

Big Mac(ro): Geldmarktanlagen

Schluss mit CDs

Autor

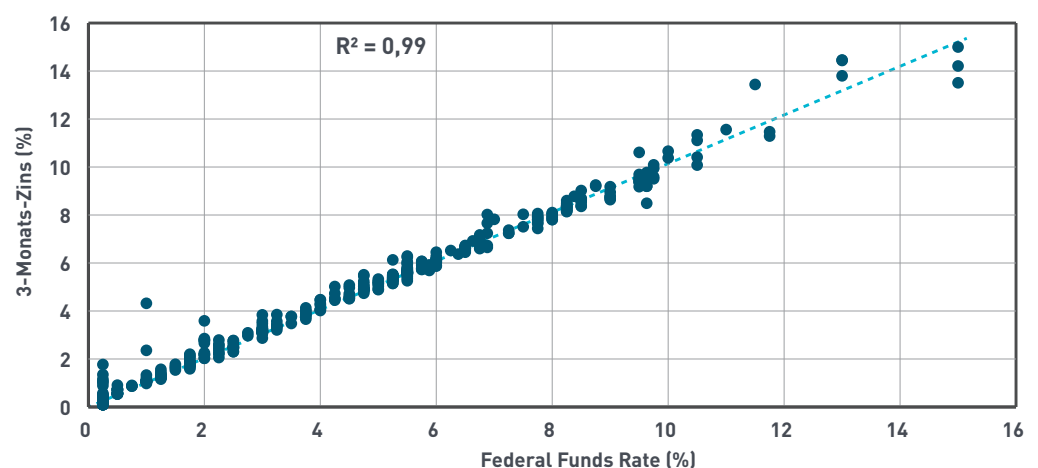


Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Geldmarktanlagen waren in den letzten Monaten sehr beliebt. Solange man weitere Zinserhöhungen fürchtete, boten sie einen gewissen Schutz vor steigenden Renditen und einer schwächeren Konjunktur – und das bei ordentlichen Erträgen. Doch jetzt ist alles anders. Da die Federal Funds Rate, wenn überhaupt, nur noch wenig erhöht wird, dürften Certificates of Deposit (CDs) und andere Geldmarktanlagen demnächst hinter Credits liegen. Daher halten wir einen gewissen Credit-Anteil im Portfolio für eine interessante Alternative.

Da die Zinserhöhungen der Fed zu Ende gehen, rechnen wir künftig mit Mindererträgen von Geldmarktanlagen gegenüber Credits. Die letzte Zinserhöhung war meist ein wichtiger Wendepunkt, ab dem Geldmarktanlagen hinter Anleihen zurückblieben. In dieser Studie bilden wir den Geldmarkt mit dreimonatigen amerikanischen Certificates of Deposit (CDs) ab, für deren Renditen lange Zeitreihen vorliegen. Abbildung 1 zeigt, dass die Korrelation zwischen der Federal Funds Rate und dem so definierten Geldmarktzins meist außerordentlich eng war. Der Geldmarktzins folgte also im Wesentlichen der Federal Funds Rate.

Abbildung 1: Korrelation zwischen der Federal Funds Rate und dem 3-Monats-Zins



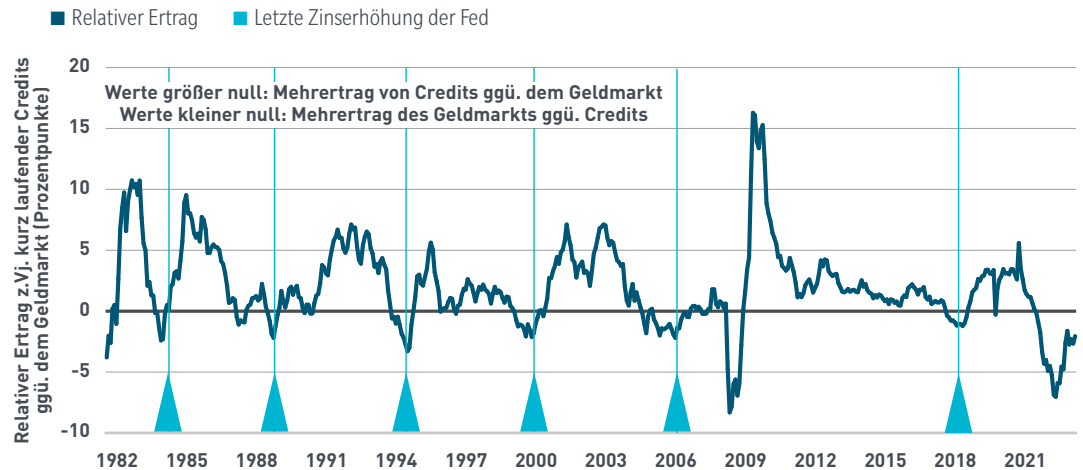
In der Reihe „Big Mac(ro)“ analysieren wir regelmäßig aktuelle Anleihen- und Konjunkturthemen.

