



# Internationalisierung schlägt Japanisierung

Auswege aus dem Niedrigzinsumfeld

Research & Investment Strategy

November 2019

 **Union  
Investment**

**Die Normalisierung der europäischen Geldpolitik ist in weite Ferne gerückt, der Nullzins scheint zementiert. Als Antwort auf die „japanischen Verhältnisse“ am Kapitalmarkt zählt mehr denn je: Internationalisierung.**

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Gemeinsamkeiten zwischen Japan und dem Euroraum</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Unterschiede zwischen Japan und dem Euroraum</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Notwendige Änderungen im Institutionengeflecht des Euroraums als Reaktion auf „japanische Verhältnisse“</b>	<b>12</b>
<b>5</b>	<b>Internationalisierung der Asset Allocation als Antwort auf „japanisierte“ Kapitalmärkte</b>	<b>14</b>
5.1	Internationalisierung der Aktienanlagen	14
5.2	Internationalisierung der Rentenanlagen	19
<b>6</b>	<b>Fazit</b>	<b>22</b>

# 1 Einleitung

Etwas mehr als ein Jahr ist es her, da schien der größte Ausnahmezustand zunächst einmal vorbei: Ein moderates, aber stabiles Wirtschaftswachstum und anziehende Inflationsraten lieferten der Europäischen Zentralbank (EZB) einen möglichen Ausweg aus der Jahre andauernden ultra-lockeren Geldpolitik. Was die US-Notenbank schon seit Ende 2015 vorgemacht hatte, nämlich die Normalisierung des Zinsniveaus in kleinen Schritten, schien auch für die EZB in greifbarer Nähe.

## Normalisierung der Geldpolitik in weiter Ferne

Doch es kam bekanntlich anders. Mit dem eskalierenden Handelsstreit zwischen den USA und China und der anhaltenden Brexit-Unsicherheit schwächte sich die Wirtschaftsdynamik im exportabhängigen Euroraum weiter ab. Gleichzeitig ging die Inflation zurück. An eine Normalisierung der Geldpolitik war folglich nicht mehr zu denken. Im Gegenteil: In ihrer September-Sitzung machte die EZB klar, dass selbst bei -0,5 Prozent noch nicht unbedingt der Boden bei den Einlegesätzen erreicht ist. Und das wieder aufgenommene Anleiheankaufprogramm spricht ebenfalls dafür, dass eher mit einem „Mehr“ an unorthodoxen Maßnahmen zu rechnen ist.

## Niedrigzinsumfeld bleibt erhalten

Das Niedrig- oder sogar Negativzinsumfeld scheint also in der Eurozone auf Jahre zementiert. Wer sein Geld am Kapitalmarkt verdient, dem drängen sich historische Parallelen auf. Denn: Auch Japan leidet unter denselben Symptomen – und das seit Jahrzehnten. Schon macht das Schlagwort der „Japanisierung der Eurozone“ die Runde. Aber ist Japan wirklich die Blaupause für Europa? In jedem Fall stellt sich die Frage: Wie können Investoren auf diese fundamental veränderten Rahmenbedingungen reagieren?

Die nachfolgende Analyse geht zweigeteilt vor. Zunächst werden die wesentlichen Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Japan und dem Euroraum sowie ihre volkswirtschaftlichen Ableitungen untersucht. Im Anschluss stehen die nötigen strukturellen Änderungen in der Eurozone sowie insbesondere die Internationalisierung der Asset Allocation als Antwort auf die veränderten Rahmenbedingungen im Fokus.

# 2 Gemeinsamkeiten zwischen Japan und dem Euroraum

## Negative Realzinsen in Japan...

Japan ist „Trendsetter“ – wenn auch auf recht fragwürdige Weise. Bereits vor rund 20 Jahren rutschten Nippons Realzinsen erstmals gefährlich nahe an die Null-Prozent-Grenze. Nach einer kurzen „Erholung“, die allerdings nicht etwa auf fundamental steigende nominale Renditen, sondern in erster Linie auf sinkende bis hin zu negativen Inflationsraten zurückzuführen war, befindet man sich spätestens seit fünf Jahren im

mehrheitlich roten Bereich: Die japanische Notenbank (Bank of Japan, BoJ) hat für die Zinsen der zehnjährigen Staatsanleihen ein Ziel von etwa null Prozent ausgegeben – und greift auch aktiv in den Markt ein. Die fast nicht vorhandene Inflation tut ihr Übriges.

### ...und nun auch in der Eurozone

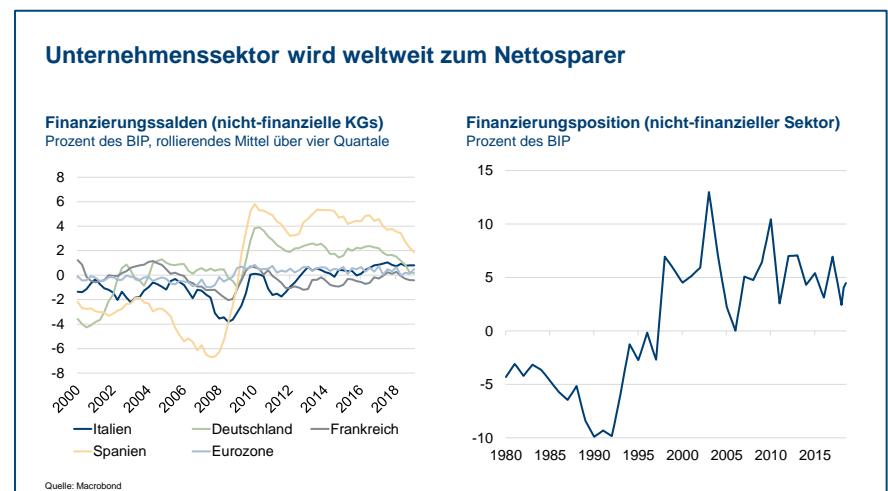
In der Eurozone sieht es inzwischen sehr ähnlich aus. Noch vor weniger als 30 Jahren lagen die Realzinsen bei bis zu sieben Prozent, in der Finanzkrise waren es immerhin noch 4,5 Prozent. Doch seit 2016 gilt auch für den Euroraum: Nach Abzug der Inflation sind die zehnjährigen Renditen negativ – inzwischen sogar nominal.

### Kreditnachfrage aus dem Unternehmenssektor schwach

#### Keine Kredite, kein Zins

Die Gründe hierfür sind vielfältig, ein entscheidender: Die Entwicklung der Unternehmen hin zu Netto-Sparern. Auch hier war Japan Vorreiter. Nach dem Platzen der zum Teil kreditfinanzierten Immobilienblase Anfang der 1990er-Jahre wurde die klassische Arbeitsteilung zwischen Haushalten, die sparen und Finanzvermögen bilden und Unternehmen, die Kredite aufnehmen, um Realkapital aufzubauen, durchbrochen. Die Nippon AG fragt im Aggregat kein Kapital mehr nach, sondern spart – und das nicht zu knapp. Bis zu fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts legt der nicht-finanzielle Unternehmenssektor jährlich zurück. Der faire Preis für ein Gut aber, das niemand haben will, ist null – und genau dort stehen die japanischen Zinsen eben auch.

