

CTAs: To Time or Not to Time? Eine Debatte um das Timing von Trendfolge-Strategien

Klassische Trendfolge-CTAs zeichneten sich im Jahr 2022, in einer der herausforderndsten Perioden für traditionelle Anlagen seit langer Zeit, mit beeindruckenden zweistelligen Renditen aus und stellten damit erneut ihre Anpassungsfähigkeit sowie ihre hervorragenden Kriseneigenschaften unter Beweis. Die Gewinne wurden hauptsächlich in den schwierigsten Monaten bis zum Ende des dritten Quartals erzielt. In den letzten rund 15 Jahren gab es nach solchen «Trend-Bull-Phasen» immer wieder längere Phasen mit mittelmäßigen bis negativen Renditen. Obwohl viele Investoren mittlerweile den Nutzen von Trendfolge-CTAs als Diversifikator in ihrem Gesamtportfolio anerkennen und ihnen eine strategische Allokation zuteilwerden lassen, stossen wir nach wie vor auf Skeptiker, die glauben, dass Trendfolge-Strategien nach dem erfolgreichen Jahr 2022 ausgereizt sind. In diesem Timeout teilen wir unsere Einschätzungen und befassen uns konkret mit der Frage, ob und wie man CTAs «timen» könnte.

Einführung

Das Timing von CTAs ist eine der Frage, mit der wir uns bereits seit der Gründung von SIGLO im Jahr 2010 immer wieder beschäftigen. Die herausragenden Ergebnisse von CTAs während der 2008 Finanzkrise führten zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen, wie wir bereits im Timeout 22 im September 2012 feststellten. Die verwalteten Vermögen des BarclayHedge Index (einem sehr breiten Index für CTAs) stiegen rasant an, von USD 170 Mrd. zu Beginn des Jahres 2007 auf USD 335 Mrd. bis 2012. Rückblickend blieb jedoch vielen damaligen Anlegern der Erfolg weitgehend verwehrt, da sie prozyklisch agierten und zu spät auf den Zug aufsprangen. Und als ob das nicht bereits genug wäre, folgte mit den 2010er Jahren das bisher schwierigste Jahrzehnt für Trendfolge-CTAs. Wir sind heute der Ansicht, dass das ungünstige Trendumfeld und das Marktregime in den letzten rund zehn Jahren einen erheblichen Einfluss darauf ausübten, dass wir heute überhaupt die Frage des Timings diskutieren.

CTA-Winter

Ganz kurz zusammengefasst, ermöglichte eine tiefe globale Inflation ab den 2010er Jahren eine ultra-lockere globale Geldmarktpolitik. Die über Jahre sehr tiefen und ins Negative sinkenden Geldmarktzinsen sowie Quantitative Easing-Programme kurbelten die Kreditwirtschaft an und stabilisierten die Märkte weltweit. Der bereits bekannte und scheinbar ewig währende «Zentralbanken-Put» (einst von Herrn Alan Greenspan anfangs 2000er Jahre in der Praxis geschrieben, als Antwort auf das Platzen der Aktien-Techblase) sowie die steigende und permanent verfügbare Liquidität konditionierte die Marktakteure zu Buy-and-Hold- oder Buy-the-Dip-Verhalten und machte die Basisdiversifikation über Aktien und Staatsanleihen zum Nonplusultra. Entweder steigen die Aktien (auch dank der sich ausweitenden Geldmenge) und Staatsanleihen rentierten neutral, oder fallende Aktienkurse wurden via aktive Zinssenkung durch Gewinne auf Staatsanleihen entschärft.

Dieses Makroumfeld war schwierig für Trendfolge-Strategien, die mit Ausnahme der amerikanischen Schiefer-Revolution in den Jahren 2014 und 2015, als der Rohöl-Preis strukturell und politisch unter starken Druck geriet, nicht sehr viele Trend-Opportunitäten vorfanden. Zudem sorgten vereinzelte kurze und heftige Trendbrüche immer wieder für Whipsawing-Verluste. Der CTA-Winter, wie die 2010er Jahre inzwischen genannt werden, war aus Renditesicht aber trotzdem kein Desaster. Die zwei Benchmark-Indizes SG Trend (+19% in USD) und BTOP 50 (+8% in USD) generierten nämlich positive Ergebnisse. Sie wurden vielmehr von Aktien (MSCI TR +147% in USD) und Staatsanleihen (Bloomberg Global Government TR +46% in USD) einfach in den Schatten gestellt. Und solange die obgenannte Basisdiversifikation spielte bzw. derart zuverlässig funktionierte, hielt sich auch die Nachfrage nach Diversifikatoren, sprich zu Aktien und Anleihen unkorrelierte Strategien mit Potenzial in schwierigen Marktphasen, in engen Grenzen.

