

SIGLO Timeout Nr. 22

Is There A Time To Time The Timers?

Zusammenfassung

Unser Titel ist nicht nur ein nettes Wortspielchen, sondern auch eine potenziell interessante Anlagestrategie. Was im ersten Moment paradox klingt, entpuppt sich bei gründlicher Betrachtung als vielversprechend, denn CTA Renditen tendieren zur Mean Reversion, was Anleger mit geschicktem Rebalancing ausnutzen können. Allerdings ist dabei Vorsicht geboten, da sich sowohl Rendite- als auch Diversifikationspotenziale von CTAs, insbesondere bei den Kolossen der Industrie über die letzten Jahre stark verändert haben. Ziel des Timeouts ist es, die für uns zentralen Überlegungen bei CTA Anlagen im Portfoliokontext zu diskutieren.

Einführung

CTA steht für "Commodity Trading Advisor" und geht auf die Definition der Commodity Futures Trading Commission von 1974 zurück. Ein ähnlicher Begriff lautet "Managed Futures", woran sich praktischerweise gleich die meistgehandelten Instrumente erkennen lassen. Wir verstehen darunter also Funds, die sich für Kunden auf den Handel und das Timing von Rohwaren- und Finanzderivaten konzentrieren und dabei meist quantitative Modelle systematisch ein- und umsetzen.

Absolut unkorreliert, ja in Krisenzeiten sogar absichernd und zugleich stets höchst liquide seien CTAs und damit die perfekte Anlage für private und institutionelle Investoren. Klingt natürlich verlockend und ist mit Blick auf die Krise im 2. Semester 2008 oft sogar korrekt. Aber treffen diese Klischees heute immer noch zu? Wir glauben nur zum Teil, denn sie widerspiegeln weder die Chancen noch die Risiken von CTAs adäquat. In der Folge diskutieren wir die pro und contra Argumente für CTAs. Wir starten mit der Erfolgsgeschichte und dem ausserordentlich hohen Wachstum, gehen dann auf heutige Rendite- und Diversifikationspotenziale ein und schliessen mit einer Anlageempfehlung.

Wir erlauben uns die vereinfachte Aufteilung des CTA Universums und unterscheiden nur langfristige Trendfolger von allen anderen systematischen Ansätzen. Dies reflektiert zwar kaum die Breite und Komplexität aller CTA Strategien und Produkte aber dafür die aktuelle Popularität im Markt. Auf die oft unterstellte Intransparenz der CTAs gehen wir nicht ein (vgl. Timeout 5 zu Blackboxes).

Die Krise als Chance

Es erscheint nicht unvernünftig, die Krise im Jahr 2008 mit dem endgültigen Durchbruch der CTAs zu verbinden. Quantitative Modelle werden zwar seit den 70ern erfolgreich eingesetzt, aber erst die geballten Verluste auf praktisch allen riskanten Anlageklassen verdeutlichten einer breiten Anlegerschaft die "Andersartigkeit" der CTAs. Gemäss dem Newedge CTA Index, der die grössten 20 CTAs gleichgewichtet abbildet, lieferten sie 2008 beinahe 14% Rendite; die langfristigen Trendfolger sogar über 20%. Die Zeit der CTAs begann und so auch die dazugehörigen Klischees, die wir kritisch beleuchten.

Konzentriertes Wachstum

Der Umfang an Mitteln, die ab 2007 in CTAs flossen, ist gewaltig. Die AuM innerhalb des Newedge CTA Index stiegen von rund 27 Mrd. USD Anfang 2007 auf aktuell über 82 Mrd. USD. Die AuM im umfangreichen Index von Barclayhedge mit über 1'100 Index-Konstituenten verdoppelte sich in dieser Zeit von 170 Mrd. auf aktuell 335 Mrd. USD.

Von CTAs verwaltete Vermögen haben sich in fünf Jahren verdoppelt und bei den Top Anbietern sogar vervielfacht

Das investierte Kapital entspricht dabei nur einem Bruchteil des gesamten Handelsvolumen, da die meisten CTAs erheblichen Leverage einsetzen. Auch mit konservativen Annahmen dürften CTAs global über 2'000 Mrd USD mit Derivaten bewegen, womit ihre Wirkung auf Terminkurse an Rohwaren- und Finanzmärkten nicht zu unterschätzen ist.

