

SIGLO Timeout Nr. 68 - Absolute und relative Attraktivität

Problemstellung

Fast jeder Investor steht heute vor den zwei grossen Herausforderungen, attraktive Anlageklassen zu identifizieren und diese dann möglichst ideal im Portfoliokontext zu kombinieren. In diesem Timeout beschäftigen wir uns nur mit der ersten, denn diese ist bereits schwierig genug. Nicht nur weil die Schönheit im Auge des Betrachters liegt und man sich über Geschmack nicht streiten soll. Sondern vor allem, weil man je nach Betrachtungsperspektive zu sehr unterschiedlichen Einschätzungen über die Attraktivität von Anlageklassen kommen dürfte. Wir zeigen, dass heute die Diskrepanz zwischen der absoluten Attraktivität und der relativen gegenüber anderen Anlageklassen besonders hoch ist.

Absolut und relativ

Philosophen streiten seit Jahrhunderten, ob es das Absolute überhaupt gibt oder nicht doch alles für den Menschen irgendwie relativ ist. Wir können weder die Frage beantworten noch der Diskussion mehr Inhalt verleihen. Daher begnügen wir uns im Timeout mit einer Beschreibung der Unterschiede zwischen der absoluten und der relativen Attraktivität von Anlageklassen.

Unter absolut verstehen wir die Beurteilung der Anlageklassen für sich alleine z.B. im Hinblick auf ihr Renditepotenzial und ihre Risiken. Ebenfalls als absolut betrachten wir die Beurteilung der aktuellen Rendite- und Risikokennzahlen im Vergleich mit ihrer eigenen Historie. Wie hoch sind heute die Kreditrisikoprämien (Spreads) auf den Banks Loans im Vergleich zu den Spreads auf Bank Loans vor fünf Jahren? Hinter dem Begriff der relativen Attraktivität steht hingegen die Beurteilung von Renditepotenzialen und Risiken einer Anlageklasse im Vergleich mit anderen Anlageklassen. Sind Bank Loans im Vergleich zu High Yield Anleihen heute eher günstig oder teuer? Werden Risiken gegenüber anderen Anlagen relativ gut entschädigt?

Die verzerrende Wirkung tiefer Zinsen

Die generell tiefen und teils negativen Zinsen an den globalen Finanzmärkten erschweren heute die Beurteilung der Attraktivität von Anlagen. Das Modern Portfolio Theory-Schema einer risikolosen Anlage, zu welcher man je nach Risikoappetit eine Prämie draufschlagen kann, funktioniert nicht mehr, weil es praktisch keine risikolosen Anlagen mit positivem Ertrag mehr gibt. Dies gilt besonders für CHF-Anleger.

Daraus resultiert die paradoxe Situation, dass Rendite- bzw. Risikokennzahlen unterschiedlich gedeutet werden können. Ein einfaches Beispiel anhand von Loans verdeutlicht die Problematik:

Man nehme ein Firmendarlehen das pro Jahr 4% Coupon zahlt und sich ganz oben in der Kapitalstruktur der Firma befindet. Die Firma weist seit Jahren stabile Cashflows auf. Da sie aber relativ klein ist, hat sie trotzdem nur ein BB Rating (unter Investment Grade). Der Preis dieses Loans sei genau 100. Die annualisierte Rendite auf Verfall ist damit auch 4% und die Rückzahlung ist in drei Jahren versprochen.

Bei einer absoluten Betrachtung stellen wir fest, dass die gleiche Firma vor zwei Jahren noch einen Coupon von 6% zahlte, während ihr Kreditrisiko unverändert blieb. Deshalb ist sie gegenüber ihrer eigenen Historie heute teurer. Mit anderen Worten hat sich ihr Ertragspotenzial um einen Fünftel gesenkt, womit das gleiche Risiko heute schlechter entschädigt wird. Bei einer relativen Betrachtung betonen wir hingegen, dass die im Herbst 2016 emittierten Anleihen von Henkel und Sanofi mit Investment Grade Rating von A bzw. AA einen Zins von 0% zahlen und dem Investor über die Laufzeit von ebenfalls drei Jahren eine negative Rendite auf Verfall liefern. Sie kosteten bei Ausgabe nämlich mehr als 100 und zahlen nach drei Jahren nur genau 100 zurück.

