

Achtung Risiko - Die Anfälligkeit der Märkte steigt

Die Struktur und das Verhalten der Kapitalmärkte haben sich in den vergangenen zehn Jahren wesentlich verändert. Die Jahre niedriger Anleiherenditen und quantitativer Lockerung durch die Zentralbanken haben Spuren im Agieren der Anleger hinterlassen. Zudem veränderten die zunehmende Regulierung der Banken nach der Finanzkrise, die Verfügbarkeit schnellerer und billigerer Computer sowie der Vormarsch börsengehandelter Fonds und börsengehandelter strukturierter Produkte die Qualität der Liquidität an den Märkten. Die Konsequenzen sind einseitige Positionierungen, Scheinsicherheit, fehlende Diversifikation und bei anspringender Volatilität eine versiegender Liquidität. „Flash-Crashes“ sowie wiederkehrende, abrupte Korrekturbewegungen kommen immer häufiger vor. De facto gehören solche Ereignisse heute zum normalen Marktumfeld. Anleger sollten sich darüber bewusst sein und ihre Portfolios vor diesem Hintergrund überprüfen. Für Anleger, die nicht systematisch agieren, bieten solche Marktbewegungen aber auch Opportunitäten.

Verändertes Anlegerverhalten

Den Boden dafür haben die Notenbanken bereitet. Begrenztes reales Wachstum, niedrige Inflation und in der Konsequenz negative Zentralbankzinsen sowie Anlehekäufe durch die Zentralbanken lösten in der letzten Dekade eine „Jagd nach Rendite“ aus. Angesichts einer negativen Verzinsung von Liquidität und mangels einer hinreichenden Prämie für die Übernahme des Zinsänderungsrisikos von langlaufenden Staatsanleihen vermeintlich sicherer Häfen nehmen Anleger bei der Jagd nach Rendite andere Risiken in Kauf, um damit eine Prämie zu vereinnahmen und eine positive Rendite zu erzielen. Sie ersetzen Liquidität und Staatsanleihen, die kaum noch eine positive Rendite abwarfen, durch Unternehmens-, Hochzins- und Schwellenländeranleihen, Aktien, Immobilien und Alternative Investments. Diese Anlageklassen profitierten von dieser Entwicklung, es kam zu einer allgemeinen Inflation der Vermögenspreise.

Anleger haben damit aber nicht nur die damit verbundenen Risiken, wie beispielsweise Aktien-, Kredit- und Immobilienrisiken, übernommen, sie haben sich meist auch aus liquideren in weniger liquide Anlageklassen begeben. Im Umfeld geringer Volatilität der letzten Jahre haben sie dabei die damit verbundenen Liquiditätsrisiken möglicherweise unterschätzt. Sollten sie sich aus diesen Anlageklassen zurückziehen wollen, beispielsweise, weil die übernommenen Risiken nicht mehr hinreichend kompensiert werden oder weil Kontobestände und Staatsanleihen wieder höhere Renditen liefern, ist mit einer starken Ausweitung der jeweiligen Risikoaufschläge zu rechnen.

Da die immer niedrigeren Anleiherenditen die im Falle steigender Renditen bei Anleihen zu erwartenden Verluste nicht mehr hinreichend kompensieren können, haben viele Anleger zudem die Duration ihrer Anleiheportfolios reduziert. Die durchschnittliche Duration von Multi-Asset-Portfolios sank, während die Aktien-,

Im *Fokus* kommentieren wir außergewöhnliche Markt Ereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Einseitige Positionierung, fehlende Diversifikation und zunehmende Liquiditätsrisiken machen die Märkte anfällig

Portfoliorisiken durch Notenbank-Politik



Kredit- und Liquiditätsrisiken zunahmen. Die Portfoliodiversifikation ging dadurch insgesamt zurück.

Das Umfeld niedriger Renditen und niedriger Volatilitäten hat Anleger auch in alternative „Carry-Trades“ in Form von Short-Volatilität-Positionen gelockt. Dabei setzten Anleger effektiv auf die Vereinnahmung einer „Versicherungsprämie“ durch Verkauf von „Finanzmarktversicherungen“. Empirische Studien belegen, dass die implizite Volatilität, also die in Optionen eingepreiste erwartete Schwankungsbreite, regelmäßig und nachhaltig die tatsächlich realisierte Volatilität in Finanzmärkten überschätzt. Diese systematische Überschätzung wird allgemein als Volatilitätsprämie bezeichnet. Im Ergebnis ist die Terminkurve von Volatilitäten im Regelfall aufwärts gerichtet – sie ist in Contango. Dies gilt insbesondere in einem Umfeld niedriger Volatilitäten wie in den letzten Jahren. Short-Positionen auf einer solchen Terminkurve generieren kontinuierlich Gewinne.

