



Abschied vom Geldmarkt? Rückkehr zu Anleihen?

Im Überblick

- In den letzten Monaten hat sich das Makroumfeld grundlegend verändert. Die Leitzinsen dürften nicht weiter steigen, und weltweit werden die Notenbanken sie wohl bald senken.
- Der Wechsel von Zinserhöhungen zu Zinssenkungen dürfte die Anlageerträge auf Monate, wenn nicht Jahre, beeinflussen. Wenn sich die Vergangenheit wiederholt, ist das neue Umfeld für die zurzeit großen Geldmarktpositionen vieler Anleger ungünstig. Bei Zinssenkungen gehen die Geldmarkterträge sofort zurück.
- Günstig waren Wendepunkte wie jetzt aber oft für Qualitätsanleihen, deren Kurse dank fallender Renditen kräftig stiegen.
- Anleger können ihre defensiven Positionen jetzt aufstocken und vielleicht günstig wie selten in Qualitätsanleihen investieren.



Haran Karunakaran
Investmentdirektor

In den letzten Monaten hat sich das Makroumfeld grundlegend verändert. Nicht nur in den USA sorgte der stabile Konsum für Wachstum. Zugleich ist die Inflation erkennbar gefallen – auch in Gütergruppen, deren Preise lange kräftig gestiegen waren. Anleger fragen sich nicht mehr, wie oft die Zinsen noch erhöht werden – sondern, wann und wie oft die Notenbanken sie in nächster Zeit senken.

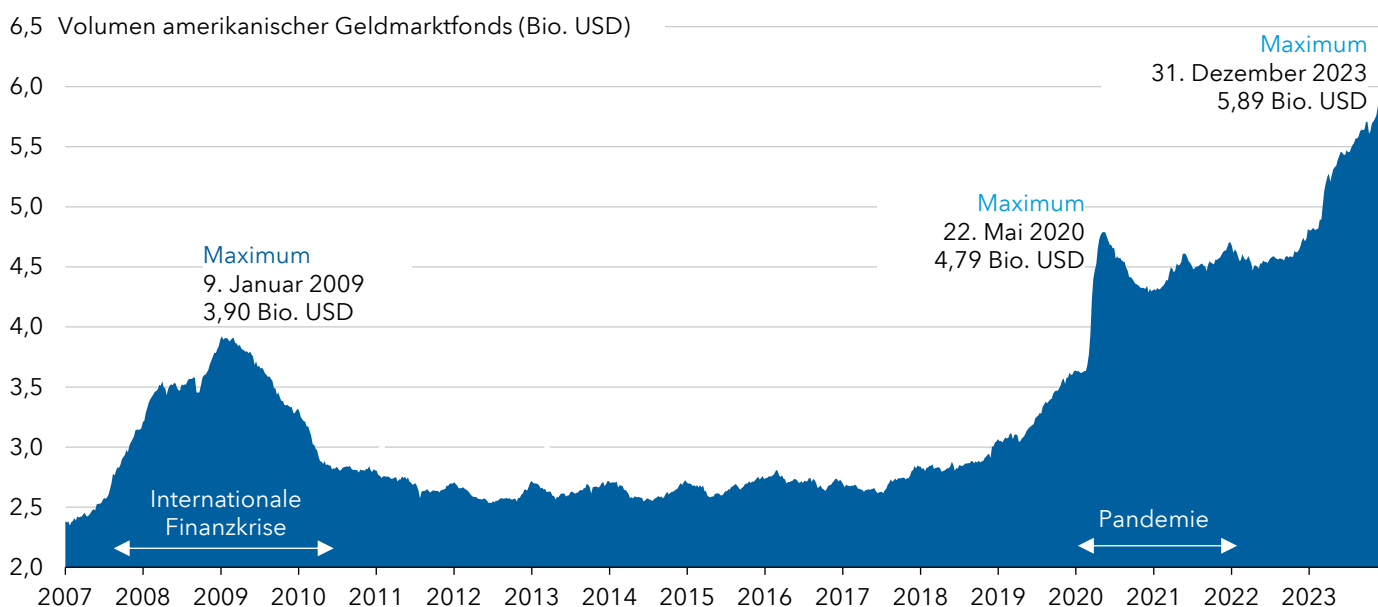
Im Dezember 2023 stellte die Fed in ihrem Dot Plot (der die Prognosen der Offenmarktausschussmitglieder zusammenfasst) Zinssenkungen um 75 Basispunkte in diesem und um weitere 100 Basispunkte im nächsten Jahr in Aussicht. Zwar führen Änderungen der Inflations- und Zinserwartungen immer wieder zu kurzfristiger Volatilität, doch lassen die Fed und andere Notenbanken keinen Zweifel daran, dass sie die Zinsen in den nächsten Jahren senken wollen.

