

SIGLO Timeout Nr. 58

Reden wir über Prämien nicht nur über Risiken

Einleitung

Wer Renditen an Finanzmärkten abschöpfen will, muss bereit sein, dafür Risiken einzugehen. Für Valueinvestoren wie Howard Marks liegt das Hauptrisiko von Anlagen weder in der Feststellung, dass Anlagen eben risikobehaftet sind noch in irgendwelchen Risikomassen wie Volatilität. Risiko bedeutet für ihn, für eine Anlage mehr zu bezahlen als diese effektiv wert ist. Mit anderen Worten, eine zu tiefe Risikoprämie für die Übernahme bestimmter Risiken zu akzeptieren. Nun variieren Risikoprämien am Markt leider ständig. Aber anstatt uns von kurzfristigen Preisbewegungen ablenken und verunsichern zu lassen, sollten wir unsere Aufmerksamkeit auf langfristig abschöpfbare Risikoprämien richten.

Weshalb es Risikoprämien gibt

Als wir den Begriff "Risikoprämien" zum ersten Mal in Uni-Vorlesungen hörten, dachten wir uns noch nicht viel dabei. Naja, Aktienkurse an den globalen Finanzmärkten schwanken tatsächlich jeden Tag, klingt also irgendwie logisch. Die tiefere Bedeutung des Begriffs wurde uns erst nach einigen Jahren Berufserfahrung klar. Man soll zwar bekanntlich nicht von sich auf andere schliessen, aber gerade nach dem turbulenten Start ins neue Jahre erscheint uns eine frische Erörterung zur Natur von Risikoprämien sinnvoll.

Einer wenn nicht sogar der wesentliche Grund für die Existenz von Finanzmärkten liegt darin, Risiken zu allozieren, d.h. zu verteilen. Dies ist schon seit Jahrhunderten so und trifft sowohl für die Versicherungs- als auch die Bankenwelt zu. Eine Partei möchte ein finanzielles Risiko, das sie meist aus geschäftlichen Gründen trägt, abgeben. Eine andere Partei ist bereit, dieses Risiko zu übernehmen, wenn sie dafür im Gegenzug eine Entschädigung (Prämie) erhält. Beispiele für Risikoprämien gibt es wie Sand am Meer. Denken wir an Haftpflichtversicherung im Haushalt, wo Versicherer bereit sind, finanzielle Schäden z.B. aufgrund der Tolpatschigkeit des Versicherungsnehmers auszubügeln, wenn er dafür brav seine Prämie zahlt, selbst wenn nichts passiert. Denken wir an Staaten, die sich neben Steuern auch über Anleihen finanzieren und für das von Anlegern geliehene Geld Zinsen zahlen. Denken wir auch an die Vielzahl von Unternehmen, die Fremd- oder Eigenkapital aufnehmen und dafür Zinsen oder Dividenden bezahlen und Anleger so am Erfolg bzw. auch am Risiko der Unternehmung beteiligen.

Prämienhöhe und wahrgenommenes Risiko

Bei Realwertanlagen kennen wir die Prämie im Voraus nicht, bei Nominalwertanlagen hingegen schon, sofern sie auch ordentlich zurück gezahlt

werden. Ebenfalls wissen wir, dass die Höhe der Prämien davon abhängt, wie riskant die mit dem Geschäft verbundenen Cashflows eingeschätzt werden. Theoretisch gilt, dass die Höhe der Prämien am Markt mit dem systematischen Risiko zunimmt. D.h. wie gut die Chancen aus Sicht der Anleger stehen, dass sie ihr Geld plus eben diese Prämie wieder zurück kriegen, wenn sie den Marktpreis für die Anlage bezahlen.

Zudem sind die Marktpreise nicht gottgegeben, sondern lediglich das Ergebnis der subjektiven Wahrnehmung aller Marktteilnehmer. Niemand kennt im Voraus das "wahre" Anlagerisiko aber die Marktteilnehmer äussern alle (bewusst oder unbewusst) ihre Meinung dazu, indem sie Preise akzeptieren oder eben nicht. In diesem Zusammenhang drängt sich ein Zitat auf.

Nach Howard Marks liegt das Hauptrisiko von Finanzanlagen darin, einen zu hohen Preis für ihren wahren Wert zu bezahlen.