Diese äusserst ungewöhnliche Zinsphase übertraf bezüglich Dauer und Ausmass unsere kühnsten Erwartungen (bzw. Befürchtungen) – so schrieben wir bereits im Timeout 22 (2012) von einem Tiefzinsumfeld und limitiertem Renditepotential von Staatsanleihen und sahen bereits damals die Trendfolge-CTAs als attraktive Alternative.

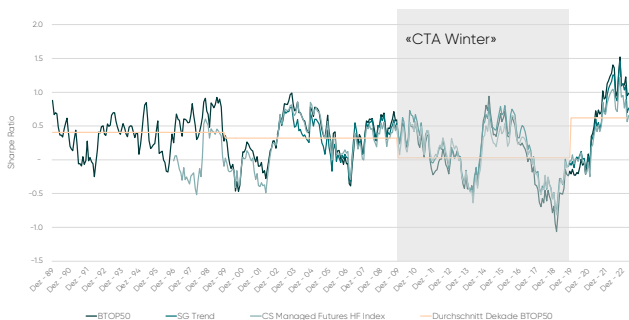
Neues Marktregime

Mit der, aus heutiger Sicht kaum überraschenden, aber doch rasch und heftig eintretenden Rückkehr der Inflation (auf die Gründe gehen wir hier nicht ein) gerieten Staatsanleihen gehörig unter Druck und versagten im letzten Jahr nicht nur als sicherer Hafen, sondern auch als Diversifikator von Aktien. Für die Trendfolger, welche bereits unbeschadet durch die Pandemie-Krise kamen, war diese Rückkehr der Inflation und die damit verbundenen ausgeprägten Trends dagegen äusserst vorteilhaft. Insbesondere konnten sie endlich den Beweis erbringen, dass sie auch in Umfeldern von stark ansteigenden Zinsen ordentlich Geld verdienen können. Etwas, dass viele Kritiker in den stets fallenden Zinsumfeldern oft anzweifelten und auch für uns vor Jahren noch unklar war (siehe Timeout 22 und Timeout 100).

Aber was hat das mit CTA-Timing zu tun?

Die Timing-Frage im Kontext des Marktregimes zu betrachten, erscheint uns wichtig. Der CTA-Winter ereignete sich in einer historisch aussergewöhnlichen Marktumgebung. Diese ist für viele, vor allem jüngere Investoren, jedoch zur Norm geworden. Wir haben bereits im Timeout Nr. 110 beschrieben, dass die Beurteilung von Anlagestrategien und Renditen stets auch im Kontext eines vorherrschenden Makro-Regimes erfolgen sollte. Daher ist es problematisch, aus einem einzigen und notabene speziellen Regime Rückschlüsse für die kommenden Jahre zu ziehen. Wir befinden uns heute nämlich weit entfernt, sowohl von geopolitischer und makroökonomischer Stabilität als auch von einer lockeren Notenbankpolitik. Das Trendumfeld bzw. CTA-Renditen waren grundsätzlich aber immer schon dynamisch, wie die Sharpe-Ratio-Entwicklung über die letzten 30 Jahre zeigt.

Abbildung 1: Rollierende 3-Jahres Sharpe Ratios von ausgewählten CTA-Benchmarks



Die Abbildung 1 zeigt die rollierende 3-Jahres Sharpe Ratio Entwicklung von BTOP50, SG Trend und CS

Managed Futures HF Index. Zusätzlich zeigen wir die durchschnittliche Sharpe Ratio des BTOP50 für die letzten drei Dekaden sowie die 2020er (bisher).