Solche Wendepunkte der Geldpolitik hatten oft große Auswirkungen auf die Markterträge. Anleger sollten deshalb ihre defensiven Positionen überdenken.

In den letzten Jahren haben viele Investoren große Kassebestände aufgebaut. Das Volumen amerikanischer Geldmarktfonds hat sich gegenüber der Vor-Corona-Zeit auf heute fast 6 Billionen US-Dollar verdoppelt – und wäre einschließlich Termingeld und anderer geldmarktnaher Anlagen sogar noch größer. Und das gilt nicht nur für die USA. Auch in vielen anderen Ländern wurde verstärkt in den Geldmarkt investiert.

Hohe Kassebestände warten auf Anlagemöglichkeiten

Geldmarktanlagen auf Rekordniveau

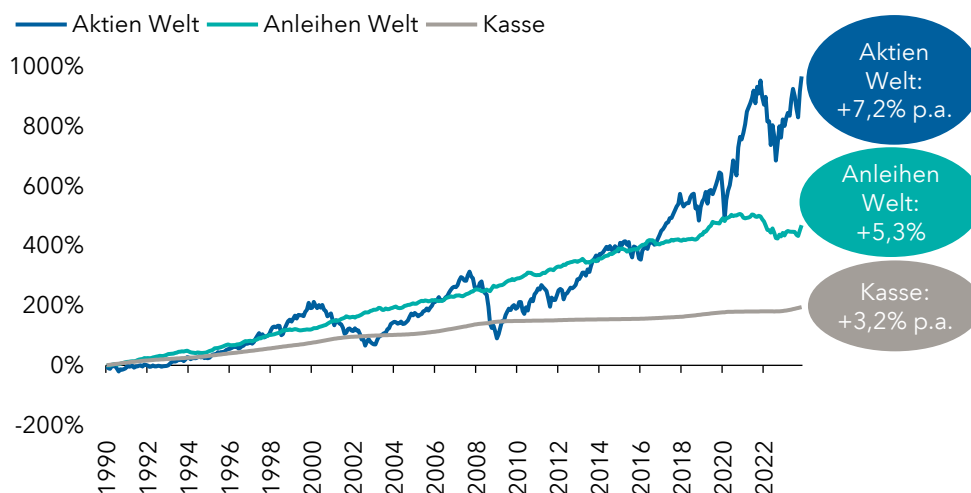


Stand 31. Dezember 2023. Quellen: Capital Group, Bloomberg, Investment Company Institute (ICI). Die Dauer der internationalen Finanzkrise und der Pandemie sind Näherungswerte.

Manchmal können sehr hohe Kassebestände ein Portfolio absichern. Besonders deutlich sah man das im volatilen Jahr 2022, als Aktien wie Anleihen (erstmal seit fast 50 Jahren) gleichzeitig verloren und man fast nur am Geldmarkt etwas verdienen konnte. Doch nur ein Jahr später erlebten wir das Gegenteil: 2023 blieben Geldmarktanlagen klar hinter Anleihen zurück.

Kasse ist ein defensives Finanzinstrument, das man am besten taktisch und nicht im Übermaß einsetzt. Langfristig blieben Geldmarktanlagen hinter Anleihen zurück. Wer dauerhaft viel Kasse hält, verzichtet auf Ertrag.

