

Unternehmensanleihen - 2020: Jahr der Extreme oder neue Normalität?

Das Jahr 2020 wartet bereits jetzt mit einigen Superlativen auf: einem negativen Ölpreis und dem schnellsten sowie gleichzeitig kürzesten Aktien-Bärenmarkt aller Zeiten, gefolgt von einer Erholung in Rekordgeschwindigkeit. Auch die Anleihemärkte blieben davon nicht verschont. Ganz im Gegenteil, dort waren die Verwerfungen sogar noch extremer. So verzeichneten Unternehmensanleihen in Euro und US-Dollar im März die schwächste jemals aufgezeichnete Entwicklung (siehe Abb. 1 u. 2). Es kam zu bis dahin nie gesehenen Mittelabflüssen bei Anleihenfonds: im Schnitt 2-3 Prozent des verwalteten Vermögens pro Woche, bei Schwellenländerfonds sogar 3-4 Prozent, und das über Wochen. Zum Vergleich: Schwellenländer-Aktienfonds kamen dieses Jahr am Scheitelpunkt der Coronakrise gerade mal auf Abflüsse von 0,7 Prozent der Fondsvermögen pro Woche, Aktienfonds insgesamt sogar nur auf 0,3 Prozent.

Corona nur der Auslöser

Der Corona-Schock war letztlich nur der Auslöser dieser Entwicklungen. Wo also liegen die tieferen Gründe für die Extreme seit Jahresbeginn?

Hinsichtlich der Anleihemärkte sind zunächst drei Fundamentalfaktoren zu nennen: erstens die im Vorfeld extrem niedrigen Risikoaufschläge, zweitens die kaum noch positiven laufenden Renditen nach Jahren der „Jagd nach Rendite“ und drittens die im Durchschnitt längeren Laufzeiten ausstehender Anleihen. Sie alle bewirken, dass die Preise von Anleihen deutlich negativer auf eine Ausweitung der Risikoaufschläge reagierten als früher. Zudem führte der Liquiditätsbedarf der einseitig positionierten Anlegerschaft (siehe unten) dazu, dass Staatsanleihen zur Liquiditätsbeschaffung verkauft wurden. Renditen sicherer Anleihen stiegen damit teilweise im März. Das üblicherweise gegenläufige Verhalten von Risikoaufschlägen und Renditen sicher Anleihen war zeitweise nicht gegeben.

Vor allem aber haben sich die Struktur und das Verhalten der Kapitalmärkte in der vergangenen Dekade wesentlich verändert. So agieren beispielsweise Anleger in zunehmendem Maße gleichgerichtet, wobei regelbasierte Anlagestrategien eine

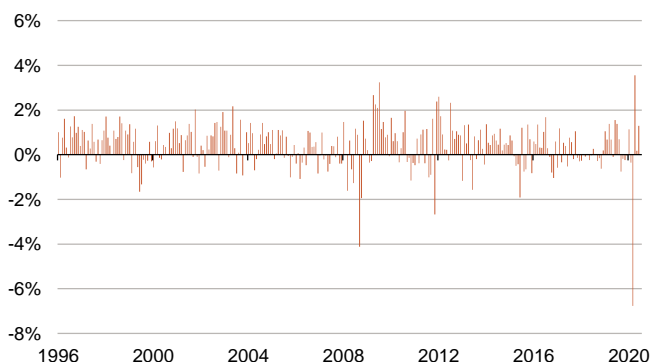
Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Fundamentalfaktoren

Veränderte Marktstruktur

Abb. 1: März jemals schwächster Monat für Euro-...

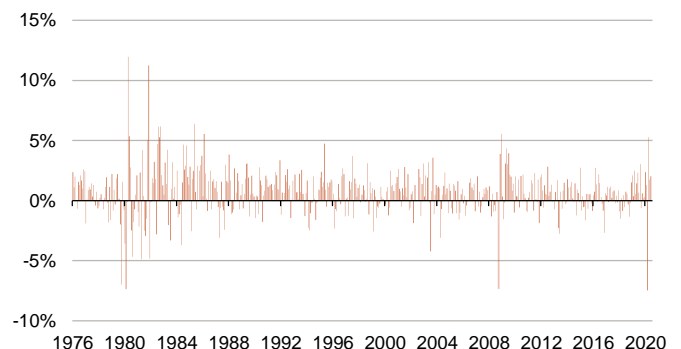
Gesamtrendite pro Kalendermonat von auf Euro lautenden, erstklassigen Unternehmensanleihen (Investment Grade)



Betrachtungszeitraum: 01.01.1996-30.06.2020
Quelle: ICE Data, eigene Berechnungen

Abb. 2: ...und US-Dollar-Unternehmensanleihen

Gesamtrendite pro Kalendermonat von auf US-Dollar lautenden, erstklassigen Unternehmensanleihen (Investment Grade)



Zeitraum: 01.01.1976-30.06.2020
Quelle: ICE Data, eigene Berechnungen



wichtige Rolle spielen. Bedeutender sind an den Anleihemärkten aber die einseitige Positionierung der Anleger nach Jahren der expansiven Zentralbankpolitik und das Wachstum von ETFs. Und nicht zuletzt hat sich die grundlegende Marktliquidität verändert.

