

Diversifikation in allen Szenarien

Das Jahr 2022 erinnerte uns schmerzvoll daran, dass es schwieriger ist als es klingt, ein Portfolio effektiv zu diversifizieren. Dabei zeigen uns sowohl Theorie als auch Empirie seit fünf Jahrzehnten, dass Trendfolge-Strategien in denjenigen ökonomischen Szenarien gut funktionieren, in denen die meisten anderen scheitern. Das macht sie für uns zu idealen Diversifikatoren.

Ausgangslage

Die Anlagerisiken in einem Portfolio breit zu streuen, ist unter institutionellen Anlegern in der Schweiz bekannt und etabliert. Nicht nur um die gesetzlichen Vorgaben zu erfüllen, sondern auch um die individuell gesetzte Zielrendite möglichst risikoarm zu erreichen und damit den primären Anlagezweck einer PK zu erfüllen.

Das Jahr 2022 führte uns anschaulich vor Augen, wie schwierig es in der Praxis sein kann, gut zu diversifizieren. Inflation und steigende Zinsen wirkten sich auf fast alle Anlageklassen und Instrumente aus, wenn auch unterschiedlicher ausgeprägt und heftig. Daher überraschen uns auch die vielen Kommentare von Marktteilnehmern nicht, wonach es für institutionelle Anleger letztes Jahr eigentlich kein Entrinnen gab. Es wird argumentiert, dass ein steigender Diskontsatz für sämtliche Anlagen immer zu tieferen Bewertungen führe, weshalb hohe Verluste auf Aktien und Anleihen für Anleger unausweichlich gewesen seien. Die reine Mathematik hinter obiger These ist zweifellos korrekt. Aber die zugrundeliegende Annahme, wonach jede Anlageklasse und -Strategie zwingend nur mit der Discounted-Cashflow-Methode zu bewerten sei, und deshalb zwingend hohe Verluste durch steigende Zinsen erlitt, trifft nicht zu. Im Timeout stellen wir mit der sogenannten «Trendfolge» eine alte aber am Markt etablierte Strategie vor, die sich dadurch auszeichnet, dass ihr Erfolg nicht mit einem DCF-Modell erfassbar ist, weshalb sie erstklassige Diversifikationseigenschaften bietet. Wir haben in früheren Timeouts (Nr. 22, 81, 100, 111 oder 142) bereits auf die Vorteile von Trendfolge-Strategien, dem Hauptbaustein in unseren Drawdown Management Lösungen, hingewiesen, aber tun dies aus aktuellem Anlass erneut. Wir verzichten allerdings hier auf eine Einführung in die Strategie und verweisen auf unsere entsprechenden Timeouts.

Zuerst etwas Theorie auf dieser Seite, weil es für uns echt bemerkenswert ist, wie ideal Trendfolge-Strategien zur Portfoliodiversifikation beitragen und wie unumstritten ihre Leistungen von zahlreichen Akademikern gewürdigt werden. Anschliessend relevante praktische Gedanken dazu auf den nächsten Seiten.

Eine wunderbare, aber fast vergessene Idee

Im Timeout fehlt der Platz, um die Verdienste der beiden Nobelpreisträger Kenneth Arrow und Gerard Debreu aufzulisten. Fest steht aber, dass sie mit der Definition von Arrow-Debreu-Securities (SPS) im Rahmen ihres generellen Modells im Jahr 1954 eine wunderbare, aber heute leider fast vergessene Idee vorstellten (vgl. auch Timeouts Nr. 13, 15, 114 oder 137). Eine Arrow-Debreu-Anlage ist vereinfacht gesagt, eine Anlage, die in nur einem bestimmten ökonomischen Szenario eine positive Rendite erzielt und in dem alle anderen Anlagen nicht rentieren. In allen anderen Szenarien rentiert die Anlage mit Null. Sie hat also einen positiven Wert und eignet sich gut für die Beimischung in einem Portfolio, weil sie per Definition genau dann funktioniert, wenn alle anderen Anlagen im Portfolio versagen. Wer ein diversifiziertes Portfolio bilden möchte, sollte also gemäss AB-Theorie verschiedene Arrow-Debreu-Securities kombinieren.