Langfristig haben hohe Kassequoten den Erträgen geschadet



Stand 31. Dezember 2023. Quelle: Bloomberg. Gesamterträge in US-Dollar. Daten ab 31. Januar 2002, dem gemeinsamen Auflegungsdatum der drei abgebildeten Indizes. Aktien Welt: MSCI All Country World Total Return Index, Anleihen Welt: Bloomberg Global Aggregate Index USD-Hedged, Geldmarkt: JPMorgan 3-Month Cash Index

Anleger sollten deshalb prüfen, ob ihre hohen Kassequoten wirklich noch sinnvoll sind. Das Umfeld hat sich enorm verändert. Da die Inflation nachlässt und die Notenbanken Zinssenkungen vorbereiten, könnten umfangreiche Geldmarktanlagen jetzt weniger interessant sein. Qualitätsanleihen sind nämlich ebenfalls eine defensive Anlage - und noch dazu eine, deren Erträge bei fallenden Zinsen steigen. Mit anderen Worten: Es könnte sich anbieten, wieder in traditionellere defensive Anleihen umzuschichten.

Lehren aus der Vergangenheit

Vergangenheitsanalysen liefern wichtige Hinweise darauf, wie sich Anleihen und Geldmarktanlagen in unterschiedlichen Konjunkturphasen entwickeln. 2022 hat gezeigt, wie sehr steigende Zinsen Anleihen schaden. Am Geldmarkt war man sehr viel besser aufgehoben.

Weltweit dürften die Zinserhöhungen aber bald enden. Stehen wir jetzt vor einem Wendepunkt, sodass sich Anleihen wieder lohnen? Wenn sich die Geschichte wiederholt, ist die Antwort ein klares Ja.

Die Analyse aller längeren US-Zinserhöhungszyklen seit den 1980ern¹ zeigt ein interessantes Muster.

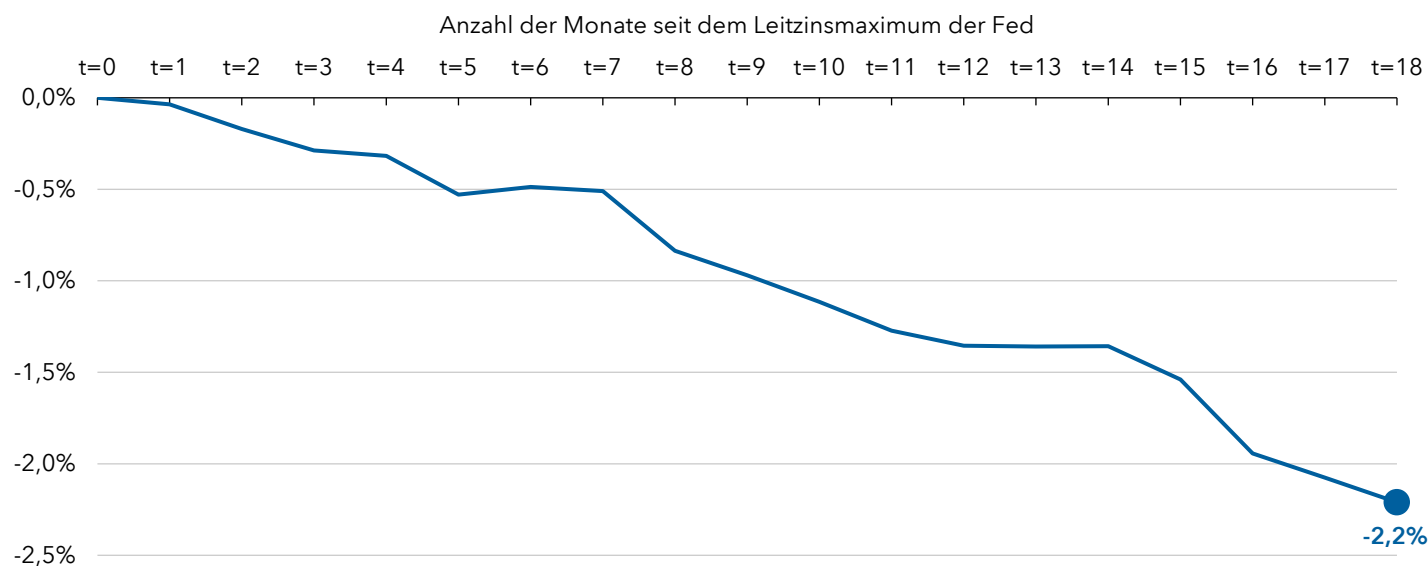
1. Nach der letzten Zinserhöhung gehen die Geldmarktrenditen schnell zurück

