

SIGLO Timeout Nr. 100 – CTAs oder totgeglaubte leben länger

Inhalt

Trendfolge CTAs sind der Inbegriff des Stehaufmännchens unter den aktiven Anlagestrategien; schon oft für tot erklärt, überraschen sie immer wieder aufs Neue mit unverhofft starken Comebacks, so auch dieses Jahr mit +7% bzw. +12% gemäss SG Indizes. Das Misstrauen ist umso erstaunlicher, wenn man bedenkt, dass Trend CTAs (gemessen am SG Trend Index) seit der Jahrtausendwende globale Aktien (nach MCSI World) renditemässig übertrumpfen (5.2% p.a. vs. 5.0% p.a.), und dies mit tieferer Volatilität und auch geringeren maximalen Verlusten. Berücksichtigt man Diversifikations- und Kriseneigenschaften von Trendfolge CTAs gegenüber traditionellen und anderen alternativen Anlagen, müssten sie eigentlich ihren festen Platz in jedem traditionellen Portfolio haben, besonders im Umfeld tiefer Zinsen und allgemein hoher Bewertungen. Wir suchen in diesem Timeout mögliche Antworten auf die Frage, wieso dem nicht so ist, bzw. weshalb CTAs unter Anlegern immer noch einen schwierigen Stand haben.

CTAs sind keine Anlageklasse

Einen ersten Grund sehen wir darin, dass CTAs zusammen mit anderen Hedge Fund Strategien in den gleichen Topf geworfen werden. Natürlich gibt es Gemeinsamkeiten wie z.B. Fondstrukturen, Gebührenmodellen und Anlageflexibilität, aber sie deshalb der ohnehin schon viel zu heterogenen Anlageklasse Hedge Funds zuzuordnen, wie vom Regulator gehandhabt, finden wir fragwürdig. CTAs, welche wir bei SIGLO zusammen mit den liquiden alternativen Risikoprämien unter dem Überbegriff «Liquid Alternatives» subsumieren, grenzen sich von den traditionellen Anlagen vor allem durch ihre Möglichkeit ab, liquide traditionelle Instrumente (Einzelaktien, Futures, etc.) leer zu verkaufen (shorten) und zu hebeln (Leverage). Dies im Gegensatz zu bspw. Private Debt oder ILS-Strategien, bei welchen die Abschöpfung ihrer spezifischen Risikoprämien im Vordergrund steht und die deshalb sinnvollerweise nicht im Hedge Fund Universum zugeordnet werden. Beim Einsatz von Liquid Alternatives erreichen Anleger die Diversifikation also über aktiven Handel und nicht über fixe Exposures in Anlageklassen.

Bezüglich Diversifikationseigenschaft gibt es innerhalb der Liquid Alternatives erhebliche Unterschiede. Als ungeeignet erachten wir sogenannte lineare Strategien wie Equity L/S und viele Event Driven Strategien, welche mit netto-long Exposures agieren und daher im Durchschnitt eine hohe Korrelation mit Aktien aufweisen. Die mangelhafte Diversifikation in Krisen in Kombination mit den hohen Kosten

stellen für uns Gründe für die Unzufriedenheit vieler Anleger mit Hedge Funds dar, worunter auch CTAs litten und noch immer leiden. Um einigen jetzt wohl entnervt kopfschüttelnden Lesern entgegen zu kommen, sei betont, dass zweifellos talentierte Equity Long/Short Manager existieren, die echtes Alpha liefern. Aber anstatt darauf zu hoffen, dass wir diese (wenigen) finden, fokussieren wir uns lieber auf Strategien, wo Alpha zwar willkommen ist, aber nicht die Grundvoraussetzung darstellt, um einen hohen Nutzen aus der Anlage zu ziehen. Zu diesen zählen wir besonders die Familie der divergenten Strategien, wozu auch die Trendfolge CTAs gehören.

Die unbequeme Natur divergenter Fonds

Als divergent bezeichnen wir Strategien, die von grösseren Marktbewegungen profitieren sollten, vor allem in fallenden Aktienmärkten. Divergente Renditeprofile weisen viele kleine Verluste und relativ seltene aber dafür hohe Gewinne aus. Statistisch ausgedrückt zeigt die Anlage rechtsschiefe Renditeverteilungen (oder positive Skew), d.h. die Verluste (linker Tail) sind begrenzt, während die Gewinne (rechter Tail) nach oben weit offen sind. Für klassische Trendfolger trifft dies empirisch über längere Betrachtungszeiträume zu. Das klingt bisher relativ harmlos, jedoch können die Phasen ohne signifikante Gewinne lange anhalten, wie die Perioden 2015 bis 2018 oder auch 2011 bis 2013 demonstriert haben. Aggregieren sich dann die Verluste noch auf zweistellige negative Niveaus und bleibt das erwartete Krisenalpha in einzelnen Monaten

