

Kolumne

The Big Short

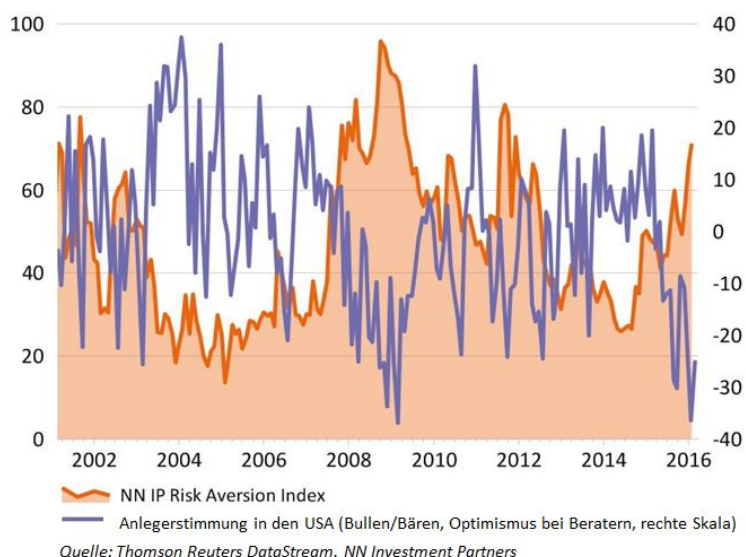
Frankfurt, 01. März 2016 | Autor: Valentijn van Nieuwenhuijzen, Head Multi-Asset bei NN Investment Partners

Seit Anfang 2015 ist die Volatilität an den Märkten deutlich gestiegen. Im Zuge einer breit aufgestellten globalen Erholung und der geldpolitischen Expansion der EZB entwickelten sich die Märkte zu Jahresbeginn zunächst positiv. In der Rückschau ist jetzt allerdings klar, dass die übermäßige Euphorie an den Staatsanleihe- und Immobilienmärkten im ersten Quartal 2015 bereits ein erster Hinweis auf die anhaltende Volatilität war, die den weiteren Jahresverlauf prägen würde.

Seit Anfang 2015 ist die Volatilität an den Märkten deutlich gestiegen. Im Zuge einer breit aufgestellten globalen Erholung und der geldpolitischen Expansion der EZB entwickelten sich die Märkte zu Jahresbeginn zunächst positiv. In der Rückschau ist jetzt allerdings klar, dass die übermäßige Euphorie an den Staatsanleihe- und Immobilienmärkten im ersten Quartal 2015 bereits ein erster Hinweis auf die anhaltende Volatilität war, die den weiteren Jahresverlauf prägen würde.

Die Erfahrung lehrt, dass die Märkte häufig irreführende Signale senden und Turbulenzen in der Regel geballt auftreten. Nachdem die Märkte uns im ersten Quartal des vergangenen Jahres an der Nase herumgeführt hatten, war die unerwartet scharfe Korrektur bei Bundesanleihen im zweiten Quartal der erste Hinweis auf tiefgreifendere, anhaltendere Schwankungen am Markt. Gleichzeitig markierte dies den Beginn eines nachlassenden Risikoappetits bei der Anlegerschaft. Das zeigte sich u. a. an ungewöhnlich hohen Risikoprämien. Auch die Stimmungsbarometer stürzten ab. Abbildung 1 zeigt unseren Risk Aversion Index, der sich aus den gewichteten Durchschnittsrisikoprämien in verschiedenen Marktsegmenten zusammensetzt. Danach verlangen Investoren derzeit eine deutlich über dem Durchschnitt liegende Vergütung für ihre Kapitalallokation (der aktuelle Score liegt bei 72 gegenüber einem Durchschnitt von 48). Die Stimmung unter US-Anlegern ist mittlerweile sogar auf den tiefsten Stand seit dem Höhepunkt der Euro- und der Lehman-Krise gesunken. Auch stärker global orientierte Stimmungsbarometer sind schwach, allerdings weniger extrem als die US-Messwerte.