In den zwei Dekaden vor dem CTA-Winter waren die Sharpe Ratios im Durchschnitt deutlich höher: in den 90er Jahren konnten die erfassten CTAs mit den Aktien mithalten (+146% ggü. +150% in USD, bei einer Korrelation von rund 0) und in den 2000er Jahren, als Aktien über 10 Jahre gerade mal seitwärts notierten (MSCI TR -2%), resultierte eine Rendite von 85% (BTOP50) bzw. 120% (SG Trend). Wie wir im Timeout 100 vertiefter beschrieben haben, ist das divergente Renditeprofil der Trendfolgestrategie psychologisch schwieriger auszuhalten als lineare oder konkave Profile. Jedoch dürfte die Geduld in einem generell stärkeren Renditeumfeld für Trendfolger wie in den 90ern, 2000ern und auch bisher in den 2020ern unter den Anlegern deutlich höher sein, insbesondere wenn die traditionellen Anlagen keinen Zentralbanken-Rückenwind (oder eben Put) mehr geniessen und die Basisdiversifikation versagt.

Aber die Mean Reversion ist doch offensichtlich!

Das Renditeverhalten über die letzten 20 bis 30 Jahre lässt vermuten, dass die Momentum Strategie Trend eine Tendenz zur Mean-Reversion aufweist, d.h. dass auf gute Phasen jeweils schlechte Phasen folgen und umgekehrt. Eine anti-zyklische Timing-Strategie erscheint aus diesem Blickwinkel attraktiv, obwohl die CTA-Manager dies nicht empfehlen.

Die Grundphilosophie von Trend geht bereits auf das frühe 19. Jahrhundert zurück. David Ricardo war nicht nur einer der bekanntesten Ökonomen zu dieser Zeit, sondern verdiente sich als überzeugter Trendfolger ein schönes Vermögen. Von ihm stammte das Zitat «Cut short your losses, let your winners run on», also genau das, was Trendfolger im Prinzip machen und was im Gegensatz zur menschlichen Psychologie steht, wo Gewinne (zu) schnell ins Trockene gebracht werden, während man an Verlusten in der Hoffnung auf Erholung (zu) lange festhält. Mit Ricardo's Tipp entsteht das gesuchte rechtsschiefe Renditeprofil, bei dem wenige grosse Gewinne zahlreichen kleinen Verlusten gegenüberstehen. Dieses Profil gilt vor allem für monatliche oder vierteljährliche Renditen und weniger für tägliche. In einer starken Trendphase bauen Trendfolger aufgrund von stärkeren Signalen i.d.R. grössere Positionen auf (Stichwort Konvexität), wodurch sie bei abrupten Trendbrüchen anfälliger sind für grössere Verluste.

Grössere «Reversal-Verluste» entstehen also häufig nach Phasen von stärkeren Trends und lassen sich nicht vermeiden, auch wenn Heerscharen von PhDs, welche die CTAs beschäftigen, bestrebt sind, diese Reversals systematisch frühzeitig zu antizipieren und dadurch Verluste einzugrenzen. Trends haben keine festgelegte Laufzeit und als zusätzliche Herausforderung treten die profitabelsten Trendphasen oft erst sehr spät auf. Deshalb macht in Krisenszenarien ein hohes Exposure zu CTAs aus Diversifikationsicht noch mehr Sinn, weil man genau dann als Investor stark auf Gewinne von Trendfolgern angewiesen ist.

Auch nach der starken Phase bis Ende Q3 2022 beobachteten wir ein solches Muster. Der Drawdown von Q4 2022 und Q1 2023 war mit -13% (SG Trend Index in USD) beachtlich und die Tagesverluste am 10. November bzw. 9. und 10. März 2022 gehörten zu den grössten seit Langem. Anleger, die im Verlauf von Q3 und Q4 2022 mittels Umschichtungen Gewinne mitnahmen, können sich auf die Schulter klopfen. Auf der anderen Seite boten CTAs per Ende Q3 2022 mit der Positionierung maximale Diversifikation ggü. einem 60/40 Portfolio und waren mit Short Positionen in Aktien und Anleihen für eine anhaltende Stagflation ausgerichtet. Wäre die Inflation in den USA für den Monat Oktober höher als erwartet ausgefallen, hätte sich wohl ein gänzlich anderes Bild gezeichnet.

