

Jack Schwager

Teil 1: Die Makro-Gurus

Magier der
Märkte

BÖRSENBUCHVERLAG

Die
Legende
ist zurück

neue Interviews,
Trader und
Strategien

NEXT GENERATION

Jack Schwager

Teil 1: Die Makro-Gurus

Magier der
Märkte

BÖRSENBUCHVERLAG

NEXT GENERATION

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
Hedge fund market wizards: how winning traders win
ISBN 978-1-118-27304-3

Copyright der Originalausgabe 2012:
Copyright © 2012 by Jack D. Schwager. All rights reserved.
This translation published under license with the original publisher
John Wiley & Sons, Inc.

Copyright der deutschen Ausgabe 2013:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung Cover: Johanna Wack
Gestaltung, Satz und Herstellung: Martina Köhler
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-86470-095-8

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de
<http://www.facebook.com/boersenbuchverlag>

In Liebe für meine Frau Jo Ann,
das Beste, was mir je passiert ist
(das weiß ich, weil sie es mir sagt,
und sie hat sich noch nie geirrt)

Geleitwort	9
Vorwort	13
Danksagung	19

TEIL 1: DIE MAKRO-GURUS

COLM O'SHEA:	23
Wissen, wann es regnet	
RAY DALIO:	81
Der Mann, der Fehler liebt	
LARRY BENEDICT:	123
Nicht nur drei Versuche	

Inhalt

SCOTT RAMSEY:	155
Futures-Trader mit geringem Risiko	

JAFFRAY WOODRIF:	189
Der dritte Weg	

Epilog	229
Anhang A	239
Anhang B	241
Über den Autor	247

Vorwort

DIESES BUCH IST TEIL meines anhaltenden Bemühens, außerordentliche Trader kennenzulernen, um besser zu verstehen, was ihrem Erfolg zugrunde liegt und was sie von der Masse des Fußvolks an Marktteilnehmern unterscheidet. Die befragten Trader reichen von dem Gründer des größten Hedgefonds der Welt, der mit 1.400 Mitarbeitern ein Vermögen von 120 Milliarden Dollar verwaltet, bis zu einem Manager, der als Einmannbetrieb nur 50 Millionen Dollar verwaltet. Manche dieser Manager handeln mit

einer langfristigen Perspektive und halten Positionen viele Monate oder gar Jahre lang, während sich andere auf einen Trading-Horizont von nur einem Tag konzentrieren. Manche Manager verwenden nur Fundamentaldaten, andere nur technische Werte und wieder andere kombinieren beides miteinander. Manche Manager erzielen bei beträchtlicher Volatilität hohe Durchschnittsrenditen, während andere viel gemäßigte Renditen erzielen, allerdings bei viel geringerer Volatilität.

Das eine Charakteristikum, das alle Manager teilen, ist ihre erwiesene Fähigkeit, eine überlegende Risiko-Rendite-Performance zu erzielen. Da so viele angeblich hohen Erträge nur die Bereitschaft widerspiegeln, größere Risiken einzugehen – und kein Anzeichen für Trading-Geschick sind –, halte ich das Risiko-Ertrags-Verhältnis für ein viel aussagekräftigeres Maß als die Rendite an sich. Tatsächlich ist die Fixierung von Anlegern auf Renditen ohne angemessene Berücksichtigung des Risikos einer der größten Investmentfehler – aber das ist Stoff für ein eigenes Buch. Eine Kennzahl für das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko, die ich sehr nützlich finde, ist das „Gain to Pain Ratio“, das ich in Anhang A erkläre.

Die Auswahl der Interviews, die in dieses Buch aufgenommen wurden, richtete sich nach drei Schlüsselkriterien:

1. Die Manager haben über Zeiträume beträchtlicher Länge – normalerweise (aber nicht immer) zehn Jahre oder mehr und häufig noch viel länger – eine überlegene Risiko-Rendite-Bilanz.
2. Die Manager waren so auskunftsfreudig, wertvolle Trading-Ratschläge zu geben.
3. Die Interviews gaben genug Stoff für ein lesbares Kapitel her.

Ein halbes Dutzend Interviews, die ich für dieses Buch geführt habe, wurde nicht verwendet, weil sie einem oder mehreren Kriterien nicht genügten.