Bemerkenswert ist zudem, wie stark sich die Anleger auf grosse und etablierte Namen konzentrieren, während zahlreiche kleinere Manager wenig vom Kuchen abkriegen. So verwalten heute die Top 5 CTAs der Welt rund einen Viertel aller CTA Anlagen. Winton alleine verfügt über 28 Mrd. USD Anleger-Kapital und entscheidet somit über ein derivatives Handelsvolumen von rund 200 Mrd. lässt sich solch ein Volumen noch liquide, diversifiziert, renditeorientiert und ohne Auswirkung auf Marktpreise anlegen?

Dafür sprechen zweifellos die nach wie vor guten Ergebnisse einiger weniger Anbieter von grossen CTA Funds. Zudem überzeugt uns das Argument, dass grössere Firmen über umfangreiche Mittel zur Forschung und zur kostengünstigen und effizienten Implementierung der Modelle verfügen. Dagegen sprechen aus unserer Sicht aber nicht nur bescheidenere durchschnittliche Renditen der gesamten CTA Branche in den letzten Jahren, sondern auch folgende Faktoren.

Alte und neue Renditequellen

Viele für CTAs historisch fruchtbare Märkte wie Commodities bieten heute nicht mehr genügend Liquidität für die Kolosse der Branche, weshalb sich grosse Funds auf die liquideren FX und Zinsmärkte konzentrieren (müssen). Das schränkt aber nicht nur das zukünftige Rendite- sondern auch das Diversifikationspotenzial ein, womit gegenüber kleinen Konkurrenten erhebliche Nachteile entstehen dürften. Dies stellt für SIGLO ein wesentliches Argument bei der Portfolio-konstruktion dar und erklärt den Fokus auf CTAs mit geringeren verwalteten Vermögen.

Ein signifikanter Anteil der Renditen von CTAs der letzten Jahre basiert auf dem stabilen Trend fallender Zinsen

Ein signifikanter Teil der Renditen der letzten Jahre (gemäss Erfahrung von SIGLO je nach Fund ein bis zwei Drittel) ist den anhaltend fallenden Zinsen zu verdanken, was vor allem Trendfolger mit ihren hohen Anleihen-Positionen ausnutzen konnten. Mit Blick auf das aktuelle Zinsniveau scheint dieser Trend langsam aber sicher abzulaufen. Ob künftig umgekehrte Trends mit steigenden Zinsen

ebenfalls so effektiv abgeschöpft werden können, ist aus zwei Gründen zu bezweifeln. Erstens fallen bei den dafür notwendigen Short Positionen auf Anleihen konstante Kosten an und man verliert so laufend Geld. Zweitens zeigt die Geschichte, dass Zinsanstiege oft erratischer und rascher erfolgen als Zinssenkungen, weshalb es schwieriger sein dürfte, diese Trends rechtzeitig zu erkennen und umzusetzen. Auch das spricht in unseren Augen für kleinere Manager, die sich in allen Anlageklassen und Märkten rasch und flexibel bewegen können. Umgekehrt scheint es wahrscheinlich, dass sich die von Anlegern erhofften Diversifikationseffekte im Portfolio bei einer Beimischung der CTA-Branchenführer nur in geringerem Masse einstellen werden. Entsprechend gefährlich wird es, wenn Anleger deren bisherige Renditen in die Zukunft extrapolieren.

Erhoffte Diversifikationseffekte

Ein weiteres Klischee der Diversifikation liegt darin, dass CTAs oft als Krisenschutz oder Absicherung angepriesen werden. Wie wir bereits im Timeout Nr. 15 Matrix ausgeführt haben, sollte man Korrelationen und Kausalitäten nicht verwechseln und das Basisrisiko bei vermeintlichen Absicherungsstrategien beachten. Uns erscheint zwar die Annahme vernünftig, dass systematisch umgesetzte Quantmodelle im Schnitt über die Zeit nur gering mit den Aktienmärkten korrelieren, was für die CTAs eine gewisse Diversifikation impliziert. Zudem zeigt eine Analyse von Alexander Ineichen zur Rendite von CTAs bei stark fallenden Aktienkursen positive Ergebnisse für CTAs. Anzunehmen, dass die Korrelation aber permanent negativ sei, und man in Aktienmarktkrisen mit CTAs immer Geld verdiene, wäre falsch. Dies spricht aber nicht gegen die CTAs per se, sondern nur gegen irrtümliche Erwartungen, man kaufe sich damit eine Versicherung ein.