In Europa ließ sich eine ähnliche Entwicklung beobachten. Bereits seit dem Jahr 2004 sind die deutschen Unternehmen, mit einer kurzen Unterbrechung während der Finanzkrise, mehrheitlich Netto-Sparer. Ab 2008 gilt das auch für den Euroraum insgesamt. Einzig in Frankreich sind die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in Summe noch Kreditnehmer. Im Sog der europaweiten Niedrigzinsen bedeutet das für französische Staatsanleihen aber dennoch keinerlei Abkopplung. Auch sie notieren bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren im negativen Bereich.



Ein Erklärungsansatz für dieses Verhalten ist, hüben wie drüben, die „Nahtoderfahrung“, die Unternehmen während der jeweiligen Krisen gemacht haben. In Zeiten des wirtschaftlichen Abschwungs, als die Firmen die Kredite dringend benötigten, waren sie aufgrund der Schieflage der

Banken nicht verfügbar. Entsprechend üppig fällt jetzt ihre Vorsorge aus – mit den genannten Nebenwirkungen.

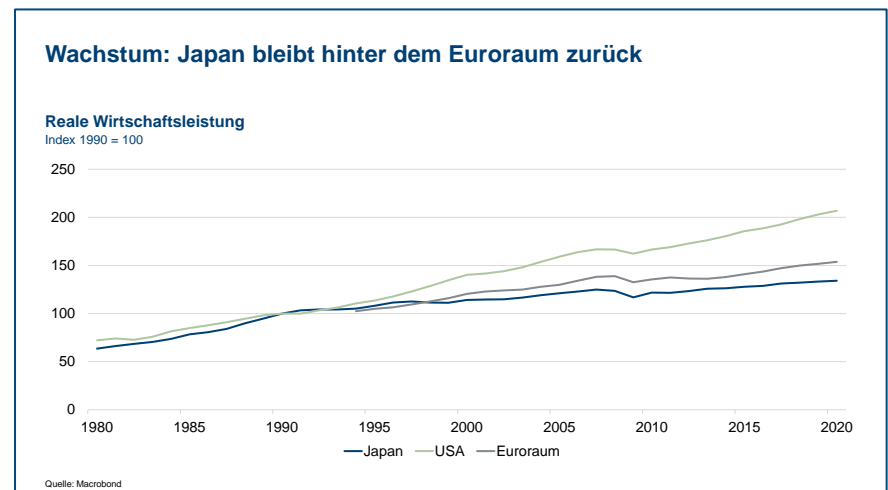
### Strengere Auflagen beschränken zusätzlich die Kreditvergabe durch Banken

Verstärkt wird dieser Effekt durch eine weitere Gemeinsamkeit Japans und der Eurozone: Banken als dominierende Finanzierungsquelle des Privatsektors. Während in den USA ein Großteil des Investitionskapital über den Kapitalmarkt eingeworben wird, setzen Nippons Unternehmen (zu rund 70 Prozent), ebenso wie ihre Pendanten im Euroraum (rund 55 Prozent), mehrheitlich auf die klassischen Bankkredite. Doch hier beginnt ein Teufelskreis: Aufgrund sinkender Zinsmargen gehen die Erträge der Kreditinstitute zurück, folglich geben sie weniger Darlehen an die Realwirtschaft aus, womit auch weniger investiert wird. Ähnlich wirkt zudem die nach der Krise deutlich verschärfte Regulatorik: Die Eigenkapitalanforderungen für Banken wurden erheblich erhöht, was die Kreditvergabe zusätzlich reduziert.

### Demographische Entwicklung belastet ebenfalls

#### Demographie dämpft, Phillips-Kurve flacht ab

In einem weiteren Punkt läuft die japanische Entwicklung jener im Euroraum voraus: dem demographischen Wandel. Bereits seit 1990 nimmt im „Land der aufgehenden Sonne“ der Anteil der arbeitsfähigen Bevölkerung – typischerweise definiert als Personen zwischen 15 und 64 Jahren – ab. Verschärfend kommt hinzu, dass auch die Gesamtbevölkerung seit 2010 schrumpft. Beides spricht perspektivisch für ein sinkendes Potenzial- und damit auch Gesamtwachstum. Bereits seit 1990 lässt sich dieser langsamere Wachstumspfad in Japan beobachten.



Im Euroraum wird sich diese Geschichte wohl in Kürze wiederholen. Bereits in wenigen Jahren dürfte auch im Aggregat des Währungsraums der Anteil der Erwerbsbevölkerung zurückgehen. In Deutschland, Italien und Frankreich ist dies, nach obiger Definition, sogar schon seit den 1990er-Jahren zu beobachten. Ab ca. 2030 dürfte dann auch im Euroraum die Gesamtbevölkerung sukzessive abnehmen – mit entsprechend negativen Verstärkungen für das Wachstum und damit auch das Zinsumfeld. Daran anschließend gibt es eine weitere auffällige Parallele: den (deutlich loser) Zusammenhang zwischen Arbeitsmarkt und Lohn- beziehungsweise Preisentwicklung. Die grundsätzliche Überlegung dieser als Phillips-Kurve bekannten Relation ist, dass mit abnehmender

Arbeitslosigkeit die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und mit ihr auch Löhne und schließlich Preise steigen sollten. Seit den großen Krisen (1990 in Japan und bis 2014 im Euroraum) gilt dies aber nur noch mit Abstrichen. Sinkende Arbeitslosenquoten führen lediglich zu moderat steigender Inflation. Die deutlich rückläufige Arbeitslosigkeit im Euroraum der vergangenen Jahre spiegelt sich eben nicht in einem substantziellen Anstieg der Löhne wider.

### Philips-Kurven-Effekte ebenfalls außer Kraft gesetzt

Zwar hat es, speziell in Japan, durchaus Erfolge bei der (fiskalpolitischen) Bekämpfung der Deflation gegeben. Preise und Löhne zogen im Zuge der „Abenomics“ von Premierminister Shinzō Abe bei gleichzeitig sinkender Arbeitslosigkeit spürbar an. Eine strukturelle Veränderung in dem Sinne, dass bei gegebener Arbeitslosenquote jetzt höhere Preis- und Lohnanstiege zu verzeichnen wären, gibt es aber nicht.

