

Der europäische Markt für Investmentfonds und die Rolle von Rentenfonds im Niedrigzinsumfeld

Als Folge umfangreicher Netto-Mittelzuflüsse und deutlicher Bewertungsgewinne sind die von Investmentfonds verwalteten Vermögen in den vergangenen Jahren weltweit kräftig gewachsen. Damit schlägt sich auch in der Fondsbranche die seit der Finanzkrise allgemein gestiegene Relevanz der Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle und Anlagemöglichkeit nieder. Am europäischen Markt für Investmentfonds ist außerdem eine wachsende Bedeutung grenzüberschreitender Fonds zu verzeichnen. Dies deutet auf eine zunehmende Marktintegration hin.

Europäische Rentenfonds, die Ende des zweiten Quartals 2019 Anlagen in Höhe von 3,4 Billionen € verwalteten, standen in den letzten Jahren stark im Zeichen des sich verfestigenden Niedrigzinsumfelds: Zum einen stützten die rückläufigen Zinsen die Anlagebereitschaft der Investoren in Fonds, da diese von Kursgewinnen profitierten und alternative zinstragende Anlagen geringere Erträge erwarten ließen; zum anderen prägte das Motiv der Renditesuche verstärkt das Anlagenmanagement der Fonds, die in ihren Portfolios riskantere, weniger liquide und lange laufende Schuldverschreibungen stärker gewichteten. Bei ihrem Engagement in europäischen Schuldverschreibungen äußerte sich dies in einem höheren Anteil von Unternehmensanleihen; dieser Anstieg ging zulasten der Anteile von Staatsanleihen und Bankschuldverschreibungen. Dass dadurch die Liquiditätsrisiken auf der Aktivseite der Fonds zunahmen, ist vor allem für Publikumsfonds mit vielen kleinen Anlegern von Bedeutung. Einschlägigen Analysen zufolge sind diese Fonds in Phasen rückläufiger Kurse besonders anfällig gegenüber Mittelabflüssen, die sich über Rückkoppelungseffekte mit den Wertpapiermärkten selbst verstärken können. Zusammengefasst unterstreicht dies den hohen Stellenwert einer aktiven Steuerung der Portfolioliquidität, mit der die Fonds liquiditätsinduzierten, sich selbst verstärkenden Mittelabflüssen vorbeugen können.

Der globale Markt für Investmentfonds

Markt für Investmentfonds kräftig gewachsen

Die von Investmentfonds verwalteten Vermögen sind in den letzten Jahren weltweit kräftig gewachsen. Der globale Markt für Investmentfonds wird dabei weiterhin von US-amerikanischen Fonds dominiert. So entfällt auf US-Fonds derzeit knapp die Hälfte der weltweit verwalteten Vermögen in Höhe von (umgerechnet) 48,0 Billionen € (siehe Tabelle auf S. 37). Für im Euroraum ansässige Fonds liegt dieser Anteil bei knapp einem Viertel: Sie hielten zum Ende des ersten Quartals 2019 Vermögenswerte in Höhe von 11,4 Billionen € und damit etwas mehr als doppelt so viel wie Ende 2011. Auch in Relation zum jährlichen Bruttoinlandsprodukt (BIP) stiegen die von den Fonds verwalteten Vermögen merklich an. Im Euroraum entsprachen sie zuletzt ungefähr dem BIP des Jahres 2018, nachdem sie im Jahr 2011 nur etwa das 0,6-fache des damaligen BIP betragen hatten.

Marktwachstum reflektiert Netto-Mittelzuflüsse und Bewertungsgewinne

Das Wachstum der verwalteten Vermögen spiegelt sowohl deutliche Bewertungsgewinne als auch umfangreiche Netto-Mittelzuflüsse wider. Weltweit erwarben die Anleger seit Anfang 2012 für netto 10,7 Billionen € Investmentfondsanteile, wobei sie in ähnlichem Umfang in europäische und US-amerikanische Fonds investierten (3,8 Billionen € bzw. 3,7 Billionen €). Vor allem US-amerikanische Fonds, deren Vermögen seit 2012 um insgesamt 12,0 Billionen € anstieg, verzeichneten außerdem kräftige Bewertungsgewinne. So stiegen beispielsweise die Aktienkurse weltweit – gemessen am Aktienindex MSCI – von Ende 2011 bis Ende März 2019 um 78 %.¹⁾ In den USA betrug das Kursplus sogar 125 % (S&P 500).²⁾ Im Vergleich hierzu erhöhte sich das Vermögen europäischer Fonds mit 5,8 Billionen € in geringerem Ausmaß. Dass ihre Bewertungszuwächse merklich schwächer ausfielen, dürfte vor allem mit dem vergleichsweise niedrigen Gewicht europäischer Aktienfonds zusammenhängen.

Hinsichtlich des Anlageschwerpunkts haben Aktienfonds weltweit die größte Bedeutung; auf sie entfallen 42 % des insgesamt verwalteten Vermögens. Hierin spiegelt sich vor allem die wichtige Rolle US-amerikanischer Aktienfonds wider, die mehr als die Hälfte des Vermögens US-amerikanischer Fonds verwalten. Verglichen mit den USA liegt der Schwerpunkt im Euroraum ansässiger Investmentfonds stärker auf Schuldverschreibungen. Darin dürfte neben den allgemeinen Anlegerpräferenzen auch der beispielsweise in Deutschland hohe Stellenwert institutioneller Anleger zum Ausdruck kommen, die in größerem Umfang Mittel in Gemischten Fonds und Rentenfonds anlegen. Insgesamt ist das Vermögen europäischer Aktienfonds, Gemischter Fonds und Rentenfonds jeweils annähernd ähnlich hoch.

Aktienfonds weltweit am bedeutendsten, im Euroraum aber auch Gemischte Fonds und Rentenfonds wichtig

Der Bedeutungszuwachs der Investmentfonds hängt mit einer wachsenden Relevanz der Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle und Anlagemöglichkeit zusammen. Dies geht zum einen auf Gründe zurück, die möglicherweise zeitlich begrenzt wirksam sind, wie die nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise gelockerte Geldpolitik und die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken. Im Euroraum dürften die Anleihekaufprogramme des Eurosystems dazu beigetragen haben, die markt-basierten Fremdfinanzierungskosten zu senken. Das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) dürfte außerdem die Emissionstätigkeit nichtfinanzieller Unternehmen am Anleihemarkt gestützt haben.³⁾ Zum anderen spielen für den gestiegenen Stellenwert der Kapitalmarktfinanzierung sicherlich auch längerfristige Faktoren eine wichtige Rolle, wie das Bemühen der Unternehmen, sich verstärkt von Banken unabhängige Finanzierungs-

Steigende Relevanz der Kapitalmärkte stützt Markt für Investmentfonds

¹⁾ Der genannte Kursanstieg bezieht sich auf den in US-Dollar denominierten Aktienindex MSCI.

²⁾ Kursgewinne erzielten Fondsgesellschaften auch durch den Renditerückgang am Anleihemarkt. Außerdem kam auf US-Dollar lautenden Fonds bei der Umrechnung in Euro zugute, dass die amerikanische Währung im Analysezeitraum gegenüber dem Euro um 15 % aufwertete.

³⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 26.

quellen zu erschließen, die nach der globalen Finanzkrise verschärfte Bankenregulierung und die anhaltende Konsolidierung der Bankbilanzen. Im Euroraum wurde diese Entwicklung außerdem durch Initiativen zur Weiterentwicklung der Kapitalmärkte begleitet. Hierzu zählen zum Beispiel noch relativ kleine, neu etablierte, auf mittelgroße Unternehmen abzielende Aktien- und Rentenmärkte.⁴⁾

Vorteile von Investmentfonds aus Anlegersicht

Aus Sicht der Anleger bieten Investmentfonds zudem einige Vorteile, die das Marktwachstum gestützt haben dürften. Mit Investmentfonds können sie ihre Anlagen vergleichsweise einfach diversifizieren, professionell verwalten lassen und in ansonsten gegebenenfalls nur schwer zugängliche Märkte investieren. Börsengehandelte Fonds (Exchange-Traded Funds: ETFs), deren Marktvolumen in den vergangenen Jahren sehr dynamisch wuchs, bieten den Anlegern außerdem den Vorteil vergleichsweise niedriger Fondsgebühren.⁵⁾

Bedeutungszuwachs der Fonds gesamtwirtschaftlich grundsätzlich vorteilhaft

Grundsätzlich kann die gestiegene Bedeutung der Investmentfonds dazu beitragen, die Effizienz und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu verbessern und damit wichtige gesamtwirtschaftliche Vorteile mit sich bringen. Investmentfonds können für die Realwirtschaft – vor allem in Krisenphasen – eine wichtige zusätzliche Finanzierungsquelle sein. Ihre gestiegene Relevanz dürfte außerdem den internationalen Kapitalverkehr anregen und den Wettbewerb um Anlagemittel im Finanzsystem stärken. Dem stehen aber auch Risiken für eine effiziente Kapitalallokation oder im Extremfall sogar für die Finanzstabilität gegenüber. Diese Risiken, die letztlich aus spezifischen Anreizen für die Fondsmanager und -anleger resultieren, dürften im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld gewachsen sein. Hierbei spielt eine Rolle, dass auf eine vorangegangene Renditesuche der Fonds ein abrupter Abverkauf risikobehafteter Vermögenswerte folgen kann und Investoren einen Anreiz haben können, ihre Fondsanteile schneller als andere Investoren zurückzugeben („First Mover“-Vorteil).

Von Investmentfonds verwaltetes Vermögen ^{*)}

Position	Welt	USA	Euroraum
Fondsvermögen 2011 4. Vj. (Mrd €)	23 311	10 601	5 601
Relation zum BIP (2011)	0,4	0,9	0,6
Fondsvermögen 2019 1. Vj. (Mrd €)	48 017	22 555	11 427
Relation zum BIP (2018)	0,7	1,3	1,0
Anteil Aktienfonds (%)	42	54	29
Anteil Gemischte Fonds (%)	17	14	26
Anteil Rentenfonds (%)	21	20	29
Aggregiertes Mittelaufkommen 2012 bis 2019 1. Vj. (Mrd €)	10 668	3 697	3 784

Quellen: International Investment Funds Association (IIFA), IWF, EZB (für den Euroraum). * Netto-Vermögenswert offener Investmentfonds einschl. Geldmarktfonds. Letzter gemeinsamer Datenstand ist das erste Vierteljahr 2019. Für den Euroraum liegen jedoch bereits Zahlen für das zweite Vierteljahr 2019 vor (11,7 Billionen €).