Über längere Zeiträume gesehen (etwa über zehn oder 15 Jahre) ist die Performance von Hedgefonds durchweg höher als die von Aktienindizes und Investmentfonds.¹ Das typische Muster besteht darin, dass die Hedgefonds als Gruppe genommen eine etwas höhere Rendite, aber weitaus weniger Volatilität und zwischenzeitliche Kapitalverluste aufweisen. Es ist schon ironisch, dass die Hedgefonds, die weithin als hochspekulativ gelten, hinsichtlich aller Risikokennzahlen in Wirklichkeit viel konservativer sind als traditionelle Anlagen wie etwa Investmentfonds. Dass Hedgefonds tendenziell eine bessere Risiko-Rendite-Performance aufweisen als Investmentfonds oder Aktienindizes, ergibt sich in erster Linie aus ihrem geringeren Risiko. Außerdem sind die besten Manager von wenigen Ausnahmen abgesehen immer in der Welt der Hedgefonds zu finden. Das ist allerdings nicht überraschend, denn es ist zu erwarten, dass die anreizgesteuerte Gebührenstruktur der Hedgefonds die besten Talente anlockt.

Als ich die Interviews für meine beiden ersten „Magier der Märkte“-Bücher führte (1988-1991), waren die Hedgefonds auf der weltweiten Investmentbühne noch ein kleiner Akteur.² Laut Angaben von Van Hedge Fund Advisors bewegte sich das verwaltete Vermögen der gesamten Branche damals zwischen 50 und 100 Milliarden Dollar. Seither sind diese Fonds allerdings explosionsartig gewachsen. Das verwaltete Vermögen hat sich mehr als verzwanzigfacht und beträgt heute mehr als zwei Billionen Dollar. Und die Auswirkungen der Handelsgeschäfte von Hedgefonds gehen noch weit über ihre nominale Größe hinaus, weil Hedgefonds-Manager viel aktiver

1 Alle Aussagen über die Performance der Investmentkategorie Hedgefonds beziehen sich auf die Zahlen von Dachfonds. Indizes, die auf Dachfonds basieren, vermeiden weitgehend die statistischen Verzerrungen von Hedgefonds-Indizes, die auf den Renditen einzelner Hedgefonds-Manager basieren.

2 „Magier der Märkte“, Börsenbuchverlag 1999; „Magier der Märkte II“, Börsenbuchverlag 2006.

traden als die Manager traditioneller Fonds. Die größere Rolle, die die Hedgefonds spielen, beeinflusst inzwischen das Verhalten der Märkte an sich.

Dadurch, dass die Hedgefonds heute einen viel größeren Anteil der Handelsaktivität stellen, ist das Traden schwieriger geworden. Bei manchen Strategien ist dieser Effekt deutlich zu sehen. Zum Beispiel erzielten systematische Trendfolger in den 1970er- und 1980er-Jahren außerordentlich gute Ergebnisse – als sie nur einen kleinen Teil der Futures-Handelstätigkeit stellten –, aber in den Jahrzehnten danach ging ihre Rendite-Risiko-Performance drastisch zurück, weil sie zu einem immer größten Teil des Investment-Teichs wurden. Zu viele große Fische machen es anderen großen Fischen schwer, zu gedeihen. Selbst wenn man das Argument nicht akzeptiert, die größere Rolle der Hedgefonds habe das Spiel erschwert, so hat sie es doch zumindest verändert. Märkte ändern sich und gute Trader passen sich ihnen an. Der Hedgefonds-Manager Colm O'Shea hat im Interview gesagt: „Trader, die langfristig erfolgreich sind, passen sich an. Wenn sie Regeln anwenden und man trifft sie zehn Jahre später wieder, dann haben sie diese Regeln gebrochen. Warum? Weil sich die Welt verändert hat.“ Zum Teil wurde diese Veränderung von den Hedgefonds selbst durch ihre wachsende Bedeutung herbeigeführt.

Es überrascht nicht, dass so gut wie alle Trader, die für dieses Buch interviewt wurden, Hedgefonds-Manager (oder ehemalige Hedgefonds-Manager) sind. Die einzige Ausnahme – Jimmy Balodimas, ein höchst erfolgreicher Eigenhändler von First New York Securities – musste sich an die Präsenz der Hedgefonds anpassen. In seinem Interview [in Teil 3] beschreibt er, wie die Aktivitäten der Hedgefonds die Natur der Aktienpreisbewegungen verändert haben und wie er seine Methode dementsprechend anpassen musste.

Die Märkte haben sich in der Generation, die vergangen ist, seit ich mein erstes „Magier der Märkte“-Buch geschrieben habe, zwar verändert, aber in einer anderen Hinsicht haben sie das nicht getan.

