

SIGLO Timeout Nr. 81 Rück- und Ausblick auf CTAs oder die bunte Welt der (Mode-) Trends

Abstract

Wir werfen zuerst einen Blick zurück auf die bunte Welt der CTA-Renditen in 2017 und suchen nach Gründen für die hohe Renditestreuung. Anschliessend teilen wir unsere Erwartungen bezüglich kurz- und langfristigen Krisenschutzpotenzial bei Aktienmarktverlusten und erklären, weshalb vor allem die Trendfolgestrategien mehr als ein Modetrend sind. Wir schliessen mit Empfehlungen zur Umsetzung.

Ausgangslage

Wir sehen trotz eines für typische Trendfolger schwierigen Marktumfelds und durchgezogenen Renditen für das Jahr 2017 anhaltend hohes Investoreninteresse an CTA-Strategien, was sich auch in wachsenden AUMs niederschlägt. Da wir schon seit Vorkrisenzeiten von den guten Diversifikationseigenschaften der CTAs innerhalb von traditionellen Portfolios überzeugt sind, haben wir viel Verständnis für die Entwicklung.

Überraschend ist für uns allerdings die hohe Strategietreue in den letzten 12 bis 18 Monaten, da wir in früheren Perioden im Anschluss an enttäuschende CTA-Renditen oft heftige Kapitalabflüsse beobachteten. Als mögliche Gründe für das veränderte Investorenverhalten kommen uns folgende Argumente in den Sinn. Erstens führen die für uns hohen Marktbewertungen von traditionellen Anlageklassen zu einer erhöhten Nachfrage nach unkorrelierten Strategien wie z.B. Trendfolgeprodukten. Zweitens sehen viele Investoren in CTAs eine Absicherung für ihre Aktienrisiken. Drittens haben zahlreiche Anleger die (oft schmerzhaft) Erfahrung gemacht, dass man CTAs in einem Drawdown lieber kaufen als verkaufen sollte (und nicht umgekehrt die vergangenen Renditen jagen). Viertens stieg allgemein die Akzeptanz für computerbasierte und systematische Strategien im Zuge des technologischen Wandels eher an.

Die bunte Welt der CTA-Renditen

Ein starkes Q4 rettete viele CTAs vor gröberen Verlusten in 2017. Der SG CTA Index erzielte für das gesamte Jahr eine Rendite von 2.5%. Der BTOP 50 von Barclays war dagegen mit -0.6% leicht im Minus. Der SG Trend Index, welcher die 10 grössten und für Neugelder offenen Trendfolge-CTAs abbildet, beendete das Jahr mit 2.2% im Plus. Die Homogenität innerhalb der Trendfolge CTAs sollte gefühlsmässig hoch sein, da praktisch alle Manager gleichermassen versuchen, Trends zu erkennen und davon zu profitieren. Dennoch beobachten wir auch 2017

(nicht zum ersten Mal) eine hohe Streuung der Renditen unter den Trendfolgern: unsere strategiespezifische SIGLO Trend-Datenbank reicht von rund -11% bis +30% für das Jahr 2017.

Schaut man sich Renditen der CTA-Strategien im breiteren, öffentlichen und oft interessanten Nelson Report von Société Générale an, findet man für 2017 sogar Renditen zwischen -51.8% und +121.3%. Solch scharfe Kontraste wirken für die vermeintlich einheitlichen CTA-Strategien fast zu bunt. Der Hauptgrund für die Streuung liegt aus unserer Sicht darin, dass der Begriff "CTA" heute eine Vielzahl von Ansätzen mit sehr unterschiedlichen Risiko-Rendite-Eigenschaften umfasst. Das Universum ist viel heterogener, als man vermuten würde. Daher unterscheiden wir spezifisch zwischen vier Unterkategorien von CTAs: Trendfolger, Short-term Trading, Non-Trend sowie Systematic Macro und Blend (Mix von verschiedenen systematischen Strategien).

***Das CTA Universum ist viel heterogener
als man auf den ersten Blick vermutet***

Das Hauptaugenmerk legen Anleger und auch unser Timeout nach wie vor auf mittel- bis langfristige Trendfolgestrategien. Ein (Mode-) Trend, aus den 70ern, der wie jede Mode populäre und verschmähte Zeiten sah aber eigentlich zeitlos ist und überlebte. Trendfolger zeichnen sich durch durchschnittliche Anlagehorizonte von zwei bis sechs Monaten aus und weisen häufig gesuchte und im Portfoliokontext willkommene Merkmale auf: Rechtsschiefe Renditeverteilungen mit theoretisch limitierten Verlusten aber unlimitierten Gewinnen, unkorrelierte Renditeprofile zu den traditionellen Anlagen (vor allem Aktien) und die Fähigkeit, Preisschocks zu absorbieren (darauf kommen wir noch zurück).