Deutsche Bundesbank

Wichtige Merkmale des europäischen Marktes

Ein großer Teil der Vermögen europäischer Investmentfonds (inkl. Geldmarktfonds) wird von Fonds verwaltet, die in den beiden Finanzzentren Luxemburg und Irland ansässig sind. In den letzten Jahren nahm der hohe Stellenwert dieser beiden Finanzzentren sogar noch zu: So stieg ihr Anteil am insgesamt verwalteten Nettovermögen zwischen Anfang 2012 und Juni 2019 von etwa 46 % auf 54 %. Auf in Deutschland und Frankreich ansässige Fonds entfielen zuletzt 19 % beziehungsweise 11 % der insgesamt im Euroraum verwalteten Vermögenswerte.

Finanzzentren spielen eine wichtige Rolle am europäischen Markt für Investmentfonds

⁴ Bspw. wurde mit den Wachstumsmärkten für kleine und mittlere Unternehmen („SME growth markets“) gem. der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) eine neue Kategorie von Handelsplätzen eingeführt, über die solchen Unternehmen der Zugang zu den Kapitalmärkten erleichtert werden soll.

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).

OGAW-Richtlinien dürften Finanzzentren gestärkt haben

Die traditionell wichtige Rolle der Finanzzentren für den Investmentfondssektor dürfte durch den regulatorischen Rahmen, und zwar insbesondere die OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren)-Richtlinien zusätzlich gestärkt worden sein.⁶⁾ Dieses harmonisierte Regelwerk der EU ermöglicht es beispielsweise, die Anteile eines Fonds auf mehrere Fondsanteilsklassen zu verteilen. Die Anteilsklassen können sich hinsichtlich der Währung, der Ertragsverwendung oder des Ausgabeaufschlags unterscheiden. Damit können bestimmte Anlegergruppen gezielt angesprochen und auch steuerliche Regelungen berücksichtigt werden. Ein weiteres wichtiges Merkmal der OGAW-Richtlinien ist der sogenannte „Europäische Pass“. Dies bedeutet, dass ein in einem EU-Land ansässiger Fonds in einem anderen EU-Land vertrieben und erworben werden kann. Der Europäische Pass dient somit dem Ziel, einen Binnenmarkt für Investmentfonds zu schaffen. Der dadurch verstärkte Wettbewerb unter den Fondsgesellschaften dürfte die Attraktivität der Finanzzentren gestärkt haben. Finanzzentren, die die OGAW-Richtlinien relativ zügig in nationales Recht umsetzten, bieten den Fonds günstige Rahmenbedingungen. Gemäß einschlägigen empirischen Untersuchungen kommen ihnen zudem fondsspezifische Rechtsvorschriften, ein eingespielter Genehmigungsprozess und die vorhandene personelle Expertise zugute.⁷⁾

Wachsende Bedeutung grenzübergreifender Fonds, ...

Finanzzentren haben auch deshalb an Bedeutung gewonnen, weil Anleger vermehrt in grenzübergreifenden Fonds (Cross-border Funds) investierten, also Fonds, die in einem anderen Land ansässig sind als die Investoren. Gemäß Angaben des Branchenverbands EFAMA (European Fund and Asset Management Association) stieg der Anteil des von diesen Fonds verwalteten Vermögens am Gesamtvermögen der von europäischen Investoren gehaltenen Fonds in den letzten Jahren merklich an, und zwar auf etwa ein Drittel. Für die Einordnung dieses Anteils, der zwischen den einzelnen europäischen Ländern erheblich variiert, ist relevant, dass er sogenannte „Round-Trip“-Fonds

einschließt. Dabei handelt es sich um Fonds, die die Verwaltungsgesellschaft zwar in einem anderen Mitgliedstaat auflegt, dann aber ausschließlich in dem Land vertreibt, in dem sie selbst niedergelassen ist.⁸⁾ In einigen Ländern des Euroraums, darunter Deutschland, entfällt ein relativ großer Teil der von Investoren gehaltenen, grenzübergreifenden Fonds auf solche „Round-Trip“-Fonds, die von „echten“, in mehreren Ländern vertriebenen, grenzüberschreitenden Fonds zu unterscheiden sind.

Insgesamt deutet die Zunahme des grenzüberschreitenden Vertriebs europäischer Investmentfonds auf eine fortschreitende Marktintegration hin. Dass diese Integration gleichwohl noch unvollständig ist, kommt unter anderem in der im internationalen Vergleich sehr hohen Anzahl europäischer Investmentfonds zum Ausdruck, deren durchschnittlich verwaltetes Vermögen relativ gering ist.⁹⁾ Die unvollständige Integration begrenzt Größenvorteile, die von Vermögensverwaltern grundsätzlich erzielt werden könnten, und wirkt sich vermutlich ungünstig auf die von Anlegern zu entrichtenden Fondsgebühren aus. Aus Sicht der Europäischen Kommission wird der grenzüberschreitende Vertrieb derzeit noch von regulatorischen Hindernissen erheblich behindert, wozu nationale Vertriebsanforderungen, behördliche Gebühren, Verwaltungsvorschriften sowie Anzeigepflichten zählen.¹⁰⁾ Die Kapitalmarktunion, die der Weiterentwicklung und Integration der Kapital-

... Marktintegration insgesamt aber noch unvollständig

⁶ Die OGAW-Richtlinie stammt ursprünglich aus dem Jahr 1985 und wurde seitdem mehrmals geändert und ergänzt. Zweck der OGAW-Richtlinie war es, einheitliche Vorschriften für Investmentfonds festzulegen und so das grenzüberschreitende Angebot von Investmentfonds zu regeln. Sie sollte gewährleisten, dass Anbieter von Finanzprodukten in der EU wettbewerbsfähig bleiben und Anlegern eine breite Auswahl an Finanzprodukten zur Verfügung steht.

⁷ Vgl.: Lang und Schäfer (2013).

⁸ Mögliche Motive für die Auflage von „Round-Trip“-Fonds liegen in steuerlichen Vorteilen sowie in der Aufsichtspraxis und dem „Markennamen“ des Fondsdomizils.

⁹ Ende des ersten Quartals 2019 gab es gem. den Angaben des internationalen Branchenverbands International Investment Funds Association (IIFA) 48 439 im Euroraum ansässige Investmentfonds, verglichen mit 11 580 US-amerikanischen Fonds.

¹⁰ Vgl.: Europäische Kommission (2018), S. 1.

märkte in der EU dient, ist ein wichtiges Projekt, um solche Hindernisse abzubauen.

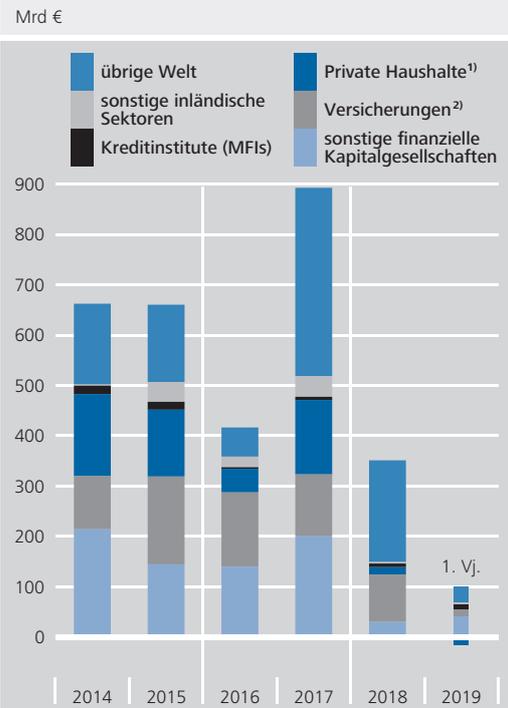
Nichtbanken sind wichtigste Investorengruppe

Die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung erfasst, wie stark sich die einzelnen institutionellen Sektoren in Investmentfonds engagieren. Für im Euroraum ansässige Fonds sind hierfür seit dem vierten Quartal 2013 Daten verfügbar. Die wichtigste Investorengruppe sind europäische Nichtbanken, und zwar insbesondere sonstige Finanzunternehmen – zu denen auch Investmentfonds selbst zählen –, Versicherungen und Pensionsfonds sowie private Haushalte (einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck). Zusammengenommen erwarben diese drei Anlegergruppen seit dem vierten Quartal 2013 Investmentfondsanteile (ohne Anteile an Geldmarktfonds) für 1 978 Mrd €; dies sind etwa 62 % des Mittelaufkommens im Euroraum ansässiger Fonds (siehe nebenstehendes Schaubild). Dabei zeichneten sich sonstige Finanzunternehmen sowie Versicherungen und Pensionskassen durch ein hohes und vor allem im Fall der Versicherungen auch relativ stetig zunehmendes Engagement aus. Angaben des Branchenverbands EFAMA zufolge konzentrierten sie sich auf heimische Fonds. Ein Grund hierfür ist sicherlich, dass Versicherungen und Pensionskassen in Deutschland und Österreich traditionell in größerem Umfang in Spezialfonds investieren. Diese institutionellen Anlegern vorbehaltenen, im Heimatland ansässigen Fonds verwalten meistens die Mittel eines einzelnen Investors oder einer kleinen Investorengruppe. Außerdem spielen Versicherungen zum Beispiel in Frankreich für die betrieblichen Altersversorgungssysteme eine sehr wichtige Rolle und investieren hierfür ebenfalls stark in heimische Fonds.

Neu-Engagement der Kreditinstitute gering, von Anlegern außerhalb des Euroraums kräftig

Im Euroraum residierende Kreditinstitute, die unmittelbar nach der Finanzkrise oftmals ihre Bestände an Investmentanteilen abgebaut hatten, legten mit 64 Mrd € in einem relativ geringen Ausmaß neue Mittel an. Anleger außerhalb des Eurogebiets stockten hingegen ihre Portfolios an europäischen Investmentzertifikaten deutlich auf, nämlich um 1 041 Mrd €, was

Mittelaufkommen der Investmentfonds mit Sitz im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung des Eurosystems. **1** Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen. Deutsche Bundesbank

etwa einem Drittel des gesamten Mittelaufkommens entspricht. Hierbei weiteten sie ihr Engagement vor allem seit 2017 merklich aus. Marktbeobachtern zufolge trugen zu dieser Nachfrage Anleger aus Asien und Lateinamerika nennenswert bei, für die grenzüberschreitende europäische Fonds aus Sicherheits- und Diversifikationsmotiven attraktiv erscheinen.

