

<https://blog.de.erste-am.com/anleihenmarkt-leidet-unter-abnehmender-liquiditaet/>

Anleihenmarkt leidet unter abnehmender Liquidität

Martina Groll



© © Fotolia.de

Das Anleihenankaufprogramm der Europäischen Zentralbank trocknet die Anleihenmärkte aus. Die Konsequenz: Investoren müssen neben Zins- und Kreditrisiken das Liquiditätsrisiko gleichermaßen berücksichtigen.

Mit Spannung warteten die Marktteilnehmer seit Wochen auf genauere Details zum Unternehmensanleihen-Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB). Bisher war nur bekannt, dass die EZB als weiteren geldpolitischen Lockerungsschritt plante, beginnend mit Juni auch Unternehmensanleihen von Emittenten aus der Eurozone zu kaufen, ohne nähere Details bekannt zu geben. Das Gesamtvolumen des Ankaufsprogramms für Anleihen wurde bereits mit April von 60 Mrd. Euro auf 80 Mrd. Euro monatlich angehoben.

Bei der EZB-Sitzung am 21. April 2016 gab Notenbankchef Mario Draghi nun Details bekannt: das Ankaufsprogramm umfasst auch Unternehmensanleihen von Nicht-Banken mit einer Restlaufzeit zwischen 0,5 und 30 Jahren. Der Ankauf von Emissionen von Versicherungen ist ebenfalls vorgesehen.

Auf der einen Seite hört man, dass die EZB den Markt immer weiter und stärker mit Liquidität fluten würde. Aber viele Kapitalmarktteilnehmer (wie z. B. Investmentfondsgesellschaften und Asset Manager) sprechen auf der anderen Seite von einer immer weiter abnehmenden Liquidität im Markt. Wie soll man das nun verstehen?

„Liquidität“ als Begriff wird unterschiedlich verwendet

Das Wort Liquidität wird in mehreren Bereichen der Finanzwirtschaft verwendet. Man muss allerdings unterscheiden, was damit gemeint ist. Besonders wichtig ist die Unterscheidung zwischen der Liquidität am Anleihenmarkt und der Liquidität (flüssige Mittel) von Banken.

Höhe der Liquiditätsprämie ist auch eine Frage der Bonität

Spricht man am Anleihenmarkt von Liquidität, so ist damit die Markttiefe von Anleihen gemeint. D.h. welche Volumina können gehandelt werden, ohne größere Preiszugeständnisse machen zu müssen. Ein gutes Beispiel für Anleihen mit ausreichender Liquidität sind österreichische Staatsanleihen. Bei Unternehmensanleihen mit wenig guter Bonität fällt die Liquidität geringer aus, weshalb diese Anleihen bei der Verzinsung neben einer höheren Ausfallsprämie auch eine höhere Liquiditätsprämie bieten müssen.

Liquidität der Banken für Kredite in der Realwirtschaft

Wird von der Liquidität bei Banken gesprochen, so hat man vor Augen, welche Mittel Banken der Realwirtschaft als Kredite zur Verfügung stellen bzw. wie leicht sich Banken bei der jeweiligen Notenbank refinanzieren können. Indem die Notenbank von Geschäftsbanken Wertpapiere erwirbt, stellt sie diesen liquide Mittel zur Verfügung. Diese Mittel werden von den Geschäftsbanken über Kredite in die Realwirtschaft weitergetragen, mit dem Ziel das Wirtschaftswachstum anzukurbeln.

Liquidität am Anleihenmarkt massiv verschlechtert

Seit dem Jahr 2008 hat sich die Liquidität an den Anleihenmärkten (Markttiefe) massiv verschlechtert, obwohl die EZB immer wieder frisches Geld in den Markt gepumpt hat. Wie passt das zusammen? Nach Ausbruch der Finanzkrise schrieben Banken herbe Verluste, die auch Teile des Eigenkapitals aufzehrten. Dadurch waren Banken gezwungen, entweder neues Eigenkapital zu beschaffen (was in dieser Zeit äußerst schwierig war) oder sie mussten den Umfang ihres Geschäftsmodells reduzieren. Viele Anleihen-Broker, dazu zählen auch große amerikanische Investmentbanken, haben aus diesem Grund ihr Engagement im Anleihenhandel deutlich verkleinert bzw. konzentrieren sich nur noch auf einzelne Nischen.

Die Anzahl der Marktteilnehmer, aber auch die Struktur der Marktliquidität bei Anleihen hat sich dadurch massiv verändert bzw. verschlechtert. Andere Anbieter haben hier die Gunst der Stunde genutzt und bieten neue Technologien an. Die Benutzerfreundlichkeit diverser Handelsplattformen nimmt zu. Dennoch gilt: war es früher ausreichend, wenn ein größerer Anleihen-Investor fünf Handelspartner angesprochen hat um ein gewünschtes Geschäft abzuschließen, so muss derselbe Investor jetzt eine viel größere Anzahl an möglichen Gegenparteien kontaktieren. Findet man endlich einen Handelspartner, so ist die Nominale zu der dieser gewillt ist das Geschäft abzuschließen wesentlich kleiner als früher.

Mit der Frage „Woher bekomme ich diese Anleihe?“ beschäftigen sich also heutzutage neue Marktteilnehmer und neue Handelsplattformen.

Seit 2008 sind die gehandelten Volumina unter den Investmentbanken (Broker) massiv zurückgegangen. Im Gegenzug dafür stieg der Handel unter den Investoren merklich an. In Abbildung 1 sieht man, dass seit 2008 die Anleihebestände auf den Handelsbüchern der Investmentbanken im Verhältnis zum Marktvolumen deutlich geschrumpft sind.

Abbildung 1: Anleihenbestände der Investmentbanken und das emittierte Marktvolumen von Euro-Unternehmensanleihen im Vergleich (absolut und in %; 1998-2016).

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Die aktuelle Liquiditätsproblematik am Anleihenmarkt stellt manche Marktteilnehmer vor eine neue Herausforderung. Im Gegensatz zu passiven Strategien steigen die Transaktionskosten bei aktiven Handelsstrategien deutlich an.

Welche Auswirkungen hat die Liquiditätsproblematik für aktiv gemanagte Anleihenportfolios oder Investmentfonds?

- Das Liquiditätsrisiko muss bei der Zusammensetzung eines Anleihenportfolios gemeinsam mit dem Zins- und Kreditrisiko berücksichtigt werden.
- Die aktive Steuerung eines Anleihenportfolios muss verstärkt mit Hilfe von derivativen Instrumenten oder anderen liquiden, mit dem eigentlichen Basisinvestment hoch korrelierenden Titeln erfolgen (z. B. finnische Staatsanleihen mit deutschem Bundfuture)
- Der Primärmarkt wird immer wichtiger. D. h. Anleihen werden von den Investoren immer mehr zum Zeitpunkt der Emission gezeichnet und nicht wie in der Vergangenheit auch üblich erst am Sekundärmarkt erworben.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Martina Groll