Das Timing von CTA Anlagen

Das von Marketingteams der Finanzwelt am häufigsten eingesetzte Verkaufsargument für ihre Produkte ist der Track Record, d.h. die bisherige Rendite der Anlagen. Was bisher gut funktioniert hat, wird auch in Zukunft gut funktionieren. Die CTA Salespersonen bilden keine Ausnahme, obwohl weder die Empirie noch die praktische Erfahrung dafür spricht.

Ganz im Gegenteil, denn eine von SIGLO betreute Masterarbeit zu CTAs an der Uni Zürich untermauert die Ansicht, dass CTAs einer sogenannten "Mean Reversion" unterliegen. Konkret liefern in einem Sample von 30 CTA Funds diejenigen höhere Renditen, welche in den letzten Monaten Rückschläge erlitten haben. Kurzfristig besonders erfolgreiche CTAs erzielen hingegen im Schnitt tiefere Renditen in der näheren Zukunft.

Renditen von CTAs tendieren zur Mean Reversion, weshalb sich ein geschicktes Rebalancing auszahlt

Entsprechend sollten Investoren vor allem bei grösseren Verlusten (Drawdowns) ihre CTA Allokationen aufstocken, während man nach besonders erfolgreichen Phasen eher Gewinne mitnehmen müsste (falls das Vertrauen in das Modell noch gerechtfertigt ist). In der Praxis war bisher oft das Gegenteil zu beobachten. Hohe Mittelzuflüsse erfolgten im Anschluss an ausgezeichnete Renditen von 2008. Die Jahre 2009 und 2011 verliefen dann aber prompt relativ enttäuschend.

Die Tendenz zur Mean Reversion findet sich sowohl Ebene der CTAs insgesamt, als auch auf Ebene einzelner CTA Funds. Gerade bei volatileren Funds kann mit dem Rebalancing nach hohen Gewinnen oder Verlusten ein signifikanter Mehrwert im Portfolio erzielt werden. Dies wirkt zwar nicht intuitiv aber dafür bzw. gerade deshalb sehr erfolgreich.

Fairerweise sei erwähnt, dass ein gewisser Survivorship Bias in unserer Argumentation kaum zu verleugnen ist. Wenn ein Manager nach einem massiven Verlust den Fund schliesst, gibt es logischerweise keine Mean Reversion mehr. Entsprechend hoch ist die Bedeutung einer guten qualitativen Due Diligence und einer soliden Abklärung der Anreizstrukturen bei der Auswahl von CTAs.

Fazit

Wir lassen auch in diesem Timeout die Gelegenheit nicht aus zu betonen, dass für uns sinnvolle und besonnene Diversifikation der einzige Weg zu attraktiven Renditen bei akzeptablen Risiken darstellt. CTAs sind in dieser Überlegung ein interessanter und vielversprechender Baustein, da aufgrund der systematischen Umsetzung quantitativer Modelle eine tiefe zukünftige Korrelation kausal zu erwarten ist (sofern sich zentrale Verhaltensmuster an Finanzmärkten nicht massiv ändern). Dies entspricht aber keiner Absicherung, da Basisrisiko hoch ist und die Korrelation um null und nicht um -1 liegt.

Mit Blick auf das Opportunitätenset und die verschiedenen Märkte erscheinen uns heute vor allem Manager mit grosser Erfahrung aber geringen verwalteten Vermögen attraktiv, weil sich diese wohl am flexibelsten auf alle möglichen zukünftigen Trends einstellen können. Zudem empfehlen wir Anlegern, die Allokation vor allem nach Verlusten aufzubauen und konsequent zu rebalancieren, um so die Tendenzen zur Mean Reversion der CTAs und der Manager ideal auszunutzen.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

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

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