Im Vergleich mit Versicherungen und Pensionskassen erwarben private Haushalte (einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck) in merklich geringerem Umfang Investmentfondsanteile; außerdem nahm ihr Neu-Engagement auch im Zeitablauf überwiegend etwas ab. Bei einer zugleich relativ robusten Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte schlägt sich hierin nieder, dass sie andere Finanzanlagen bevorzugten, wie insbesondere Einlagen bei Kreditinstituten, die stärker und stabiler zur Bildung ihres Finanzvermögens beitrugen.

Private Haushalte erwerben in geringem Umfang Investmentfondsanteile

Der Markt für europäische Rentenfonds

Rentenfonds aus Zentralbanksicht von besonderem Interesse

Das kräftige Wachstum des Marktes für Investmentfonds schlug sich auch in einem spürbaren Bedeutungszuwachs europäischer Rentenfonds nieder: Sie verwalteten zuletzt Vermögenswerte in Höhe von 3,4 Billionen € nach 1,9 Billionen € Ende 2011. Obwohl Rentenfonds im Vergleich mit Aktienfonds in der Literatur bislang weniger detailliert untersucht wurden, sind sie aus Zentralbanksicht von besonderem Interesse. Denn auf diese überwiegend in Schuldverschreibungen investierenden Fonds wirken sich sinkende sichere Zinsen und ein von Anleihekäufen der Zentralbanken geprägtes Kapitalmarktumfeld besonders stark aus, und zwar sowohl auf ihr Vermögen als auch auf das Risiko-Ertrags-Profil ihres Anlagespektrums. Dabei sind Fonds auf der Anlageseite mit verschiedenen Risikoarten konfrontiert. Neben Laufzeit- und Bonitätsrisiken gehören dazu auch Liquiditätsrisiken. Diese liegen vor, wenn ihre Anlagen relativ illiquide sind, sie selbst aber ihren Investoren wie üblich garantieren, Fondsanteile jederzeit zurückzunehmen. Das Liquiditätsgefälle zwischen Verbindlichkeiten und Forderungen wird auch als Liquiditätstransformation der Fonds bezeichnet. Ohne ausreichendes Liquiditätsmanagement hat diese Inkongruenz zur Folge, dass die Fonds insbesondere in Stressphasen anfällig gegenüber einem Run der Investoren sind. Für Zentralbanken ist dies insofern relevant, als hieraus grundsätzlich Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte erwachsen können. Obwohl dies alle Fonds betrifft, die illiquide Vermögenstitel verwalten, legt die folgende Analyse aus den zuvor genannten Gründen den Schwerpunkt auf europäische Rentenfonds, und zwar sowohl auf ihr Mittelaufkommen als auch ihr Vermögensmanagement.

Mittelaufkommen von Unternehmensanleihe- und sonstigen Rentenfonds

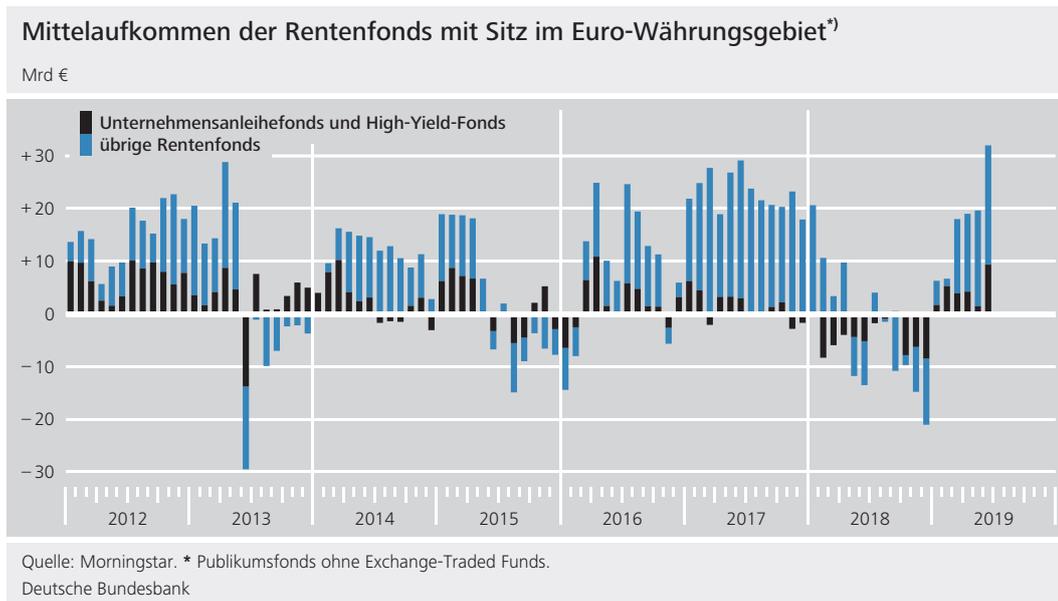
Rentenfonds floss seit Anfang 2012 mit 1,2 Billionen € fast ein Drittel des Mittelaufkommens aller Investmentfonds zu, die ihren Sitz im Euro-Währungsgebiet haben. Angaben des privaten Datenanbieters Morningstar zu Publikumsfonds ermöglichen es abzuschätzen, inwieweit die neuen Mittel Unternehmensanleihefonds oder sonstigen Rentenfonds zugutekamen.¹¹⁾ Dies ist aus Sicht der Zentralbank insofern relevant, als sich Unternehmensanleihefonds häufig durch illiquide Aktiva auszeichnen. Vor allem aus dem Mittelaufkommen von Fonds mit einem Fokus auf hochverzinsliche Unternehmensanleihen können außerdem Rückschlüsse auf die Risikopräferenzen der Fondsanleger gezogen werden. So verzeichneten Unternehmensanleihefonds und High-Yield-Fonds insbesondere bis Frühjahr 2015 relativ hohe Mittelzuflüsse (siehe Schaubild auf S. 41). In diesen Fonds haben sich vor allem Finanzunternehmen (ohne Banken) und Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds sowie private Haushalte verstärkt engagiert. Während sich all diese Anlegergruppen im Jahr 2018 dann von Unternehmensanleihefonds überwiegend wieder abwendeten, bauten Finanzunternehmen (ohne Banken) und Versicherer ihr Engagement in den übrigen Rentenfonds bis einschließlich 2018 weiter aus.

Fast ein Drittel des Mittelaufkommens aller Fonds entfällt auf Rentenfonds

Einer eigenen Analyse zufolge kann das insgesamt hohe Mittelaufkommen der Rentenfonds teilweise mit den seit Anfang 2012 rückläufigen sicheren Zinsen und mit der positiven Wertentwicklung der Fonds erklärt werden (siehe Erläuterungen auf S. 42 f.). Für Unternehmensanleihefonds zeigt sich außerdem, dass die Mittelzuflüsse der Anleger signifikant von der Entwicklung der Marktunsicherheit und der

Inverser Zusammenhang zwischen Mittelaufkommen von Unternehmensanleihefonds und Risikoaversion

¹¹ Seit Anfang 2012 betrug das Mittelaufkommen europäischer Rentenfonds gem. den Daten von Morningstar 835 Mrd €. Ein wichtiger Unterschied zu der EZB-Statistik über Investmentfonds besteht darin, dass in diesem Wert das Mittelaufkommen von institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds nicht enthalten ist.



allgemeinen Risikoaversion der Marktteilnehmer abhängen. Diese allgemeine Risikoaversion bildete sich im Zeitraum bis 2015 stark zurück. Darauf deutet ein aggregierter Indikator hin, der sich aus verschiedenen einzelnen Risikoindikatoren schätzen lässt (vgl. Erläuterungen auf S. 45 f.). Eine Korrelationsanalyse bestätigt, dass vor allem das Mittelaufkommen von Unternehmensanleihefonds und Fonds für hochverzinsliche Anleihen negativ mit Änderungen der allgemeinen Risikoaversion zusammenhängt, während dieser Zusammenhang für die übrigen Rentenfonds schwächer ausgeprägt ist.¹²⁾ So kamen den übrigen Rentenfonds insbesondere im Jahr 2017 merkbare Mittelzuflüsse zugute, als die Risikoaversion eher maßvoll zurückging. Zu größeren Netto-Mittelabflüssen aus Unternehmensanleihe- und sonstigen Rentenfonds kam es in Phasen ansteigender Risikoaversion sowie im Zuge zeitweise weltweit sprunghaft ansteigender sicherer Zinsen während des sogenannten US-Taper-Tantrums Mitte 2013 (siehe auch S. 46). Zu den starken Abflüssen im Jahr 2018 trug vermutlich ein sich damals eintrübendes Kapitalmarktumfeld bei, das von zunehmenden Konjunktursorgen, rückläufigen Aktienkursen und steigenden Kreditrisiken geprägt war. Dabei gingen die Abflüsse mit überwiegend negativen Fondserträgen einher.

Vermögensmanagement der europäischen Rentenfonds

Neuere Untersuchungen zeigen, dass die Renditesuche an den Finanzmärkten nicht nur das Verhalten der Fondsinvestoren prägt, sondern sich auch im aktiven Vermögensmanagement der Fonds widerspiegelt.¹³⁾ In einer Studie über US-amerikanische Unternehmensanleihefonds gelangen Choi und Kronlund (2018) zu dem Ergebnis, dass Fondsmanager ihr Portfolio stärker in riskante Titel umschichten, wenn das Niveau und die Steigung der Zinsstrukturkurve niedrig sind und geringe Renditeaufschläge für die Übernahme von Kreditrisiken verlangt werden. Auch in deutschen Rentenfonds sowie Fonds mit gemischtem Mandat hat sich der Literatur zufolge die Renditesuche verstärkt. So zeigen Barbu et al. (2019), dass – anders als Ende 2009 – ein großer Teil der hiesigen Spezialfonds Anfang 2015 aktiv eine renditesteigernde Aus-

Renditesuche auf der Aktivseite der Fonds

¹² Für Unternehmensanleihefonds und Fonds für hochverzinsliche Anleihen beträgt die seit Anfang 2012 berechnete Korrelation zwischen dem (monatlichen) Mittelaufkommen und Änderungen der allgemeinen Risikoaversion $-0,6$; für die übrigen Rentenfonds beträgt diese Korrelation $-0,3$.