### EZB folgt BoJ

#### BoJ als Versuchslabor

Bei all den Gemeinsamkeiten, die nicht nur in negativen Zinsen, sondern auch in erodierenden Wachstumsraten münden, verwundert es nicht, dass sich auch die Reaktionsfunktion der Notenbanken gleicht. So war die Bank of Japan (BoJ) in den vergangenen 20 Jahren ein beständiges geldpolitisches Experimentierlabor. Angefangen beim Nullzins bis hin zum Quantitative Easings (QE) ist die Europäische Zentralbank ihrem „Vorbild“ im Osten bereits bei Vielem gefolgt – wenn auch mit teilweise mehrjährigem Abstand. Die Liste zeigt aber auch: In Europa ist noch längst nicht das gesamte Spektrum bereits in Japan erprobter Maßnahmen ausgeschöpft.

### Überblick geldpolitische Maßnahmen in Japan und der Eurozone

Jahr der erstmaligen Anwendung

	Bank of Japan	Europäische Zentralbank
Nullzins	1999	2015
Quantitative Easing (Anleihen)	2001	2015
Anhebung Inflationsziel	2013	-
Quantitative Easing (Aktien)	2013	-
Negativer Einlagezins	2016	2014
Kontrolle der Zinsstrukturkurve	2016	-

### Zwischenfazit

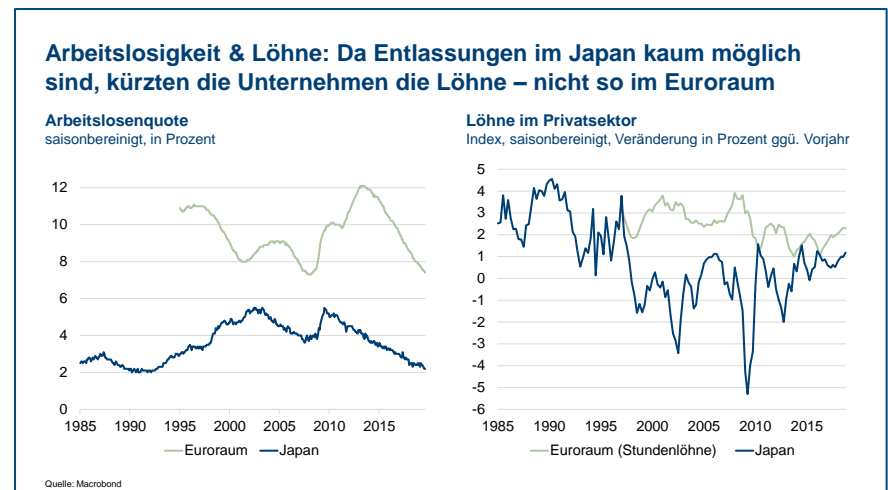
Es gibt also tatsächlich erhebliche Gemeinsamkeiten zwischen Japan und der Eurozone. Für die – wenn auch mit zeitlichem Versatz – gleichlaufenden Entwicklungen am Zinsmarkt finden sich Erklärungsansätze, die auf parallele Strukturen zurückzuführen sind. Aus dieser Warte betrachtet macht das Schlagwort von der „Japanisierung der Eurozone“ also durchaus Sinn. Allerdings: Es gibt auch erhebliche Unterschiede, weshalb Instrumente und Lehren nicht eins zu eins übertragbar sind.

### 3 Unterschiede zwischen Japan und dem Euroraum

#### Arbeitsmärkte durch deutliche Unterschiede gekennzeichnet

Der größte Unterschied sind wohl die volkswirtschaftlichen Anpassungsreaktionen – etwa mit Blick auf den Arbeitsmarkt. In Japans starrem Arbeitsmarkt gab es, anders als im Euroraum, in der Krise wenig Entlassungen. Aufgrund gesetzlicher Bestimmungen können Japans Unternehmen nur schwer Beschäftigte abbauen, weshalb sie stattdessen mit massiven Lohnkürzungen reagierten. Während die Arbeitslosenquote 2009 von vier auf in der Spitze 5,5 Prozent moderat anstieg, gingen die Löhne im gleichen Zeitraum um über fünf Prozent zurück. Das schlägt sich wiederum in einer deutlichen Konsumzurückhaltung und folglich geringen Inflationsraten nieder.

In Europa verlief die Anpassungsreaktion quasi gegenläufig: Die Arbeitslosenquote schnellte zwar von sieben auf in der Spitze über zwölf Prozent hinauf, gleichzeitig blieb es aber bei einem (nominalen) Lohnanstieg. Von jährlich rund vier Prozent vor der Krise waren im Anschluss zwar nur noch knapp ein Prozent übrig, dennoch behielt die arbeitende Bevölkerung (in Summe) mehr im Geldbeutel. Eine Entwicklung, die sich seitdem fortgesetzt hat. Während die Arbeitslosigkeit inzwischen wieder auf (Eurozone) oder sogar unter Vorkrisenniveau (Japan) liegt, sind die Lohnzuwächse im Euroraum ausnahmslos höher als in Japan. Diese Bewegung spiegelt sich auch im Preisniveau wider: Europa wies selbst in der Krise, wenn auch geringe, Inflationsraten aus, dagegen kam es in Japan ab 2009 zu einer ausgeprägten Deflation. Erst 2013 kletterte die Teuerung wieder nachhaltig über die Null-Prozent-Marke.



Trotz aller Rigiditäten zeigte sich der europäische Arbeitsmarkt also flexibler als der japanische. Dies schlägt sich auch in der Arbeitsproduktivität nieder. Seit 2014 verzeichnete Nippons Wirtschaft einen Rückgang um 0,1 Prozent jährlich, während der Euroraum immerhin ein Plus von 0,7 Prozent pro Jahr erzielte. Zwar lassen sich Teile der Differenz durch Sonderfaktoren erklären, wie etwa die in Japan in den vergangenen



Jahren deutlich angestiegene Partizipation von (häufig in Teilzeit arbeitenden) Frauen am Arbeitsmarkt. Dennoch bleibt der Abstand signifikant.

### Platzen der Kapitalmarktblasen in Japan dramatischer

#### Kapitalmarkt: Große japanische Blasen

Auch der Blick auf den Kapitalmarkt offenbart unterschiedliche Vorzeichen. Sowohl auf dem japanischen Immobilien- als auch auf dem Aktienmarkt kam es schon in den 1990er-Jahren zu großen Vermögenspreisblasen, die ihre späteren europäischen Pendanten in Volumen und Langzeitwirkung deutlich übertrafen. Verglichen mit dem Immobiliencrash in Tokio 1989/1990 waren die Verwerfungen auf dem spanischen Häusermarkt verhältnismäßig gering. Damals machten Immobilien in Japans Hauptstadt zwei Drittel des gesamten Immobilienwertes der Welt aus – insbesondere die Preise für Gewerbeflächen in Japans Metropolen waren förmlich explodiert. 1990 ging es dann im selben rasanten Tempo abwärts. Die Preise brachen auf rund ein Viertel ihres vorherigen Wertes ein.