Quellen: Bloomberg, Fed, FRED-Datenbank der Fed. Proxy für den Geldmarkt: Zins 3-monatiger amerikanischer Certificates of Deposit (CDs). Monatsdaten von Januar 1982 bis August 2023, nicht saisonbereinigt.



Kurz nach der letzten Zinserhöhung der Fed fielen Geldmarktanlagen meist hinter kurz laufende Credits zurück. Seit 1982 gab es in den USA sechs Zinserhöhungszyklen. Wie Abbildung 2 zeigt, dauerte es dann im Schnitt drei Monate, bis Kurzläufer wieder vor dem Geldmarkt lagen.

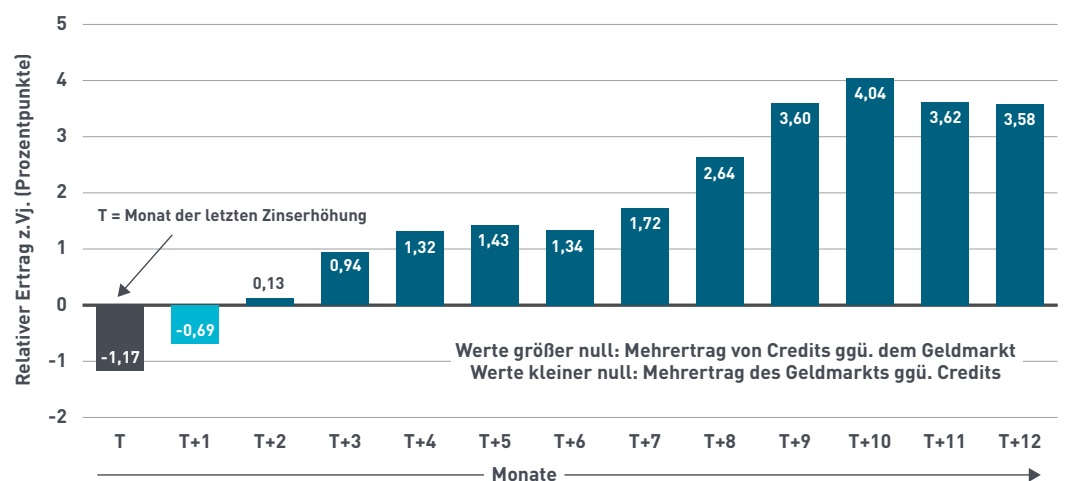
Abbildung 2: Relativer Ertrag kurz laufender Credits ggü. dem Geldmarkt und letzte Zinserhöhungen der Fed



Quellen: Bloomberg, FRED-Datenbank der Fed, ICE BofA. Proxy für den Geldmarkt: Zins 3-monatiger amerikanischer Certificates of Deposit (CDs). Kurz laufende Credits: ICE BofA 1–3 Year US IG Corporate Credit (C1A0). Monatsdaten von Januar 1982 bis August 2023, nicht saisonbereinigt. Annualisierte Erträge, monatlich angepasst.

Der Minderertrag des Geldmarkts wurde im Laufe der Zeit immer größer. In den ersten Monaten nach dem Ende eines Zinserhöhungszyklus hielt er sich meist noch in Grenzen. Drei Monate nach dem letzten Zinsschritt hatte man mit kurz laufenden Credits im Schnitt nur 94 Basispunkte Mehrertrag erzielt, doch dann fiel der Geldmarkt stärker zurück. Nach neun Monaten waren es 360 Basispunkte Mehrertrag, und auch danach blieben die Unterschiede groß (Abbildung 3).