Natürlich ist diese Idee sehr theoretisch, weil kaum eine Anlageklasse ein solches Auszahlungsprofil aufweist. Fast alle Anlageklassen gewinnen und verlieren in unterschiedlichen ökonomischen Szenarien. Aber die Idee von Arrow und Debreu überzeugt uns trotzdem, weil es sich in der Praxis lohnt zu überlegen, welche Anlagen in welchen Szenarien positive Renditen aufweisen und in welchen nicht. Vor diesem Hintergrund dürfte es nicht überraschen, dass Aktien, Anleihen und Immobilien in 2022 gleichzeitig unter Druck gerieten, weil für alle diese Anlagen ein Szenario mit stark und rasch ansteigenden Zinsen eine offensichtliche Herausforderung darstellt. Wieso das in vielen ALM-Studien vergessen ging, bleibt an dieser Stelle noch offen.

Eine simple aber erstaunlich taugliche Idee

Wer die ersten Trendfolge-Strategien entwickelte und umsetzte, wissen wir nicht. Es geschah aber irgendwann Ende der 1960er. Mathematisch begabte Investoren beobachteten, dass Marktpreise von Wertpapieren über die Zeit mit einer gewissen sich wiederholenden Systematik schwankten. Sie entdeckten Trends in den Marktpreisen bzw. den Zeitreihen von Preisen auf zahlreichen Märkten und merkten, dass sich Geld verdienen lässt, wenn man auf die Fortsetzung dieser Trends setzt. Ihre Beobachtung steht zwar nicht im Einklang mit der Effizienz-Markt-Hypothese (EMH) und darauf basierenden Theorien, aber funktioniert seit Jahrzehnten gut und etablierte sich in den 90ern akademisch als Momentum.

In diesem Zusammenhang verweisen wir auf das höchst interessante und sehr leicht verständliche Interview der Professoren Eugene Fama und Richard Thaler, wo sie über die EMH und deren praktische Implikationen sowie über Behavioral Finance sprechen. Für uns sind das die

besten 42 Minuten, die man als Investor (auch als Laie) investieren kann, um die ungelöste Debatte über aktive und passive Anlagestrategien zu verstehen und für sich persönlich eine Konklusion zu finden, die sich gut anfühlt. (<https://www.chicagobooth.edu/review/are-markets-efficient>). Interessant ist darin die Bemerkung von Fama, wonach ihn insbesondere die Existenz der Momentum-Anomalie nachts wachhält. Er führt aus, dass es nach seiner These keine abschöpfbaren Trends an effizienten Märkten geben sollte, aber die Empirie der letzten Jahrzehnte eindeutig deren Existenz und Renditepotenzial beweise. Wow! Der Erfinder der EMH betont weiter, er habe bewusst nur eine These aufgestellt, die sich zwar als Startpunkt für Diskussionen eigne, aber nicht alle Fragen kläre. Wir wünschten, dass die EMH-Jünger die Bescheidenheit und Weitsicht ihres Propheten teilten.

Der beste praktische Test seit Jahrzehnten

Das Jahr 2022 bot den besten Realitätstest seit Jahrzehnten, um die Ideen von Arrow, Debreu und Fama sowie die praktischen Umsetzungen von Trendfolgern zu prüfen. Wir erlebten erstmals seit Generationen, wie sich Inflation anfühlt und welche Wirkungen rasche, heftige Zinserhöhungen entfalten. Ein aussergewöhnliches und rares, aber kein völlig überraschendes Szenario. Wie eingangs erwähnt, wirkten sich steigende Zinsen auf Anlagen negativ aus, deren Bewertung auf klassischen DCF-Analysen basiert (wenn auch unterschiedlich stark, sprich weniger deutlich heftig auf variabel verzinsten Anlagen als auf solchen mit sehr langer Duration).

Trendfolgestrategien gemessen an Indizes rentieren im Jahr 2022 hervorragend. Der SG CTA Index legte um 20% zu, der SG Trend um 27% und der CS Managed Futures Index um 19%. Sie erfüllten damit die gesuchten Anforderungen ideal. Sie lieferten in einem Szenario, das für die meisten anderen Anlagen schwierig war, stark positive Renditen. Genau das, was eine Arrow-Debreu-Security auszeichnet und interessant macht. Lesern mit etwas mehr Erfahrung dürfte an der Stelle sofort die Finanzkrise im Jahr 2008 in den Sinn kommen. Ja, auch damals waren die Trendfolger äusserst erfolgreich und auch damals funktionierten sie genau dann, wenn es die Investoren von einer Arrow-Debreu-Securitys fordern.

Eintagsfliege oder zuverlässiger Baustein?

