

SIGLO Timeout Nr. 56

Calmar und MAR Ratios gepaart mit Erholungszeiten

Abstract

Die Idee, erwartete Erträge (Renditen) zu ihren möglichen Risiken ins Verhältnis zu setzen, ist uralt, bewährt und auch heute noch absolut sinnvoll. Spannender und aus Sicht von SIGLO offener ist die Frage, mit welcher Methode bzw. welcher Zahl ich dem Risiko Ausdruck verleihen möchte. Unsere Leser wissen aus zahlreichen früheren Timeouts, dass uns die klassische Antwort der Volatilität allein zu trivial, zu wenig aussagekräftig und zu wenig problem- bzw. praxisorientiert ist. Im Timeout stellen wir eine Ergänzung vor, die zwar seit Jahrzehnten bekannt ist aber nie die verdiente Aufmerksamkeit erhielt. Anschliessend kombinieren wir diese mit einem weiteren interessanten Mass, was uns eine neue und aus unserer Sicht äusserst praxistaugliche Perspektive auf das Risiko von Anlagen eröffnet.

Ursprung von Calmar und MAR

Wikipedia führt Calmar und MAR Ratios auf die Herren Young (1991) und Rose (1979) zurück. Calmar steht für **California Managed Account Reports** und das noch früher publizierte MAR für **Managed Account Reports**. Im Mittelpunkt steht in beiden Fällen das Verhältnis der bisher erzielten annualisierten Renditen zum höchsten je eingetretenen Verlust (Engl. Max Drawdown). Calmar macht dies jeweils nur rollend über die letzten 3 Jahre, MAR hingegen über die ganze Anlagehistorie. Logischerweise wünscht man sich möglichst hohe Calmar / MAR Ratios.

Wir sind ungeduldig und schmerzempfindlich

Ökonomie und Psychologie lehren uns, dass wir Menschen nicht sonderlich geduldig sind. Ertrag ernten wir lieber heute als morgen. Schwer tun wir uns auch damit, enttäuschte Erwartung oder Verluste über längere Perioden zu ertragen, insbesondere wenn der versprochene Ertrag mit Unsicherheit behaftet bleibt. Wie oft haben wir schon unser Portfolio betrachtet und gedacht; "Verdammt, ich kann diese Position und deren miserable Rendite einfach nicht mehr sehen. Ich verkaufe lieber mit Verlust als mich noch länger damit rumzuquälen." Oft nervt es auch, wenn wir auf keinen grünen Zweig kommen und die Geduld mit einer Anlage verlieren. Leider tritt diese Art Gefühl oft im dümmsten Moment auf.

Verluste schmerzen mehr als Gewinne freuen. Emotional wäre es daher angenehm, wenn sich Anlagen rasch von Rückschlägen erholen und wieder die Gewinnzone erreichten, damit wir uns nicht lange darüber ärgern. Wir mögen also nicht nur hohe Calmar / MAR Ratios, sondern auch rasche Erholungszeiten nach Verlusten. Wir wagen sogar die These, dass Anleger mit Volatilität leben können, solange sie darauf vertrauen, dass sich Verluste rasch erholen.

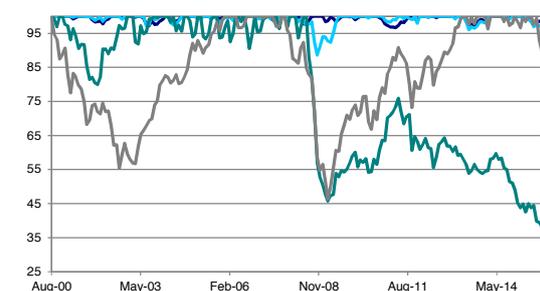
Kürzere historische Daten

Wenn wir über die Tautologie, wonach man mit jeder Anlage theoretisch 100% verlieren kann, hinwegsehen, fragt sich, mit welchen Verlusten man mit bestimmten Anlagen realistischerweise rechnen sollte und wie lange die Erholung auf sich warten lässt. Ein Blick in die uns vertraute kürzere Vergangenheit zeigt, wie hoch Maximalverluste vom Gipfel bis zur Talsohle für bekannte Anlageklassen bzw. populäre Indizes ab 2000 in USD ausfielen. Die Grafik zeigt oben die kumulierten Renditen und im unteren Teil die Drawdowns anhand sogenannter Underwater Curves. Diese zeigen nicht nur auf einen Blick wie tief man mit einer Indexanlage absinken kann, sondern auch wie lange es geht, bis man den Kopf wieder über der Wasseroberfläche hat, sprich oben aus der Grafik hinaus ragt. Die graue Kurve für Aktien Welt (MSCI World) tauchte bereits um mehr als 50% und brauchte