Hervorzuheben sind allerdings Kausalität und zeitliche Abfolge: Hier wie dort waren es nicht etwa Nullzinsen, die die Immobilienblasen „aufgebläht“ haben. Vielmehr war der Nullzins erst eine (verzögerte) Reaktion auf die durch die platzenden Blasen ausgelöste, deutliche Wachstumsverlangsamung.

Ähnliche Bewegungen gab es entsprechend auch an den Aktienmärkten. Vor allem die Kurse von Banken kamen extrem unter Druck. Sie hatten mit den (exorbitant bewerteten) Immobilien besicherte Kredite ausgegeben, die nun reihenweise nicht mehr bedient wurden. Kurse von Unternehmen, die teilweise mit dem 60fachen ihres Gewinnes bewertet waren, brachen ein und mit ihnen die Volkswirtschaft insgesamt.

An den Aktienmärkten der Eurozone gab es ebenfalls (temporäre) Übertreibungen, allerdings war die Blasenbildung längst nicht so ausgeprägt. So bewegte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Stoxx 600 eher zwischen 15 und 25. Heute liegt es bei 15. Und während der japanische Leitindex Nikkei 225 heute bei nur knapp über der Hälfte seiner Höchststände aus den späten 1980er-Jahren notiert, hat der Stoxx 600 seine historischen („blasenbedingten“) Höchststände von 2000 und 2008 inzwischen schon fast wieder erreicht. Ein klares Indiz dafür, dass Nippons Aktienmarkt den Bewertungsüberhang auch nach Jahrzehnten nicht vollständig überwunden hat.

#### Währung schafft Puffer

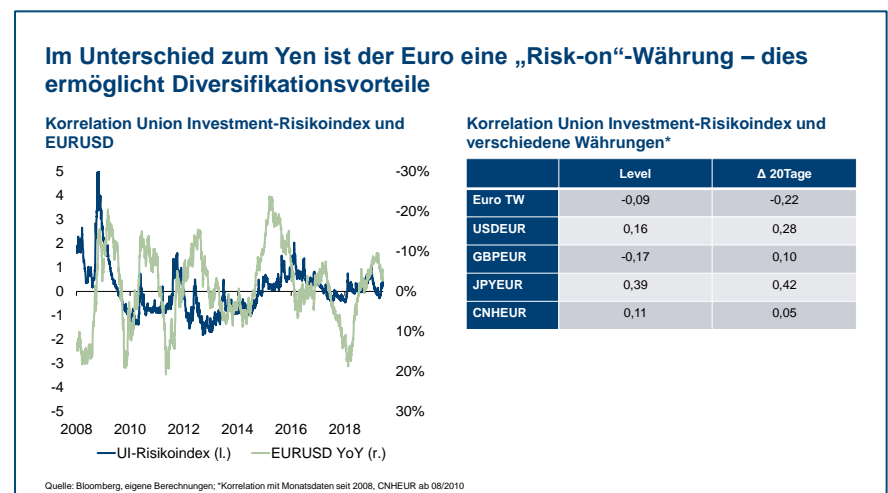
### Yen und Euro mit gegenläufigen Bewegungen in Krisenzeiten

Ein weiterer wesentlicher Unterschied besteht in der Reaktionsfunktion der Währungen. Der Yen wird, als klassische „Risk-off“-Währung, vor allem dann gesucht, wenn es an den internationalen Kapitalmärkten abwärts geht. Er wertet also bei steigender Risikoaversion gegenüber anderen Währungen auf. Verantwortlich dafür ist unter anderem die regelmäßig einsetzende Repatriierung japanischer Auslandsgelder im Falle nahender Krisen.

Mit dem Euro verhält es sich genau umgekehrt. Wird das Kapitalmarktumfeld herausfordernder, ziehen sich ausländische Investoren aus der Währungsunion zurück. Die Gemeinschaftswährung wertet ab. Für die europäische Exportindustrie, aber auch für Euro-Anleger, die ihr Geld außerhalb der Eurozone investieren, ein wirkungsvoller „Puffer“. Denn auf der einen Seite verbilligen sich Exportgüter durch einen schwachen Euro für ausländische Käufer – sie erhalten damit einen klaren Wettbewerbsvorteil. Auf der anderen Seite werden Verluste, etwa in US-Dollar-Anlagen, um die Währungsabwertung abgedeckt. Erleidet ein Euro-Anleger mit einem Investment in den US-amerikanischen S&P 500 etwa einen Kursverlust von nominal acht Prozent, wertet aber gleichzeitig der Euro gegenüber dem US-Dollar um zwei Prozent ab, kommen nur rund sechs Prozent Verlust real beim Euro-Anleger an. Der Euro liefert europäischen Anlegern also einen Schutz, wenn sie ihn am dringendsten benötigen.

Ohne strukturelle Veränderungen an der Grundkonstruktion des Euroraums (siehe Kapitel 4) wird der Euro wohl diese Eigenschaften nicht verändern. Erst bei einer vollendeten Fiskalunion könnte die Gemeinschaftswährung, ebenso wie der Japanische Yen, zur „Risk-off“-Devisen avancieren. Die Gründe dafür sind die (bei fiskalischem Gleichklang stärker wirkenden) strukturellen Leistungsbilanzüberschüsse des Euroraums und die Zunahme des Netto-Auslandsvermögens.

Bis dahin können europäische Investoren auch künftig auf die Diversifikationsvorteile des Euros setzen, die allerdings für ausländische Anleger ein Handicap bleiben. Denn aus der Sicht eines US-Dollar-Investors sorgt die Währungsreaktion dafür, dass Kursabschläge in Krisen verstärkt werden – die Attraktivität von Euro-Assets aus dieser Warte sinkt.



### Struktur des Währungsraumes in Europa komplexer als in Japan

### Heterogenität als Herausforderung für die Geldpolitik

Weitere erhebliche Differenzen zwischen der Eurozone und Japan bestehen im Institutionengeflecht. Im Gegensatz zu Japan ist der Euroraum weder politisch noch fiskalisch vollständig integriert. Die Heterogenität der Mitgliedsstaaten, etwa mit Blick auf die Verschuldungssituation, den konjunkturellen Verlauf und die Demographie, sorgt für eine deutlich höhere Komplexität bei den Auswirkungen (geld-)politischer

Maßnahmen. So hält der europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt zwar die Gesamtverschuldung des Euroraums einigermaßen stabil. Er schränkt aber auch die Mitgliedsstaaten in ihrer (stimulierenden) Fiskalpolitik ein.

