

Q&A

NNIP-Experten untersuchen die Folgen wichtiger Marktentwicklungen

In diesem Q&A skizzieren wir unsere Einschätzung des Liquiditätsmangels an den Rentenmärkten und gehen der Frage nach, ob dies wirklich ein Grund zur Sorge ist. Ferner erläutern wir, wie wir mit knapper Liquidität in unseren Rentenportfolios umgehen.

Wenig Liquidität an den Rentenmärkten Risiko oder Chance?

Das Niedrigzinsumfeld sowie die anhaltende Renditejagd werden von den Medien, dem IWF, der BIZ und anderen Interessengruppen als bedrohliche Mischung wahrgenommen. Infolge strikterer Vorschriften (Stichwort: Volcker-Regel, Basel III) ist die Zahl der Händler mittlerweile zurückgegangen. Auch die höheren Eigenkapitalanforderungen für Banken haben die Rahmenbedingungen deutlich geändert. Es geht die Sorge um, dass ein Anstieg der Zinsen zur „Great Rotation“ führen wird, also einem massiven Abstoßen von Rentenwerten. Durch die geringere Zahl „natürlicher“ Kontrahenten und den damit einhergehenden Rückgang der Liquidität könnte die Volatilität an den Anleihemärkten steigen. Einzelne Marktsegmente könnten sogar regelrecht austrocknen. NNIP macht Bestandsaufnahme und erläutert, wie das Haus mit dem Mangel an Liquidität im Rentenportfolio umgeht.

Besteht überhaupt ein Liquiditätsmangel? Und falls ja: Wie macht sich das bemerkbar und was sind die Hauptursachen?

Zugegeben, es gibt heute weniger Liquidität als noch vor ein paar Jahren und mit Sicherheit deutlich weniger als vor der globalen Finanzkrise. Die knappe Liquidität macht sich vor allem bei geringeren Marktvolumen und höheren Geld-/Brief-Spannen (dem Unterschied zwischen An- und Verkaufspreisen von Anleihen) bemerkbar. Im Ergebnis steigt der Liquidity Cost Score (LCS).

Ein wichtiger Grund für die sinkende Liquidität ist unserer Meinung nach die Tatsache, dass Investmentbanken heutzutage einen wesentlich geringeren Teil ihrer Bilanzen für das Handelsgeschäft vorhalten. Vor allem, wenn es um größere Beträge geht, gibt es kaum noch echte Market-Maker. Wir würden sogar sagen, dass sie sich im Wesentlichen von Market-Makern in nahezu risikofreie Broker gewandelt haben, ohne jedoch ihre quotierten Geld-/Brief-Spannen zu reduzieren. Durch die stärkere Regulierung und höhere Kapitalkosten ist der Spielraum der Banken beim Eigenhandel gesunken.

Handelt es sich beim Liquiditätsmangel um ein allgemeines Problem oder sind bestimmte Assetklassen stärker betroffen?

Der Mangel an Liquidität ist zwar ein allgemeines Problem, High Yield, EMD und ABS sind jedoch stärker betroffen als andere Assetklassen. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen sind hingegen seit jeher liquider. Dadurch sind sie bei einem Rückgang der Marktliquidität aber auch anfälliger, da die Marktteilnehmer in diesen Segmenten Liquiditätsengpässe nicht gewohnt sind.

Im Hochzinssegment arrangiert man sich dagegen schon seit gefühlten Ewigkeiten mit dem Liquiditätsmangel. Durch die niedrigen Zinsen verzeichnet diese Assetklasse seit geraumer Zeit einen erheblichen Zustrom (Stichwort: Renditejagd). Das bedeutet auch, dass zahlreiche High-Yield Asset Manager einen steilen Anstieg der von ihnen verwalteten Vermögen erlebt haben. Andererseits haben sich Anleiheemission und Portfoliodiversifikation im Schnitt wenig geändert. Dadurch halten Assetmanager einen größeren Anteil an einzelnen Anleiheemissionen als früher. Entsprechend muss der Markt heute einen größeren Prozentsatz an bestimmten Emissionen bei Kauf und Verkauf „recyclen“ als noch vor ein paar Jahren. Unter sonst gleichen Bedingungen muss sich die Marktliquidität verbessern, will man auch weiterhin neue Positionen eingehen und bestehende glattstellen. Investmentbanken ist es bisher jedoch noch nicht gelungen, den gestiegenen Liquiditätsbedarf von Anlageverwaltern zu decken.