Anlegerpositionierung und -verhalten

Liquidität und Staatsanleihen warfen im Umfeld negativer Zentralbankzinsen und großer Anleihekäufe durch die Zentralbanken weitgehend eine negative Rendite ab. Anleger haben diese deshalb zunehmend durch riskantere Investments ersetzt. Dabei haben sie nicht nur die damit verbundenen ökonomischen Risiken übernommen, sondern sich meistens auch in weniger liquide Anlageklassen begeben. Deshalb weisen Multi-Asset-Portfolios heute oft höhere Aktien-, Kredit- und Liquiditätsrisiken auf als früher. Die Portfolios sind deutlich weniger diversifiziert und somit anfälliger geworden. Das führt dazu, dass Anleger bei steigenden Marktrisiken verstärkt pro-zyklisch Risikopositionen reduzieren, um Verluste zu begrenzen.

Kassenhaltung und Staatsanleihen wurden zunehmend durch riskantere, weniger liquide Anlagen ersetzt

Rolle von ETFs

Der Aufstieg der ETFs unterstützte vor allem die Umschichtung von Kassenhaltung und sicheren Anleihen in höher rentierliche, aber weniger liquide Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen (siehe Abb. 3). ETFs ermöglichen es, einfach und zu vermeintlich niedrigen Kosten in Anlageklassen zu investieren, die üblicherweise eher schwierig zu handeln und weniger liquide sind oder in zu großer Stückelung daherkommen.

ETFs erleichterten den Aufbau von Positionen in weniger liquiden Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

In einem „normalen“ Marktumfeld stellen ETF Market Maker als Intermediäre zwischen ETF-Käufern und -Verkäufern im Sekundärmarkt genügend Liquidität zur Verfügung. Transaktionen durch Neuaufgabe von ETF-Anteilen oder Rückgabe von ETF-Anteilen im Primärmarkt machen nur einen Bruchteil des gesamten Umsatzes aus. ETF-Anteile zu kaufen und zu verkaufen erscheint unproblematisch.

Geld-Brief-Spannen von Anleihe-ETFs weiteten sich deutlich aus und die ETFs handelten zeitweise weit unter ihrem NAV

Fällt aber wie jüngst eine der beiden Seiten, die Käuferseite, größtenteils aus, und viele Anleger verkaufen gleichzeitig ETF-Anteile, bleibt Händlern nichts anderes übrig als Anteile aufzulösen und das physische Underlying – die einem ETF zugrunde liegenden Wertpapiere – zu veräußern. Dies hat die Verwerfungen an den Anleihemärkten im März und April verstärkt. Geld-Brief-Spannen von Anleihe-ETFs weiteten sich deutlich aus. Zeitweise handelten sie sogar weit unter ihrem NAV (Net Asset Value), dem Marktwert der Papiere, auf denen die ETFs basieren (siehe Abb. 4). Ob dies an einer Fehlbewertung der ETFs oder einem nicht realistischen, d.h. nicht handelbaren NAV liegt, ist dabei erst einmal unerheblich.

Positiv zu vermerken ist jedoch, dass ETF Anteile veräußert werden konnten, wenn auch zu Preisen deutlich unterhalb des NAV. Außerdem werden die Kosten der Veräußerung illiquider Underlyings, teilweise zu Schleuderpreisen, dabei nicht über alle Anteilseigner „sozialisiert“. Denn nur die aktuellen ETF-Verkäufer tragen die Liquidierungskosten. Ein Beleg dafür ist, dass sich mit Beruhigung der Märkte die Handelspreise solcher ETFs wieder dem NAV annäherten.

Maschine statt Mensch

Außerdem haben die zunehmende Regulierung der Banken, sinkende Profitabilität und die Verfügbarkeit extrem schneller Computer dazu geführt, dass sich viele klassische Händler zurückgezogen haben. Die Handelskapazität klassischer Rentenhändler bei Banken ist stark gesunken, gleichzeitig sind die Märkte weiter stark gewachsen. Die Zahl der fundamental orientierten Investoren, die auch mal antizyklisch kaufen, ist ebenfalls gefallen.