Es ist von Vorteil, eine zeitliche Perspektive einzunehmen. Als ich Ed Seykota in „Magier der Märkte“ fragte, ob die wachsende Rolle der Profis die Märkte verändert habe (die vergangenen Jahre haben bewiesen, dass der Wandel damals noch in den Kinderschuhen steckte), erwiderte er: „Nein, die Märkte sind heute die gleichen wie vor fünf oder zehn Jahren, denn sie verändern sich ständig – heute wie damals.“

In vielen Interviews nehmen die Trader Bezug auf eines oder mehrere meiner älteren Bücher. Ich habe nicht alle entsprechenden Bezugnahmen beibehalten, aber mehr, als mir eigentlich lieb war. Mir ist durchaus bewusst, wie selbstsüchtig das erscheinen mag. Bei der Entscheidung, ob ich solche Bezugnahmen beibehalten sollte, stellte ich mir die Frage: Würde ich diesen Kommentar beibehalten, wenn er sich auf ein anderes Buch beziehen würde und nicht mein eigenes? Wenn ich die Frage bejahte, ließ ich die Bemerkung stehen. Leser, die auf der Suche nach einem Geheimrezept sind, das ihnen eine einfache Möglichkeit bietet, die Märkte zu schlagen, suchen hier an der falschen Stelle. Hingegen dürften Leser auf der Suche nach Verbesserungsmöglichkeiten für ihre eigenen Trading-Fähigkeiten in den folgenden Interviews vieles finden, das ihnen nützt. Ich halte die Trading-Lehren und -erkenntnisse, die die Trader offenbart haben, für zeitlos. Aufgrund von Konstanten in der Natur des Menschen glaube ich, dass sich die Märkte, auch wenn sie sich ständig verändern, in gewissem Sinne stets gleich bleiben. Ich weiß noch, wie sehr es mich vor 30 Jahren, als ich „Jesse Livermore. Das Spiel der Spiele“ zum ersten Mal las, frappierte, wie relevant dieses Buch noch 60 Jahre nach seinem Erscheinen war. Damit möchte ich keinesfalls irgendwelche Vergleiche zwischen dem vorliegenden Buch und „Jesse Livermore“ ziehen, sondern lediglich das Ziel definieren, das ich im Sinn hatte, als ich dieses Buch schrieb: dass es für Leser, die am Markt handeln, auch in 60 Jahren noch bedeutsam und nützlich sein möge.

TEIL 1 Die Makro Gurus

Wissen,
wann es
regnet

Colm O'Shea

ALS ICH COLM O'SHEA BAT, sich Fehler ins Gedächtnis zu rufen, die Lernerfahrungen waren, hatte er Mühe, ein Beispiel zu bringen. Das Beste, was ihm schließlich dazu einfiel, war die Beschreibung eines Trades, der eine verpasste Gewinnchance war. Das heißt nicht, dass O'Shea keine Fehler machen würde. Er macht sogar viele. Er gesteht freimütig, dass er mit mindestens 50 Prozent seiner Trades falschliegt. Allerdings lässt er einen Fehler

nie auch nur annähernd bis zu dem Punkt gedeihen, an dem er eine gute Geschichte ergeben würde. Große Trading-Verluste sind mit seiner Methode schlicht unvereinbar.

O'Shea ist „Global Macro“-Trader. Diese Strategie strebt Gewinne aufgrund der korrekten Vorhersage der Richtung globaler Tendenzen von Währungen, Zinsen, Aktien- und Rohstoffmärkten an. Oberflächlich betrachtet klingt eine Strategie, bei der man sich an Richtungsbewegungen großer globaler Märkte beteiligen muss, nicht unbedingt so, als wäre sie geeignet, Verluste eng zu begrenzen. Auf die Art, wie O'Shea tradet, ist sie es aber doch. O'Shea betrachtet seine Trading-Ideen als Hypothesen. Eine Marktbewegung entgegen der erwarteten Richtung ist ein Beweis dafür, dass seine Hypothese für den betreffenden Trade falsch ist. In diesem Fall widerstrebt es ihm nicht, die Position zu liquidieren. O'Shea legt vor der Platzierung eines Trades den Preispunkt fest, ab dem seine Hypothese widerlegt wäre. Die Größe der Position wählt er so, dass der Verlust aus einer Bewegung bis zu diesem Punkt nur einen geringen Prozentsatz des Anlagevermögens darstellt. Daher der Mangel an guten Storys über schiefgegangene Trades.