Das typische Herdenverhalten der wachsenden Zahl von Non-dedicated Investors im Hochzinssegment verstärkt dieses Problem noch. Diese Anleger weisen in der Regel einen kürzeren Anlagehorizont auf und investieren in Publikumsfonds sowie zunehmend auch in passive Produkte, wie etwa börsengehandelte Fonds (ETFs). Sobald die Volatilität steigt, neigen diese Anleger eher zum Verkauf. Das wirkt sich wiederum negativ auf die Marktliquidität aus, vor allem bei ETFs. Aktive Fonds haben mehr Spielraum und gehen daher effizienter mit Zu- und Abflüssen um.

Wie geht NN IP mit dem Mangel an Liquidität in seinem diversifizierten Rentenportfolio um?

Bei Assetklassen wie High Yield und Investment Grade Credits setzen wir vorzugsweise Derivate wie Credit Default Swaps (CDS) ein, um aktive Positionen einzugehen, also Über- oder Untergewichtungen gegenüber der Benchmark. In den vergangenen Jahren ist die Liquidität bei CDS gestiegen, wohl weil viele Marktteilnehmer angesichts der knappen Liquidität der zugrunde liegenden Cash Bonds zunehmend in CDS investieren. Das könnte man durchaus als Beispiel für eine Angleichung der Märkte infolge knapper Liquidität ansehen.

Bei illiquiden Anlageformen, für die es keine Derivate gibt, liegt die Schwelle zum Aufbau aktiver Positionen etwas höher. Dabei handelt es sich definitionsgemäß um langfristige Positionen, die nicht besonders umfangreich sein sollten. Benchmark-Positionen werden übrigens zumeist mit Barmitteln eingegangen. Auch bei den liquideren Anlageformen, wie beispielsweise Staatsanleihen, setzen wir beim Aufbau aktiver Positionen soweit wie möglich Derivate ein, da sie generell liquider sind als Cash Bonds.

Ferner vermeiden wir weitgehend hohe Konzentrationen bestimmter Titel. Stattdessen diversifizieren wir unser Exposure über verschiedene Anleiheemissionen. Bei kleineren Emissionen gibt es im Gegensatz zu den „Big Tickets“ immer noch reichlich Liquidität. Bei bestimmten Positionen gelten vermehrt Höchstgrenzen. Auf diese Weise vermeiden wir eine übermäßige Bindung an eine bestimmte Position.

Wie gehen Manager, die typischerweise illiquide Assets wie High Yield verwalten, mit Liquiditätsengpässen um?

Das European High Yield Team bei NNIP bemüht sich um einen möglichst systematischen und pragmatischen Umgang mit Liquiditätsrisiken. Wir unterscheiden zwei Arten von Liquidität: Portfolioliquidität und Marktliquidität. Das Portfolioliquiditätsrisiko bezieht sich auf das Risiko, dass bei Zeichnung oder Rückgabe von Anteilen erhebliche Handelskosten anfallen. Das Marktliquiditätsrisiko bezieht sich auf die Fähigkeit, einen Abschluss im gewünschten Umfang und zu einem Preis nahe dem quotierten Geld- bzw. Briefkurs zu tätigen.