Mit anderen Worten liegt das Hauptrisiko von Anlagen also darin, eine zu geringe Prämie für ihr Risiko zu fordern. Deshalb sollte man sich als Anleger regelmässig fragen, ob man für das eingegangene Anlagerisiko adäquat entschädigt wird oder ob es evtl. attraktivere Prämien gibt.

Risiken 2016

Wenn wir uns an Howard Marks halten, können wir über die vielen "Warner" an den Märkten, die gerade jetzt fleissig und laut ihre Bedenken zum besten geben, eigentlich nur schmunzeln. Natürlich gibt es Risiken im Markt! Ohne Risiko keine Prämie und ohne Prämie keine Rendite! Offensichtlich war das Risiko bereits vor einigen Monaten "zu" hoch, weshalb diverse Anlagepreise anschliessend unter Druck gerieten.

Es ist menschlich, verpassten Chancen nachzutrauern. Doch es bringt nichts. So betonen die meisten Topsportler, dass sie zwar versuchen, Lehren aus einer Niederlage zu ziehen aber vor allem auch vorwärts zu schauen, um für die nächste Herausforderung bereit zu sein. (C'mon Roger! Einen Grand Slam holst du noch!) Übersetzt auf die Finanzmärkte heisst das, bereit zu sein, wieder Risikoprämien abzuschöpfen und sich nicht nur den Kopf über längst bekannte und oft zitierte Risiken zu zerbrechen. Anstatt mit rückwärtsgerichteten Statistiken die bereits eingetretenen Risiken zu messen, sollten wir unsere Analysen auch vorwärts auf die relative Attraktivität künftiger Risikoprämien richten.

Hilfreich erachten wir deshalb heute Diskussion über geeignete oder zumindest vertretbare Einstiegszeitpunkte in gewisse gebeutelte Anlageklassen, -produkte oder Titel. Dies erfordert z.B. nüchterne Analysen, ab welchem Preisniveau bestimmte Anlageklassen in Zukunft wieder attraktive Risikoprämien implizieren und keine ausufernden Listen über alle Probleme der Welt.

Relative und absolute Prämien

Value Investoren gehen davon aus, dass uns sorgfältige Analysen der fundamentalen Situation Einschätzungen zu Risikoprämien erlauben. Das sehen wir im Prinzip auch so. Allerdings spielen das Marktumfeld und die Preise anderer Anlagen auch eine Hauptrolle. Für uns kommt es daher auch auf die relative Attraktivität von Anlagen gegenüber Alternativen an. Dies ist besonders für Anleger wichtig, die ihr Vermögen nicht in Cash deponieren können, sondern laufend Zielrenditen erreichen müssen. Ohne laufend Risikoprämien abzuschöpfen, werden sie ihre Zielrendite wohl eher nicht erreichen.

Wir verzichten in Rahmen dieses Timeouts darauf zu erörtern, ob in einigen Fällen nicht auch die Zielrendite etwas an der Realität vorbei formuliert wurde und konzentrieren uns stattdessen auf praktischere Lösungsansätze.

Beispiel: Loss Rates und Renditen auf Verfall

Bei SIGLO versuchen wir im Fixed Income und Kreditbereich anhand von Loss Rates und den aktuellen, am Markt beobachtbaren Renditen auf Verfall grob die Risikoprämien sowie deren relative Attraktivität für diverse Anlagesegmente zu schätzen. Ideen dazu finden unsere Leser in früheren Timeouts zu Themen wie CLOs, Private Debt, ILS, und Kreditrisiko sowie auch in den von uns geplanten zukünftigen Ausgaben.

Leider sind dies alles weder Kristallkugeln noch exakte Wissenschaften. Es sind lediglich simple Orientierungshilfen, um nicht in der ganzen Flut von News, Daten, Informationen und Gerüchten zu ertrinken. Um es in Anlehnung an einen überzeugenden Gedanken von Klaus Wellershoff zu sagen:

Wir wissen nur wenig über die künftigen Marktpreise. Dennoch sollten wir uns bemühen, dieses wenige Wissen nicht zu verdrängen, sondern aktiv zu benutzen.

Dieses Wissen erlaubt uns weder eine präzise Messung von Risikoprämien noch ein Timing für die perfekten Ein- oder Ausstiegszeitpunkte in einzelnen Anlageklassen. Aber simple Fakten wie Loss Rates und Spreads bieten uns heute die Basis, zumindest konstruktive Diskussionen über zukünftige Risikoprämien anzuregen.

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