Aber selbst unter den Trendfolger konnten wir signifikante Rendite-Diskrepanzen beobachten. Es drängen sich daher die Fragen auf, worin die

Ursachen liegen und welche Schlüsse wir für zukünftige Selektionen von CTAs und generell systematischen Strategien ziehen sollten.

Ursachen der Renditeheterogenität

Einerseits rentierten 2017 langsamere Modelle mit längerem Anlagehorizont im Schnitt besser als schnellere Trendmodelle, die ihre Positionierung zu oft wechselten und aufgrund von Noise Verluste erlitten (Whipsawing). Entscheidend war andererseits auch, wie viel (long) Risiko ein CTA in den Aktienmärkten nahm, dem einzigen echt starken Trend bzw. dem einzigen positiven Sektor im Jahr 2017. Wir stellen fest, dass die besser über die Hauptanlageklassen (Aktien, Zinsen, Währungen, Rohstoffe) diversifizierten Trendfolgestrategien weniger gut rentierten als konzentriertere Strategien. Neben den tieferen Gewinnbeiträgen aus den Aktien verursachte besonders die relativ höhere Allokation zu den verlustbringenden Rohstoffen und Währungen zusätzliche Unterperformance. Dies erklärt auch das durchschnittlich bessere Abschneiden der UCITS-Trendfolger, die aus rein regulatorischen Gründen keine Commodities handeln dürfen und dadurch in 2017 mehr Aktienrisiken hielten.

Daneben gibt es für uns noch andere wichtige Faktoren, welche die Renditestreuung erklären. Einerseits wie pur Trendprämien abgeschöpft werden und wie hoch der Trading Level ist und andererseits was es kostet. So sind nicht alle Trendfolger pur, d.h. sie halten teils Allokationen in diversifizierenden Non-Trend-Strategien. Dies sehen wir vor allem bei grossen und etablierten CTAs mit vielen Mitarbeitern, welche versuchen, die Abhängigkeit von der oft sehr volatilen Trendstrategie zu reduzieren. Zwar können wir dieses Motiv zur Diversifikation nachvollziehen (schliesslich möchte ein Manager ja auch seine hohen Managementgebühren nicht gefährden), allerdings werden dadurch die meisten von Anlegern gewünschten Eigenschaften purer Trendfolger verwässert, was aus der Gesamtportfolioperspektive weniger Effizienz impliziert.

Bereits vier von zehn Trendfolgern im SG Trend Index sind Alternative Beta Fonds

Durch das zunehmende Angebot an Trend Beta Produkten haben Anleger heute einen kosteneffizienten Zugang zu puren Trendrisikoprämien erhalten. Dass dies auf hohes Anlegerinteresse gestossen ist, lässt sich daran erkennen, dass bereits vier der 10 Strategien im SG Trend Index Alternative Beta Produkte sind. Es wird

zunehmend schwieriger für klassische CTAs, ihre hohen und oft performance-basierten Gebühren zu rechtfertigen, besonders wenn ihr Modell keinen Mehrwert (sprich echtes Alpha) gegenüber einer Beta-Trend-Prämie generiert. Viele CTAs haben auch deshalb angefangen, weniger liquide und exotische Märkte zu berücksichtigen, welche höhere Anforderungen an die Handelsabwicklung stellen und zugleich nur begrenzte Kapazität aufweisen. Die Renditen solch exotischerer CTAs liessen sich im Schnitt in 2017 durchaus sehen, gehörten sie doch zu den besseren ihrer Gilde. Anleger, die Liquidität bei CTAs suchen, sollten aber vorsichtig sein.

Krisenschutz?

Die Hauptrenditequelle von klassischen Trendfolgern stellten 2017 die Aktienmarktrisiken dar. In diesem Zusammenhang ist es wichtig festzuhalten, dass CTAs durchaus long Aktien sein können. Das löst bei Anlegern häufig im ersten Moment Erstaunen aus, haben sie doch vor allem wegen den Absicherungseigenschaften in CTA-Trendfolder investiert. Ein Widerspruch?

Trendfolge CTAs bieten heute kurzfristig keinen Schutz gegen Aktienkorrekturen, aber bei anhaltenden Krisen schon