Wir steuern das Portfolioliquiditätsrisiko u. a. auch durch Vermeidung von Zwangsabschlüssen (insbesondere Zwangsverkäufen), da diese fast immer wertzerstörend wirken. Zugleich halten wir ständig Ausschau nach Chancen, die Zwangsverkäufe anderer für uns zu nutzen. Auf diese Weise erschließen wir für unsere Kunden ein erhebliches Wertpotenzial. Zu diesem Zweck halten wir überdurchschnittliche Barsalden in unseren Portfolios (ca. 10 % in 2014). Daneben investieren wir einen Teil unseres Portfolios aktiv in kurzlaufende Anleihen. Durch diese Staffelung sichern wir uns kontinuierliche Liquidität. Bei Emittenten mit mehreren ausstehenden Emissionen diversifizieren wir unsere Bestände über mehrere Titel mit ähnlichen Auszahlungsprofilen, um die Handelskosten gering zu halten.

Im Übrigen steuern wir das Marktliquiditätsrisiko im Rahmen unseres risikoorientierten Top-down-Ansatzes. Unser Ansatz beruht auf Quantifizierung der relativen und absoluten Exposures gegenüber den verschiedenen Liquiditätssegmenten des Marktes, sowohl in puncto Marktwert als auch Risiko. Nach unseren Erfahrungen ist die Liquiditätssituation bei großvolumigeren Emissionen, den Anleihen großer Emittenten, Emittenten mit höherer Research-Coverage, Emittenten mit höherer Bonität sowie jüngeren Anleihen besser. Bei der Konzipierung des optimalen Portfolioprofils berücksichtigen wir all diese Merkmale.

Das Liquiditätsrisiko ist nichts Neues, inwieweit es sich jedoch auf die Performance auswirkt, hängt vom Assetmanager ab. Wir meinen, dass das Liquiditätsrisiko auf opportunistische und zugleich kalkulierte Weise gesteuert werden muss. So kann es auch als zusätzliche Alpha-Quelle genutzt werden, während unsere Kunden vor Verlusten durch unerwartete Liquiditätsereignisse geschützt sind.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation ist nur für professionelle Anleger bestimmt und dient Werbezwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung dar. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine Haftung der NN Investment Partners (die für diesen Zweck NNIP Asset Management (Europe) B.V., anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie derer Organe und Mitarbeiter für irgendwelche in dieser Publikation enthaltene Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Für die Rechtsbeziehungen zwischen uns und dem Verwender dieser Publikation gilt niederländisches Recht. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für den Erwerb von NN Investmentfonds sind allein die jeweiligen wesentlichen Anlegerinformationen und die Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen maßgeblich, die Sie kostenlos bei NNIP Asset Management B.V., Niederlassung Deutschland, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter www.nnip.com erhalten.

Presse Kontakt

NN Investment Partners Deutschland

Birgit Stocker

-Head of PR D/A/CH-

T: +49 69 50 95 49 -15

M: + 49 160 989 63164

E: birgit.stocker@nnip.com

www.nnip.com

Über NN Investment Partners

NN Investment Partners (NNIP)* ist der Asset Manager der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. NNIP hat seinen Hauptsitz in Den Haag, in den Niederlanden und verwaltet weltweit ca. Euro 203 Milliarden** Assets under Management für institutionelle Kunden und Privatanleger. NN IP beschäftigt mehr als 1.100 Mitarbeiter und ist in 16 Ländern in Europa, im Nahen Osten, Asien und den USA vertreten.

Am 7. April 2015 hat ING Investment Management zu NN Investment Partners umfirmiert. NNIP ist Teil der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. 38,2% (per 15.06. 2015) der NN Group sind derzeit im Besitz der ING Group. ING beabsichtigt die restlichen Anteile an der NN-Gruppe, unter Einbeziehung des von ING mit der Europäischen Kommission abgestimmten Zeitrahmens, vor dem 31. Dezember 2016 zu veräußern.

**NNIP / NN Investment Partners ist der Markenname von NNIP Asset Management B.V., German Branch*

***Stand: Q1 2015, 31. März 2015*

Weitere Informationen erhalten Sie unter www.nnip.com und www.nn-group.com