Der Erfolg von Trendfolge-Strategien hängt wie gesagt nicht vom Diskontsatz in einer DCF-Analyse ab, sondern davon, ob sich Marktpreis-Trends in den verschiedenen Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffe) und den zahlreichen Sub-Märkten bilden, frühzeitig aufspüren und nach Kosten rentabel abschöpfen lassen. Der Diversifikationseffekt manifestiert sich also nicht nur in den über die Zeit zuverlässig unkorrelierten

Renditen von Trendfolgestrategien, sondern auch im eingesetzten Anlageprozess. Für uns ist das zentral, weil der erwünschte Diversifikationseffekt von Trendfolge-Strategien mit fast allen traditionellen Anlagen nicht zufällig ist, sondern kausal erklär- und damit replizierbar.

CTAs halten auch der Prüfung durch die heute nach wie vor etablierte Modern Portfolio Theorie stand, die von Harry Markowitz im Jahr 1952 ins Leben gerufen wurde. In einer simplen Efficient-Frontier-Analyse mit Daten seit Januar 2000 verbesserte die Beimischung von CTAs zu einem Portfolio mit Aktien und Staatsanleihen die Risiko-Rendite-Eigenschaften spürbar: die Efficient Frontier verschiebt sich nach oben, d.h. es liess sich eine höhere annualisierte Rendite mit dem gleichen Risiko erzielen oder aber die gleiche Rendite mit tieferem Risiko. Dies wohlgermerkt in einer Zeitperiode, wo die Korrelation von Aktien mit Anleihen mehrheitlich negativ war (im Schnitt -0.23). In Zeitperioden mit positiven Aktien-Anleihen-Korrelationen wie in den 70ern, 80ern, 90ern und jüngst im Jahr 2022, fällt der Diversifikationseffekt von CTAs sogar noch ausgeprägter aus.

Abbildung 1: Efficient Frontier mit und ohne CTAs



Positive Korrelationen von Aktien mit Anleihen bedeuten, dass sich bei konstanter Renditeerwartung das dafür benötigte Risiko erhöht. Die Efficient Frontier verschiebt sich ceteris paribus nach rechts. Inflation wirkt sich also nicht nur via Diskontsatz negativ auf die Anlagen aus, sondern auch auf die Robustheit von Anlageportfolios. Der Manager AQR hat kürzlich berechnet, dass sich die 60/40-Portfoliovolatilität um rund 20% erhöht, wenn die Korrelation von -0.5 auf +0.5 steigt und die drohenden Maximalverluste um 30% höher ausfallen.

Die Grafik zeigt weiter, dass CTAs mit einer Volatilität von fast 14% annualisiert ab 2000 ordentliche Risiken aufweisen. Aufgrund ihres divergenten, d.h. rechts-schiefen Renditeprofils (v.a. auf Quartalsbasis) fielen die

maximalen Verluste aber nur etwa halb so hoch aus wie bei Aktien. Und vor allem nicht im gleichen Zeitpunkt. Die Volatilität macht das Risiko von CTAs also gut sichtbar bzw. kalkulierbar und dadurch die Resultate in einer Portfoliooptimierung robuster. Dies unterscheidet CTAs signifikant von anderen alternativen Anlagen, bei denen keine Marktpreise vorliegen und damit das effektive Anlagerisiko evtl. erst am Tag der Abrechnung sichtbar wird. Die vermeintlich gute Diversifikation entpuppt sich dann als Trugschluss. Die Korrelation von CTAs zu Aktien ist allerdings dynamisch und kann phasenweise stark positiv oder negativ ausfallen. Mittel- bis längerfristig ist sie aber unkorreliert, weshalb CTAs wertvolle strukturelle Diversifikation in einem klassischen Portfolio bieten.

Natürlich gibt es keine Garantie, dass die Trendfolge-Strategien auch in Zukunft so gut funktionieren. Ebenso wenig wie es solche Garantien für andere Anlagen gibt. Wer Garantien möchte, soll bekanntlich Toaster kaufen und keine Wertpapiere. Es spricht aber in unseren Augen sehr viel für den zukünftigen Erfolg von Trendfolgern, vor allem wenn wir an die Erkenntnisse aus der Psychologie und der Behavioral Finance denken. Wir listen die Kernargumente hier nur kurz auf, weil sonst der Timeout-Rahmen gesprengt wird.