*Verbreitung von Short-Volatilität-Strategien
als Renditequelle*

Die Idee von Short-Volatilitätsstrategien besteht darin, die Volatilitätsprämie in strukturierter Form zu extrahieren. Um Volatilitätsprämien zu vereinnahmen, werden Derivate-Instrumente eingesetzt, beispielsweise Short-Positionen in VIX- oder VSTOXX-Futures oder der Verkauf von Optionen. Ökonomisch betrachtet wird effektiv eine „Versicherung“ gegen Kapitalmarktschwankungen verkauft und eine Versicherungsprämie vereinnahmt. In der mittleren Frist lockt ein kontinuierlicher Ertrag, so wie bei gut geführten Versicherungsunternehmen. Lediglich wenn ein großer Versicherungsfall eintritt, droht ein deutlicher Verlust. Kommt es an den Kapitalmärkten zu Verlusten, steigen in der Regel die Volatilitäten, der Verkäufer der Volatilitätsposition verliert, der Käufer gewinnt – die Versicherung zahlt aus.

Die kontinuierliche und sehr hohe Rendite hat zu einem dynamischen Aufstieg solcher Strategien geführt. Das zeigt beispielhaft das Velocity Shares Inverse VIX Medium Term ETN (linke Abbildung auf der nächsten Seite). Von Ende 2010 bis Ende 2017 generierte dieses ETN eine jährliche Rendite in Höhe von 30%. Der Anstieg der Volatilität an den Märkten in 2018 wurde von dieser Strategie erstaunlich gut verkraftet – der größte Verlust (Drawdown) betrug „lediglich“ 34%. Das liegt daran, dass die mittelfristigen Volatilitäten Anfang 2018 relativ wenig ansprangen.

Schlechter hat sich z.B. das Velocity Shares Inverse VIX Short Term ETN entwickelt, das im Gegensatz zum Medium Term ETN auf die Entwicklung der kurzfristigen Volatilität setzt. Zwar generierte es von Ende 2010 bis Ende 2017 sogar eine jährliche Rendite i. H. von 40%. Aber nach einem Rückgang von mehr als 96% wurde das Produkt im Februar 2018 liquidiert. Ähnlich erging es anderen Short-Volatilität-Strategien während der Finanzkrise. Weniger anfällig sind Strategien, die Volatilitätsprämien in unterschiedlichen Märkten erwirtschaften, ähnlich einem gut diversifizierten Versicherungsunternehmen. Dabei ist das Risiko eines großen Verlustes begrenzter.

Auch ein Blick auf die Positionierung nicht-kommerzieller, d.h. „spekulativer“ Händler lohnt sich. In den vergangenen zehn Jahren verkauften sie im Durchschnitt VIX-Future-Kontrakte, d.h. die Short-Positionen übertrafen die Long-Positionen. Sie spekulieren also in großem Umfang auf eine weiterhin geringe Volatilität. Zudem hat das Ausmaß der Short-Positionierung kontinuierlich zugenommen (rechte Abbildung unten). Springt die Volatilität aufgrund eines exogenen Faktors an, verstärkt das notwendige Eindecken (Short-Covering) der Short-Volatilität-Positionen

den ohnehin laufenden Anstieg der Volatilität. Volatilitätsspitzen werden verstärkt. Der scharfe Anstieg des VIX Anfang Februar 2018 machte dies sichtbar. Und trotzdem überschritt die Netto-Short Positionierung bereits Ende Juli 2018 schon wieder das Niveau von Anfang des Jahres.

Solche direkten Short-Volatilität-Strategien machen nur einen Bruchteil volatilitätsabhängiger Strategien aus. Deutlich wichtiger sind volatilitätsabhängige Allokationsstrategien, deren Verhalten dem von Short-Volatilität-Strategien ähnelt. Solche systematischen volatilitätsabhängigen Allokationsstrategien (z.B. Strategien mit Zielvolatilitäten, Risikoparitätsstrategien) haben nicht nur im Rahmen eines systematischen Risikomanagements stark an Bedeutung gewonnen. Aktuelle Schätzungen taxieren deren Volumina auf 350 und 500 Milliarden US-Dollar.¹ Diese Strategien verkaufen zwar nicht explizit Volatilität, jedoch hängt ihre Portfoliozusammensetzung so vom Niveau der Volatilität ab, dass sie agieren, als wären sie Short-Volatilität.