Zunächst fällt auf, wie schnell die Renditen geldmarktnaher Instrumente nach der letzten Zinserhöhung der Fed meist fielen. 18 Monate nach dem Ende der fünf letzten Erhöhungszyklen war die Rendite des JPMorgan USD 3-Month Cash

1. Auf Basis der Federal Funds Rate. Erhöhungszyklen: 1988-89, 1994-95, 1999-2000, 2004-06, 2015-18.

Index im Schnitt um 220 Basispunkte niedriger. Grund ist, dass die Notenbanken ihre Zinsen bei einem Inflationsrückgang meist schnell senken, manchmal auch, um einen zu starken Konjunkturerückgang zu verhindern. Diese Zinssenkungen wirken sich sofort auf die Geldmarktzinsen aus (und auf die Renditen anderer variabel verzinslicher Instrumente wie Termingeld, variabel verzinsliche Unternehmensanleihen und einen Großteil an Leveraged Loans und Private Debt). Wer also am Geldmarkt investiert bleibt, muss immer niedrigere Zinsen akzeptieren - und damit wesentlich geringere Erträge als zu Beginn des Zinszyklus erwartet.

Durchschnittliche kumulierte Veränderung der Geldmarktzinsen nach der letzten Zinserhöhung der Fed



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

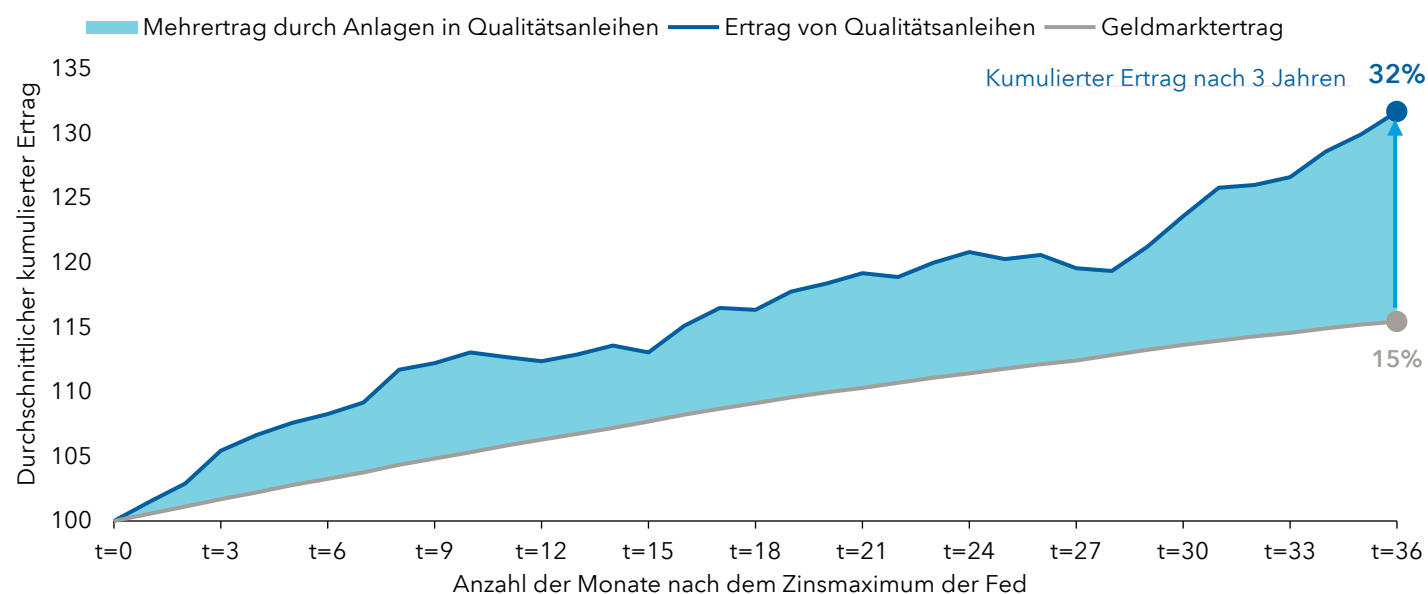
Quellen: Bloomberg, US Federal Reserve. Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen Rückgang der Rendite des JPMorgan USD 3-Month Cash Index seit dem Monat, in dem die Fed letztmalig ihren Leitzins angehoben hat (Durchschnitt der letzten fünf Erhöhungszyklen in den Jahren 1989 bis 2018).