¹³ Diese Schlussfolgerung bezieht sich auf aktiv verwaltete Fonds. Im Unterschied dazu handelt es sich bei ETFs meistens um passiv verwaltete Indexfonds, die einen Referenzindex nachbilden. Bei ETFs ist daher eher relevant, ob sie gegenüber den einzelnen Wertpapieren des Referenzindex ein zusätzliches Risiko aufweisen; vgl.: Deutsche Bundesbank (2018), S. 97 f.

Bestimmungsfaktoren des Mittelaufkommens europäischer Rentenfonds

Die Mittelzuflüsse in europäische Rentenfonds reagieren auf andere (finanzielle) Variablen. Diese Reaktionsmuster können mittels einer Panelschätzung systematisch untersucht werden. Wichtige mögliche Einflussgrößen auf die Mittelzuflüsse sind beispielsweise die in der Vorperiode erzielte Fondsrendite, Änderungen des Zinsniveaus und der allgemeinen Marktunsicherheit oder Risikoaversion. Auch die Marktliquidität kann eine wichtige Bestimmungsgröße für Mittelbewegungen sein. Das Panel wird auf Basis von Monatsdaten für den Zeitraum von Januar 2012 bis März 2019 auf Grundlage der oben genannten Variablen geschätzt.

Ein wichtiges Ergebnis der Schätzung ist, dass ein Netto-Mittelzufluss positiv von der Fondsrendite des Vormonats abhängt. Nach negativen Erträgen ziehen die Investoren Mittel aus den Rentenfonds ab; umkehrt erhöhen sie ihr Engagement, wenn die Rendite positiv ausgefallen ist. Steigt die Fondsrendite des Vormonats um 1 Prozentpunkt, so folgt ein Netto-Mittelzufluss in Rentenfonds in Höhe von etwa 0,2 % des Fondsvermögens (Koeffizient θ_1 in der Tabelle auf S. 43), wenn es sich nicht um Unternehmensanleihefonds handelt, und um etwa 0,3 % (Koeffizientensumme $\theta_1 + \theta_2$), wenn es sich um Unternehmensanleihefonds handelt. Dieser Zusammenhang deutet auf eine Momentum-Strategie der Anleger hin. Eine solche Strategie beschreibt ein Verhalten, wonach die Investoren gleichgerichtet auf vergangene Renditen reagieren und damit in der Tendenz Markttrends verstärken.

Änderungen des Zinsniveaus sind eine weitere zentrale Einflussgröße der Mittelzuflüsse europäischer Rentenfonds. Ein Renditerückgang zehnjähriger Bundesanleihen ging den

Schätzungen zufolge mit Mittelzuflüssen in Rentenfonds einher. Ökonomisch lässt sich dies dadurch erklären, dass Investoren mit einer abschmelzenden sicheren Rendite verstärkt in alternative, höher rentierende Anlagen investierten. Ein weiterer Wirkmechanismus des Zinsniveaus ist der Diskonteffekt: So erhöht ein rückläufiger Diskontzins zeitgleich die Marktbewertung des Anleiheportfolios und damit auch die Fondsrendite, was die Mittelzuflüsse anregen kann.¹⁾ Aus Sicht der Geldpolitik und Finanzstabilität ist dieser geschätzte Zusammenhang außerdem insofern von Interesse, als er Hinweise darauf liefert, wie ein potenzieller zukünftiger Zinsanstieg die Mittelzuflüsse beeinflussen würde. Nimmt man vereinfachend an, dass die geschätzten Sensitivitäten auch in Phasen eines Zinsanstiegs gelten, und wird ein Zinsanstieg um 100 Basispunkte, verbunden mit einem sechsprozentigen Wertverlust des Fondsportfolios unterstellt,²⁾ so müssten Unternehmensanleihefonds Abflüsse von 2,9 % und andere Rentenfonds Abflüsse von 2,5 % ihres Vermögens hinnehmen. Damit würde das Fondsvermögen insgesamt um 8,9 % beziehungsweise 8,5 % abschmelzen.³⁾

Weitere gesamtwirtschaftliche Einflussfaktoren sind die Marktunsicherheit – gemessen an der impliziten Volatilität am deutschen Aktienmarkt (VDAX) – oder die allgemeine Risikoaversion am Kapitalmarkt

¹ Dieser kontemporäre Effekt über die Fondsrendite wird in der Schätzung nicht über die Fondsrendite im Vormonat, $R_{i,t-1}$, sondern über die Rendite von Bundesanleihen $\Delta \text{Rendite}_{\text{Bund}}^{\text{Bund}}$ erfasst.

² Unter der Annahme einer Duration des Anleiheportfolios von sechs Jahren.

³ Vgl. hierzu auch die Schätzungen der Europäischen Zentralbank (2017), S. 105: Demzufolge schmilzt das Fondsvermögen von Rentenfonds aus dem Euroraum nach einem Zinsschock von 100 Basispunkten um 8,6 % ab.

Fixed-Effects-Schätzungen des Mittelaufkommens europäischer Rentenfonds ^{o)}

Abhängige Variable: Mittelaufkommen¹⁾ in % des Fondsvermögens im Vormonat

Erklärende Variable	Schätzkoeffizient	Spezifikationen	
		(1)	(2)
$R_{i,t-1}$	Θ_1	0,2246*** (0,0175)	0,2205*** (0,0178)
$R_{i,t-1} \cdot Dummy_{i,t-1}^{Corp.bond fund}$	Θ_2	0,0959*** (0,0343)	0,0650* (0,0350)
nachrichtlich 2):	$\Theta_1 + \Theta_2$	0,3205*** (0,0300)	0,2855*** (0,0306)
Mittelaufkommen _{i,t-1}	.	0,1856*** (0,0067)	0,1856*** (0,0067)
$\log Fondsvermögen_{i,t}$	.	0,0007 (0,0013)	0,0006 (0,0013)
$PSPP_t$	.	-0,0054*** (0,0007)	-0,0051*** (0,0007)
$CSPP_t$	.	0,0025*** (0,0006)	0,0023*** (0,0006)
$Bundspread_t^{KfW}$	κ_1	0,0002 (0,0027)	0,0008 (0,0027)
$Bundspread_t^{KfW} \cdot Dummy_{i,t}^{Corp.bond fund}$	κ_2	-0,0204*** (0,0047)	-0,0171*** (0,0048)
nachrichtlich 2):	$\kappa_1 + \kappa_2$	-0,0201*** (0,0042)	-0,0163*** (0,0043)
$\Delta Risikoaversion_t$	γ_1	.	-0,0006 (0,0004)
$\Delta Risikoaversion_t \cdot Dummy_{i,t}^{Corp.bond fund}$	γ_2	.	-0,0045*** (0,0008)
nachrichtlich 2):	$\gamma_1 + \gamma_2$	.	-0,0050*** (0,0007)
$\Delta VDAX_t$	λ_1	0,0000 (0,0001)	.
$\Delta VDAX_t \cdot Dummy_{i,t}^{Corp.bond fund}$	λ_2	-0,0010*** (0,0001)	.
nachrichtlich 2):	$\lambda_1 + \lambda_2$	-0,0010*** (0,0001)	.
$\Delta Rendite_t^{Bund}$	.	-1,1737*** (0,1545)	-1,1393*** (0,1548)
$\Delta Konjunkturerwartung_t^{Consensus BIP}$	.	0,3474*** (0,1016)	0,3595*** (0,1014)
Anzahl monatlicher Beobachtungen	.	369 948	369 948
Anzahl der Fonds	.	8 551	8 551
R ² (between)	.	0,5904	0,5910
R ² (within)	.	0,0378	0,0378

Quelle: Morningstar und eigene Berechnungen. ^{o)} Schätzzeitraum: Januar 2012 bis März 2019. Untersucht werden ausschließlich Rentenfonds (ohne ETFs) mit Sitz im Euro-Währungsgebiet. Fonds mit mehreren Anteilklassen werden dabei zusammengefasst. Fonds werden als Unternehmensanleihefonds klassifiziert ($Dummy_{i,t}^{Corp.bond fund} = 1$), wenn mehr als die Hälfte ihres Portfolios aus Unternehmensanleihen besteht. Für andere Rentenfonds gilt $Dummy_{i,t}^{Corp.bond fund} = 0$. Indikatorvariablen für die Kaufprogramme des Eurosystems, $PSPP_t$ und $CSPP_t$, nehmen die Werte 0 oder 1 an (Wert = 1 ab Beginn des Programms PSPP im März 2015 bzw. ab Beginn des CSPP im Juni 2016). $\Delta Risikoaversion$ bezeichnet die monatliche Veränderung des geschätzten Risikoaversionsindicators (vgl. Erläuterungen auf S. 45 f.). $\Delta VDAX$ bezeichnet die monatliche Veränderung der impliziten Volatilität deutscher Aktien und ist Indikator für die Veränderung der Marktsicherheit. $\Delta Rendite_t^{Bund}$ bezeichnet die monatliche Renditeänderung zehnjähriger Bundesanleihen. ***/**/* kennzeichnen Signifikanz auf dem 10 %-/5 %-/1 %-Niveau nach dem gegenüber Autokorrelation robusten Schätzer. **1** Mittelzufluss bei positivem Vorzeichen bzw. Mittelabfluss bei negativem Vorzeichen. **2** Die Summe der beiden jeweiligen Schätzkoeffizienten gibt den Gesamteffekt für Unternehmensanleihefonds an.

(vgl. die Erläuterungen auf S. 45). Die entsprechenden, jeweils negativen Schätzkoeffizienten für Unternehmensanleihefonds belegen, dass die Anleger in Zeiten abnehmender (wachsender) Unsicherheit oder Risikoaversion ihr Engagement in diesen Fonds ausweiten (reduzieren). Dieses Resultat steht im Einklang mit der beschriebenen negativen Korrelation zwischen dem Mittelaufkommen von Unternehmensanleihefonds und Fonds für hochverzinsliche Anleihen sowie der Entwicklung der allgemeinen Risikoaversion. Für andere Rentenfonds kann ein solcher Zusammenhang hingegen nicht nachgewiesen werden. Darin kommt vermutlich zum Ausdruck, dass die Investoren andere Rentenfonds, die stärker in Staatsanleihen investieren, als weniger risikobehaftet einschätzen. Denn wenn es sich hierbei um bonitätsstarke Staatstitel handelt, können ihre Kurse in Stressphasen aufgrund von „Safe Haven“-Flüssen sogar Auftrieb erhalten.