Mehr systematische volatilitätsabhängige Allokationsstrategien

Ansätze mit Zielvolatilität allokalieren systematisch über unterschiedlich volatile Anlageklassen, sodass die erwartete Volatilität des Portfolios der Zielvolatilität entspricht. Teilweise werden auch Optionen oder Futures eingesetzt, um die Zielvolatilität zu erreichen. Risikoparitätsansätze streben – im Gegensatz zur eher „traditionellen“ Allokation von Kapital – Diversifizierung durch ausbalancierte Risikobeiträge einzelner Anlageklassen an. Anlageklassen mit geringer Volatilität erhalten entsprechend ein höheres Gewicht als jene mit niedrigerer Volatilität. Im Multi-Asset Bereich erhalten Anleihen damit im historischen Schnitt ein Portfoliogewicht von rund 70%. Damit bei einer solchen Allokation eine ansprechende absolute Rendite erzielt werden kann, erfolgt in der Regel eine Hebelung, insbesondere der Assetklassen mit einer niedrigen Volatilität. Beide Ansätze wirken mit ihrem pro-zyklischen Verhalten trendverstärkend. Springen Volatilitäten an, reduzieren die Strategien systematisch die Allokation in Risikoanlagen und umgekehrt.

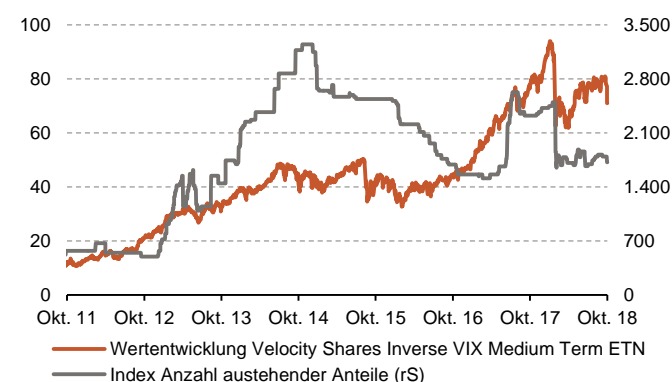
Strategien mit Zielvolatilität und Risikoparitätsstrategien

Eine weitere Gruppe trendverstärkender und damit implizit auf eine niedrige Schwankungsbreite setzende Anleger stellen die sogenannten Commodity Trading Advisors (CTAs) dar. Diese kaufen systematisch Anlagen mit positivem Momentum

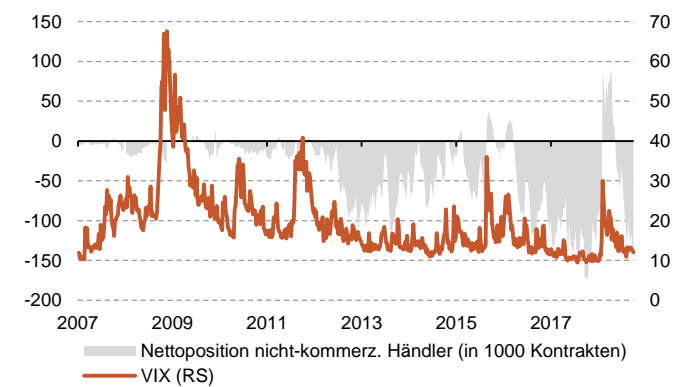
CTAs – Commodity Trading Advisors

Die sehr guten Entwicklung von Short-Volatilität Strategien in den letzten Jahren verschaffte diesen starken Zulauf

Beispiel: Velocity Shares Inverse VIX Medium Term ETN



Die Spekulation auf geringe Marktschwankungen in VIX Future Kontrakten nimmt zu



¹Bhansali, Vineer, Harris, Larry (2018): Everybody's Doing It: Short Volatility Strategies and Shadow Financial Insurers, Financial Analysts Journal, Vol. 74, Nr. 2, 2018, 12-22



und verkaufen Anlagen mit negativem Momentum leer. Auch sie stellen nochmals rund 300-350 Milliarden US-Dollar des Gesamtvolumens volatilitätsabhängiger Strategien von über 1,5 Billionen USD dar.