Abbildung 3: Entwicklung des Mehrertrags kurz laufender Credits ggü. dem Geldmarkt nach der letzten Leitzinserhöhung



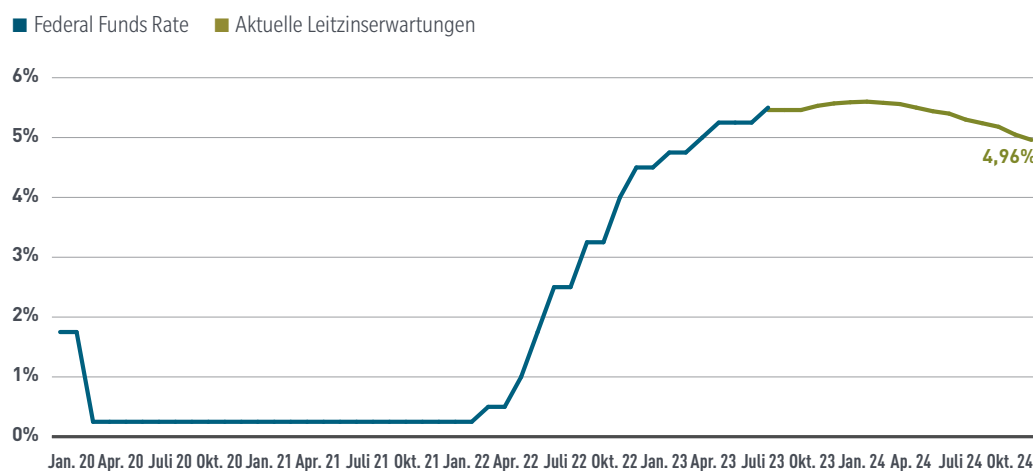
Quellen: Bloomberg, FRED-Datenbank der Fed, ICE BofA. Proxy für den Geldmarkt: Zins 3-monatiger amerikanischer Certificates of Deposit (CDs). Kurz laufende Credits: ICE BofA 1–3 Year US IG Corporate Credit (C1A0). Monatsdaten von Januar 1982 bis Juli 2023, nicht saisonbereinigt. Durchschnitt aus den sechs Zinserhöhungszyklen der Fed seit 1982.



Vielleicht sind wir schon im Monat T+2. Noch ist man sich nicht einig, ob die Fed die Zinsen nach dem Juli ein weiteres Mal anhebt. So oder so haben wir aber entweder das Ende der Zinserhöhungen erreicht oder stehen ganz kurz davor. Aus unserer Sicht gibt es viele gute Argumente dafür, dass die Leitzinsen nicht weiter angehoben werden. Dazu zählt vor allem der deutliche Inflationsrückgang, der die Fed sehr beruhigt haben dürfte. Wenn wir wirklich schon im Monat T+2 angekommen sind, dürften nach unserer Analyse der Vergangenheitsdaten Mindererträge von Geldmarktanlagen nicht mehr lange auf sich warten lassen.

Nach den aktuellen impliziten Leitzinserwartungen dürften die Geldmarktzinsen in den nächsten Quartalen fallen. Wie gesagt, entscheidend für den Geldmarktzins ist die Federal Funds Rate. Dem Terminmarkt zufolge könnte sie bis Ende 2024 auf 4,96% fallen, nach ersten Zinssenkungen im 3. Quartal. Das würde den Ausblick für den Geldmarkt erkennbar schwächen.