Besonders augenfällig wird dies im Vergleich mit Japan: Seit Anfang der 1990er-Jahre hat sich der öffentliche Schuldenstand im Land der aufgehenden Sonne von knapp 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf aktuell annähernd 240 Prozent vervierfacht, wovon allerdings ein Großteil auch im Inland gehalten wird. Selbst die (ehemaligen) Krisenstaaten Griechenland (182 Prozent), Italien (134 Prozent) und Portugal (123 Prozent) sind – wenn auch unter komplett anderen Vorzeichen – deutlich weniger verschuldet. Der Durchschnitt der Länder der Eurozone liegt bei 86 Prozent, lediglich rund 20 Prozentpunkte höher als bei Gründung der Währungsgemeinschaft. Die festgeschriebenen Regeln (jährliche Neuverschuldung von maximal drei Prozent des BIPs, Obergrenze bei den Gesamtschulden von 60 Prozent des BIPs) greifen inzwischen wieder halbwegs. Daneben sorgen aber (wie in der Eurokrise) Bonitätsherabstufungen und in der Folge Marktsanktionen dafür, dass japanische Verschuldungsverhältnisse für Eurostaaten unwahrscheinlich bis unmöglich sind.

Während die Fiskalpolitik also durch Neuverschuldungsgrenzen beschränkt wird, ist auch die europäische Geldpolitik in ihren Mitteln limitiert – zumindest im Vergleich mit Japan. So kann die EZB im Rahmen ihrer Programme maximal 30 Prozent aller ausstehenden Staatsanleihen eines Mitgliedslandes aufkaufen. Zudem begrenzt der Kapitalschlüssel, der verhindern soll, dass einzelne Länder bei der Unterstützung bevorzugt werden: Da zum Beispiel das Volumen von deutschen Bundesanleihen am Sekundärmarkt (auch durch die „schwarze Null“) weiter abnimmt, sind die Möglichkeiten der EZB zu einem substanziellen Ankauf von Staatsanleihen insgesamt limitiert. Bei der BoJ gibt es in dieser Hinsicht keine Beschränkung, weshalb bereits fast die Hälfte aller japanischen Staatspapiere auf der Bilanz der heimischen Notenbank liegt. Sollte die EZB ihr Ankaufprogramm in Zukunft wieder deutlich ausweiten wollen, ist deshalb davon auszugehen, dass sie ihren Fokus stärker auf Unternehmensanleihen legt. Oder – und auch hier hat die BoJ bereits einen entsprechenden Erfahrungsschatz aufgebaut – sie weitet ihr Engagement sogar auf den Aktienmarkt aus.

### **Zwischenfazit und Ableitungen**

#### **Erhebliche Unterschiede existent**

Es wird also deutlich: Trotz vieler Gemeinsamkeiten, gibt es auch erhebliche Unterschiede zwischen dem Euroraum und Japan. Eins zu eins übertragen lassen sich die Erfahrungen, die Nippon in den vergangenen Jahrzehnten gesammelt hat, also nicht. Dennoch hält die Entwicklung wichtige Lehren bereit, aus denen folgende Thesen für die künftige Entwicklung der Eurozone abgeleitet werden können:

- 1 Die Kerninflation bleibt niedrig. Ein geringes Wachstum, die moderate Lohnentwicklung und mithin flache Philipps-Kurve sorgen für wenig Preisdruck.
- 2 Daraus folgt: Die Europäische Zentralbank ist auf ihren expansiven Kurs wohl auf Jahre festgelegt. Spielräume für eine Normalisierung hat die EZB unter diesen Umständen praktisch nicht. Wahrscheinlich ist, bei einer Fortsetzung der Abschwungtendenzen, eher eine weitere Lockerung der Geldpolitik.
- 3 Die Realzinsen bleiben damit, auch aufgrund demographischer Trends und moderater Unternehmensinvestitionen, gering. Für Deutschland ist diese Entwicklung, auch aufgrund der teils extremen fiskalpolitischen Heterogenität in der Eurozone, besonders ausgeprägt.
- 4 Das Niedrig- und in Teilen sogar Negativzinsumfeld ist auf Jahre zementiert.
- 5 Eine „Japanisierung“ als Dauerzustand hält der Euroraum in seiner jetzigen Form nicht aus. Durch die geschilderten strukturellen Unwuchten bedeuten die damit nötigen Nullzinsen langfristig auch Nullwachstum. Die politischen und gesellschaftlichen Spannungen, die sich daraus ergeben, können im derzeitigen institutionellen Rahmen der Währungsunion nicht von Dauer sein.

Auf diese Herausforderungen müssen Politiker deshalb genauso reagieren wie Investoren. Denn für beide gilt: Ein Festhalten an alten Gewohnheiten könnte zum Kollaps führen. Bei den einen der Institutionen, bei den anderen der Renditen. Im Folgenden werden in beiden Richtungen Auswege aufgezeigt.

## 4 Notwendige Änderungen im Institutionengeflecht des Euroraums als Reaktion auf „japanische Verhältnisse“

### **Vielfältiger, institutioneller Änderungsbedarf des Euroraums**

Letztlich ist es auch die unvollendete Integration der Eurozone, die sie besonders anfällig für das Niedrigzinsumfeld macht. Während sich Japan als ein homogener Wirtschaftsraum (etwa mit Blick auf die Fiskalpolitik) den Herausforderungen stellen kann, sorgt die Heterogenität und Uneinigkeit der Eurozone für Ineffizienzen und Fehlallokationen. Japan kann mit einem fiskalpolitischen Stimulus etwa gezielt den ländlichen Raum infrastrukturell aufwerten. Mit den (geographischen) Rändern der Eurozone gelingt dies nur bedingt. Gleiches gilt für uneinheitliche Renten- und Sozialsysteme. Ein gewisses Maß an wirtschaftlicher Konvergenz – etwa erreicht durch koordinierte, gemeinsame Investitionsprogramme – könnte hier helfen.

Es geht dabei nicht darum, einen durch immense Transferzahlungen zusammengehaltenen europäischen Einheitsstaat zu schaffen. Was hingegen benötigt wird, sind wirksame Instrumente, die wirtschaftliche Anpassungsprozesse in einzelnen Euro-Staaten so lange begleiten, bis alle Staaten (wieder) in dieselbe Richtung unterwegs sind. Wie die Erfahrungen aus der Schuldenkrise zeigen, sollten diese Instrumente möglichst schon greifen, bevor ein Land den Zugang zum Kapitalmarkt verliert. Das Ergebnis wäre dann auch für sämtliche Euro-Investoren von Vorteil: Gäbe es mehr wirtschaftlichen und fiskalischen Einklang, stünden die europäischen Zinsen auf einem passableren Niveau.

Ein guter Startpunkt wäre die Vollendung der Bankenunion, um noch mehr Krisenfestigkeit im, nicht nur durch das Niedrigzinsumfeld, stark gebeutelten Finanzsektor herzustellen. Es geht darum, Ansteckungsgefahren zwischen dem Staat und dem Privatsektor zu minimieren und Dominoeffekte zu vermeiden. Die Bankenaufsicht ist ebenso bereits auf europäischer Ebene etabliert wie einheitliche Institutionen für die Bankenabwicklung. Der finale Schritt müsste dann auch die Rückversicherung der Einlagen im systemisch relevanten Fall auf die supranationale Stufe heben.

