

GASTBEITRAG

Das Liquiditätsparadox bei Renten-ETF

Börsen-Zeitung, 14.8.2015

Nun ist es amtlich: Das Volumen verwalteter Gelder in passiven Indexfonds ETF (Exchange Traded Funds) übersteigt mit fast 3 Bill. Dollar (bzw. mehr als 2,7 Bill. Euro) erstmalig das der Hedgefonds. Mit dem Erreichen dieser Marke setzt sich die Rekordjagd der Anlageklasse unverändert fort. Die Gründe sind nicht zuletzt immer neue Produkte bzw. neue Anbieter mit Spezialstrategien. Auch Umschichtungen von aktiven in passive Fonds sind ein entscheidender Treiber. Das überrascht nicht, denn der Markt erfuhr spätestens durch die Lehmann-Pleite so etwas wie seine Initialzündung. Immer mehr Anleger, gleich ob institutionell oder privat, sind von den Produkteigenschaften der ETF überzeugt: hohe Transparenz bzw. leichte Verständlichkeit, günstiger Preis und vor allem hohe tägliche Liquidität. Gerade die Transparenz gibt vielen Investoren das gute Gefühl, die volle Kontrolle über die Investmentstrategie zu haben. Anleger zweifeln zudem an der Fähigkeit vieler aktiver Fondsmanager, Alpha zu generieren. Oder anders ausgedrückt: Alpha lässt sich – so die landläufige Argumentation der ETF-Branche – durch die Indexbeteiligung auf einer übergeordneten Ebene der Assetallokation erreichen und hängt weniger mit der Einzeltitelselektion eines Fondsmanagers zusammen.

Doch genau diese Argumente pro Indexfonds – Transparenz, Kontrolle, Alpha-Generierung und vor allem Liquidität – verwandeln sich bei Renten-ETF im aktuellen Umfeld paradoxerweise in eine große Schwäche, vielleicht sogar in eine Gefahr für die Marktstabilität. Dafür gibt es mehrere Gründe.

Seit geraumer Zeit ist der Anleihemarkt in einer seltsamen Bewegung oder Unruhe. Waren für viele Staats- und auch Unternehmensanleihen die Realrenditen seit letztem Sommer negativ, zogen diese seit Mitte April wieder sprunghaft an. Das ist umso bemerkenswerter, da sich Kurse und damit Renditen in diesem Segment sonst eher behäbig und langsam bewegen. Dahinter steckt in einem entscheidenden Maß die jeweils herrschende Handelbarkeit. Spätestens mit dem Anleihekaufprogramm der EZB war diese teils sehr

eingeschränkt bis gar nicht mehr vorhanden. Die Folge: viele Assetmanager konnten bis in den Sommer hinein bei einer erstaunlichen Anzahl an Bonds – vor allem bei Unternehmenspapieren – weder kaufen noch verkaufen. Unsere Erfahrung in dieser Zeit: ein Problem insbesondere für kleinere Assetmanager. Denn im Gegensatz zum Aktienmarkt laufen die meisten Trades im außerbörslichen Handel über Broker. Und diese bevorzugten in der Trockenzeit offensichtlich die großen Spieler im Markt. Die Folge: Der Grad an Liquidität im Anleihemarkt kann kaum objektiv gemessen bzw. beziffert werden und zeigt eine Konzentrationstendenz auf große Marktteilnehmer.

Dieser Befund führt direkt zu Renten-ETF – die per Ende 2014 ein weltweites Volumen von 450 Mrd. Dollar erreicht hatten – und dem Argument der hohen Handelbarkeit. Diese Assetklasse weist eine Liquidität aus, die sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt bei Einzeltiteln gar nicht vorhanden ist. Pointiert gefragt: Wie kann der Index liquider als die Underlyings sein? Kommt es zu einem Markttest, welche Liquidität ist nötig? Welche ist möglich?

Untrüglicher Indikator

Geld-Brief-Spreads sind der erste und untrügliche Indikator für die Einschätzung von Risiko und Liquidität eines Wertpapiers durch den Markt. Vergleicht man stichprobenartig drei repräsentative ETF auf Staats- bzw. Firmenanleihen sowie Aktien mittels Dax, lässt sich eine paradoxe Situation erkennen.