In Phasen erhöhter Unsicherheit präferieren Investoren sichere und liquide Anleihen, wie beispielsweise Bundesanleihen. Diese Vorliebe für liquide Anlagen führt dazu, dass in Stressphasen die von den Marktteilnehmern geforderte Kompensation für ein Engagement in Schuldverschreibungen geringerer Liquidität ansteigt. In solchen Phasen reduzieren die Anleger ihr Engagement in Unternehmensanleihefonds; umgekehrt profitieren Unternehmensanleihefonds von sinkenden Liquiditätsprämien. Darauf deutet der Einfluss des Renditeaufschlags (Spreads) zehnjähriger KfW-Anleihen gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen hin, einer gängigen Kenngröße für Liquiditätsprämien. Es zeigt sich, dass dieser Spread in einem negativen Zusammenhang zum Mittelaufkommen von Unternehmensanleihefonds steht. Bei anderen Rentenfonds lässt sich hingegen kein signifikanter Effekt nachweisen.

Die vorliegende Panelschätzung berücksichtigt explizit die Zeiträume zweier Anleihekaufprogramme des Eurosystems: Die Ergebnisse legen nahe, dass die Investoren mit Beginn der Käufe von Staatsanleihen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) im März 2015 den Rentenfonds etwas weniger Mittel als zuvor zukommen ließen. Ein gegenläufiger, teilweise kompensierender Effekt zeigt sich indes im Zeitraum ab Juni 2016, in dem das Eurosystem Unternehmensanleihen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) erwarb. Eine mögliche Interpretation dieses Befundes ist, dass ein Engagement in Fonds mit einem Schwerpunkt auf Staatsanleihen nach Beginn des PSPP für die Fondsinvestoren aufgrund bereits sehr niedriger Staatsanleiherenditen an Attraktivität einbüßte, sodass die Rentenfonds in der Folge ihre Staatsanleihebestände teilweise an das Eurosystem veräußerten (siehe Schaubild auf S. 45). Im Unterschied dazu könnten die nach dem Beginn des CSPP zu verzeichnenden Kursgewinne von Unternehmensanleihen die Anleger veranlasst haben, ihr indirektes Engagement in solchen Titeln – die gegenüber sicheren Anleihen weiterhin einen Renditevorsprung aufwiesen – über Rentenfonds auszuweiten.

richtung ihrer Anlagen betrieb. Dabei werden in der Regel höhere Risiken übernommen.

*Portfolio-
anpassungen
europäischer
Rentenfonds*

Europäische Rentenfonds haben gemäß der EZB-Investmentfondsstatistik zusammen mit den rückläufigen sicheren Zinsen ihr Engagement in Unternehmensanleihen kontinuierlich ausgeweitet. Seit Anfang 2012 erhöhte sich ihr Anteil an allen Schuldtiteln von Emittenten des Euroraums von etwa gut 25 % auf derzeit 38 %. Im Gegenzug nahm der Anteil von Staatsanleihen, die zunehmend niedrig und teilweise sogar negativ rentierten, vor allem seit Anfang 2015 ab; er lag zuletzt nur noch bei 42 % (vgl. nebenstehendes Schaubild). Merkwürdig sank per saldo auch der Portfolioanteil von Bankschuldverschreibungen: Während diese Titel 2012 noch 26 % des Anleiheportfolios ausmachten, waren es zuletzt nur noch 20 %.

*Sensitivität der
Fondserträge
gegenüber
hochverzinslichen
Unternehmensanleihen
gestiegen*

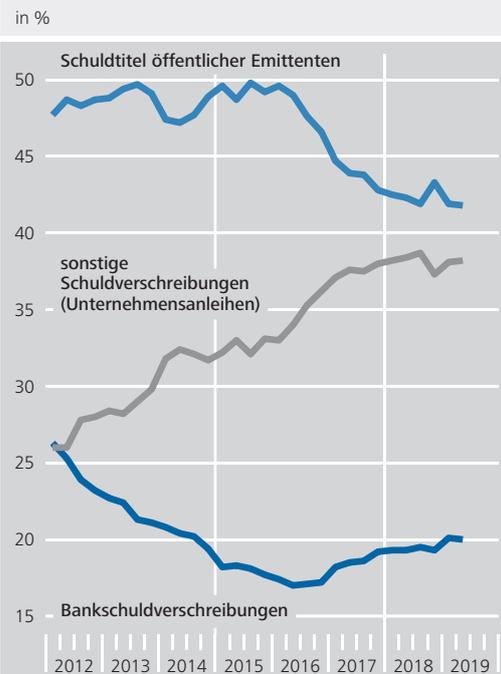
Zusammen mit dem gewachsenen Gewicht der Unternehmensanleihen in den Anleiheportfolios der europäischen Rentenfonds erhöhte sich die Sensitivität ihrer Erträge gegenüber der Kursentwicklung am Corporate-Bond-Markt, während der Einfluss europäischer Staatsanleiherenditen auf die Wertentwicklung der Fonds abnahm. Eigene, auf einem Mehrfaktoren-CAPM (Capital Asset Pricing Model) basierende Schätzungen zeigen, dass dabei insbesondere die Sensitivität gegenüber hochverzinslichen Unternehmensanleihen anstieg, was auf ein höheres Engagement der Fonds in solchen Anleihen hindeutet (siehe Erläuterungen auf S. 47 f.).

Erklärungen für die Renditesuche der Fonds

*Renditesuche
der Investmentfonds
spiegelt
größtenteils
allgemeinen
Risikoappetit
wider*

Es liegt nahe, dass die Renditesuche der Investmentfonds, wie auch anderer (institutioneller) Marktteilnehmer, eng mit dem sich verfestigenden Niedrigzinsumfeld zusammenhängt. Im Folgenden wird untersucht, inwieweit eine solche stärkere Nachfrage nach höherverzinslichen Anlagen allgemein veränderte Risikopräferenzen an den europäischen Finanzmärkten widerspiegelt. Hierfür wird eine Messgröße für den all-

Rentenfonds mit Sitz im Euro-Währungsgebiet: sektorale Anteile am Anleiheportfolio^{*)}

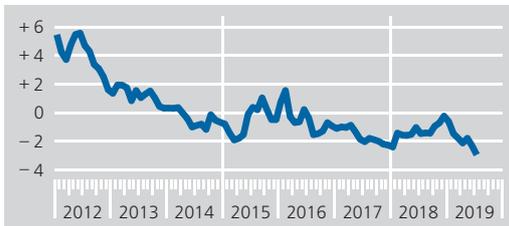


Quelle: EZB (Investmentfondsstatistik). *) Anteile der Emittentensektoren an allen gehaltenen Schuldverschreibungen von Emittenten aus dem Euroraum.
 Deutsche Bundesbank

gemeinen Risikoappetit berechnet, die auf einer Hauptkomponentenanalyse mehrerer, für Risikoeinschätzungen relevanter Einzelindikatoren beruht.¹⁴⁾ Im Beobachtungszeitraum seit 2012 weist dieser Indikator ungefähr seit 2014, als ein kräftiger Zinsrückgang einsetzte, überwiegend negative Werte auf; dies zeigt eine unterdurchschnittliche Risikoaversion oder einen überdurchschnittlichen Risikoappetit der Marktteilnehmer an. Die anschließend hauptsächlich seitwärts gerichtete Entwicklung des Indikators legt eine seitdem relativ starke Nachfrage nach risikobehafteten Anlagen nahe. Zusammengefasst weist dies darauf hin, dass sich in der beobachteten Renditesuche der Investmentfonds zu einem großen Teil ein gewachsener allgemeiner Risikoappetit der Finanzmarktakteure niederschlägt.

¹⁴ Zur Methode der Hauptkomponentenanalyse siehe die Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank (2008), S. 40 f.

Allgemeine Risikoaversion am Kapitalmarkt^{*)}



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Erster gemeinsamer Faktor einer Hauptkomponentenanalyse auf der Grundlage folgender Einzelindikatoren: implizite Volatilität europäischer Aktien (VSTOXX), zeitvariable Korrelation zwischen den Erträgen langfristiger Bundesanleihen und des Euro Stoxx, Laufzeitprämie zehnjähriger Bundesanleihen, Renditeaufschläge europäischer BBB-Unternehmensanleihen sowie CDS-Prämien europäischer Unternehmen (iTraxx Europe und iTraxx Europe Crossover). Positive (negative) Werte kennzeichnen eine überdurchschnittlich große (kleine) Risikoaversion.

Deutsche Bundesbank

Unkonventionelle Geldpolitik erhöht Anreiz zu riskanten Investitionen

Zu diesem gewachsenen Risikoappetit hat indirekt sicherlich auch die unkonventionelle Geldpolitik beigetragen, was sich in einer gestiegenen Bedeutung des sogenannten Portfolio-Rebalancing-Kanals der geldpolitischen Transmission ausdrückt. Darunter wird der portfoliotheoretische Zusammenhang zwischen geldpolitischen Maßnahmen und dem Anlageverhalten der Investoren verstanden. Diesem Transmissionskanal zufolge reduziert ein geldpolitisch induzierter, niedrigerer sicherer Zins den Ertrag einer sicheren Anlage und erhöht zugleich wegen gesunkener Fremdfinanzierungskosten die Attraktivität einer Kreditaufnahme. Dadurch verschiebt sich die effiziente Ertrags-Risiko-Kombination aller möglichen Anlagen.¹⁵⁾ Im neuen Gleichgewicht weist das aus Anleger-sicht optimale Portfolio dann ein höheres Risiko auf. Dieser Effekt wird noch verstärkt, wenn die unkonventionelle expansive Geldpolitik zusätzlich mit einer niedrigeren Finanzmarktvolatilität einhergeht. Zusammen setzen der rückläufige Zins und die gesunkene Finanzmarktvolatilität für die Investoren damit einen Anreiz, ihr Portfolio zugunsten von riskanteren Anlagen umzuschichten.

Das Vermögensmanagement der (aktiv verwalteten) Rentenfonds dürfte neben dem allgemeinen Risikoappetit auch andere Anreize der Fondsmanager widerspiegeln. Diese resultieren

letztlich daraus, dass die Fondsinvestoren eigene Anlageentscheidungen an die Fonds delegieren und im Gegenzug die Fondsmanager häufig im Vergleich mit anderen Fonds bewerten. Die Konkurrenz zu anderen Fonds und das Streben der Fondsmanager nach einem guten Ranking kann daher auch ihre Portfolioentscheidungen beeinflussen: Einerseits kann dies ihren Risikoappetit verstärken. Im Zusammenspiel mit einer restriktiven geldpolitischen Maßnahme kann es andererseits aber auch zu einer Umkehr ihrer Renditesuche und sogar zu einem abrupten Abverkauf riskanter Vermögenswerte beitragen.¹⁶⁾ Feroli et al. (2014) präsentieren in diesem Zusammenhang ein theoretisches Modell, in dem ein Anstieg des risikofreien Kurzfristzinses über einen bestimmten Schwellenwert zur abrupten Korrektur der Risikoprämien führen kann, wenn zuvor die Fondsmanager aus Sorge vor einem schlechten Performance-Ranking verstärkt in risikobehaftete, hochrentierliche Titel investiert haben. Dadurch können Fonds auch ohne Kreditfinanzierung destabilisierende Effekte auf die Finanzmärkte haben.