Abbildung 4: Federal Funds Rate und Leitzinserwartungen am Terminmarkt

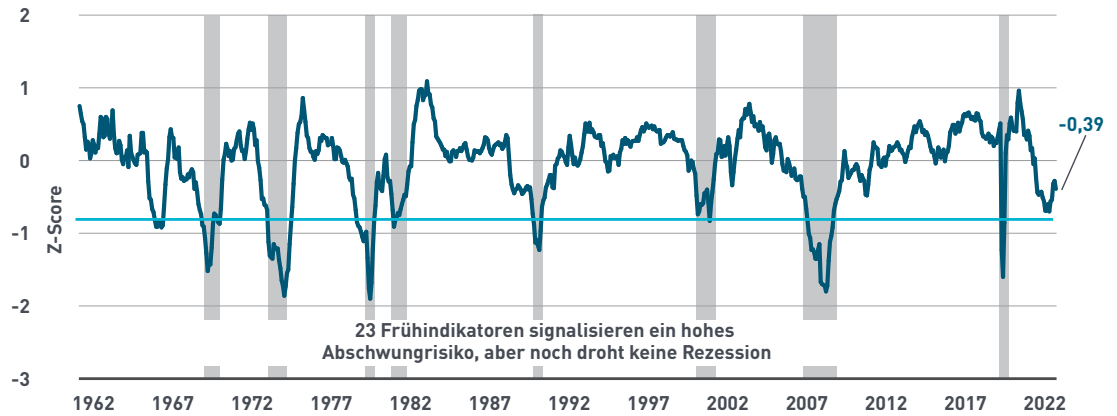


Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Januar 2020 bis August 2023. Implizite Leitzinsen auf Basis der monatlich fälligen Terminkontrakte für die Federal Funds Rate von September 2023 bis Dezember 2024, korrigiert um 125 Basispunkte, weil die Fed eine Obergrenze angibt. Stand 21. September 2023.

Angesichts der Konjunktur scheinen uns mehr Credits sinnvoll. Der Konjunkturausblick hat sich in den letzten Wochen verbessert, und die Rezessionsorgen lassen (etwas) nach. Tatsächlich spricht immer mehr für eine weiche Landung und damit gegen eine defensive Portfolioausrichtung. Für den Anleihenmarkt ist das wichtig, da eine massive Spreadausweitung infolge einer Rezession unwahrscheinlicher wird. Weil die Leitzinsen diesmal sehr schnell und stark angehoben wurden, scheinen weitere kräftige Zinserhöhungen unwahrscheinlich, was ebenfalls für Anleihen spricht. Nach unserem Konjunkturindikator ist das Rezessionsrisiko deutlich zurückgegangen, auch wenn ein ausgeprägter Abschwung weiterhin möglich scheint (Abbildung 5).



Abbildung 5: Der Business Cycle Indicator (BCI) fasst ausgewählte Frühindikatoren für die US-Konjunktur zusammen

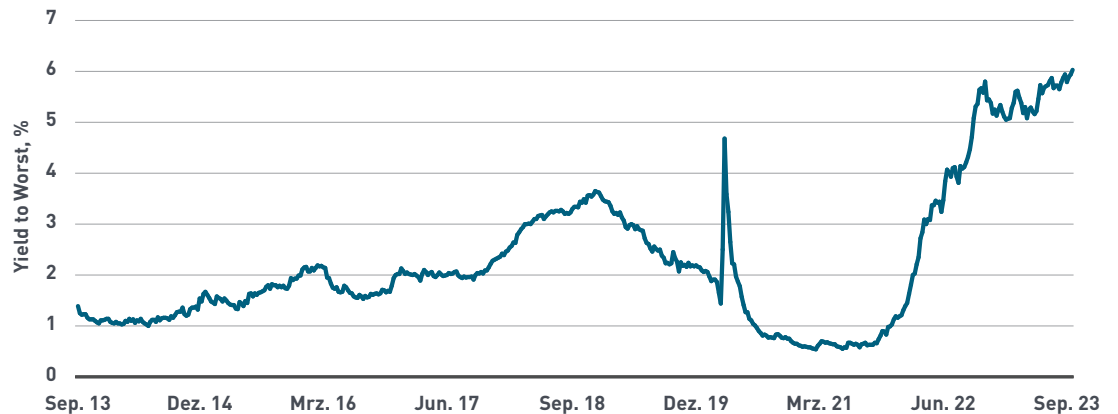


Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Januar 1962 bis August 2023. Der BCI fasst die Z-Scores von 23 Variablen zusammen. Rezessionen nach Definition des National Bureau of Economic Research (NBER) sind grau unterlegt. Der Z-Score gibt gemessen in Standardabweichungen an, wie stark ein bestimmter Datenpunkt über oder unter dem Mittelwert liegt. Die blaue Linie steht für einen Z-Score von minus 0,75, also eine erhebliche Abweichung vom Mittelwert. Mehr Informationen siehe Anmerkung.

Die Markttrenditen sind gestiegen, und das ist diesmal gut. Letztes Jahr hatte vor allem die Inflation für höhere Renditen gesorgt, aber das ist jetzt anders. Wir meinen, dass der jüngste Renditeanstieg vor allem dem besseren Konjunkturausblick zu verdanken ist. Mit einem weiteren Anstieg rechnen wir aber nicht. Wir erwarten eine Stabilisierung der Renditen auf einem höheren Niveau und eine nachlassende Volatilität. Für Anleihen kann das auf Dauer nur gut sein.