Cumulative performances



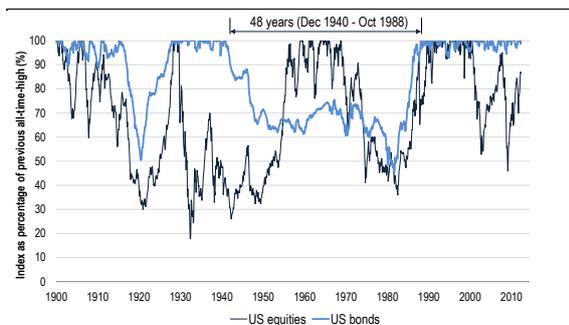
Underwater curve



jeweils mehr als 5 Jahre um sich zu erholen. Die blaue für globale Staatsanleihen (WGBI) tauchte in der Untersuchungsperiode kaum und auch die hellblaue für globale Unternehmensanleihen verlor nie mehr als gut 10%. Zudem erholten sich beide jeweils rasch. Bei Commodities in grün sind wir gespannt, wie weit es noch den Abgrund runter geht. Fazit für Anleger: "Also doch den Löwenanteil des Portfolios in offenbar risikoarme Staatsanleihen stecken, oder?"

Längere historische Daten

Wenn wir, wie Alex Ineichen vorschlägt, eine längere Beobachtungsperiode wählen und reale Renditen betrachten, stellen wir besorgt fest, dass geringe Verluste und rasche Erholung bei Staatsanleihen evtl. nur in Schönwetterperioden mit sinkenden Zinsen gelten. Früher, als Zinsen nicht 30 Jahre lang sanken, sah es sowohl bzgl. der Höhe von Drawdowns als auch der Zeit für die Erholung anders aus wie untere Grafik zeigt. Verluste waren für US Aktien und US Treasuries gravierend. Während man aber für Aktien "nur" rund 30 Jahre Geduld aufbringen musste, waren es für Treasuries über 40 Jahre. Und dies notabene für einen Bruchteil der damals erwarteten und auch der effektiv realisierten Renditen.

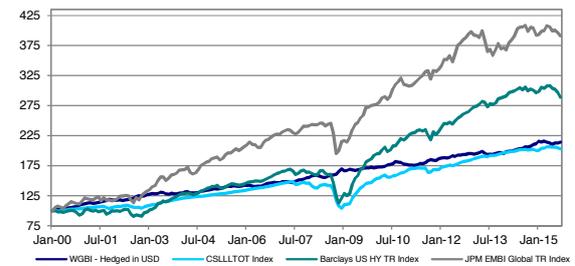


Source: IR&M, Global Financial Data, Bloomberg
Equities: S&P 500 TR Index, estimate prior to 1988; bonds: BarCap US Aggregate TR Index, estimate prior to 1976. Indices adjusted with CPI.

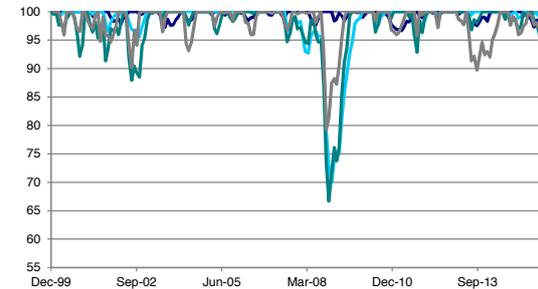
Rasche Erholung auf Fixed Income

Selbstverständlich interessieren an dieser Stelle auch die Calmar / MAR Ratios sowie die Erholungszeiten von anderen Anlageklassen. Starten wir zuerst mit den für den Schweizer Regulator traditionellen High Yield (grün) und Emerging Market (grau) Anleihen. Ein Blick in die folgende Grafik verrät, dass ihre Underwater Curves und auch ihre Erholungszeit sehr nahe bei den als "alternativ" klassifizierten Loans (hellblau) liegt. Für alle drei FI-Anlagen wird am fast vertikalen Renditeverlauf während und nach Krisen sichtbar, dass die Verluste jeweils heftig eintreten sich aber ebenso heftig auch wieder korrigieren. Leider fehlen uns längere Zeitreihen. Trotzdem wagen wir eine Interpretation der Daten.

Cumulative performances



Underwater curve



Höhere Calmar / MAR Ratios und die kurzen Erholungszeiten sprechen für diese FI-Anlagen, weil sie weniger Geduld erfordern als Aktien und dennoch attraktive absolute Renditen erwarten lassen. Zudem erscheint ein Einstieg nach den größeren Drawdowns praktisch immer lukrativ. Möglicherweise sind regelmässiges Einkommen aus Couponzahlungen und eine begrenzte Laufzeit der Anlageinstrumente Schlüsselfaktoren.