Auch ein gestärkter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) könnte bei dem Ansinnen unterstützen, wirtschaftliche Konvergenz herzustellen. Europa als Ganzes sollte in der Lage sein, wirtschaftliche Anpassungsprogramme eigenständig zu entwickeln und zu begleiten. Denkbar wären dann durch den ESM finanzierte, zeitlich befristete Programme für notleidende Mitgliedsländer, die sich eben nicht mehr uneingeschränkt über den Kapitalmarkt refinanzieren können. Dies würde auch Druck von der EZB nehmen und somit die Trennung zwischen Fiskal- und Geldpolitik schärfen.

Schließlich sollten die Mitgliedsländer der Eurozone den Mut aufbringen, auch ein gemeinsames fiskalisches Instrument für konjunkturelle Schwächephasen zu schaffen. Das Auseinanderdriften der wirtschaftlichen Entwicklung der einzelnen Länder blockiert auch das Wachstum des Aggregats. Gleichzeitig verzögert die Divergenz die Entscheidungsfindung im Krisenfall. Dabei sollten eigentlich alle Länder des Euroraums Interesse daran haben, wirtschaftliche Schwächephasen schnell zu überwinden. Denn aufgrund der engen Verflechtung trifft ein Abschwung nie isoliert nur eine Volkswirtschaft der Währungsgemeinschaft.

Denkbar wären etwa zeitlich begrenzte Budgethilfen aus einem gemeinsamen Fonds. Auch eine länderübergreifende Arbeitslosenversicherung oder europäisch finanzierte Fort- und Weiterbildungsmaßnahmen für Menschen ohne Arbeit könnten Krisenphasen abfedern. Wichtig ist, dass die am stärksten betroffenen Staaten keine eigenen Schulden für entsprechende Maßnahmen aufnehmen müssen, da dies die Notsituation verstärken könnte.

**Mut zu Veränderung und  
Bereitschaft zu Umverteilung  
notwendig**

Voraussetzung für die skizzierten Reformen ist allerdings das Zulassen einer (wenn auch zeitlich und im Umfang begrenzten) regionalen Umverteilung. Hier gilt es, von Japan zu lernen (s.o.). Denn am Ende sorgt mehr Homogenität in der Fiskalpolitik auch für mehr Traktion der (ohnehin homogenisierten) Geldpolitik. Und schließlich entstünde mit gemeinsamen fiskalischen Instrumenten für Krisenzeiten auch mehr Raum für Investitionen (sowohl aus dem EU- als auch aus nationalen Haushalten) in jene Bereiche, die entscheidend für das künftige Wachstumspotenzial sind: Bildung, Forschung, Verkehr, Energie und Sicherheit.

Viele der skizzierten Maßnahmen sind kontrovers und anspruchsvoll in der Umsetzung, dennoch darf die Komplexität der Aufgabe kein Grund dafür sein, nicht über sie nachzudenken. Denn die Eurozone gewänne damit gleich auf mehreren Ebenen: Mehr Krisenfestigkeit, mehr Investitionen und mehr wirtschaftliche Homogenität – und gerade die hilft, siehe Japan, auch im Niedrigzinsumfeld.

## **5 Internationalisierung der Asset Allocation als Antwort auf „japanisierte“ Kapitalmärkte**

**Mehr Risiko und internationalere  
Aufstellung innerhalb des Portfolios  
notwendig**

Die Lösung ist beileibe nicht neu und auch wenig innovativ. Dennoch: Als Reaktion auf den Niedrigzins, der vor allem durch die „japanisierten“ Rentenmärkte zur Niedrigrendite führt, sollten Investoren grundsätzlich verstärkt über eine Erhöhung der Aktienquote nachdenken.

Für Aktien- und Renten gilt jedoch gleichermaßen: Internationalisierung bringt Vorteile, sowohl mit Blick auf die Renditen als auch die Risikokontrolle. Immer noch ist der Home Bias bei Anlegern extrem ausgeprägt. Verschiedene Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass 60 bis 70 Prozent der Investments im eigenen Land beziehungsweise Währungsraum getätigt werden. Im Folgenden wird deshalb detailliert begründet, warum eine weitere Internationalisierung sowohl bei Aktien- als auch Rentenanlagen dringend erwogen werden sollte.

### **5.1 Internationalisierung der Aktienanlagen**

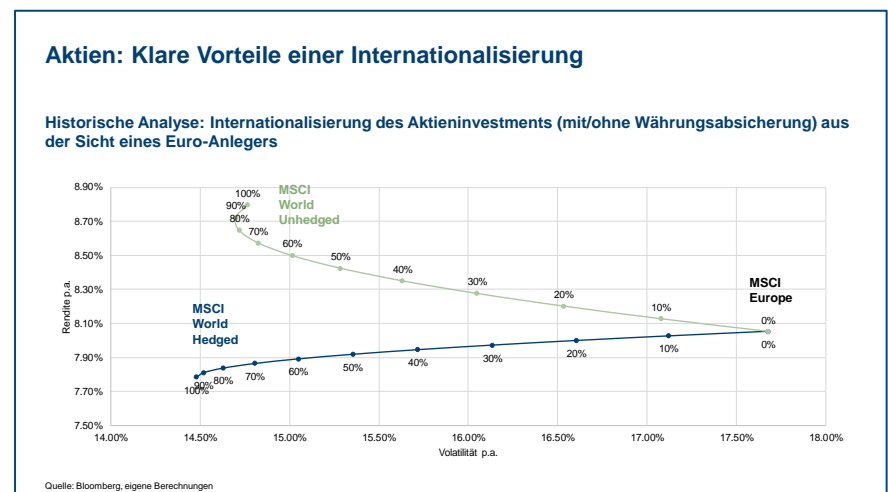
Die Gründe für die Notwendigkeit einer Internationalisierung der Aktieninvestments sind vielfältig: die Abfederung der „Japanisierung“ ist einer davon, viele andere sind zudem struktureller Natur. Der Fokus der Analyse liegt dabei auf dem US-Aktienmarkt. Nach Börsenumsatz und Anlagevolumen ist er der mit Abstand größte der Welt. So besitzen US-Titel mit 62 Prozent auch das größte Gewicht am Aktienindex MSCI World, in dem rund 1.650 Aktien der Industrieländermärkte enthalten sind. Zum Vergleich: Aus der europäischen Währungsunion kommen elf Prozent der Unternehmen, aus Japan acht Prozent. Im MSCI All Countries World, der zusätzlich Schwellenländertitel umfasst, ist die US-

Dominanz gemäß Marktkapitalisierung ähnlich deutlich: 55 Prozent US-Titeln stehen 12 Prozent aus den Emerging Markets respektive zehn (Eurozone) und sieben Prozent (Japan) gegenüber.