Schaut man sich die Kapitalmarktkrisen im 21. Jahrhundert genau an, erfüllten die Trendfolger nicht immer aber häufig die Erwartungen. Einige Zahlen belegen dies: In den schlechtesten 18 Monaten seit dem Jahr 2000, wenn der Pictet - BVG 25 Index mehr als -1.5% verliert, waren CTAs 13 mal positiv. In der Hälfte dieser Fälle betrug die CTA-Rendite über 4% und nur in drei Monaten verloren CTAs mehr als -2%. Dabei war es keine Seltenheit, dass CTAs mit einem long Aktien-Exposures in die Aktienkorrektur gerieten. In der Vergangenheit vermochten die Gewinne aus Trends in anderen Anlageklassen jeweils die anfänglichen Verluste aus Aktien zu kompensieren, d.h. CTAs notierten eine Woche in der Krise noch durchschnittlich unverändert. Nach etwa einer Woche wechselten die CTAs dann ihre Positionierungen in Aktien (von long auf short) und fingen an, von weiteren Aktienmarktverwerfungen zu profitieren. Das Krisen-Alpha war jeweils umso höher, je länger und heftiger die Marktverwerfungen dann anhielten. Das Abschneiden der CTAs während den kurzfristigeren Korrekturen am Markt hing oft von der Positionierung in Fixed Income an, welche mehrheitlich long war und entsprechend half. Darauf ist in der nächsten Krise kein Verlass.

Momentan beobachten wir eine starke Risk-On Prägung unter den uns bekannten Trendfolgern. Neben umfangreichen Aktienpositionen halten CTAs auch riskantere Währungen von liquideren Entwicklungs- und Rohstoffländern, sind long im Energiesektor und haben ihre Positionierung in den Zinsinstrumenten teilweise auf short gedreht. Deshalb erwarten wir bei den nächsten wohl leider unvermeidbaren Marktverwerfungen ceteris paribus in einer ersten Phase Verluste von CTAs, bevor sich ihre Positionierung (auf Aktien) anpasst. Demgegenüber partizipieren sie vollumfänglich von einer anhaltenden Rally, wie der erste Monat im Jahr 2018 anschaulich demonstriert. So lange sich also nichts an der guten Marktstimmung ändert, profitieren die CTAs weiter. So gesehen wird dem Anleger der in unseren Augen unmögliche Entscheid für das Timing von CTAs (siehe Timeout Nr. 22) im Prinzip abgenommen, sofern er nicht auf einen Schutz gegen kurzfristige Rückschläge beharrt.

Keine Garantie, aber gute Chancen

Wichtig scheint uns in diesem Zusammenhang auch zu betonen, dass mit Trend-Risikoprämien keine mit Sicherheit absichernde Position, wie z.B. mit Put-Optionen oder einer glaubwürdigen Tailhedge-Strategie, eingegangen wird. Anleger erhalten in CTAs lediglich Zugang zu Modellen, die sich den Märkten bzw. Trends an Märkten auf systematische und disziplinierte Art und Weise anpassen und sowohl von steigenden als auch von fallenden Preisen, in sämtlichen liquiden traditionellen Anlageklassen, profitieren. Deswegen lassen Trendfolge CTAs im Gegensatz zu Tailhedges übrigens auch eine positive Rendite erwarten (Stichwort Momentum). Darin liegt für uns auch der Hauptunterschied zu den Tailhedges. Zudem gilt, je länger Krisen dauern desto stärker die Schutzwirkung der CTAs.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

Fazit

An und für sich ist der Begriff CTA irreführend, insbesondere da viele CTAs heute auch Einzeltitel und andere Instrumente handeln und immer mehr Non-Trend-Strategien im Angebot haben. Es erstaunt deshalb nicht, dass viele Manager bereits davon weggekommen sind, sich CTA zu nennen, und stattdessen ihren, aus ihrer Sicht, wissenschaftlichen Ansatz in den Vordergrund stellen (Begriffe wie "science-based research" oder "scientific trading" werden oft genannt). Viele dieser nicht trend-basierten Strategien weisen zwar auch interessante Renditeprofile auf, verfehlen aber die bekannten und für uns im Gesamtportfoliokontext so wichtigen Eigenschaften der kausalen Diversifikation und der Absorption anhaltender Aktienmarkt-Schocks.

Analog zu Modetrends ist es bei CTAs wichtig, dass sich Investoren nicht blind auf ein Label verlassen sondern genau prüfen, was sie kaufen und wie viel sie dafür bezahlen wollen. Das Aufkommen von Alternative Beta Produkten ermöglicht Anlegern heute einen kosteneffizienten Zugang zur Momentum- bzw. Trendprämie (siehe Timeout Nr. 70). Wir sehen aber weiterhin auch smarte Trendfolgeansätze, die trotz hohen Gebührenstrukturen echten Mehrwert erwarten lassen. Deren Anzahl hat sich aber bereits reduziert und wird sich dank weiterer Forschung auf Risikoprämien wohl noch weiter reduzieren. Managerrisiko besteht natürlich auch bei systematischen Strategien und Beta-Trend-Funds. Nicht nur wegen der Renditeheterogenität, sondern auch in operativen Fragen z.B. Qualität der Prozesse und der Modelle. Deshalb empfehlen wir zur Umsetzung von CTAs diversifizierte und sich gut ergänzende Multimanager-Lösungen, damit Renditen bunt aber nicht zu bunt werden.