O'Shea interessierte sich zuerst für Politik, dann für Wirtschaft und schließlich für die Märkte. Seine frühen Jugendjahre fielen mit dem Aufkommen des Thatcherismus und der landesweiten Debatte darüber zusammen, ob der Staat in der Wirtschaft eine geringere Rolle spielen sollte. Dieser Konflikt entfachte O'Sheas Interesse an Politik und bald danach an der Wirtschaft. Er lernte auf eigene Faust so viel über Wirtschaft, dass er schon vor Beginn seines Studiums eine Stelle als Volkswirt bei einer Beratungsfirma bekam. Die Stelle des Volkswirts war ganz plötzlich frei geworden, weil ein Mitarbeiter überraschend gekündigt hatte. Während des Bewerbungsgesprächs sollte er das scheinbare Paradox des Multiplikatoreffekts nach Keynes erklären. Er wurde gefragt: „Wie kommt dadurch, dass man den Menschen durch den Verkauf von Anleihen Geld wegnimmt und ihnen den

gleichen Betrag durch Staatsausgaben zurückgibt, ein wirtschaftlicher Anreiz zustande?“ O'Shea antwortete: „Das ist eine wirklich gute Frage. Darüber habe ich noch nie nachgedacht.“ Offenbar gefiel es der Firma, dass er bereitwillig eingestand, was er nicht wusste, anstatt zu versuchen, sich durchzumogeln, und so wurde er eingestellt.

O'Shea hatte sich durch selbstständige Lektüre Grundkenntnisse in Ökonometrie angeeignet und so machte ihn die Firma zum Volkswirt für die belgische Wirtschaft. Er war ausreichend qualifiziert, um aus den ökonometrischen Modellen der Firma Prognosen abzuleiten. Allerdings arbeitete er nur im Hintergrund. Er durfte nicht mit den Kunden sprechen. Die Firma konnte schließlich schlecht zugeben, dass ein 19-Jähriger die Prognosen erstellte und die Berichte schrieb. Sie war aber glücklich darüber, dass O'Shea diese Aufgaben komplett übernahm und nur sichergestellt werden musste, dass er keine Fehler machte.

Damals stimmten die Volkswirte grundsätzlich darin überein, dass die Aussichten der belgischen Wirtschaft negativ seien. Nachdem O'Shea jedoch die Zahlen durchgegangen war und ein eigenes Modell erstellt hatte, kam er zu dem Schluss, eigentlich seien die Wachstumsaussichten Belgiens sehr gut. Er wollte eine Prognose veröffentlichen, die mindestens zwei Prozent über den Prognosen aller anderen Volkswirte lag. „Das kannst du nicht machen“, wurde ihm daraufhin gesagt. „So läuft das nicht. Wir erlauben dir, eine der höchsten Prognosen abzugeben, und wenn das Wachstum wirklich so kräftig ausfällt, wie du erwartest, liegen wir mit einer Prognose im oberen Bereich des Spektrums immer noch richtig. Mit einer Prognose, die außerhalb des Spektrums liegt, haben wir nichts zu gewinnen, denn wenn du dich damit irren würdest, wären wir der Lächerlichkeit preisgegeben.“ Es stellte sich heraus, dass O'Sheas Vorhersage richtig war, aber das interessierte niemanden.

Sein einjähriges Intermezzo als Volkswirt vor dem Studium brachte O'Shea eine wichtige Lektion bei: Er wollte kein volkswirtschaftlicher

Berater werden. „Als volkswirtschaftlicher Berater ist die Verpackung der eigenen Arbeit wichtiger als die eigentliche Arbeit. Auf dem Gebiet der Wirtschaftsprognosen herrscht ein massiver Herdentrieb. Wenn man sich an den Orientierungswert oder das vorherrschende Spektrum hält, erntet man die Vorteile, wenn man richtigliegt, und das ohne etwaige Nachteile. Als ich die Spielregeln begriffen hatte, sah ich das ziemlich zynisch.“

Nachdem O'Shea 1992 seinen Abschluss in Cambridge gemacht hatte, bekam er eine Stelle als Trader bei der Citigroup. Er machte jedes Jahr Gewinn, sodass seine Handelslinie und seine Zuständigkeiten stetig wuchsen. Als er die Citigroup 2003 verließ und zu Soros' Quantum Fund ging, managte er auf einem Niveau, das einem mehrere Milliarden Dollar umfassenden Hedgefonds entsprach. Nach zwei erfolgreichen Jahren bei Soros ging er als Makro-Strategie-Manager des Multimanager-Fonds zu Balyasny. Dieses Portfolio war der Vorläufer seines eigenen Hedgefonds namens COMAC, den er zwei Jahre später gründete.

