

SIGLO Timeout Nr. 122 – Wie schief soll es sein?

Inhalt

Grundsätzlich diversifizieren Strategien und Fonds mit rechtsschiefen Renditeprofilen institutionelle Portfolios ausgezeichnet. Dies weil der Grossteil der traditionellen Portfolios vor allem aus Anlagen mit linkschiefen Renditeprofilen besteht (Aktien, Kredit, Immobilien). Klingt simpel, wird von Anbietern alternativer Anlagen oft versprochen, ist aber in der Praxis trotzdem schwer umzusetzen. Ein interessantes und einfaches quantitatives Mass, das sich zur Einordnung und Beurteilung von Kandidaten bzgl. ihres Diversifikationspotenzials anbietet, ist die Schiefe ihrer historischer Renditeverteilung. Ein Blick darauf lohnt sich, wie wir nun im Timeout erörtern.

Praktische Ausgangslage

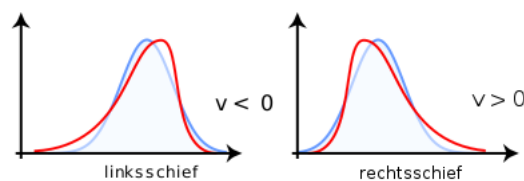
In einfachen und populären akademischen Theorien sind die Renditen von Anlagen stets normalverteilt. Das bietet viele Vorteile in der Modellierung ihrer Eigenschaften, in der Messung von Risiken und in der Optimierung von Portfolios. In der finanzmarkttechnischen Praxis sind die Annahmen leider nicht erfüllt. Deshalb interessieren wir uns bei SIGLO für Masse und statistische Verfahren, welche uns helfen, die Komplexität der Praxis bei der Beurteilung von Strategien und Fonds besser und adäquater einzuschätzen. Schiefe ist ein gutes Beispiel dafür, weshalb dieses Timeout unsere Überlegungen dazu erläutert.

Statistische Grundlagen

Um Anlagerenditen zu analysieren, drängen sich verschiedene statistische Masse auf. Die bekanntesten und populärsten werden als die ersten beiden Momente bezeichnet und berechnen den Mittelwert und die Standardabweichungen (Volatilität) von Renditen. Sie enthalten zwar wertvolle Informationen und reichen für normalverteilte Renditeanalysen aus, aber sie sind nicht darauf ausgerichtet, weitere relevante Informationen für Renditeverteilungen in der Praxis zu erfassen.

So wird erst mit der Schiefe (englisch Skew) dem sogenannten 3. statistischen Moment, ersichtlich, ob einzelne Renditen (täglich oder monatlich) symmetrisch um ihren Mittelwert streuen oder asymmetrisch (eben schief). Für die Beurteilung von Rendite-Risiko-Profilen und Diversifikationspotenzialen von Fonds oder Handelsstrategien liefert die Schiefe zusätzliche und aussagekräftige Hinweise, weshalb wir sie intern im Gespräch und auch beim Austausch mit Kunden berücksichtigen.

Auf Wikipedia finden wir folgende Abbildung, welche die Schiefe einer Verteilung einfach und sehr anschaulich skizziert.



Links eine linkschiefe Verteilung, welche sich dadurch auszeichnet, dass die Mehrheit ihrer Beobachtungen (Renditen) über dem Mittelwert einer symmetrischen Verteilung liegt, aber das linke Ende (der sogenannte Left Tail) grösser ausfällt. In der Praxis entspricht dies den meisten risikobehafteten Anlagen, die oft positive Renditen abwerfen, aber in gewissen Fällen z.B. in Krisen heftige Verluste erleiden. Wir kennen dieses Profil von unseren Aktien oder Kreditanlagen und haben in den letzten Dekaden genügend Beispiele für Erholungen und lange ruhige Erfolgsphasen gefolgt von kurzen, intensiven Krisen erlebt. Die Werte für linksschiefe Verteilungen sind stets negativ.

Rechts in der Abbildung sehen wir hingegen eine rechtsschiefe Verteilung, die sich durch häufige eher schwache Beobachtungen aber mit einem dicken rechten Ende auszeichnet. Solche Anlagen erzielen in der Mehrzahl aller Monate nur bescheidene Renditen, aber rentieren in bestimmten Phasen (am besten in Aktienkrisen) ausserordentlich gut. Zudem sehen wir, dass die Verlustrisiken beim linken Ende der rechtsschiefen Verteilung tiefer sind als bei normalverteilten Renditen. Heftige Verluste sind also weniger wahrscheinlich, als bei linksschiefen Renditeprofilen. Rechtsschiefe Verteilungen haben positive Werte.