All diese Marktteilnehmer tragen sowohl zu Regimen niedriger Volatilitäten, als auch zum schnellen Anstieg dieser bei, indem sie gleichgerichtet und trendverstärkend agieren. Im Fall extremer Positionierung bedarf es möglicherweise nicht einmal eines großen fundamentalen Auslösers, um diesen Prozess in Gang zu setzen, wie der Fall des scharfen Volatilitätsanstieges Anfang Februar 2018 zeigte.

Veränderte Marktliquidität

Die einseitige Positionierung der Anleger, auch in weniger liquiden Anlageklassen wie beispielsweise Unternehmensanleihen, die fehlende Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios und die Zunahme trendverstärkender systematischer Anlagestrategien legt nahe, dass im Fall der Fälle aktuell besonders hohe Liquiditätsanforderungen existieren. Schon bei unveränderter Liquidität spricht dies für zunehmend starke Marktreaktionen.

Aber auch die zugrundeliegende Marktliquidität hat sich verändert. Als erster Grund drängen sich die Anleihekäufe durch die Zentralbanken im Rahmen der quantitativen Lockerung in der letzten Dekade auf. In bestimmten Anleihesegmenten haben die Zentralbanken einen großen Teil der Liquidität abgeschöpft. So halten Zentralbanken beispielsweise ca. 28% des Agency MBS Marktes, 22% der europäischen Staatsanleihen, 10% aller europäischen Unternehmensanleihen hoher Qualität oder 42% aller japanischen Staatsanleihen.²

Man darf nicht vergessen, dass es im Anleihesegment zudem viele Anleger aus dem Bereich Versicherungen und Pensionsfonds gibt, die Anleihen meist bis zur Fälligkeit halten. Dieser Teil aller ausstehenden Anleihen ist mehr oder weniger auch der normalen Liquidität entzogen.

Die wesentlichen Gründe veränderter Liquidität sind aus unserer Sicht aber im Rückzug der klassischen Händler, dem Aufstieg elektronischer Handelsplattformen und der zunehmenden Verbreitung von börsengehandelten strukturierten Produkten (ETPs), insbesondere den börsengehandelten Fonds (ETFs – Exchange Traded Funds), zu suchen.

Zunehmende Regulierung der Banken und die Verfügbarkeit extrem schneller Computer führt dazu, dass sich die klassischen Händler vermehrt zurückziehen. Steigende Eigenkapitalanforderungen an die Banken bedeuteten, dass das Risiko, welches Händler nehmen können, stark zurückging. Ihre Profitabilität litt zudem unter der jahrelang geringen Volatilität der Märkte, den geringen Anleiherenditen, zunehmender Transparenz und zunehmendem Wettbewerb durch den technologischen Fortschritt. Die Handelskapazitäten klassischer Rentenhändler bei Banken wurden in erheblichem Umfang reduziert, sowohl hinsichtlich der Anzahl der Händler als auch des Umfangs ihrer Handelsbücher. Gleichzeitig sind die Märkte weiter stark gewachsen. Beispielsweise hat das Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Betragen die Bestände von US-Unternehmensanleihen in den Handelsbüchern amerikanischer Händler in 2003 noch 3% aller ausstehenden Anleihen, liegen diese aktuell nur noch bei 0,3%.

Rückzug der klassischen Händler

² Cross-Asset Dispatches – Yes, Large Moves Are Happening More Often, Morgan Stanley Research, July 22, 2018

Die zunehmende Lücke schließen teilweise elektronische Handelsplattformen. Beispielsweise im Währungshandel ist der Anteil auf elektronischen Plattformen gehandelter Transaktionen und Volumina von nahe 0% von vor zehn Jahren auf weit über 80% angestiegen.³ In normalen Zeiten sind Maschinen die besseren Händler als Menschen und die Liquidität ist gut. Das muss in Phasen von Stress aber nicht der Fall sein.