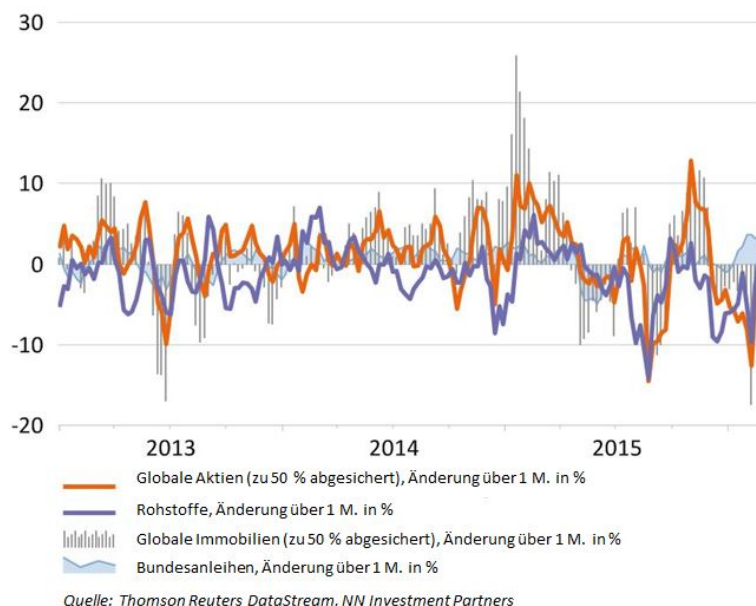
Abbildung 1: Risk Aversion Index deutlich über dem Durchschnitt



Entsprechend herrschte in den vergangenen zehn Monaten eine Verkaufsstimmung an den Märkten vor. Zunächst beschränkte sich diese Stimmung auf Assets mit hoher Zinssensitivität (Stichwort: Kurssturz bei Bundesanleihen) und die Sorge um einen Dominoeffekt aus Griechenland. Entsprechend schlecht schnitten globale Anleihen, Immobilien und europäische Aktien im zweiten Quartal 2015 ab. Im Sommer waren es dann wieder die Rohstoffmärkte und Märkte im Umkreis der EM, die von Kursrutschen betroffen waren, während Angst vor einer globalen Rezession im dritten Quartal die Aktien- und Immobilienmärkte belastete.

Seitdem hat sich die Achterbahnfahrt an den Märkten fortgesetzt und führt zu erheblichen Schwankungen bei den monatlichen Renditen auf risikoreiche Assets (siehe Abbildung 2). Zum Teil wird die Volatilität an den Märkten dadurch befeuert, dass die Anleger immer weniger Vertrauen in die Bereitschaft und Fähigkeit der Zentralbanker setzen, erforderlichenfalls weitere Lockerungsmaßnahmen zu ergreifen. Das würde jedenfalls erklären, warum die Staatsanleihemärkte in dem risikoaversen Umfeld der zweiten Jahreshälfte kaum anzogen. Die relative Lustlosigkeit dieser Märkte zeigt sich auch an der recht stabilen Entwicklung der monatlichen Renditen auf Bundesanleihen zwischen September und Januar, wie Abbildung 2 verdeutlicht.

Abbildung 2: Sich wandelnde Muster beim Marktverhalten



Erst während der ersten beiden Monate des laufenden Jahres änderte sich das Marktverhalten wieder. Wenn auch die Kurse an einigen Märkten weiter rutschten, so verlagerte sich der Trend allmählich von den EM und Rohstoffmärkten mit potenziellen Ausstrahlungseffekten hin zu den entwickelten Märkten (developed markets, „DM“), wo man sich insbesondere über Rezessionsrisiken in den USA sorgt. Damit verstärkte sich die Überzeugung am Markt, dass eine weitere geldpolitische Lockerung in den DM (also keine weiteren Zinserhöhungen durch die Fed, aber weitere akkommodative Maßnahmen aufseiten von EZB und BoJ) ansteht. Dass Zentralbanker in den DM ihren Worten auch Taten folgen lassen (sowohl die BoJ als auch die schwedische Riksbank haben ihre Zinsen (weiter) in den negativen Bereich gesenkt), verstärkt diese Überzeugung noch.

Unserer Einschätzung nach sind die Ängste vor einer Rezession in den USA oder gar weltweit übertrieben. Dennoch lässt sich nicht leugnen, dass die Wachstumsdynamik nachlässt und die verbreitete Verkaufsstimmung unter den Anlegern ein fragiles Marktumfeld schafft. Im Übrigen kann die negative Rückkopplung zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft die weitere Entwicklung nachhaltig belasten. So jedenfalls funktioniert ein pfadabhängiges und komplexes adaptives System wie unser globales Wirtschaftssystem.