Vergleich mit anderen Fonds kann Renditesuche und Abverkauf von Aktiva begünstigen

Ein Beispiel für abrupte Mittelabflüsse aus Rentenfonds nach geldpolitisch induzierten Kursverlusten an den Kapitalmärkten ist das US-amerikanische Taper-Tantrum im Mai 2013. Damit wird der plötzliche Renditeanstieg von US-Staatsanleihen nach der Ankündigung der US-Notenbank Fed im Mai 2013 bezeichnet, das Tempo der künftigen quantitativen Lockerung zu drosseln. Damals reagierten die Anleger von Rentenfonds beiderseits des Atlantiks mit deutlichen Mittelabzügen. Auf den abrupten Anstieg der Bundesanleiherendite im Frühjahr 2015 (Bund-Tantrum), für den geldpolitische Erwartungen keine wesentliche Rolle spielten,

Mittelabflüsse während des Taper-Tantrum

¹⁵ Ein Portfolio ist effizient, wenn es kein anderes Portfolio gibt, das bei derselben erwarteten Rendite ein geringeres Risiko oder bei gleichem Risiko eine höhere erwartete Rendite hat.

¹⁶ Relative Rankings können implizieren, dass sogar große Verlustrisiken ausgeblendet werden. Zur Problematik einer Bewertung der Fonds im Vergleich mit einer „Peer“-Gruppe siehe auch Internationaler Währungsfonds (2015), S. 98 und S. 101f.: Ausgangspunkt ist, dass das Delegieren von Investmententscheidungen Anreizprobleme zwischen Investoren und dem Fondsmanagement erzeugt.

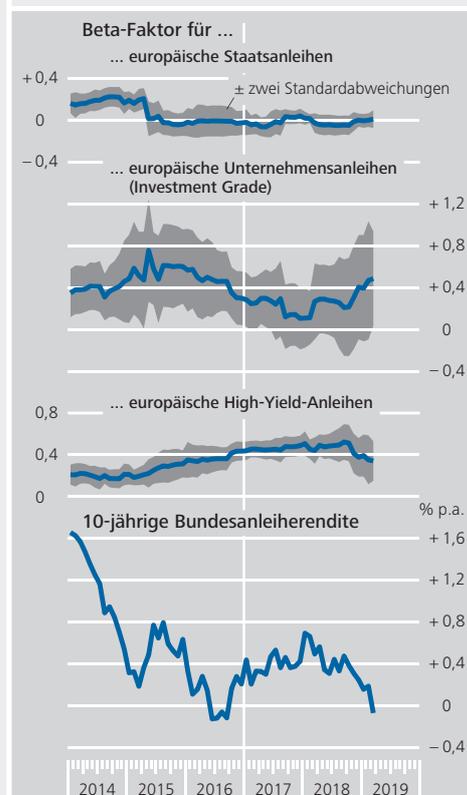
Schätzung eines CAPM für europäische Rentenfonds

Das einfache Capital Asset Pricing Model (CAPM) beschreibt ein Marktgleichgewicht, in dem sich die erwartete Rendite einer risikobehafteten Anlage aus der sicheren Rendite und einer Risikoprämie zusammensetzt. Die Risikoprämie, die den Anleger für das nicht diversifizierbare, systematische Risiko der Anlage entschädigt, entspricht dabei dem Marktpreis für dieses Risiko, multipliziert mit der Risikomenge der betrachteten Anlage (Beta-Faktor). In einem Mehrfaktoren-CAPM, einer Weiterentwicklung des einfachen Modells, wird der Beta-Faktor in mehrere einzelne systematische Beta-Faktoren aufgespalten. Folglich setzt sich die erwartete Rendite der risikobehafteten Anlage in diesem Mehrfaktoren-Modell aus der sicheren Rendite und mehreren verschiedenen Risikoprämien zusammen, wobei die einzelnen Beta-Faktoren die jeweiligen systematischen Risikomengen messen. Auf das Portfolio eines Investmentfonds angewendet, zeigen die einzelnen Beta-Faktoren an, wie sensitiv der Portfolioertrag auf die jeweiligen Risikofaktoren reagiert. Da diese Sensitivität positiv mit dem Gewicht des Risikofaktors im Portfolio zusammenhängt, können sie als Messgröße für das Exposure gegenüber diesen Risikofaktoren interpretiert werden.

Um die Sensitivität der Anlagen europäischer Rentenfonds gegenüber (risikobehafteten) Staats- und Unternehmensanleihen zu untersuchen, wird im Folgenden ein Mehrfaktoren-CAPM geschätzt. Als abhängige Variable fließt der monatlich realisierte Überschussertrag der Rentenfonds gegenüber einer sicheren Anlage in das Modell ein. Dieser Überschussertrag entspricht dem am Median gemessenen, mittleren Ertrag europäischer Rentenfonds, abzüglich des Ertrags des deutschen Rentenindex (REX), eines An-

leiheindex für deutsche Staatsanleihen. Als unabhängige Variablen werden im Modell drei systematische Risikofaktoren gewählt. Bei diesen Risikofaktoren handelt es sich um einschlägige Benchmark-Anleiheindizes, und zwar jeweils Indizes für europäische Staatsanleihen, europäische Unternehmensanleihen mit Investmentgrade und europäische hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Das Modell wird über ein rollierendes 24-Monatsfenster geschätzt. Demzufolge geben die zeitvariablen Beta-Koeffizienten an,

Geschätzte Beta-Faktoren eines Capital Asset Pricing Model (CAPM)^{*)}



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Die dargestellten Beta-Koeffizienten basieren auf folgendem CAPM: $(r - r_f) = \alpha + \beta_{GOV}(r_{GOV} - r_f) + \beta_{IG}(r_{IG} - r_f) + \beta_{HY}(r_{HY} - r_f) + \epsilon$. Hierbei sind r der Median des Ertrags europäischer Rentenfonds, r_f der sichere Ertrag sowie r_{GOV} , r_{IG} und r_{HY} die Erträge der Benchmark-Indizes für europäische Staatsanleihen, Unternehmensanleihen mit Investment Grade (gute bis sehr gute Bonität) bzw. hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Das Modell wurde über ein rollierendes 24-Monatsfenster geschätzt.

wie sensitiv die Überschussrendite in diesem Zeitfenster auf die jeweiligen Risikofaktoren reagiert.

Den geschätzten Beta-Faktoren zufolge lieferten die Überschusserträge europäischer Staatsanleihen nach dem kräftigen Rückgang des sicheren Zinses bis Frühjahr 2015 keinen signifikanten Beitrag mehr zum (über die sichere Rendite hinausgehenden) mittleren Ertrag der Rentenfonds (siehe Schaubild auf S. 47). Stattdessen waren die Erträge der Fonds zunächst vor allem von den Überschusserträgen der Unternehmensanleihen geprägt. Zwischen Mitte 2017 und Anfang dieses Jahres kann temporär nur noch ein signifikanter Einfluss der Überschusserträge hochverzinslicher Unternehmensanleihen nachgewiesen werden; zum Ende des Untersuchungszeitraums lieferten dann aber auch bonitätsstärkere Unternehmensanleihen mit Investmentgrade wieder

einen signifikanten Erklärungsbeitrag. Zusammengefasst stehen diese Ergebnisse im Einklang damit, dass die Fonds ihre (relativen) Bestände an (risikobehafteten) europäischen Staatsanleihen zugunsten von Unternehmensanleihen reduzierten und hierbei insbesondere ihr Exposure gegenüber hochverzinslichen Unternehmensanleihen ausweiteten.

folgten hingegen keine auffälligen Mittelabflüsse aus europäischen Rentenfonds.

nen Unternehmensanleihen gegenüber anderen Schuldtiteln ausgeweitet.

Beitrag der Geldpolitik zu Umschichtungen in den Fondsportfolios

Aktuelle empirische Studien stützen die Einschätzung, dass die expansive Geldpolitik der letzten Jahre für die Anleger einen Anreiz setzte, ihre Portfolios in riskantere, höherverzinsliche Titel umzuschichten.¹⁷⁾ Für deutsche Investmentfonds zeigt sich gemäß Abbassi und Schmidt (2019) eine Neigung, bei niedrigem Zinsniveau Anleihen niedrigen Ratings und Unternehmensanleihen stärker in ihren Portfolios zu gewichten und auch zunehmend in Wertpapiere mit längeren Laufzeiten zu investieren. Der Internationale Währungsfonds betont zudem, dass die niedrigen Zinsen die Investmentfonds zu einem verstärkten Engagement in wenig liquiden Finanzaktiva veranlassten.¹⁸⁾ Betrachtet man etwa die Geld-Brief-Spanne der von deutschen Rentenfonds gehaltenen Schuldverschreibungen, so hat sich seit 2012 der Illiquiditätsaufschlag der gehaltenen

Trendverstärkung durch Illiquidität

Insgesamt dürfte die Renditesuche der europäischen Rentenfonds somit das Gewicht der Unternehmensanleihen und anderer relativ illiquider Wertpapiere in ihren Portfolios erhöht haben. Hiermit ist auch die Anfälligkeit der Fonds gegenüber Liquiditätsrisiken gestiegen.

Liquiditätsrisiken als Reflex der Renditesuche

¹⁷ Vgl.: Europäische Zentralbank (2017), S. 97. Demzufolge reduzierten Investmentfonds ihr Engagement in Staatsanleihen aus dem Euroraum um etwa 10 %, während ihre Bestände an Bankschuldverschreibungen um 6 % sanken. Zugleich stockten sie ihre Wertpapierbestände von Schuldnern außerhalb des Euroraums auf. Laut Cenedese und Elard (2018) sowie Bubeck et al. (2018) bestehen darüber hinaus Hinweise darauf, dass Fondsmanager Anlagen aus Ländern mit einer unkonventionellen Geldpolitik reduziert und ihr Engagement in anderen Ländern aufgestockt haben.