Behavioral Finance und menschliche Züge

Ein Ansatz zur Erklärung von Trends liegt darin, dass die Marktteilnehmer entgegen populären Modellannahmen nicht alle Informationen in nullkommaplötzlich korrekt auswerten können und sofort in sämtliche Marktpreise einfließen lassen. Es braucht eine gewisse Zeit, bis die Marktteilnehmer überhaupt eine Meinung bilden, ihre Anlageentscheide fällen und in der Praxis umsetzen. Weiter braucht es Mut, weil eine Wette niemals «sicher» ist. Einmal mehr drängt sich ein Verweis auf das Paper «Limits of Arbitrage» von Andrei Shleifer und Robert Vishny auf. Zudem ist die Interpretation neuer Infos und deren Einfluss auf Preise von Anlagen ex ante nicht so sonnenklar wie ex post (Darauf weist auch Fama im erwähnten Interview hin). Es braucht Zeit, Information gut einzuschätzen, womit sich dann Trends formieren. Hinzu kommt der Self-Confirmation-Bias, d.h. die menschliche Tendenz, nur Information zu konsumieren, die unseren Standpunkt und unsere Thesen bestätigen, was Trends häufig verstärkt. «Siehst du, der Markt macht, was ich gesagt habe. Darum lege ich noch eine Schippe drauf.»

Aus evolutionärer Sicht erscheint es zudem relativ unwahrscheinlich, dass die nächste Generation unserer Spezies um Längen rationaler und intelligenter ist als die alte. Zu langsam entwickeln sich unsere angeborenen Denkmuster, die Daniel Kahneman treffend beschreibt. Angst und Gier dürften auch weiterhin die Finanzwelt

dominieren, selbst wenn uns technische Fortschritte heute wesentlich bessere Hilfestellungen bieten. Man bedenke hierbei auch, dass Finanzwissenschaften nicht zu den exakten zählen, sondern zu den sozialen.

Verhaltensbasierte Erklärungsversuche überzeugen gewisse Anleger weniger als DCF-Bewertungsmodelle und besonders in schwierigen Trendphasen kommen dort dann rasch Zweifel auf. Zudem fehlen den Trendfolgern die «geilen» Stories wie sie einige Macro Manager zu erzählen pflegen, da ihre Positionierung ohne jegliche Annahmen und Prognosen rein aufgrund von Preistrends erfolgen. Wir sehen darin aber vielmehr eine Stärke, weil fundamentale Prognosen mit mehr hoher Unsicherheit verbunden sind als die regelbasierten Trendstrategien. Trendfolge bietet auch aus dieser Perspektive ein gutes Diversifikationspotenzial zu Strategien, die auf Vorhersagen (und Bewertungsmodelle) fussen. Kontraintuitiv aber empirisch validiert, stellen wir fest, dass Trendfolge besonders gut funktioniert, wenn die Positionierungen zuerst gegen das vorherrschende Narrativ im Markt laufen, aber sich das Narrativ bzw. der Marktkonsensus dann stetig stärker der CTA-Positionierung annähert, bis sie im Einklang stehen. Trendfolge hinkt dem Narrativ also nicht hinterher, sondern geht ihm i.d.R. gar voraus. So waren CTAs z.B. bereits seit Q1 2021 für ansteigende Zinsen positioniert. Anlegerlegende George Soros' Theorie der Reflexivität geht noch weiter und besagt, dass Preistrends nicht nur das Narrativ bestimmen, sondern auch Fundamentaldaten beeinflussen können.

Pragmatischer betrachtet, existieren Trends genau so, wie auch makroökonomische Boom-Bust-Zyklen, divergierende Volkswirtschaften und Zentralbankaktionen, Angebot- und Nachfrage-Ungleichgewichte existieren. Relevanter als das «warum?» erscheint uns das «wie?»: Mit Trendfolge kauft man keine Positionierung, sondern einen bewährten Prozess (d.h. eine Handelsstrategie), um von den Trends systematisch profitieren zu können.

Fazit

Ein Portfolio sinnvoll zu diversifizieren, ist schwieriger als es klingt. Anlagen, die in Situationen und Szenarien gut funktionieren und rentieren, in denen andere Anlagen scheitern, bieten einen hohen Diversifikationsbeitrag in allen Arten von traditionellen Portfolios. In den letzten 50 Jahren funktionierten Trendfolgestrategien fast immer, wenn Aktien Mühe hatten. Selbst der Vater der EMH, Eugene Fama, anerkennt diese Empirie und macht sich Gedanken dazu. In 2022 bewiesen Trendfolger erneut, dass sie auch die Leistung abliefern, wenn traditionelle, Diskontsatz-abhängige Anlagen an Wert verlieren und die Basisdiversifikation scheitert. Ist Ihr Portfolio für die neuen alten Herausforderungen bereits gut gerüstet?