Rechtsschiefe Profile in Portfolios

Grundsätzlich gilt, dass Strategien und Anlagefonds mit zuverlässigen rechtsschiefen Renditeprofilen traditionelle Anlageportfolios von institutionellen Investoren ausgezeichnet diversifizieren. Natürlich hat die Geschichte aber auch zwei Haken. Einer liegt darin, dass rechtsschiefe Renditeprofile interessant sind, wenn sie auch langfristig positive Renditen versprechen können. Das erschwert die Suche und Selektion von Anlagen, weil nicht alle Produkte und Strategien dieser Anforderung gerecht werden. Beispielsweise erfüllen klassische Tailhedges das Kriterium nicht.

Praktische Herausforderungen

Die offensichtlichen praktischen Fragen bei der Evaluation von Schiefe in Renditeprofilen sind in unseren Augen folgende: Erstens, gibt es überhaupt investierbare Strategien und Anlageklassen, die zuverlässig rechtsschiefe Profile mit positiver Rendite erwarten lassen? Die Antwort lautet ja. Sie sind aber selten. Die Mehrzahl aller traditionellen und alternativen Anlageklassen wiesen in der Vergangenheit linksschiefe Verteilungen auf (Daten dazu folgen). Darin liegt für uns ein Grund für die hohen Verluste in heftigen Krisen wie z.B. 2008 oder März 2020 und die resultierenden Enttäuschungen bei Anlegern. Die gesuchte Diversifikation tritt nämlich bei linksschiefen Profilen im dümmsten Moment gar nicht ein.

Zweitens: Wo findet man die entsprechenden Produkte? Am häufigsten sehen wir sie in den liquiden alternativen Anlagen, z.B. bei den CTAs und bei divergenten Macro-Strategien. Dummerweise haben die Produkte aber kein bindendes Merkmal auf ihren Factsheets und die Manager auch keine Verpflichtung, das gewünschte rechtsschiefe Profil einzuhalten. Die systematische Natur der CTAs bietet in unseren Augen eine höhere Zuverlässigkeit, weil Rechtsschiefe durch die Trendmodelle wahrscheinlicher wird (jedenfalls solange ein Manager nicht am Modell rumschraubt). Bei diskretionären Macro-Strategien hängt ihre Rechtsschiefe hingegen stärker vom Risikomanagement des Managers und seinem Bauchgefühl ab. Solange er es schafft, seine Verluste zu begrenzen und gleichzeitig seine Gewinne laufen zu lassen, entsteht ein rechtsschiefes Profil. Aber die praktische

Umsetzung ist in unseren Augen wirklich schwierig. Deshalb ist auch die Selektion von divergenten Macro-Fonds so anspruchsvoll. Vor dem Hintergrund sind Systematic Macro Strategien grundsätzlich interessant, weil sie den diskretionären Teil klassischer Macro-Strategien bewusst entschärfen. Nur klappte es in letzter Zeit nicht mit positiven Renditen.

Drittens: Wieso werden Strategien und Fonds mit rechtsschiefen Profilen nicht stärker gewichtet, wenn sie vorteilhafte Eigenschaften haben? Die Rechtsschiefe kommt leider mit einem zweiten Haken, der sich in der Praxis häufig als sehr hohe Anlagehürde erweist. Divergente Strategien wie CTAs und Macro-Fonds haben die lästige Eigenschaft, dass sie über längere Zeiträume bescheidene bis negative Renditen erzielen. Das erfordert von Kunden und Gremien Vertrauen und Geduld. Beides ist verständlicherweise schwer aufzubringen, wenn man oft mit Aktienindizes und Konkurrenten verglichen wird und sich von politischer und kontrollierender Seite den Vorwurf gefallen lassen muss, man liefere ja gar keine optimale oder effiziente Rendite (als ob man diese ex ante versprechen könnte).

Vorteilhafte Diversifikationseffekte

Da der Grossteil traditioneller Portfolios vor allem aus Anlagen mit linkschiefen Renditeprofilen bestehen (Aktien, Kredit, Immobilien) macht die Beimischung divergenter Fonds und Strategien mit rechtsschiefer Renditeprofil aus Diversifikationsgründen viel Sinn. Statistische Werte zur Schiefe von Renditeprofilen liefern also eine gute Basis, um das Diversifikationspotenzial von Strategien und Fondskandidaten im CTA und Macro-Bereich einzuschätzen. Es geht über den Gehalt einer Korrelationsanalyse hinaus, weil Korrelation keine Auskunft über die Form einer Verteilung gibt und daher nicht erkennen kann, ob bei historischen Anlagerenditen ein fetter linker Tail oder nur ein harmloser rechter Tail steht.