Im Zeitraum von Ende des Jahres 2013 bis heute zeigt sich deutlich: die Spreads für einen repräsentativen ETF auf Staatsanleihen waren deutlich höher (teilweise mehr als 10-mal so hoch) und ungleich volatil als beim Dax-ETF. Der Indexfonds auf Unternehmensanleihen liegt dazwischen. Dabei gilt üblicherweise die Faustregel, dass Staatsanleihen und -indizes eine deutlich geringere Volatilität und damit geringere Spreads aufweisen müssten. Insofern zeigt das angeführte Beispiel, dass der Markt seit Anfang des Jahres 2015 die Wahrnehmung entweder des Risikos oder der Liquidität (oder beidem) der An-

lageklassen umgedreht hat. Ein Befund, der Besorgnis erregen sollte. Wenngleich seit einigen Wochen von einer Beruhigung gesprochen werden kann, ändert dies nichts an der Tatsache, dass Anleihen gemessen an Spreads ein höheres Liquiditätsrisiko attestiert wird.

Das bereits beschriebene Problem der nicht bekannten Liquidität bei Anleihen führt zu einem weiteren Fragezeichen: Welchen Einfluss hat die Handelbarkeit der Papiere auf die Kursentwicklung im gesamten Rentensegment? Hierzu gibt es keine Erfahrungswerte aus der Vergangenheit. Kann beim Aktienmarkt – leider – auf eine Vielzahl an Crashes oder „schwierigen“ Phasen verwiesen werden, lässt sich für den Anleihenmarkt kein wirklich funktionierender Vergleich finden. Genauer: für Phasen mit bedenklicher Liquiditätssituation. Am ehesten lässt sich der Einfluss der Liquidität auf Rentenkurse am Beispiel der Wandelanleihen im Jahr 2008 während der Finanzkrise studieren: Hier mussten viele Marktteilnehmer notgedrungen ihre Bestände an Convertible Bonds auf den Markt werfen. Die durchschnittlichen Kursverluste von 27% dürften hier zu einem gehörigen Teil auf eben diese besondere Liquiditätssituation zurückzuführen sein. Auf den ETF-Markt übertragen heißt das: Wie groß ist aktuell der Einfluss der mangelnden Liquidität auf aktuelle Index- und damit ETF-Werte? Hierzu gibt es viele Vermutungen, jedoch keine exakten Daten.

Risiko vernachlässigt

Bislang dürften sehr viele Investoren für die „risikolose“ Rentenseite von Portfolios mit ETF-Anteil eine Risikobetrachtung vernachlässigt haben. Die jedoch spätestens seit Beginn 2015 veränderte Situation zeigt, dass in der Zukunft aus genau diesem Teilbereich eine unerwartete Risikobudget-Überschreitung resultieren könnte. Dies würde in der Folge zu Notverkäufen führen – in einem illiquiden Markt. Das stellt ganz neue Anforderungen an die Absicherungsstrategien von Portfolios.

An dieser Stelle könnte man einwenden, dass ein großer Unterschied zwischen synthetischen, also swapbasierten, und den physisch replizierenden ETF bestehe. Denn: swapbasierte ETF sind nicht in den-

jenigen Werten investiert, die den zu Grunde liegenden Index ausmachen. Üblicherweise tauschen zwei Kontrahenten die Performance eines Sicherheitenkorbs gegen die Performance eines Index mittels Swap-Geschäft. Somit bestünde hier auch kein wirkliches Risiko aufgrund mangelnder Liquidität der zugrunde liegenden Werte. Allerdings lässt sich dieses Argument weder bestätigen noch entkräften. Es sind keine Zahlen erhältlich, die ohne Zweifel belegen, dass tatsächlich keinerlei Korrelation besteht. Vielmehr ist anzunehmen, dass bei einem Markttest sowohl physisch- als auch synthetisch replizierende ETF betroffen

wären. Schließlich lässt sich ein Marktexposure nicht durch eine synthetische Replikation abkoppeln. Doch auch dieser Umstand dürfte in den Portfoliorisikomodellen vieler Investoren bislang keinerlei Rolle spielen.

Klar ist: am Markt für Renten-ETF braut sich etwas zusammen. Ein beunruhigender Befund bei einer Anlageklasse mit einem Volumen von annähernd einer halben Billion Euro und Zuwachsraten von über 20%. Eine Vorhersage, wie sich der Markt bei einem Test verhalten wird, ist aufgrund fehlender Erfahrungen aus der Vergangenheit nicht möglich. Auf jeden Fall dürfte die Bedeu-

tung bzw. das Einbeziehen des Kriteriums Liquidität in den nächsten Monaten deutlicher als bisher für die Rentenseite im Allgemeinen und entsprechende ETF im Besonderen ein noch wichtigerer Baustein der Anlageprozesse werden. Investoren tun gut daran, sich nicht unüberlegt den Risiken im Rentenbereich auszusetzen. Wo Indexstrategien zu paradoxen Situationen führen, haben aktive Strategien aus Risikosicht eindeutige Vorteile.

.....
Rainer Lemm, Geschäftsführer und Fondsmanager bei GS&P Grossbötzl, Schmitz & Partner