¹⁸ Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2015), S. 96; sowie Internationaler Währungsfonds (2014), S. 1 f.

Rolle der Liquidität und Eigentümerstruktur in Unternehmensanleihefonds

In den vergangenen Jahren investierten europäische Investmentfonds einen wachsenden Teil ihrer Anlagen in Unternehmensanleihen. Hierzu trugen sicherlich die rückläufigen Zinsen bei, die die Anreize zur Renditesuche und damit die Nachfrage nach höher verzinslichen, aber auch riskanteren Schultiteln verstärkten. Obwohl zugleich auch das Angebot von Unternehmensanleihen zunahm, führte die verstärkte Nachfrage zu rückläufigen Renditeaufschlägen solcher Titel. In den Portfolios von Rentenfonds nahmen in der Folge Liquiditätsrisiken zu, da Unternehmensanleihen typischerweise weniger liquide sind als (großvolumige) Staatsanleihen.

In der Literatur wird darauf hingewiesen, dass Investmentfonds in Stressphasen verstärkt Mittelabzügen ausgesetzt sein können, wenn die Liquidität ihrer Aktiva gering ist. Um solche Abflüsse zu finanzieren, können die Fondsmanager verfügbare Barmittel verwenden, gegebenenfalls Kreditlinien ziehen oder Aktiva veräußern.

Werden hierfür Barmittel oder liquide Wertpapiere – etwa erstklassige Staatsanleihen – veräußert, so fallen relativ geringe Transaktionskosten an, was auch den Preisdruck auf das Restportfolio gering halten würde.¹⁾ Damit ist für den Fonds jedoch das Risiko einer dauerhaft verschlechterten Portfolioliquidität verbunden, wenn er in Ermangelung neuer Mittelzuflüsse keine neuen liquiden Anlagen erwerben kann. Ein zunehmend illiquides Portfolio birgt für den Fonds wiederum das Risiko weiterer Mittelabflüsse, wenn die Anleger ihm nicht mehr zutrauen, sein Liquiditätsversprechen einzuhalten und die Rücknahme von Anteilscheinen – etwa nach schlechter Performance – vollauf zu finanzieren.²⁾ Grund hierfür ist, dass mit abnehmender Liquidität die Umwandlung der Aktiva in Barmittel kostspieliger wird. Aus der Veräußerung aller Aktiva ließen sich dann – bei unverändertem Preis der Anteil-

scheine – nicht mehr sämtliche Forderungen der Anteilseigner decken. Investoren können also einen Anreiz haben, schneller als andere Investoren ihre Fondsanteile zurückzugeben. Dies ist dann der Fall, wenn der Liquidationswert der Fondsanteile abnimmt, je länger sie mit dem Verkauf warten. Entsprechend kommt den sich früh zurückziehenden Investoren ein sogenannter „First Mover“-Vorteil zugute. Goldstein et al. (2017) argumentieren daher, dass ein illiquides Anleiheportfolio bei unzureichender Fondspurpose Anreize zu strategischem Anlegerverhalten und verstärkten Abflüssen bietet. Der „First Mover“-Vorteil wird überdies verstärkt, wenn der Fonds Abflüsse zunächst mit dem Verkauf vergleichsweise liquider Wertpapiere begleicht. Dies liegt daran, dass der Ertrag der frühzeitig Anteile zurückgebenden Fondsinvestoren höher ist als der Ertrag derjenigen, die länger im Fonds investiert bleiben und somit mehr abflussbedingte Verluste schultern.

Der Literatur zufolge betrifft dieser Verstärkungsmechanismus nicht alle illiquiden Fonds gleichermaßen. Für US-amerikanische und deutsche Unternehmensanleihefonds wurde gezeigt, dass der Anteil institutioneller Investoren für das Ausmaß relevant ist, in dem Fonds von Mittelabzügen betroffen sind.^{3) 4)} Bei einem Mangel an liquiden Posi-

1 Vgl.: Choi und Shin (2016).

2 Fonds mit illiquiden Vermögenswerten waren in der Vergangenheit in Krisensituationen oder aufgrund ihrer Anlagestrategie mitunter gezwungen, die Rücknahme von Anteilen auszusetzen. Die Einführung sog. Redemption Gates bzw. das Gating bezeichnet das zumindest vorübergehende Aussetzen der Rücknahme von Anteilscheinen durch einen Publikumsfonds.

3 Vgl.: Goldstein et al. (2017); sowie Dötz und Weth (2019).

4 Dötz und Weth (2019) verwenden Daten der Investmentfondsstatistik der Deutschen Bundesbank in Verbindung mit Informationen der Wertpapierhalterstatistik (Security Holdings Statistics) des Eurosystems im Zeitraum November 2009 bis Juni 2016. Im Einklang mit der Literatur und theoretischen Überlegungen zu strategischem Investorenverhalten werden dabei nur Beobachtungen mit negativer Fondspurpose betrachtet.

tionen und gleichzeitig schwacher Performance fließen demzufolge aus überwiegend von Privatanlegern gehaltenen Fonds (retail-basierten Fonds) mehr Mittel ab als aus institutionell dominierten Fonds.⁵⁾ Dies lässt sich auf Unterschiede in den Liquidationskosten zurückführen: Werden nach dem Mittelabzug eines Privatanlegers Wertpapiere in geringem Umfang mit Abschlag verkauft, so tragen nur die verbleibenden Anteilseigner die mit dem Abschlag verbundenen Kosten. Der abziehende Privatanleger profitiert hingegen von dem „First Mover“-Vorteil. Im Unterschied dazu können die liquiditätsbedingten Kosten umfangreicher Mittelabzüge eines großen institutionellen Investors nicht vollständig auf die verbleibenden Anleger überwältigt werden, sondern müssen zumindest teilweise von ihm selbst getragen werden. Daher ist dieser weniger gewillt, Mittel „auf eigene Kosten“ aus illiquiden Fonds abzuziehen. Für deutsche Unternehmensanleihefonds zeigt sich, dass Mittel infolge schlechter Performance nur dann signifikant aus institutionell orientierten Fonds abfließen, wenn diese hinreichend liquide sind – wenn erforderliche Wertpapierverkäufe also keine oder nur geringe Kosten verursachen.

Die empirische Evidenz, dass die Anfälligkeit der Fonds gegenüber Mittelabflüssen von ihrer Anlegerstruktur abhängt, gibt Anlass zu der Frage, ob sich auch das Liquiditätsmanagement retail-basierter Fonds und institutionell orientierter Fonds unterscheidet. Grundsätzlich hat das Vorgehen, zunächst liquide Positionen zur Finanzierung von Mittelabflüssen zu verwenden (Verkäufe in einer sog. Liquiditätsrangfolge), den Vorteil geringer Transaktionskosten. Die Schattenseite ist aber, dass insbesondere bei größeren Abflüssen ein zunehmend illiquides Restportfolio verbleibt. Wie also gewichten die Fonds diese Vor- und Nachteile? Ein illiquides Restportfolio erhöht das Risiko einer zukünftig erforderlichen Veräußerung illiquider Titel. Zudem bedeutet es, dass ohne Mittelzuflüsse das Wiederherstellen liquider Positionen mit Kosten verbunden ist. Dies kann

in Phasen hoher Marktunsicherheit problematisch sein.⁶⁾ Das Risiko des Verkaufs illiquider Aktiva macht aus Sicht des Fondsinvestors einen frühen Rückzug vorteilhafter und kann zu einem Run beitragen.⁷⁾

Aus Sicht des Fondsmanagers hängen die Höhe und die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Abflüsse sowohl von Fundamentalfaktoren als auch von der Liquidität des Portfolios ab. Dabei ist diese Liquidität nicht exogen gegeben, sondern wird vom Fondsmanager gezielt gesteuert. Diese Vermutung wird in zwei aktuellen Untersuchungen überprüft. In beiden Studien erweist sich die Marktunsicherheit als entscheidend dafür, ob der Fondsmanager Wertpapiere in einer Liquiditätsrangfolge verkauft oder ob er mittels anteiliger Veräußerung illiquider Aktiva die Liquidität seines Portfolios aufrechterhält. Jiang et al. (2017) gelangen für US-amerikanische Unternehmensanleihefonds zu dem Ergebnis, dass Mittelabflüssen ausgesetzte Fondsmanager in ruhigen Marktphasen bevorzugt liquide Finanzinstrumente verkaufen, während in Phasen hoher Unsicherheit die Wahrung ihres Liquiditätsstatus Vorrang hat. Indes betonen Dötz und Weth (2019) die Rolle der Investorenbasis für deutsche Unternehmensanleihefonds. Ihnen zufolge ist der Anteil institutioneller Investoren nicht nur für Mittelbewegungen der Investoren entscheidend, sondern auch für Unterschiede im Liquiditätsmanagement der Fonds: Demnach neigen Manager retail-basierter Fonds in Stressphasen dazu, den Liquiditätsstatus ihres Portfolios zu bewahren, indem sie Wertpapiere unterschied-

5 Gemäß den Schätzungen von Dötz und Weth (2019) führt eine angenommene negative Fondsrendite von – 5 % zu Abflüssen aus illiquiden Fonds zwischen 3,0 % und 4,3 % des Fondsvermögens, wenn diese retail-orientiert sind. Fonds, die überwiegend von institutionellen Investoren gehalten werden und eine schwache Performance haben, müssen dagegen eher bei guter Liquiditätslage Abflüsse befürchten: Bei einer angenommenen Fondsrendite von – 5 % belaufen sich diese auf 2,5 % bis 3,2 % des Fondsvermögens.