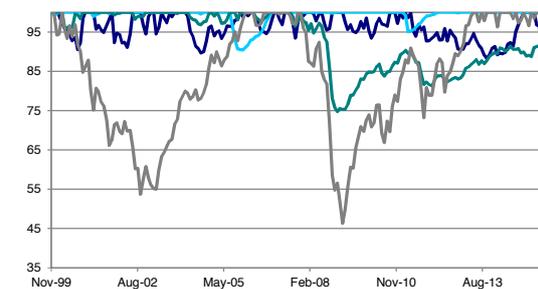
Heterogenes Bild bei Alternative Anlagen

Verblüffend wird es mit Alternativen Anlagen wie ILS (hellblau) und CTAs (blau), die sogar intern Erwartungen übertrafen wie untere Grafik zeigt.

Cumulative performances



Underwater curve



Gemessen am SIGLO ILS Agg Index (unsere Peergruppe für alle uns bekannten ILS Funds) lag der bisherige Drawdown unter 10%, was ein gutes MAR Ratio impliziert. Die Erholungsphase dauerte auch keine 12 Monate. Uns ist sonnenklar, dass diese Zahlen bedrohlicher aussehen werden, falls sich ein Hurricane der Stufe 5 von Miami der Küste entlang Richtung NY bewegt oder der Film "San Andreas" plötzlich Realität würde. Nicht ändern dürfte aber die Tatsache, dass im Anschluss an die Naturkatastrophen die Prämien wohl stark ansteigen würden, womit die Erholungsphase trotz hohen Verlusten im Vergleich zu den langen Durstperioden von US Aktien oder Treasuries eher kurz ausfallen sollte.

Das Bild der CTAs sieht anders aber gleichwohl interessant aus. Drawdowns des Newedge CTA Index sind zwar in ihrer Höhe begrenzt, was ebenfalls zu hohen MAR Ratios führt, aber die Erholungsphasen können relativ lange auf sich warten lassen und unsere Geduld strapazieren. Allfällige Erholungen setzen dann aber oft rasch und ohne offensichtliche Erklärung ein. Verpasst man diese aussergewöhnlich positiven aber nur kurzen Phasen, lohnen sich CTAs wohl nicht. Wir empfehlen daher grundsätzlich konstante Allokationen mit einfachen Rebalancings (siehe Timeout Nr. 22 zum Timing von CTAs).

Ernüchternd hingegen das Resultat unsortierter Multi-Strategie Hedge Fund Indizes wie dem HFRX (grün), der heute noch unter der Wasseroberfläche liegt. Ja, wir geben es zu; wir haben mit dem HFRX bewusst einen schlechten Index gewählt. Leider aber auch ein nach wie vor sehr populärer, der von Kritikern als schlechtes Beispiel zitiert und von Anbietern gerne als leicht zu schlagender Benchmark ausgewählt wird.

Natürlich kann man sowohl für Ratios als auch für Erholungszeiten, historische Daten durch Erwartungen ersetzen und in künftigen Szenarien theoretisch durchspielen. Fantasie dafür haben wir genug, Platz im Rahmen des Timeouts nicht.

Wen interessiert's?

Wir glauben jeden Anleger, dessen Risikoprofil nicht symmetrisch verläuft. D.h. alle die unter Verlusten im Vergleich zu Gewinnen überproportional leiden, was nach heutigen Behavioral Finance Erkenntnissen praktisch auf alle zutrifft.

Praktisch relevanter erscheint es für Anleger, die nach einer bestimmten Höhe an Verlusten dazu gezwungen sind, die Anlagestrategie zu ändern. Z.B. Pensionskassen, die beim Deckungsgrad unter vordefinierten Schwellen vom Reglement bzw. früher oder später auch vom Regulator zu Sanierungsmassnahmen gezwungen werden. Aus dieser Optik spielen MAR Ratios und Erholungszeiten zentrale Rollen, da sich langfristige Strategien nur umsetzen lassen, wenn man nie zu Änderungen gezwungen wird. Anlagen, die entweder nur mit geringer Wahrscheinlichkeit massive Verluste erleiden und/oder sich rasch davon erholen, müssten somit aus einer ALM-Perspektive bei PKs besonders beliebt sein.

Oft wird der Fokus nur auf historische Volatilität gelegt, was im heutigen Umfeld zwangsläufig zu strategischen Allokationen mit stark limitiertem Ertragspotenzial führt. Der Vorteil von Anlagen, die trotz erhöhter Volatilität Verluste begrenzen und/oder sich rasch davon erholen, wird ausser Acht gelassen bzw. in der Festlegung einer Anlagestrategie nicht ausreichend berücksichtigt. Es würde uns in diesem Zusammenhang freuen, wenn unser Timeout die heutige Praxis sinnvoll und vor allem auch erfolgreich erweitern kann.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