Kurz laufende Credits halten wir für recht günstig bewertet. Zurzeit beträgt die Rendite kurz laufender Credits etwa 6,0%, was im Vergangenheitsvergleich sehr viel ist. Sie liegt damit um etwa 60 Basispunkte über dem aktuellen Geldmarktzins (Abbildung 6). Bei einer Duration von zurzeit 1,8 müssten die kurzfristigen Credit-Renditen um etwa 30 Basispunkte steigen, damit die Performance nur noch der dreimonatiger CDs entspricht (unter der Annahme, dass deren Zins in dieser Zeit unverändert bleibt). Wegen der höheren Einstiegsrendite werden niedrigere Erträge also unwahrscheinlicher. Abbildung 7 zeigt die Einjahres-Ertragserwartungen für amerikanische Investmentgrade-Credits mit ein bis drei Jahren Laufzeit für unterschiedliche Kombinationen aus Zins- und Spreadänderungen. Nur in einem Extremszenario (in Rot) würden Verluste anfallen.

Abbildung 6: Renditen kurz laufender Credits



Quellen: Bloomberg, ICE BofA. Kurz laufende Credits: ICE BofA 1–3 Year US IG Corporate Credit (C1A0). Wochen-daten vom 13. September 2013 bis zum 21. September 2023.



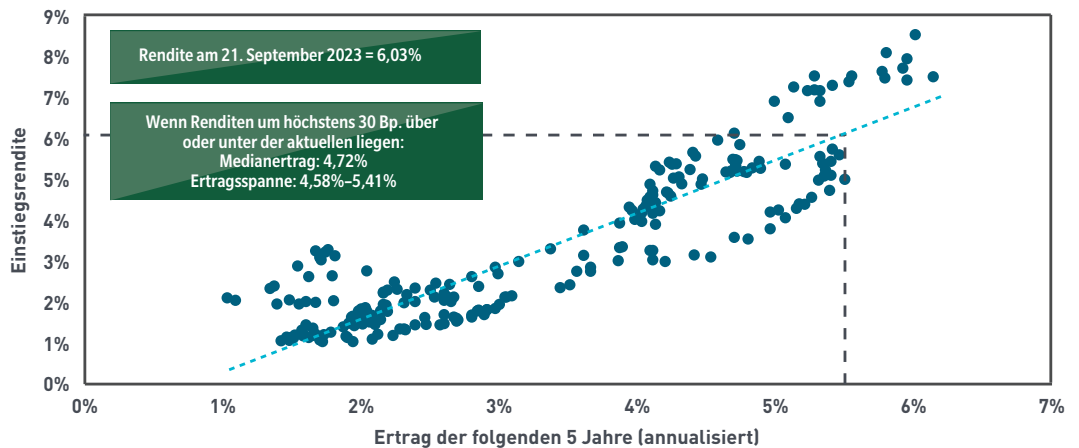
Abbildung 7: 1-Jahres-Ertragserwartungen für kurz laufende US-Credits bei unterschiedlichen Zins- und Spreadentwicklungen (%)

US IG 1-3 Year		Spreadänderung in den nächsten zwölf Monaten												
		-150	-120	-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Zinsänderung in den nächsten zwölf Monaten (Bp.)	+150	5,98	5,43	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67	0,14	-0,40
	+120	6,54	5,98	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67	0,14
	+90	7,09	6,54	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67
	+60	7,65	7,09	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21
	+30	7,65	7,65	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74
	0	8,76	8,20	7,63	7,09	6,54	6,03	5,43	4,87	4,32	3,76	3,21	2,65	2,10
	-30	9,31	8,76	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81
	-60	9,87	9,31	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35
	-90	10,42	9,87	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88
	-120	10,98	10,42	9,77	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42
	-150	11,53	10,98	10,31	9,77	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96