### Höherer Anteil an US-Aktien zahlt sich aus

Schon in der Vergangenheit hat sich eine Internationalisierung beziehungsweise stärkere Berücksichtigung des US-Aktienmarktes in der Portfoliokonstruktion aus Sicht eines europäischen Investors ausgezahlt: Während der MSCI Europe, der die Entwicklung von rund 450 Titeln aus 15 europäischen Ländern abbildet, seit 2003 eine jährliche Rendite von acht Prozent generierte, erzielte eine währungsungesicherte Anlage in den MSCI World eine Rendite von 8,8 Prozent. Dabei muss für die bessere Performance nicht einmal eine höhere Schwankungsbreite in Kauf genommen werden – im Gegenteil. Die Volatilität des MSCI World liegt mit 14,8 Prozent deutlich unter jener der europäischen Anlage (17,7 Prozent). Die Sharpe Ratio, als Maß für die Überrendite pro Einheit des übernommenen Risikos, liegt beim globalen Investment mit 0,5 folglich auch deutlich über jenem mit „Home Bias“ (0,37). Begründet ist dies durch eine bessere Diversifikation und eine geringere zyklische Komponente bei einem globaleren Investment.

Bezieht man die Währungsentwicklung in die Analyse mit ein, zeigt sich, dass – auf Basis historischer Daten – die Internationalisierung sogar ohne Währungsabsicherung erfolgen sollte. Denn während für den reinen Euro-Anleger die Beimischung eines Investment in den nicht-währungsgesicherten MSCI World die Volatilität verringert und gleichzeitig die Gesamtrendite erhöht, muss bei der Währungsabsicherung ein leichter Renditerückgang bei allerdings auch deutlich geringerer Schwankungsbreite in Kauf genommen werden.



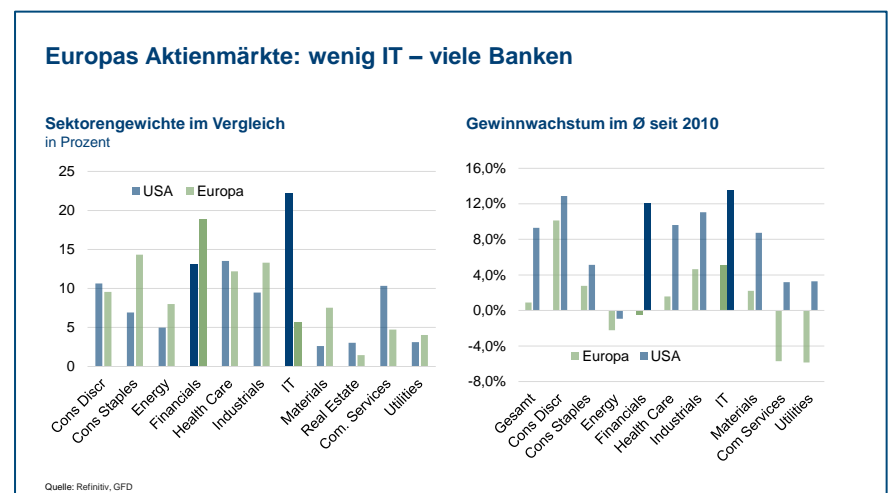
Neben diesen portfoliotechnischen Faktoren sprechen vor allem fundamentale Gründe für eine stärkere Beimischung von globalen und dabei insbesondere US-Aktien. Zu den wichtigsten strukturellen Vorteilen gegenüber europäischen Titeln gehören die höhere Profitabilität, die zukunftsorientiertere Sektorenstruktur, die höhere Wettbewerbsfähigkeit sowie die günstigere demographische Entwicklung.

## US-Aktienindizes mit gewinnbringenden Branchenschwerpunkten

### Höhere Profitabilität dank unterschiedlicher Sektorengewichte

Blickt man etwa auf die Gewinnmargen, haben US-Konzerne ihre europäischen Pendanten schon vor Jahrzehnten abgehängt. Seit 1981 gab es nur wenige kurze Phasen, in denen europäische Unternehmen aus einem Euro Umsatz mehr Gewinn erzielten als vergleichbare US-Firmen. Gründe hierfür sind unter anderem ein strengeres Arbeitsrecht und eine stärkere Regulierung in Europa, allerdings vor allem auch Unterschiede in der Branchenzusammensetzung. So hat die US-Wirtschaft, historisch gewachsen, einen höheren Anteil an (margenstärkeren) Dienstleistungsunternehmen als die zumeist auf Produktion und Export fokussierte Euro-Wirtschaft.

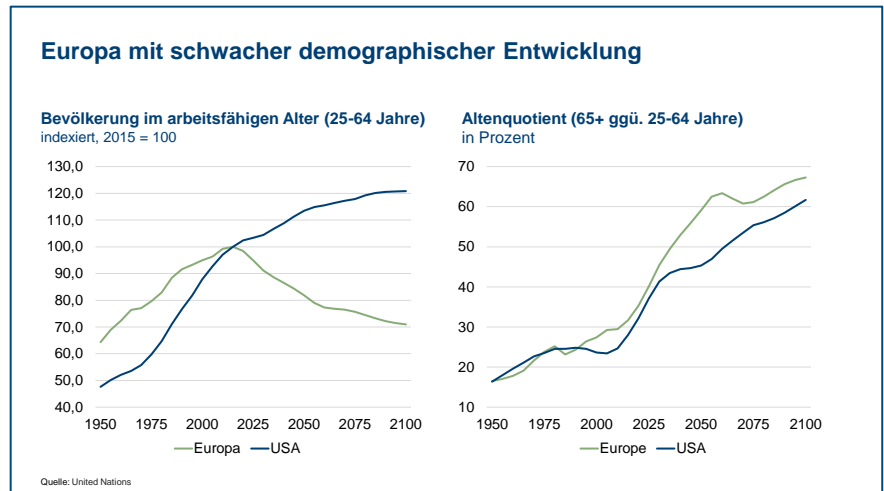
Hinzu kommt eine Besonderheit im Finanzsektor: In Europas Standardindizes finden sich anteilig mehr Banken als in den USA. Gleichzeitig kämpfen Europas Geldhäuser noch immer mit den Spätfolgen der Finanzkrise und einem stark fragmentierten Markt, während die US-Großbanken schon seit Längerem wieder gutes Geld verdienen. Und noch ein weiterer sektoraler Unterschied sorgt für das deutliche Auseinanderklaffen bei den Gewinnen: Mit der zukunftssträchtigen Informationstechnologie hat der Sektor mit dem höchsten Gewinnwachstum auch das größte Gewicht im US-Markt. Zwar können auch Europas Tech-Unternehmen ihre Gewinne im Vergleich mit anderen Branchen aus der Heimat überdurchschnittlich steigern. Gegenüber den großen US-Tech-Konzernen haben sie aber, auch was die Gewinndynamik angeht, deutlich das Nachsehen.