Diskrepanz zwischen absolut und relativ

Beide Anlagen haben ein gewisses Kreditrisiko. Das Darlehen sicher das leicht grössere. Doch die dafür versprochene Rendite ist wesentlich höher; arithmetisch gut 5% und geometrisch unendlich viel höher. Um Verpflichtungen zu decken, sind die Titel von Sanofi und Henkel absolut nutzlos, denn man kann keine einzige Rechnung oder Rente damit bezahlen. Der einzige Grund, sich im Beispiel für die Anleihen zu entscheiden, liegt in der Befürchtung eines höheren Ausfallrisikos mit geringem Recovery Wert für den Loan. Implizit erwartet man also eine Krise und hofft auf geringere Verluste.

Das Beispiel zeigt, dass man bei absoluter Betrachtung des Loans möglicherweise auf eine Anlage verzichten würde, weil man heute für das Risiko nicht mehr so fürstlich entschädigt wird wie früher. Bei relativer Betrachtung wirkt der Loan hingegen attraktiv, weil man damit zumindest einen gewissen Ertrag erzielt.

Die Kernfrage läuft also darauf hinaus, ob sich das zusätzliche Risiko unseres beispielhaften Loans gegenüber den Anleihen von Sanofi und Henkel (sowie allen anderen Staatsanleihen mit negativen Verfallsrenditen) wirklich lohnt. Hier sind wir wieder bei der Schönheit im Auge....

Margen als Orientierungshilfe

Bei SIGLO verwenden wir bei der Bestimmung der absoluten und relativen Attraktivität von Anlageklassen seit Jahren ein simples und altes Modell aus der Value-Welt. Es basiert auf dem Vergleich der erwarteten Renditen mit den erwarteten Credit Loss Rates.

Erwartete Renditen für Kreditanlagen lassen sich über öffentlich publizierte Verfallsrenditen approximieren. Wir nehmen einfach an, dass wir eine Buy-and-hold Strategie verfolgen und dass die Kredite oder Darlehen normal zurück gezahlt werden. Damit wissen wir, wie viel wir im besten Fall verdienen. Für Credit Loss Rates schätzen wir die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls und multiplizieren diese mit dem erwarteten Recovery Wert. Ratingagenturen wie Moody's oder S&P haben dies bereits tausendfach über die letzten Jahrzehnte gemacht. Sie stellen allen Interessierten freundlicherweise Tabellen zur Verfügung, in welchen wir durchschnittliche Loss Rates für alle Sorten von Instrumenten mit Ratings oder auch Sektoren ablesen können.

Die gesuchte Marge berechnet sich nun aus der Differenz zwischen der Verfallsrendite und der Loss Rate. Je höher, desto besser. Ist diese Marge negativ, so erachten wir die absolute Attraktivität einer Anlage als unattraktiv, denn die Prämie ist geringer als das erwartete Risiko. Neugierige Anleger können zusätzlich Szenarioanalysen berechnen, unter welchen Bedingungen die Anlage immer noch eine positive Rendite erzielen würde bzw. wie hoch die Fehlerquoten in ihren Prognosen sein dürfen.

Die relative Attraktivität der Anlageklassen lässt sich dann ebenfalls ganz einfach am Vergleich ihrer Margen ablesen. Eine Anlage mit einer höheren Marge ist attraktiver als eine mit einer geringen Marge. Aktuell sind die Margen bei rund einem Drittel der Investment Grade Staats- und Unternehmensanleihen für CHF-Investoren negativ. Relativ unattraktiv sind für uns fast alle Investment Grade Fixed Income Anlagen.

Natürlich klammert dieses triviale Modell alle Überlegungen zur Liquidität von Anlagen und deren Diversifikationseffekte in einem Portfolio-kontext aus. Trotzdem erachten wir es als einen idealen Startpunkt, um sich Gedanken über verschiedene Anlageklassen zu machen und evtl. Prioritäten bei deren Beurteilung zu setzen.

Fazit

Wir können nicht abstreiten, dass heute fast alle Anlageklassen bei absoluter Betrachtung teuer sind. Selbst Cash zu halten kostet Geld. Leider hilft uns diese Feststellung bei der Wahl von Anlageklassen und deren Kombination im Portfoliokontext nicht weiter. Hilfreicher erscheinen da Betrachtungen der relativen Attraktivität von Anlageklassen und Märkten über ihre Margen.

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