aus, wird die Geduld der Anleger aufs Ärgste strapaziert. In den letzten Dekaden beobachteten wir bereits mehrere Phasen, wo Anleger entnervt das Handtuch warfen, nicht selten just in dem Moment, als starke Trends einsetzten und viele CTAs neue Höchststände erklommen. Die Erfahrung zeigt, dass das Timing von CTAs schwierig ist, da Trends oft überraschend und innerhalb von kurzer Zeit auftreten und man diese Phasen auf keinen Fall verpassen sollte. Wir empfehlen deshalb eine strategische Allokation zu divergenten Strategien mit langfristigem Anlagehorizont und vordefinierten Rebalancing-Regeln im Portfoliokontext. Aber selbst dann wird es emotional nicht einfach, den Glauben an die CTA-Allokation aufrecht zu erhalten, gerade wenn traditionelle Anlagen in ruhigen Phasen gut funktionieren und man sich (einmal mehr) fragt, wofür man diese CTAs eigentlich hält.

Glaubensfrage

Als erschwerender Faktor kommt hinzu, dass Trendfolge CTAs keine Risikoprämien im wörtlichen Sinn abschöpfen (Kompensation für ein Risiko), sondern eine Marktanomalie (Momentum bzw. Trend) ausnützen, welche im Denkschema effizienter Märkte eigentlich keine Daseinsberechtigung hat. Als Anleger muss man also bewusst daran glauben, dass in Zukunft weiterhin Trends an den Märkten auftreten. Es gibt aus der Behavioral Finance plausible Erklärungen für die Entstehung von Trends, z.B. Herdenverhalten oder langsame Portfolioanpassung an neue Informationen, aber solche Anomalien werden in Zeiten fehlender Trends bzw. enttäuschenden CTA-Renditen oft rasch und heftig angezweifelt.

Funktionieren CTAs noch?

Vergleicht man Renditen (USD) von Trendfolge CTAs (anhand des SG Trend Index) in der ersten Dekade (2000 bis 2010, 8.2% p.a.) mit der zweiten Dekade (2010 bis August 2019; 2.8% p.a.), lässt die grosse Differenz vermuten, dass sich etwas verändert hat. Es gibt umfangreiche Studien dazu und in der Tat waren die letzten Jahre bzgl. Trendqualität, -Anzahl und -Stärke eher mager im Vergleich zu früher. Als Ursache wird auch die global lockere Zentralbankenpolitik genannt, die Bewertungen in praktisch allen Anlageklassen ansteigen liess und für eine historisch tiefe Finanzmarktvolatilität sorgte.

Sporadische aber heftige Kurskorrekturen sorgten jedoch dafür, dass viele CTAs Mühe bekundeten, aus den im Nachhinein scheinbar klaren Trends mehr Profit zu schlagen.

Hinzu kommt, dass absolute Renditevergleiche über die letzten zwei Dekaden stark hinken. Berücksichtigt man nämlich erstens den risikofreien Zins (rund 3% höher in der ersten Dekade) und normalisiert zweitens die Volatilität (Trendfolge CTAs waren mit 16% p.a. in der ersten Dekade viel volatiliter als in der zweiten mit 11% p.a.), fällt die Differenz nicht mehr so heftig aus und liegt nur noch bei rund 1.0% p.a.. Daraus leitet sich auch unsere Renditeerwartung von USD 3-Monat Libor plus 3.0% für Trendfolge CTAs ab, welche in etwa dem Mittelwert der letzten 20 Jahre entspricht. Der risikofreie Zins ist hier zentral, weil CTAs in Futures mit implizitem Hebel investieren und stets viel Cash halten.

CTAs zur Absicherung?

Als Hauptmotivation für CTA-Investition wird oft das vorteilhafte Krisenverhalten genannt. Zu Recht? Im Gegensatz zu Absicherungsstrategien (z.B. Put-Optionen) lassen CTAs positive Nettorenditen erwarten, was für uns ein wichtiges Kriterium für die Empfehlung darstellt. Im Gegenzug erhöht sich aber auch das Risiko, dass diese Absicherung nicht klappt, wenn man sie bräuchte (man spricht von Basisrisiko). So z.B. im Februar oder Oktober 2018 als Aktienkurse kurzfristig heftig litten aber auch die CTAs viel Geld verloren.