O'Shea hat in keinem Jahr Verlust gemacht. Der größte Teil seiner Bilanz – die Jahre bei der Citigroup und bei Soros – ist nicht öffentlich zugänglich, sodass exakte Aussagen über seine Performance nicht möglich sind. Der einzige zugängliche Teil seiner Erfolgsbilanz bezieht sich auf seine Zeit bei Balyasny, die im Dezember 2004 begann, und auf sein derzeitiges Hedgefonds-Portfolio, das er im Juni 2006 aufgelegt hat. Für diesen gesamten Zeitraum beläuft sich seine durchschnittliche kumulierte Netto-Jahresrendite auf 11,3 Prozent bei einer annualisierten Volatilität von 8,1 Prozent und einem größten Monatsverlust von 3,7 Prozent. Falls Ihr erster Gedanke bei diesen Zahlen „nur 11,3 Prozent“ lautet, ist ein Exkurs über Performance-Bewertung erforderlich.

Die Rendite ergibt sich sowohl aus Fähigkeiten beziehungsweise Geschick (im Auswählen, Umsetzen und Liquidieren von Trades) als auch aus dem eingegangenen Risiko. Verdoppelt man das Risiko,

verdoppelt sich auch die Rendite. Angesichts dessen ist das eigentliche Maß für die Performance nicht der Ertrag beziehungsweise die Rendite, sondern das Verhältnis des Ertrags / der Rendite zum Risiko. Diese Perspektive der Performance-Bewertung gilt für Global Macro in besonderem Maße, denn bei dieser Strategie braucht man normalerweise nur einen Bruchteil des verwalteten Vermögens, um Portfoliopositionen aufzubauen und beizubehalten.¹ Daher könnte ein Global-Macro-Manager, wenn er wollte, sein Engagement mit dem verwalteten Vermögen (also ohne sich Geld zu leihen) stark vervielfachen. Die Wahl des Engagements bestimmt das Niveau sowohl der Rendite als auch des Risikos. O'Shea hat sich dafür entschieden, seinen Fonds auf einem relativ niedrigen Risikoniveau zu betreiben. Egal, ob man die Volatilität (8,1 Prozent), den größten Monatsverlust (3,7 Prozent) oder den maximalen Verlust („Draw-down“) nimmt: Seine Risikokennzahlen sind etwa halb so hoch wie der Durchschnitt für Global-Macro-Manager. Wenn O'Shea seinen Fonds mit einem Engagement betreiben würde, das eher der Mehrheit der Global-Macro-Manager und der Volatilität des S&P 500 entsprechen würde, hätte er eine kumulierte Nettorendite von circa 23 Prozent. Oder anders gesagt: Wenn er sein Portfolio immer noch als Eigenhandelskonto managen würde – bei diesem Kontotyp ist das Engagement im Vergleich zum Vermögen viel höher –, wären seine Erträge bei exakt gleichen Trading-Ergebnissen um ein Vielfaches höher gewesen. Diese Diskrepanzen verschwinden, wenn man die Performance in Ertrags-Risiko-Verhältnissen misst, die sich durch das Niveau des Engagements nicht verändern. O'Sheas „Gain to Pain Ratio“ (eine Risiko-Ertrags-Kennzahl, die in Anhang A erläutert wird) beträgt starke 1,76.

1 Für die Derivate, mit denen man direktionale und auf den relativen Wert bezogene Engagements im Global-Macro-Bereich abbildet (beispielsweise Futures, Devisen, Optionen oder Swaps), braucht man im Verhältnis zum Nennwert des Engagements nur wenig Kapital (als Margin oder Prämie) auszuliegen.

Was macht einen großartigen Makro- Guru aus ?

Jack Schwagers „Magier der Märkte“-Reihe, die Interviews mit den Top-Stars der Investment-Branche versammelt, genießt unter Börsianern Kultstatus. Mit „Magier der Märkte – Next Generation, Teil 1: Die Makro-Gurus“ präsentiert er nun die Fortsetzung, die Antworten auf die obige Frage gibt.

Im ersten Teil kommen zu Wort:

Colm O'Shea, Ray Dalio, Larry Benedict,
Scott Ramsay, Jaffray Woodruff

Werfen Sie einen Blick hinter die Anlagestrategien dieser Top-Trader und lernen Sie von den Besten.

ISBN: 978-3-86470-095-8



9 783864 700958

BÖRSENBUCHVERLAG
www.boersenbuchverlag.de