Der vergleichsweise geringe Aufwand zur Berechnung der Schiefe basierend auf (meist monatlichen) Renditen, spricht für Einsätze der Schiefe als Risikomass. In Excel ist Skew als Funktion vorprogrammiert, weshalb man beliebige Renditezeitreihen von Strategien und einzelnen Hedge Funds in Sekunden auf die Schiefe untersuchen und einordnen kann.

Rechtsschief und divergent

In früheren SIGLO Timeouts wie z.B. Nr. 90, 100, 111 oder 116 haben wir bereits vertieft über die Diversifikationsvorteile divergenter Strategien diskutiert, weshalb wir es nicht repetieren. Wir halten nur fest, dass Produkte und Anlagen mit rechtsschiefen Verteilungen ein realistisches und hohes Potenzial haben, in Aktienkrisen positive Renditen zu erzielen, was sie im Gesamtportfoliokontext wertvoll macht. Nicht nur zur Absicherung, sondern auch als Quelle für Liquidität, um zeitnah zu rebalancieren, wie im Timeout 116 erläutert.

Praktische Orientierungshilfen

Wir listen nun grobe Werte für die Schiefe verschiedener Anlageklassen, Strategien und Indizes über längere historische Fristen auf, um praktische Orientierungshilfen zu geben. Aktien nach MSCI World in USD oder SMI in CHF weisen langfristig eine Schiefe von rund -0.5 auf, was ihr linksschiefes Profil mit vielen positiven Monaten und seltenen aber hohen Verlusten skizziert. Indizes für Staats- und IG-Anleihen schwanken je nach Datenquelle um Null, tendieren in den letzten Jahren aber zu leichter Linksschiefe. Diversifizierte HF-Indizes und Equity-Long-Short-Sub-Indizes sind seit zwei Dekaden linksschiefer als die Aktien. Indizes für CTAs- und Trend (SocGen oder EurekaHedge) weisen hingegen positive Werte um 0.2 bis 0.6 auf. Auch Macro Indizes liefern positive Schiefe, allerdings mit einer hohen Streuung unter einzelnen Fonds und mit einer höheren zeitlichen Variabilität, was sie weniger zuverlässig macht und nach sehr bewussten Selektionen von Fonds verlangt.

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

Nicht der heilige Gral...

Selbstverständlich ersetzen Berechnungen der Schiefe von historischen Renditen keine sorgfältige Analyse einer Strategie oder eines Produkts. Ob eine Strategie oder ein Fonds fundamental diversifizierend zu Aktien wirkt, kann nicht bloss an der Schiefe abgelesen werden, sondern bedarf in unserer Erfahrung einer Due Diligence mit diversen qualitativen Abklärungen. Zudem eignet sich Schiefe nur für liquide Anlagen mit täglichen/monatlichen Renditedaten. Damit entfällt der Einsatz für die meisten Privatmarktanlagen, obwohl man gerade bei diesen die Diversifikationseffekte besonders kritisch beurteilen sollte.

...aber eine sinnvolle Ergänzung

Im Rahmen grundsätzlicher Diskussionen zur Beimischung von diversifizierenden Anlagestrategien und Fonds lohnt sich ein Blick auf die Schiefe in jedem Fall. Hilfreich sind Daten zur Schiefe bei der Ordnung, Selektion und Überwachung von Hedge Funds, die ihrem Label nach für Portfoliodiversifikation dienen. Neben CTAs und Macro wird dies oft auch bei marktneutralen Ansätzen, Relative Value und Multistrategy Produkten unterstellt. Ihre Renditeprofile sind aber nicht so einfach zu durchschauen, weshalb sich Analysen ihrer Schiefe lohnen. Weiter drängt sich ein Blick auf die Schiefe von FoHFs oder Drawdown Management Portfolios (DMP) auf. Nur wenn deren Profile zuverlässig rechtsschief sind, bestehen gute Chancen auf konvexe Payoffs, die in Krisen attraktive Renditen liefern. Sind sie es nicht, erfüllen die Produkte den geforderten Diversifikationsanspruch wohl nicht.

