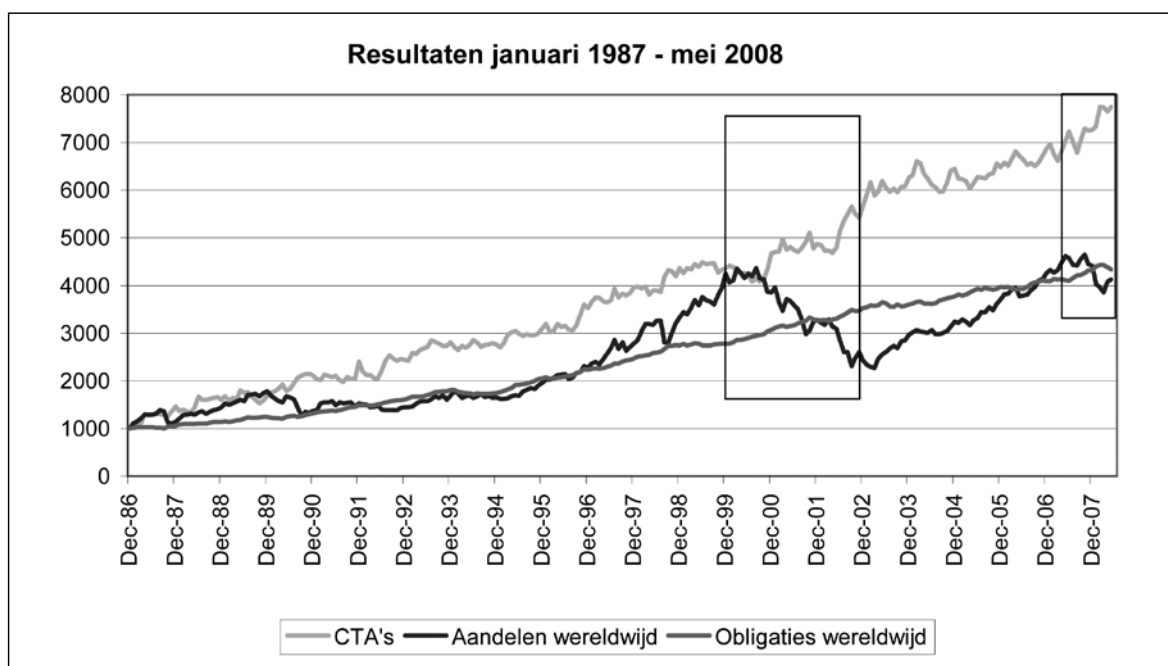
Het kan nog worden opgemerkt dat de correlatie van CTA's met aandelen per periode verschilt. De correlatie is doorgaans positief in stijgende markten en negatief in dalende markten aangezien managed futures positieve trends via long posities en negatieve trends via short posities spelen. Negatieve trends zijn doorgaans extremer dan positieve trends, dus profiteren managed futures over het algemeen meer in dalende

	CTA's	Aandelen wereldwijd	Obligaties wereldwijd
CTA's	1,00		
Aandelen wereldwijd	-0,05	1,00	
Obligaties wereldwijd	0,17	-0,02	1,00

Figuur 2: CTA's hebben een lage correlatie met aandelen en obligaties wereldwijd (januari 1987 – mei 2008)

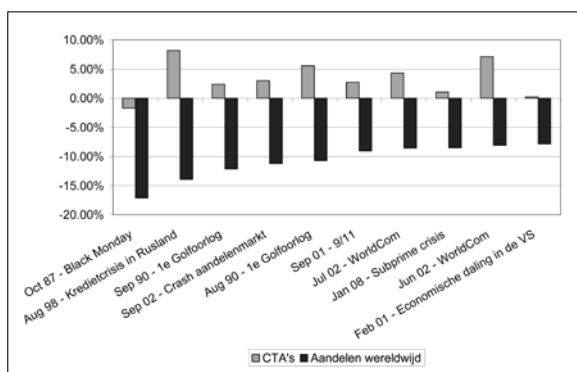
markten dan in stijgende markten. Als gevolg daarvan zijn managed futures een zeer goede hedge ten tijde van schommelingen in aandelenmarkten zoals in het onderstaande diagram te zien is.

Tijdens de tien grootste dalingen in de afgelopen twee decennia behaalden managed futures slechts



Figuur 1: Succesvolle resultaten van CTA's op lange termijn

één keer een negatief resultaat, namelijk in augustus 1987. Afgezien daarvan hebben ze altijd positieve rendementen behaald en dus kapitaal beschermd. CTA's hebben zich ook weer onlangs bewezen, in januari 2008, toen aandelenmarkten wereldwijd sterk daalden.



Figuur 3: Managed futures tijdens sterke dalingen in aandelen markten (januari 1987 – mei 2008)

Vanwege de diverse aantrekkelijke rendementseigenschappen, zoals hierboven beschreven, zijn managed futures uitermate geschikt om het algehele risico-/rendementsprofiel van een traditionele portefeuille te verbeteren.

## Conclusie

Managed futures hebben een lange track record. De aantrekkelijke rendementseigenschappen in combinatie met het efficiënte gebruik van kapitaal maken deze hedge fund-stijl op zichzelf al interessant. Het belangrijkste voordeel van managed futures is echter diversificatie. De negatieve correlatie met aandelen in crisis periodes kan het risico-/rendementsprofiel van een pensioenfondsportefeuille aanzienlijk verbeteren. ☺

## Summary

- Managed futures have proven to be a rewarding investment strategy since they were launched in the early 1980s. This hedge fund style is not only appealing to institutional investors because of the cash efficient nature and high return potential, but also because of the low correlation to traditional asset classes. In particular, the negative correlation to equities during bear markets makes managed futures a very compelling investment proposition for pension funds. Managed futures mostly gain market exposure through futures, forwards and option contracts and are active in many different asset classes. Since 1980 global assets under management have risen from USD 5 billion to over USD 217 billion by the end of March 2008. Managed futures are sometimes referred to as “Commodity Trading Advisors (CTAs)” and typically have a strong directional bias as they seek to benefit from trends. Within managed futures, there are two broad investment approaches - systematic trend-following and discretionary trend-following. The former, which is mostly computer driven and relies on technical analysis, accounts for the majority of the sector by value. Conversely, discretionary trend followers rely on their judgment and expertise to make investment decisions. Managed futures invest in futures and forwards which are traded on margin and only a small deposit is required to take a position. Hence, CTAs make efficient use of capital and this concept is known as notional funding. Over time, CTAs have demonstrated their capability to outperform equity markets but at the same time show a zero correlation to equities. This makes CTAs particularly interesting from a diversification point of view. It should be noted that correlation is time varying. It is positive during rising markets and negative during falling markets. As a result, managed futures are fairly resistant to equity market shocks. These attractive performance characteristics combined with the benefit of cash efficiency makes this hedge fund style appealing on a stand alone basis. However, the most important benefit of managed futures is diversification. The negative correlation to equities during bear markets can significantly improve the risk/return profile of a pension fund's portfolio.

- Contact: Tel: +44 207 144 2396,  
thalbertsma@maninvestments.com