Gleichzeitig ist der Pessimismus unter Anlegern extrem gestiegen und so auch ihre Cash-Positionen. Zusammen mit der bekräftigten Bereitschaft der Zentralbanken, weitere expansive Maßnahmen folgen zu lassen, sowie den ersten Hinweisen auf eine Bodenbildung bei Ölpreisen um 30 Dollar, erhöht dies das Risiko von „Short Squeezes“* auf die aktuell gehaltenen Handelspositionen.

All das macht Allokationsentscheidungen schwierig. Die Ängste könnten sich kurzfristig noch verstärken und ihre eigene Realität schaffen. Doch auch bei Aussicht auf ein etwas langsames Wachstum scheinen die Märkte in ihrer Preisentwicklung momentan übermäßig pessimistisch. Insofern sind jetzt positive Impulse vonnöten, damit die „Short Squeezes“ eine Normalisierungsrallye anstoßen können.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir bei einer relativ ausgeglichenen Asset-Allokation, behalten aber jene Bereiche im Auge, die potenziell in eine anhaltende Negativspirale münden könnten: Rohstoffe und festverzinsliche Spread-Produkte. Zum Ausgleich haben wir unsere Position bei der Asset-Klasse, die am meisten von niedrigen, aber stabilen Ölpreisen, weiteren wachstumsorientierten geldpolitischen Maßnahmen und sinkenden Wachstumsängsten bei Investoren profitieren würde, ausgeweitet: Aktien.

*Druck, unter den ein Leerverkäufer gerät, wenn die von ihm erwartete Abwärtsbewegung der Kurse nicht eintritt (Zahn, Finanzwörterbuch)

- ENDE -

Rechtlicher Hinweis:

Diese Publikation dient allein Informationszwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung dar. Insbesondere handelt es sich hierbei weder um ein Angebot oder einen Prospekt noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, zur Abgabe eines Angebots oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie. Dieses Dokument ist nur für professionelle Anleger im Sinne der MiFID-Richtlinie bestimmt. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine direkte oder indirekte Haftung der NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V. oder anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie deren Organe und Mitarbeiter für die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Anlageberatung oder -leistungen zu verstehen. Falls Sie Anlageleistungen wünschen, setzen Sie sich bitte mit unserer Geschäftsstelle in Verbindung. Sie nutzen die hierin enthaltenen Informationen auf eigene Gefahr. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere schriftliche Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für alle Ansprüche im Zusammenhang mit diesem Haftungsausschluss ist niederländisches Recht maßgeblich.

Presse Kontakt

NN Investment Partners Deutschland

Birgit Stocker

-Head of PR D/A/CH-

T: +49 69 50 95 49 -15

M: + 49 160 989 63164

E: birgit.stocker@nnip.com

www.nnip.com

Twitter @NNIP_Germany

Über NN Investment Partners

NN Investment Partners (NNIP) ist der Asset Manager der NN Group N.V., einer an der Börse (Euronext Amsterdam) gehandelten Aktiengesellschaft. NNIP hat seinen Hauptsitz in Den Haag, in den Niederlanden und verwaltet weltweit ca. Euro **187** Milliarden (204 Mrd. USD)* Assets under Management für institutionelle Kunden und Privatanleger. NNIP beschäftigt mehr als **1.200** Mitarbeiter und ist in **16** Ländern in Europa, im Nahen Osten, Asien und den USA vertreten.

*Am 7. April 2015 hat ING Investment Management zu NN Investment Partners umfirmiert. NNIP ist Teil der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. 14,1% (abzüglich Aktien im Eigenbesitz, 2. Februar 2016) der NN Group sind derzeit im Besitz der ING Group. ING beabsichtigt die restlichen Anteile an der NN-Gruppe, unter Einbeziehung des von ING mit der Europäischen Kommission abgestimmten Zeitrahmens, vor dem 31. Dezember 2016 zu veräußern. *Stand: Q4 2015, 31. Dezember 2015.*

Weitere Informationen erhalten Sie unter www.nnip.com