



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. Es geht die Sorge um, dass ein Anstieg der Zinsen zur „Great Rotation“ führen wird, also einem massiven Abstoßen von Rentenwerten.

**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 „recyceln“ 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 Prozent 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.

Bild: © blickpixel / pixabay.com

Versicherungs- und Finanznachrichten

expertenReport



<https://www.experten.de/id/4941706/wenig-liquiditaet-an-den-rentenmaerkten-risiko-oder-chance/>