Aufstieg der Maschinen

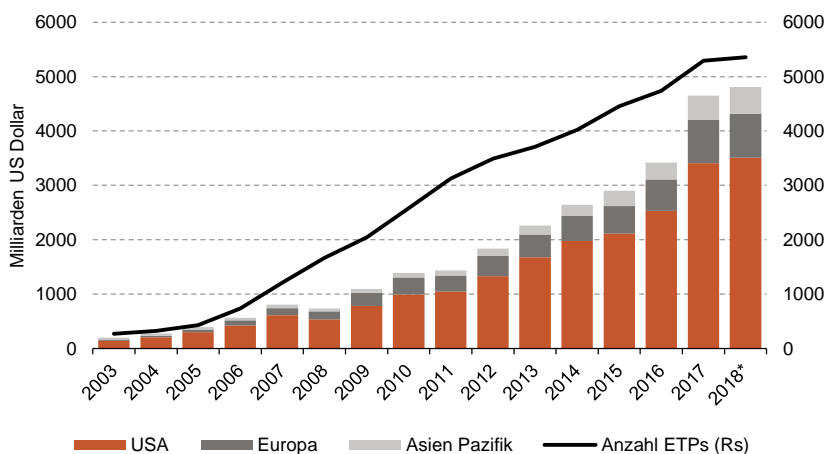
Der Aufstieg der Maschinen hat noch eine andere Gruppe von Marktteilnehmern entstehen lassen: computerbasiert arbeitende Hochfrequenz-Händler (HFTs - High Frequency Trader). Innerhalb von Mikro- oder Millisekunden stellen und löschen deren Systeme zahlreiche Aufträge auf Basis von Algorithmen, die auf die Marktbedingungen reagieren. Diese Marktteilnehmer verbessern die Liquidität unter normalen Marktbedingungen. Dann agieren sie wie normale Händler und sorgen damit scheinbar für hohe Liquidität. Aber die Verarbeitung von fundamentalen Informationen ist nicht unbedingt ihre Stärke. Sie ziehen sich bei Unsicherheit eher zurück, beispielsweise vor der Veröffentlichung von wesentlichen Makrodaten. Noch dramatischer ist, dass sie in turbulenten Zeiten den Fokus vom „Market Making“ auf direktionale (marktfolgende) Strategien verschieben und damit nicht nur als Liquiditätsanbieter ausfallen, sondern selbst zum Liquiditätsnachfrager werden.⁴

HFTs – High Frequency Traders

Börsengehandelte Produkte (ETPs) umfassen neben klassischen ETFs aber auch börsengehandelte Rohstoffe (ETCs) oder börsengehandelte strukturierte Produkte wie beispielsweise gehebelte oder inverse Strategien. Diese Produktsegmente sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich mit hohen Raten gewachsen (vgl. nachfolgende Abbildung). In den USA beträgt das Volumen von ETFs bereits mehr als 20% des Volumens aller Publikumsfonds. Die Anzahl von ETPs und das von ihnen verwaltete Vermögen hat sich seit 2003 global mehr als verzwanzigfach.

Zunehmende Verbreitung von ETPs

Stetiges Wachstum: Anzahl und verwaltetes Vermögen von ETPs



Quelle: Deutsche Bank ETF Research, Berenberg *per 31.07.2018

Normalerweise erhöhen diese Produkte die Liquidität, insbesondere bei eigentlich illiquiden Anlagen. Diese Konstrukte ermöglichen es einer breiten Masse von Anlegern, einfach in solche Anlageklassen zu investieren, die üblicherweise eher schwierig zu handeln sind. Dies gilt jedoch nur im „normalen“ Marktumfeld, in dem ETF-

³ Top of Mind – Liquidity, Volatility, Fragility, Goldman Sachs Global Macro Research, Issue 68, June 12, 2018

⁴ Hautsch, Nikolaus; Noé, Michael; Zhang, S. Sarah (2017): The ambivalent role of high-frequency trading in turbulent market periods, CFS Working Paper Series, No. 580, Goethe University, Center for Financial Studies (CFS), Frankfurt a. M.



Market Maker als Intermediäre zwischen ETF-Käufern und Verkäufern genügend Liquidität zur Verfügung stellen. Transaktionen im abgebildeten Markt (z.B. in einem Rohstoff) finden nur bei Neuauflage von ETF-Anteilen durch den Emittenten oder Rückgabe von ETF-Anteilen an den Emittenten statt. Im normalen Marktumfeld machen diese aber nur einen kleinen Anteil des gesamten Umsatzes aus.