6 Vgl. hierzu die empirische Evidenz von Chernenko und Sunderam (2016) sowie Coudert und Salakhova (2019).

7 Vgl.: Jiang et al. (2017); sowie Stein (2014).

licher Liquidität zu gleichen Anteilen (pro rata) veräußern. Vor dem Hintergrund des strategischen Anlegerverhaltens in retail-basierten Fonds lässt sich ein solcher Pro-rata-Verkauf als ein Anreiz dafür verstehen, beschleunigte, durch abnehmende Liquidität getriebene Mittelabzüge zu vermeiden. Im Vergleich mit retail-orientierten Fonds haben institutionell dominierte Fonds der Studie zufolge geringere Sorgen vor illiquiditätsgetriebenen Abflüssen: Sie finanzieren Abflüsse in Stressphasen vorrangig durch Verkauf liquider Instrumente. Dadurch vermeiden sie Transaktionskosten und nehmen eine abnehmende Portfolioliquidität in Kauf. Dieser Befund lässt sich durch die geringere Anfälligkeit dieser Fonds gegenüber liquiditätsgetriebenen Abflüssen erklären.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Eigentümerstruktur und die Fondsliquidität nicht nur die Beziehung zwischen Mittelflüssen und Fondsperformance beeinflussen. Die Anlegerstruktur der

Fonds trägt auch zur Erklärung bei, von welchen Wertpapieren sich die Fondsmanager trennen, um Mittelabzüge zu finanzieren. Die unterschiedlichen Reaktionen illiquider retail-basierter und institutionell orientierter Fonds haben dabei ihren Grund in den unterschiedlichen Anfälligkeiten gegenüber einem strategischen Investorenverhalten: Werden sie überwiegend von Privatanlegern gehalten, sind sie einem höheren Risiko von Abflüssen ausgesetzt. Denn die gängigen Auszahlungsmodalitäten begünstigen Investoren, die ihre Anteile frühzeitig zurückgeben und die aus dem Verkauf illiquider Titel resultierenden Kosten auf die verbleibenden Anteilseigner abwälzen können. Dies ist Privatanlegern mit kleinem Engagement eher möglich als institutionellen Investoren mit großen Positionen.

Denn grundsätzlich erhöht sich für Fonds, die verstärkt in illiquide Anlagen investieren, das Risiko höherer Liquidationskosten im Falle von Mittelabflüssen. Insbesondere wenn die Fonds große Bestände illiquider Wertpapiere halten, können sich ungünstige Marktentwicklungen über trendverstärkende Mechanismen verschärfen: Sinken die Marktbewertungen und damit der Ertrag des Fondsportfolios, so wird dies in einem niedrigeren Rücknahmepreis der Fondsanteile abgebildet. Anleger mit einer Momentum-Strategie (siehe Erläuterungen auf S. 42) reagieren hierauf mit Mittelabzügen. Diese können den Fondsmanager zu Wertpapierverkäufen zwingen, sofern diese Abflüsse nicht anderweitig – etwa durch Barmittel – finanzierbar sind.

Wenn die Fondsmanager hierfür auf Vermögenstitel niedriger Liquidität zurückgreifen müssen, drohen den verbleibenden Fondsinvestoren zusätzliche Verluste, da illiquide Vermögenswerte nur mit Kursabschlägen zeitnah

am Markt veräußert werden können. Denn bei den in Publikumsfonds üblichen Auszahlungsmodalitäten werden diese Kosten in der Regel nicht von den Mittel abziehenden Investoren, sondern von den übrigen Anteilseignern getragen. Strategisch agierende Anleger, die diese Verlustrisiken antizipieren, haben daher grundsätzlich einen Anreiz zu frühzeitigem Mittelabzügen. Solche liquiditätsbedingten Mittelabflüsse spielen insbesondere dann eine Rolle, wenn der Liquidationswert der Fondsanteile im Zeitablauf abnimmt. In diesem Fall haben Investoren einen Anreiz, schneller als andere Investoren ihre Fondsanteile zurückzugeben. In Stressphasen kommt hinzu, dass gerade in wenig liquiden Märkten die Marktpreise besonders in Mitleidenschaft gezogen werden, wodurch wiederum Rückkopplungen zu den Mittelflüssen ausgelöst werden können.¹⁹⁾

*Eine illiquide
Aktivseite kann
Abflüsse ver-
stärken*

¹⁹⁾ Siehe z. B. Coudert und Salakhova (2019) für eine Untersuchung des französischen Marktes für Unternehmensanleihefonds.

Der beschriebene Mechanismus impliziert, dass Fonds mit illiquiden Portfolios sich selbst verstärkenden Mittelabflüssen ausgesetzt sein können. Die Fondsmanager können dieses Risiko aber auch über das Liquiditätsmanagement beeinflussen und steuern. Wichtige Instrumente der Liquiditätssteuerung sind Barreserven und hochliquide Staatsanleihen. Außerdem können die Fondsmanager die Liquidität ihres sonstigen Anlageportfolios aktiv beeinflussen und damit Vorsorge gegenüber einem potenziellen, durch Illiquidität verursachten Abverkauf treffen. Dazu zählt die Abwägung, inwieweit sie im Bedarfsfall Wertpapiere nach einer Liquiditätsrangfolge zur Finanzierung von Abflüssen veräußern. Diese Zusammenhänge werden in den Erläuterungen auf Seite 49 f. beispielhaft für den deutschen Markt für Rentenfonds beleuchtet. Dabei wird auch darauf eingegangen, inwieweit der strategische Anreiz der Anleger zu frühzeitigen Mittelabzügen davon abhängt, ob es sich hierbei um Privatanleger oder institutionelle Investoren handelt. So scheinen Manager retail-basierter Fonds in Stressphasen vor allem danach zu streben, die Liquidität ihres Portfolios zu erhalten, während für Manager institutionell orientierter Fonds die Vermeidung von Transaktionskosten im Vordergrund steht.

■ Fazit

Die von Investmentfonds verwalteten Vermögen sind in den vergangenen Jahren weltweit kräftig gewachsen. Hierin kommt eine nach der Finanzkrise allgemein gestiegene Relevanz der Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle und Anlagemöglichkeit zum Ausdruck. Am europäischen Markt für Investmentfonds ist außerdem eine wachsende Bedeutung grenz-

überschreitender Fonds zu verzeichnen. Der deutliche Anstieg der von europäischen Fonds verwalteten Vermögen geht zum einen auf merkliche Netto-Mittelzuflüsse insbesondere institutioneller Anleger zurück; zum anderen reflektiert er auch Bewertungsgewinne, zu denen Kursgewinne am Aktienmarkt sowie die in den letzten Jahren rückläufigen und teilweise sogar negativen sicheren Zinsen beitragen. Auf europäische Rentenfonds, die zuletzt Anlagen in Höhe von 3,4 Billionen € verwalteten, wirkte sich das sich verfestigende Niedrigzinsumfeld erkennbar aus, und zwar sowohl auf ihr Mittelaufkommen als auch ihr Portfoliomanagement. So stützten die rückläufigen Bundesanleiherenditen einer eigenen Schätzung zufolge die Anlagebereitschaft der Investoren in Rentenfonds. Im Portfoliomanagement dieser Fonds gewann seit 2012 das Motiv der Renditesuche an Bedeutung. Einschlägige Untersuchungen deuten darauf hin, dass viele Fonds in diesem Zeitraum ihre Portfolios stärker auf risikobehaftete, illiquide und länger laufende Schuldverschreibungen ausrichteten. In ihren Portfolios an europäischen Schuldverschreibungen reduzierten die Fonds die Anteile von Staatsanleihen und Bankschuldverschreibungen zugunsten von Unternehmensanleihen. Dadurch haben auch die Liquiditätsrisiken auf der Aktivseite der Fonds zugenommen. Neueren Analysen zufolge ist dies vor allem für Publikumsfonds mit vielen kleinen Anlegern von Bedeutung, da solche Fonds mit illiquiden Portfolios in Phasen rückläufiger Kurse besonders anfällig gegenüber Mittelabflüssen sind. Dies weist auf die hohe Bedeutung einer aktiven Steuerung der Portfolioliquidität hin, mit der die Fonds illiquiditätsinduzierten, sich selbst verstärkenden Mittelabflüssen vorbeugen können.

■ Literaturverzeichnis

Abbassi, P. und M. Schmidt (2019), Financial Stability Effect of Yield-oriented Investment Behaviour, Deutsche Bundesbank, mimeo.

Barbu, A., F. Fricke und E. Mönch (2019), The Investment Behavior of Institutional Accounts, mimeo.

Bubeck J., M.M. Habib und S. Manganelli (2018), The portfolio of euro area fund investors and ECB monetary policy announcements, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 89, S. 103–126.

Cenedese, G. und I. Elard (2018), Unconventional monetary policy and the portfolio choice of international mutual funds, Bank of England, Staff Working Paper No 705.

Chernenko, S. und A. Sunderam (2016), Liquidity transformation in asset management: Evidence from the cash holdings of mutual funds, European Systemic Risk Board, Working paper No 23.

Choi, J. und M. Kronlund (2018), Reaching for Yield in Corporate Bond Mutual Funds, *The Review of Financial Studies*, Vol. 31, No 5, S. 1930–1965.

Choi, J. und S. Shin (2016), Is There Flow-Driven Price Impact in Corporate Bond Markets?, *SSRN Electronic Journal*, 10.2139/ssrn.2731844.

Coudert, V. und D. Salakhova (2019), Price effect of mutual fund flows on the corporate bond market. The French case, Banque de France, Working paper 706.

Deutsche Bundesbank (2018), Die wachsende Bedeutung von Exchange-Traded Funds an den Finanzmärkten, Monatsbericht, Oktober 2018, S. 83–106.

Deutsche Bundesbank (2017), Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld, Monatsbericht, Juli 2017, S. 17–33.

Deutsche Bundesbank (2008), Konstruktion eines aggregierten Risikoappetit-Indikators mit einer Hauptkomponentenanalyse, Monatsbericht, August 2008, S. 40–41.

Dötz, N. und M. Weth (2019), Redemptions and Asset Liquidations in Corporate Bond Funds, Deutsche Bundesbank, Diskussionspapier Nr. 11/2019.

Europäische Kommission (2018), Grenzüberschreitender Vertrieb von Investmentfonds. Zusammenfassung der Folgenabschätzung, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=SWD%3A2018%3A55%3AFIN>.

Europäische Zentralbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, November 2017.

Feroli, M., A.K. Kashyap, K. Schoenholtz und H.S. Shin (2014), Market Tantrums and Monetary Policy, Chicago Booth Research Paper No 14-09.

Goldstein, I., H. Jiang und D.T. Ng (2017), Investor flows and fragility in corporate bond funds, *Journal of Financial Economics* Vol. 126, S. 592–613.

Internationaler Währungsfonds (2015), Global Financial Stability Report, April 2015, Chapter 3, S. 93–135.

Internationaler Währungsfonds (2014), Global Financial Stability Report, October 2014, Chapter 1, S. 1–64.

Jiang, H., D. Li und A. W. Wang (2017), Dynamic Liquidity Management by Corporate Bond Mutual Funds, mimeo.

Lang, G. und H. Schäfer (2013), What is the Wind Behind the Sails to Go Abroad? Empirical Evidence from the Mutual Fund Industry, ZEW Discussion Paper No 13–022.

Stein, J. (2014), Comments on 'Market Tantrums and Monetary Policy': a speech at the 2014 U.S. Monetary Policy Forum, New York.