Typische Trendfolger suchen in erster Linie langfristige Trends (1-3 Monate), wobei der Trendhorizont strategieabhängig ist. Der Tradeoff liegt nun darin, dass sich schnellere Modelle (ab zwei Wochen) zwar rascher an Marktgegebenheiten anpassen, aber auch häufiger sogenanntes Whipsawing erleiden (Positionen zu früh auf- und abbauen und somit Verluste und Kosten einstecken). Die Stress-Absorptionseigenschaften der CTAs bei kurzfristigen Korrekturen hängen stark vom Trading Horizont und der Positionierung zum Zeitpunkt der Korrektur ab. Bei länger anhaltenden Korrekturen erhöhen sich in der Regel die Chancen für ein hohes Krisenalpha von typischen Trendfolgern. Aber selbst dann hängen die Renditen vom Verlauf der Krise ab. Eine Renditegarantie gibt es also nie.

Unterschiedliche Trendhorizonte sind u.a. ein Grund für hohe Renditestreuungen innerhalb der CTAs, welche eigentlich alle das gleiche Ziel haben, nämlich von Trends zu profitieren. Die breite Renditestreuung resp. das hohe Manager-Selektionsrisiko spricht daher trotz des gleichartigen Renditeprofils innerhalb der Trendfolger für einen Multi-Manager-Ansatz.

Steigende Zinsen als Problem?

Im Vorfeld des temporären Zinsanstiegs, der Ende 2015 in den USA einsetzte, wurde unter Experten eifrig diskutiert, ob Trendfolger im Umfeld von steigenden Zinsen überhaupt in der Lage sind, Gewinne zu erzielen. In der rund 25 Jahre andauernden Rally für Fixed Income zuvor war die «Long Bond Position» ja effektiv die treibende Kraft hinter hohen CTA-Renditen, besonders in Krisen, als die Zinsen gesenkt wurden, und Anleihen stark positiv rentierten. Wenig überraschend gab es zahlreiche CTA-Publikationen, welche die Frage bejahten. Natürlich gab es auch wie immer Zweifler, welche sich aus der Strategie zurückzogen, seitdem die Zinsen so tief sind. Im Nachhinein können wir festhalten, dass zumindest der temporäre US-Zinsanstieg für CTAs schwierig zu navigieren war. Weiter ist zu bemerken, dass in 2019 erneut die Long Bond-Positionierung einer der dominanten Renditetreiber für CTAs darstellt. Dennoch sind wir der Meinung, dass die Frage noch nicht final beantwortet ist, weil bisher keine anhaltende Phase steigender Zinsen vorlag. Weiter ist zu beachten, dass CTAs dutzende von Märkten handeln und daher nicht nur auf Trends in Anleihen oder Aktien abstellen.

CTAs als strategischer Baustein

Wir geben zu, dass es verständliche Gründe gibt, CTAs trotz langfristig überzeugenden Renditen nicht zu mögen. Insbesondere die emotionale Hürde kann hoch sein für Leute, denen das Verständnis und das Vertrauen in die auf den ersten Blick nicht triviale Strategie fehlen. Es fällt uns aber schwer zu akzeptieren, dass weiterhin Transparenz und Kosten als Gegenargumente aufgeführt werden, weil beides mit einer sorgfältigen Produktauswahl bestens adressiert und gelöst werden kann.

Hinzu kommt die heute besonders schwere Herausforderung, ein Portfolio überhaupt sinnvoll zu diversifizieren und gegen künftige Krisen zu wappnen, ohne dabei die langfristig angestrebte Zielrendite aus den Augen zu verlieren. Wir schreiben bewusst wappnen und nicht schützen, weil für uns ein Schutz ohne Basisrisiko zu teuer erscheint.

Natürlich hat es sich in der Vergangenheit bewährt, nach signifikanteren Verlusten in die CTAs zu investieren (siehe Timeout Nr. 22), was aber psychologisch noch schwieriger ist, weil genau in diesem Zeitpunkt der stärkste Gegenwind weht. Deshalb legen wir Anlegern in der Praxis nahe, CTA-Allokationen, analog zu anderen divergenten Profilen im Portfolio-kontext mit strategischer Weitsicht und fixen Rebalancing-Regeln umzusetzen. Denn nur so entfalten sie ihren wertvollen und kaum replizierbaren Nutzen, besonders im Umfeld von allgemein hohen Bewertungen und tiefen Zinsen. Eventuell leben totgeglaubte ja nicht nur länger, sondern sogar auch entspannter.

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