Oft schließen elektronische Handelsplattformen die Lücke, die von klassischen Händlern hinterlassen wird. In normalen Zeiten mögen Maschinen die besseren Händler sein, vor allem computerbasiert arbeitende Hochfrequenz-Händler. Diese HFTs (High Frequency Traders) verbessern unter normalen Marktbedingungen sogar die Liquidität. Bei Unsicherheit ziehen sich diese Systeme jedoch eher zurück, beziehungsweise sie verschieben genau dann den Fokus vom „Market Making“ auf direktionale (marktfolgende) Strategien, wenn sie einen Trend erkennen. Damit fallen sie nicht nur als Anbieter von Liquidität aus, sondern fragen sogar selbst Liquidität nach.

Lehren für Anleger

Fundamental ist erstens die Erkenntnis, dass die immer niedrigeren Renditen und Risikoprämien zu Jahresbeginn wohl keine hinreichende Kompensation für die übernommenen Risiken boten.

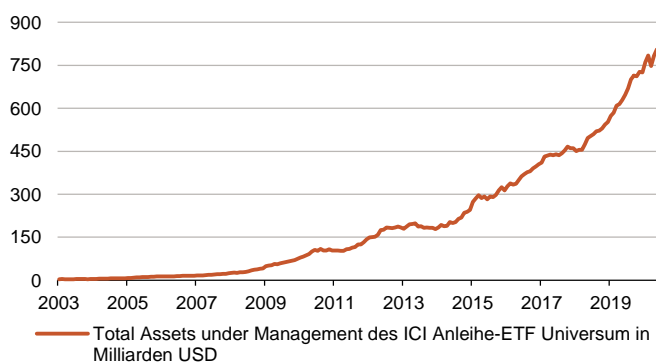
Zweitens sollten Anleger in Multi-Asset-Portfolios dessen Diversifikation nicht dem Ziel der Rentabilität unterordnen. Das führt zu einer einseitigen, nicht hinreichend diversifizierten Aufstellung. Infolgedessen muss der Anleger möglicherweise genau dann Portfoliopositionen liquidieren, wenn er es eigentlich vermeiden sollte, weil es alle anderen gerade ebenfalls versuchen.

Drittens sollten Anleger ein vorausschauendes Liquiditätsmanagement betreiben, damit sie in Krisenzeiten möglichst nicht gezwungen sind, Anleihen oder Anleihe-ETFs zu veräußern.

Zu guter Letzt sollten sich Anleger darüber bewusst sein, dass ETFs auf Basis eines weniger liquiden Underlyings zwar im normalen Marktumfeld die Liquidität erhöhen, aber nicht der Illusion erliegen, dass diese Liquidität auch in Stressphasen gegeben ist.

Abb. 3: Anleihe-ETFs haben an Bedeutung gewonnen

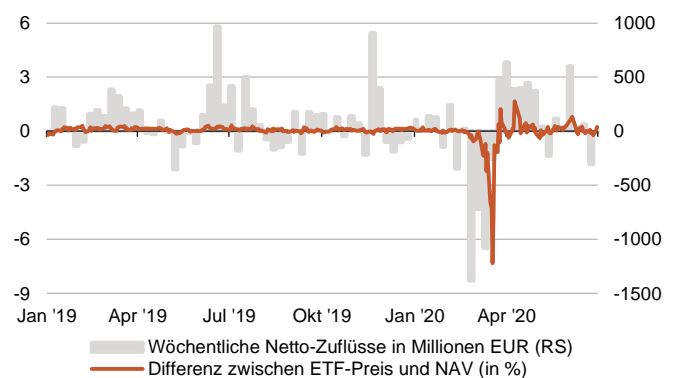
Entwicklung der Assets under Management von US-Dollar Bond ETFs und Global Bond ETFs in den USA inklusive Staats-, Unternehmens- sowie Hochzinsanleihen



Zeitraum: 01.01.2003-30.06.2020
Quelle: Bloomberg, ICI, eigene Berechnungen

Abb. 4: ETF-Preise handelten mit massiven Abschlägen zum NAV

Ausgewählter ETF mit >10 Mrd. EUR Assets under Management, der die Entwicklung des Bloomberg Barclays Euro Corporate Bond Index anstrebt



Zeitraum: 01.01.2019-30.06.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

AUTOR



Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie
Leiter des Bereich Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarkt-
meinung des Wealth and Asset Management
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte
gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- ▶ Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 8. Juli 2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de