Fällt aber eine der beiden Seiten größtenteils aus, was im Risikofall meist die Käufer sind, bleibt den Händlern nichts anderes übrig, als die ETF-Anteile im großen Stil dem Emittenten zurück zu geben. Dieser muss dann das entsprechende Exposure (z.B. den Rohstoff) im zugrundeliegenden Markt abbauen. Damit reduziert sich im Fall der Fälle auch bei ETFs die Liquidität auf die des zugrundeliegenden Marktes und ist beispielsweise bei Unternehmensanleihen oder auch Schwellenländeranleihen dann stark begrenzt. Das kann zu zusätzlichem Druck auf die Kurse führen.

Auch eine teils deutlich erhöhte Geld-Brief-Spanne beim Handel im entsprechenden ETF ist im Fall von hoher Marktsunsicherheit die Folge, selbst wenn dieser ETF in eine ansonsten sehr liquide Anlageklasse investiert. Zudem kann bei starkem Abgabedruck auf kurze Sicht ein ETF auch weit unter seinem NAV (Net Asset Value) handeln.

Vor diesem Hintergrund ist es problematisch, dass sich Anleger massiv aus ihren angestammten Anlageklassen heraus getraut haben und höhere und andere Risiken eingegangen sind. So war es in den letzten Jahren sehr einfach, Positionen in beispielsweise US-Dollar-Hochzinsanleihen mittels ETFs aufzubauen. Allerdings erliegen sie bei diesen Investments einer Liquiditäts-Illusion. Sie haben häufig zwar auf vermeintlich liquide ETF-Produkte gesetzt, bei größeren Marktschwankungen versagt deren Liquidität aber wahrscheinlich. Der Ausstieg im Krisenfall könnte sich erheblich schwieriger gestalten als erwartet und mit einer starken Ausweitung der Risikoprämien verbunden sein.

Liquiditäts-Illusion als Ergebnis

Noch dramatischer können die Effekte von strukturierten, börsengehandelten Produkten sein, insbesondere von gehebelten oder inversen ETPs. Gehebelte ETPs ermöglichen es Anlegern, sehr einfach mit einer Hebelung im Markt zu agieren. Anleger in diesen Produkten können bei scharfen Marktbewegungen schnell zu Käufen oder Verkäufen gezwungen sein, was die Marktreaktion verstärkt und die Liquidität weiter einengt. Inverse ETPs erlauben es Anlegern, sehr einfach Short-Positionen einzugehen. Hier kann es bei scharfen Marktbewegungen zur gezwungenen Eindeckung (Short-Covering) kommen. Den Fall von inversen VIX-Produkten haben wir weiter oben bereits ausgiebig beleuchtet.

Konsequenzen

Das jahrelange Niedrigzinsumfeld hat zu einer starken Gleichrichtung vieler Anleger geführt. Kredit- und Liquiditätsrisikoprämien verfielen zunehmend und die Volatilität an den Märkten erreichte immer neue Tiefststände. Volatilitätsabhängige Strategien wurden mit fallenden Volatilitäten immer risikofreudiger und die Nachfrage dieser Strategien nach riskanteren Anlagen führte zu noch niedrigeren Volatilitäten, unterstützt auch durch die immerwährende Liquiditätszufuhr durch die Zentralbanken. In den Portfolios vieler Anleger schlummert eine Mischung aus Aktien-, Kredit-, Liquiditäts- und Short-Volatilitätsrisiken ohne effektive Diversifikation, denn diese Risiken sind stark positiv korreliert. Die durchschnittliche Duration des Anleiheanteils ist zumeist niedrig. Dies gilt insbesondere für die Duration in Staatsanleihen sicherer Häfen mit sehr geringen oder keinen Risikoaufschlägen.