Die Timing-Frage sollte somit immer im spezifischen Kunden-Portfoliokontext gestellt und beantwortet werden. Mit Rebalancings (z.B. von CTAs in Aktien) wird Schwäche (Aktien) gekauft und Stärke (CTAs) verkauft, d.h. der mögliche Aktienmarktverlust erhöht sich ggü. einer Buy-and-Hold-Strategie falls die Krise anhält. Cam Harvey – als Advisor von Man AHL nicht ganz neutral – argumentierte (Juni 2020, Strategic Rebalancing), dass Rebalancings die negative Konvexität erhöhen und CTAs mit ihrer positiven Konvexität gezielt dagegenwirken. Wir interpretieren dies so, dass Rebalancings mit Bedacht umgesetzt werden sollen, insbesondere wenn die Allokation im Gesamtportfolio verhältnismässig klein ausfällt.

Strategische CTA-Allokation mit Rebalancing

Die Geschichte lehrt uns, dass das prospektive Timing von CTAs äusserst schwierig, wenn nicht sogar unmöglich ist. Trends treten häufig dann auf, wenn man sie nicht erwartet und dauern länger als sie für möglich gehalten werden (die profitabelsten Trends sind jene, welche gegen den Konsensus gehen). Die hervorragenden Diversifikationseigenschaften von

CTAs sprechen daher grundsätzlich für langfristige, strategische Allokationen zu Trendfolge-CTAs.

Wegen des beobachteten Mean-Reversion-Musters können Gewinnmitnahmen bzw. Aufstockungen aber durchaus Sinn machen. Bei Gewinnmitnahmen profitiert man mit der verbleibenden Exponierung weiterhin von einem potenziell anhaltenden guten Trendumfeld und bringt zugleich ein paar Schäfchen ins Trockene. In einer Schwächephase war das Verlustrisiko zumindest historisch limitiert und zog sich wie erwartet über einen längeren Zeitraum hinweg (maximaler Verlust von -16% (BTOP50) bzw. -20% (SG Trend) in der Periode April 2015 bis Januar 2019).

Fazit

CTAs haben über die letzten Dekaden gezeigt, dass sie dank ihrer Anpassungsfähigkeit und ihrem Risikomanagement in der Lage sind, attraktive und unkorrelierte Renditen in unterschiedlichsten Regimes zu generieren und dadurch ein traditionelles Portfolio hervorragend zu ergänzen. Aktives Timing erscheint schwierig, weshalb wir im Grundsatz strategische, gut-diversifizierte Trend-Allokationen ans Herz legen. Gleichzeitig ergibt eine Mean-Reversion in den Renditen intuitiv Sinn, da Trends kommen und gehen und der Übergang selten flussend ist. Aus diesem Blickwinkel bietet sich eine Rebalancing-Strategie innerhalb von bestimmten Strategiebroadbreiten und rund um eine fixe strategische Quote durchaus an, beispielsweise wenn die Allokation nach einem guten Lauf eine obere Limite erreicht und auf die Zielgewichtung zurückgestellt wird. Das Gleiche gilt für den umgekehrten Fall, wobei die CTAs in einem starken Aktienmarktumfeld auch Long Aktienmarkt-Exposure halten werden und dadurch im Krisenfall nicht sofort Hilfe bieten (natürlich hängt das auch von der Positionierung in den anderen Anlageklassen ab). Dies ist übrigens ein Hauptgrund, wieso wir das CTA-Exposure in unseren Portfolios oft gezielt mit Long Volatilität und Tail Hedge-Strategien ergänzen.

Natürlich wissen wir nicht, wie sich das Trendumfeld entwickeln wird. Die Ausgangslage ist aber nach 10 mageren Jahren nicht minder vielversprechend als zuvor und damit attraktiv. Eine erwartete Sharpe Ratio von 0.3 (d.h. der Durchschnitt über die letzten 20 Jahre) und hohe Geldmarktzinsen (CTAs sitzen i.d.R. auf rund 80% Cash) führen zu erwarteten Renditen von ca. 7% bis 10% in USD für ein CTA-Portfolio mit einer 10% Volatilität. Chapeau für einen unkorrelierten Baustein mit idealen Kriseneigenschaften.