2. Das Ende der Zinserhöhungen ist gut für Anleihen

Nach dem Ende der Zinserhöhungen hat man mit Qualitätsanleihen meist mehr verdient als mit geldmarktnahen Anlagen. In den folgenden drei Jahren verzeichneten Qualitätsanleihen (gemessen am Bloomberg US Corporate Bond Index) im Schnitt 32% Ertrag - etwa doppelt so viel wie der Geldmarkt (gemessen am JPMorgan USD 3-Month Cash Index). Für defensive Qualitätsanleihen ist das eine beeindruckende Performance. Offensichtlich sorgt die Zinswende hier für außergewöhnliche Chancen.

Was passiert nach dem Leitzinsmaximum?

Durchschnittlicher kumulierter Ertrag eines Anleiheninvestments nach dem Zinsmaximum der Fed



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quelle: Bloomberg

Qualitätsanleihen: Bloomberg US Corporate Bond Index, Geldmarkt (Proxy): JPMorgan USD 3-Month Cash Index Erhöhungszyklen: 1988-89, 1994-95, 1999-2000, 2004-06, 2015-18

3. Lange investiert sein

Gegen Ende 2023 haben Anleihen kräftig zugelegt. In nur wenigen Wochen sind die US-Staatsanleihenrenditen um etwa 100 Basispunkte gefallen. Für Investoren war das gut, weil sich Anleihenurse und Renditen gegenläufig entwickeln.

Bedeutet das aber, dass man das Beste schon verpasst hat?

Für mich ist die Antwort ein klares und deutliches Nein. Natürlich wäre es noch besser gewesen, wenn man schon vor der Rallye in Anleihen umgeschichtet hätte. Doch wer sich an einem solchen Market Timing versucht, macht das oft vergebens.

Viel wichtiger ist, lange investiert zu sein. Die Wende der Geldpolitik steht kurz bevor - der Wechsel von einem der größten Zinserhöhungszyklen der Geschichte zu einem normaleren Umfeld. Wir erleben eine strukturelle Veränderung, die - wenn sich die Geschichte wiederholt - Anleihen langfristig nützen dürfte.

In früheren Zinszyklen hat man nach einer solchen Wende mit Anleihen mehr als drei Jahre lang deutlich mehr verdient als am Geldmarkt. Es ist also noch längst nicht zu spät. Entscheidend ist nicht, ob man exakt den richtigen Zeitpunkt trifft, sondern, dass die Asset-Allokation zum Makroumfeld passt. Wichtig ist auch, lange investiert zu sein, um von solchen langfristigen Entwicklungen zu profitieren.

Warum lassen Anleihen den Geldmarkt nach der letzten Zinserhöhung hinter sich?

Wenn die Notenbanken die Zinsen senken, verdient man mit Qualitätsanleihen aus zwei Gründen oft viel:

- **Renditevorsprung:** Qualitätsanleihen bieten meist höhere Renditen als der Geldmarkt. Heute beträgt der Renditevorsprung amerikanischer Unternehmensanleihen etwa 50 bis 150 Basispunkte (je nachdem, wie man den Geldmarkt definiert). Über mehrere Jahre entsteht daraus ein deutlicher Vermögensvorteil.
- **Kursgewinne:** Wenn die Notenbanken die Zinsen nicht mehr erhöhen, sondern senken, steigen die Kurse von Festzinstiteln. So haben US-Unternehmensanleihen heute eine Duration von etwa sieben Jahren. Bei einem Renditerückgang um 1 Prozentpunkt steigen die Anleihenkurse daher um 7% – zusätzlich zum Renditevorsprung.

