

s. jank • m. wedow

**sturm und drang in money market funds:
when money market funds cease to be narrow**

CFR working paper 10-16

Geldmarktfonds gelten üblicherweise als sehr sichere Anlage, da sie ausschließlich in Wertpapiere mit sehr hoher Bonität und kurzer Laufzeit investieren. Dennoch verzeichneten deutsche Geldmarktfonds starke Abflüsse und fallende Renditen während der Liquiditätsengpässe im Zuge der Subprime-Krise. In diesem Diskussionspapier untersuchen wir die Ursachen für diese Ereignisse und analysieren die Stabilität von Finanzintermediären. Unsere Ergebnisse weisen darauf hin, dass Investoren auf den Investitionserfolg von Geldmarktfonds mittels ihrer Anlageentscheidung reagieren. Somit haben Manager von Geldmarktfonds einen Anreiz in riskantere Anlagearten zu investieren, um ihre Erträge zu verbessern. Damit geht jedoch auch eine Verwässerung der sicheren Struktur von Geldmarktfonds einher und erhöht die Wahrscheinlichkeit eines Runs.

In einem ersten Schritt untersuchen wir, ob die Renditen der Geldmarktfonds im Zeitablauf persistent sind d.h. ob eine stabile Rangfolge der Geldmarktfonds hinsichtlich ihrer Renditen über mehrere Jahre erkennbar ist. Wir zeigen, dass Renditen zwar persistent sind, dass die Persistenz in einigen Zeitperioden aber unterbrochen wurde. Hierbei ist besonders hervorzuheben, dass die Geldmarktfonds mit der höchsten Rendite vor der Liquiditätskrise (2006) die Verlierer während der Liquiditätskrise waren (2007). Dies stellt ein erstes Indiz für den Einfluss der Marktliquidität auf die Renditen der Geldmarktfonds dar.

In einem zweiten Schritt untersuchen wir die Gründe für persistente Renditen bei Geldmarktfonds. Unsere Ergebnisse weisen auf zwei Faktoren hin, die die Persistenz von Renditen bestimmen: Fondsgebühren und die Portfolioliquidität. Geldmarktfonds können ihre Renditen aufbessern, indem sie in weniger liquide Wertpapiere investieren. Fonds mit einem weniger liquiden Portfolio können daher Fonds mit liquidem Portfolio in der Rendite übertreffen. Eine ausreichende Marktliquidität gewährleistet, dass weniger liquide Fonds jederzeit Aktiva verkaufen können. Der Zeitraum vor der Krise (2002-2006) war von sehr hoher Liquidität geprägt und machte es möglich, dass weniger liquide Fonds kontinuierlich liquideren Fonds übertrafen. Die Liquiditätsengpässe während der Krise im Jahre 2007 führten allerdings zu einer Umkehr des Investitionserfolges. Aufgrund des deutlichen Rückgangs der Marktliquidität waren weniger liquide Fonds im Nachteil.

Drittens untersucht dieses Diskussionspapier die Mittelzu- und -abflüsse von Geldmarktfonds. Als erstes Ergebnis ist festzustellen, dass Investoren auf den Investitionserfolg von Geldmarktfonds reagieren. Fonds mit einer positiven Überschussrendite verzeichnen Zuflüsse, während Fonds mit einer negativen Überschussrendite Abflüsse verzeichnen. Unser zweites Ergebnis ist, dass in Phasen von geringer Marktliquidität Investoren ihre Mittel aus weniger liquiden Fonds abziehen. Liquidere Fonds hingegen verzeichnen keine signifikanten Abflüsse und wurden somit von Investoren als sicherer Hafen wahrgenommen.

Einschränkend ist zu konstatieren, dass die Ergebnisse möglicherweise auch auf Kreditrisiken und das Zinsänderungsrisiko zurückgeführt werden können. Jedoch erlauben uns die Daten keine Untersuchung dieser beiden Aspekte. Das Zinsänderungsrisiko spielt bei Geldmarktfonds aufgrund der sehr kurzfristigen Laufzeiten der Aktiva nur eine eingeschränkte Rolle. Die Entwicklungen während der Subprime-Krise haben gezeigt, dass viele vormals als sicher eingestufte Wertpapiere ein deutlich höheres Kreditrisiko aufweisen. Daher ist nicht auszuschließen, dass Kreditrisiken in Geldmarktfonds zugenommen haben. Da während der Turbulenzen an den Märkten Kredit- und Liquiditätsrisiko eng miteinander einhergehen ist eine Unterscheidung beider Risikoarten schwierig.