Quellen: Bloomberg, ICE BofA. US IG 1–3 Year: ICE BofA 1–3 Year US IG Corporate Credit Index (C1AO). Auf Basis der Rendite am 21. September 2023 (6,03%) und der Duration an diesem Tag. 1-Jahres-Ertragserwartungen: laufende Rendite plus Nettoveränderung von „risikolosem“ Zins und Spread, multipliziert mit der Duration. Hinweise auf künftige erwartete Erträge und eine künftige Performance sind keine Versprechen oder Schätzungen der tatsächlichen Performance, die ein Anleger erzielen kann; man sollte sich daher nicht auf diese Angaben verlassen. Prognosen nur zur Illustration. Sie sollten nicht als Beratung, Empfehlung oder Performancegarantie interpretiert werden. Die Prognosen beruhen auf subjektiven Schätzungen und Annahmen, die noch nicht erfüllt sind und möglicherweise auch nicht erfüllt werden. Die Projektionen unterliegen Einschränkungen, weil sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen beruhen, sondern auf Modellen und von MFS zusammengestellten Daten. Die Ergebnisse sind keine tatsächlichen und auch kein Hinweis auf mögliche künftige Ergebnisse. Die Performance der einzelnen Investoren kann stark von diesen Zahlen abweichen.

Die Einstiegsrenditen waren meist eng mit den künftigen Erträgen korreliert: Nach den Vergangenheitsdaten besteht ein enger Zusammenhang zwischen Einstiegsrenditen und künftigen Erträgen. Wenn die Rendite kurz laufender Credits zwischen 4,6% und 5,2% lag – also maximal 30 Basispunkte von der aktuellen Rendite entfernt war –, verdiente man in den folgenden fünf Jahren zwischen 4,4% und 5,46%, bei einem Median von 4,72% (Abbildung 8).

Abbildung 8: 1- bis 3-jährige US-Investmentgrade-Unternehmensanleihen: Einstiegsrendite und Ertrag der folgenden 5 Jahre



Quellen: Bloomberg, ICE BofA. Kurz laufende Credits: ICE BofA 1–3 Year US IG Corporate Credit (C1AO). Monatsdaten von Januar 2000 bis August 2023. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge.

Da die Zeit der Zinserhöhungen vorbeigeht, sollte man sich von CDs jetzt trennen. In nächster Zeit rechnen wir mit Mindererträgen von Geldmarktanlagen gegenüber kurz laufenden Credits. Ein gewisser Credit-Anteil scheint uns eine interessante Alternative zum Geldmarkt zu sein – wegen der attraktiven Bewertungen, des besseren Wachstumsausblicks und der günstigen Inflationsentwicklung. ▲



Anmerkung

Der Frühindikatorindex enthält folgende Variablen: Erstanträge auf Arbeitslosengeld (US-Arbeitsministerium), Baugenehmigungen (US Census Bureau), Konjunkturerwartungsindex (Diffusionsindex, Philadelphia Fed), Verkäufe neuer Immobilien (US Census Bureau), Konsumklimaindex (University of Michigan), Konsumklimaindex (Conference Board), Investitionserwartungen auf Basis der Fed-Regionalumfragen (New York, Richmond, Dallas, Kansas City, Philadelphia), Auftragseingangskomponente des ISM-Index (Institute for Supply Management), Veränderungen der Gewinnmargen von Unternehmen (Bureau of Economic Analysis), Gewinnwachstum der Unternehmen (Bureau of Economic Analysis), Gewinnmargen der Unternehmen (Bureau of Economic Analysis), Outputlücke (Congressional Budget Office), US-Verbraucherpreisindex – Energie (Bureau of Labor Statistics), Empire State Survey für das Verarbeitende Gewerbe (New York Fed), National Association of Home Builders Market Index (NAHB), NFIB Small Business Optimism Index (NFIB), Baubeginne (US Census Bureau), Senior Loan Officer Opinion Survey – Nettoanteil der inländischen Umfrageteilnehmer, die die Bedingungen für Kredite an kleinere Unternehmen straffen (Fed), ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe (Institute for Supply Management), ISM-Index für den Dienstleistungssektor (Institute for Supply Management), Investitionsquote – Ausrüstungs- und Bauinvestitionen in % des BIP, durch Interpolation gewonnene Monatswerte (Bureau of Economic Analysis), Veränderung der Vergütungsquote – 12-Monats-Veränderung der Lohnsumme von Arbeitnehmern in % des BIP (Bureau of Economic Analysis), Lohnstückkosten (Bureau of Labor Statistics).

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.