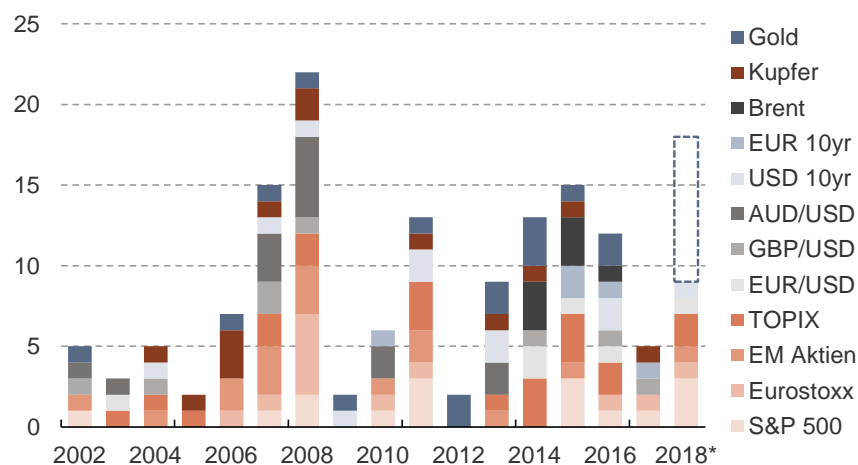
Die Situation wird jetzt dadurch verschärft, dass die Notenbanken sich sukzessive zurückziehen. Die Zentralbankbilanzen wuchsen zwar in 2018 weiter, aber weniger als das nominale Bruttosozialprodukt. Quantitative Lockerung kehrt sich damit bereits in quantitative Drosselung um. In Verbindung mit solidem Wachstum, anziehenden Inflationserwartungen und Zinserhöhungen durch die Zentralbanken in den USA und Großbritannien haben die Anleiherenditen bereits begonnen zu steigen. Damit dürfte die Renditejagd in den kommenden Jahren abebben und die Vermögenspreisinflation der letzten Jahre auslaufen.

Zudem können Anleger nicht mehr darauf vertrauen, dass Liquidität grundsätzlich verfügbar ist. Ganz im Gegenteil: Liquidität verschwindet genau dann, wenn man sie am nötigsten braucht – Liquidität verfällt, wenn die Volatilität steigt. Das sind die Erfahrungen aus den „Flash Crashes“ der vergangenen Jahre.⁵ Das Ergebnis sind zunehmend scharfe Marktbewegungen, die im Verhältnis zum Auslöser der Bewegung übertrieben erscheinen, sofern überhaupt ein Auslöser auszumachen ist. Es ist nicht auszuschließen, dass eine solche Bewegung auch in eine nachhaltig negative Marktentwicklung münden kann, insbesondere wenn Anleger technische Abverkäufe fälschlicherweise als Signal sich verschlechternder Fundamentaldaten interpretieren.

Die starke Aktienmarktkorrektur Anfang Februar 2018 mit dem korrespondierenden, starken Anstieg der Volatilität vermittelt einen Vorgeschmack auf das, was bei der gegebenen Positionierung und der veränderten Liquiditätssituation an den Märkten droht – wiederkehrend abrupte, scharfe Korrekturbewegungen. Und in der Tat, die Anzahl starker Marktbewegungen hat über alle Anlageklassen hinweg bereits zugenommen, wie die nachfolgende Abbildung veranschaulicht.

Die Anzahl von starken Marktbewegungen steigt über alle Anlageklassen hinweg

Anzahl von Tagesbewegungen mindestens 4-mal größer als die Standardabweichung der Tagesbewegungen der letzten 100 Tage



Quelle: Bloomberg, Berenberg, *Hochrechnung für das Gesamtjahr 2018 auf Basis des ersten Halbjahres

Darum sollten Anleger ihre Portfolios überprüfen und sich eher frühzeitig von insbesondere weniger liquiden Investments wie beispielsweise Hochzinsanleihen trennen, um bei einer schnellen Ausweitung der Risikoauflage nicht in eine Li-

⁵ Beispiele sind der starke Einbruch des S&P500 im Tagesverlauf am 6. Mai 2010, der starke Verfall der US Staatsanleihen im Tagesverlauf am 15. Oktober 2014, die starke Korrektur des britischen Pfundes am 7. Oktober 2016 und natürlich der Volatilitätsanstieg (VIX) am 5. Februar 2018.



liquiditätsfalle zu geraten. Sobald die Anleiherenditen sicherer Häfen eine gewisse Kompensation für die Übernahme des Zinsänderungsrisikos bieten, sollte in Multi-Asset-Portfolios die Duration solcher Anleihepositionen verlängert werden, um die Diversifikation innerhalb dieser Portfolios wieder deutlich zu erhöhen. Für Anleger, deren Portfoliostruktur auch von einer höheren US-Dollar-Exponierung profitieren würde, könnten beispielsweise 10-jährige US-Staatsanleihen bei den aktuellen Renditen über 3% wieder interessant sein. Für Anleger, die nicht systematisch agieren, können starke Marktbewegungen aber auch Opportunitäten bieten.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management
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 den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt 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 genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können 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 Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

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

Stand: 11. Oktober 2018

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