Wer also beim Leitzinsmaximum in Anleihen investiert, kann sich attraktive Renditen langfristig sichern und über viele Jahre interessante Erträge erzielen.

Zinssenkungen sind für geldmarktnahe Anlagen hingegen schlecht. Stellen Sie sich einen Anleger vor, der mit Dreimonatsgeld heute 4% p.a. verdient. Wenn die Notenbanken die Zinsen senken, dürften auch die Termingeldzinsen fallen. Nach der Erfahrung früherer Zyklen kann aus dem ursprünglichen Zins von 4% leicht einer von nur noch 1,8% p.a. werden. Auf Mehrjahressicht verdient der Termingeldanleger dann deutlich weniger als zu Beginn erhofft.

Warum Anleihen defensiv sind

Im Portfolio haben Anleihen wichtige defensive Funktionen:

- **Diversifikation von Aktienpositionen:** Mit Qualitätsanleihen konnte man Aktienpositionen meist gut diversifizieren. Sie können die Volatilität verringern und das Portfolio stabilisieren.
- **Kapitalschutz:** Qualitätsanleihen sorgen langfristig für eine gewisse Stabilität, indem sie das investierte Kapital schützen.
- **Laufender Ertrag:** Solange die Emittenten zahlungsfähig bleiben, bieten Anleihen berechenbare laufende Erträge. Sie können Kursschwankungen abfedern und die Gesamterträge stabilisieren.

Nach dem Renditeanstieg der letzten beiden Jahre bieten Qualitätsanleihen sehr viel höhere laufende Erträge. Um ausreichenden laufenden Ertrag zu erzielen, muss man jetzt also nicht mehr in risikoreichere Titel investieren – und mit Qualitätsanleihen lassen sich jetzt wieder Risiken abfedern, ohne Rendite opfern zu müssen.

Konsequenzen für Anleger

Viele Investoren machen sich zurzeit Gedanken über ihre defensiven Portfoliositionen. Zwei Dinge sollten sie dabei beachten.

Erstens: Defensive Positionen sind heute vielleicht so wichtig wie seit vielen Jahren nicht mehr. Die Konjunkturrisiken sind hoch, und Rezessionen sind nicht ausgeschlossen. Hinzu kommen eine unsichere Weltlage und wichtige Wahlen, die ebenfalls Kursschwankungen auslösen können.

Investoren können sich wieder auf die traditionelle Rolle von Anleihen besinnen. Festzinstitel können wieder ihre klassische Aufgabe erfüllen und Portfolios stabilisieren. Das gilt vor allem für Qualitätsanleihen, die vor Verlusten und Aktienmarktvolatilität schützen können.

Zweitens sind auch die Ertragsaussichten von Anleihen zurzeit gut wie selten. Ihre Renditen sind fast so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Wer also jetzt investiert, kann sich für viele Jahre hohe Erträge sichern. Wenn die Notenbanken in den nächsten Jahren ihre Zinsen senken, kommen noch Kursgewinne hinzu. Für den Geldmarkt sind fallende Zinsen hingegen schlecht, weil die Geldmarktrenditen dann sofort zurückgehen.

Der Ausblick für Qualitätsanleihen ist heute so gut wie seit vielen Jahren nicht mehr. Bei fallenden Leitzinsen hat man am Geldmarkt immer weniger verdient, während die Aussichten für Qualitätsanleihen meist immer besser wurden. Sollte man also jetzt umschichten? Ich glaube, dass man ein Portfolio mit Qualitätsanleihen selten besser stärken konnte als jetzt.

Haran Karunakaran ist Investmentdirektor bei Capital Group. Er hat 18 Jahre Branchenerfahrung und ist seit zwei Jahren im Unternehmen. Davor war er Senior Vice President und Anleihenstrategie bei PIMCO. Karunakaran hat einen MBA von der London Business School und einen Bachelor in BWL mit Schwerpunkten in Finanzen und Volkswirtschaft von der University of Sydney. Er ist CFA® und arbeitet in Sydney.

Las declaraciones atribuidas a una persona concreta representan las opiniones de dicha persona en la fecha de la publicación, y no reflejan necesariamente las opiniones de Capital Group o de sus filiales.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2024 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF5812601 STR DE AT CH (DE) P**