Daneben sprechen noch weitere Gründe für eine Internationalisierung der Aktienanlage in Richtung USA: Aufgrund des größeren und in der jüngeren Vergangenheit stärker wachsenden Marktes konnten US-Unternehmen höhere Skalenerträge erwirtschaften. US-Firmen sind weniger auf den Export angewiesen und erwirtschaften 73 Prozent ihrer Umsätze in der Heimat, weshalb sie von den vorteilhafteren Bedingungen stärker profitieren. Auch Anti-Globalisierungseffekte treffen sie weniger stark. Das wirtschaftliche Agieren in einem defensiveren und weniger zyklischen Markt zahlt sich für US-Unternehmen aus. Europäische Unternehmen sind mit einem heimischen Umsatzanteil von 46 Prozent hingegen wesentlich stärker vom globalen Handel und dem Zyklus der Weltkonjunktur abhängig. Durch die günstigere demographische Entwicklung



in den USA dürfte sich dieser Abstand sogar noch vergrößern. Denn in den USA wird die absolute Größe der Arbeitsbevölkerung weiter leicht wachsen, während sie in Europa demnächst zu schrumpfen beginnt.



### US-Unternehmen global besser aufgestellt und profitabler...

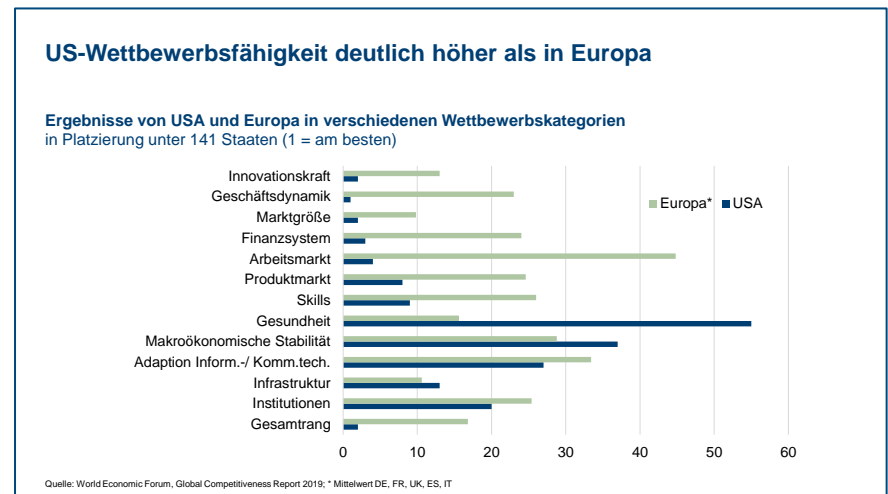
#### Wettbewerbsfähigkeit und Markenposition

Neben den genannten Vorteilen gibt es noch einige weitere, die US-Firmen einen gewissen Vorsprung gegenüber ihren ausländischen Wettbewerbern verleihen. In der aktuellen Ausgabe des Global Competitiveness Report des World Economic Forum rangieren die USA hinter Singapur auf Platz zwei. In der aufwendigen Studie, die inzwischen seit 40 Jahren erscheint, werden insgesamt rund 140 Volkswirtschaften (99 Prozent des globalen BIPs) anhand von über 100 Indikatoren auf ihre Wettbewerbsfähigkeit hin untersucht. Viele der Kriterien sind gerade auch für Investoren hochrelevant: etwa die „Offenheit der Unternehmen für disruptive Ideen“, „flache Hierarchien in den Unternehmen“, „Belastung durch Regulierung“, „Unabhängigkeit der Justiz“, „Schutz des intellektuellen Eigentums“, „Effizienz des Transportsystems“, „Flexibilität des Arbeitsmarktes aus Unternehmenssicht“ und die „Qualität des Finanzsystems“. Dabei werden die Einzelfaktoren in insgesamt zwölf übergeordnete Kategorien zusammengefasst. In den Kategorien Geschäftsdynamik, Marktgröße, Innovationskraft und Finanzsystem liegen die USA dann auch jeweils unter den ersten drei weltweit.

Auffällig ist: Zwar sind mit den Niederlanden (4. Platz), der Schweiz (5.), Deutschland (7.), Schweden (8.), dem Vereinigten Königreich (9.) und Dänemark (10.) auch einige europäische Staaten gut positioniert. Die Platzierungen von Frankreich (15.), Spanien (23.) und Italien (30.) zeigen aber, dass es auf dem „alten Kontinent“ auch noch erheblichen Verbesserungsbedarf gibt. Ein einfacher Durchschnitt aus den größten europäischen Staaten Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und dem Vereinigten Königreich (17. Platz) belegt, wie groß der Abstand zu den USA in fast allen betrachteten Kategorien ist. Einzig in den Bereichen Gesundheitssystem und makroökonomische Stabilität hat Europa, nach dieser Studie, einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Vereinigten Staaten.

Da viele der genannten, für Europa nachteiligen Faktoren tiefgreifende strukturelle und kulturelle Anpassungsprozesse bedürften, sollte sich der

Abstand zu den USA nicht kurzfristig einengen. Insofern hat dieses Argument auch im Sinne einer grundlegenden Internationalisierung der Asset Allocation auf mittlere Frist Bestand.



Ein weiteres Argument für den US-Markt sind die starken, international bekannten Marken. Denn starke Marken sind unter anderem die Basis für eine enge Kundenbindung, höhere Profitabilität und ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum. Laut einer Untersuchung der Marketingberatung Interbrand kommen 49 der 100 „Top Global Brands“ aus den USA. Lediglich 38 Marken kommen von Unternehmen mit europäischem Firmensitz. Neben der reinen Anzahl ist auffällig, dass in den USA in den vergangenen Jahrzehnten deutlich mehr neue globale Marken geschaffen wurden als in Europa. Zu den bekanntesten Beispielen zählen Google, Amazon, Facebook, ebay und Netflix. In Europa dominieren im Ranking hingegen altbekannte Luxusmarken wie Louis Vuitton, Hermes, Mercedes oder Cartier. Führt man diese Erkenntnis mit der Analyse zur Wettbewerbsfähigkeit zusammen, etwa im Punkt Innovationskraft, ist davon auszugehen, dass dieser Trend ebenfalls anhalten dürfte.

### Bewertungsaufschlag gerechtfertigt

...und deshalb etwas höher bewertet

All diese Vorteile lassen sich auch in einem deutlichen Bewertungsaufschlag der USA gegenüber Unternehmen aus dem Euroraum ablesen. Bereinigt um die beschriebenen Sektorenunterschiede liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien aus dem breiten MSCI USA bei 17,0 und damit deutlich über den 13,9, die der MSCI EMU aktuell aufweist. Aufgrund der geschilderten strukturellen Vorteile scheint dieser Aufschlag, der schon seit Anfang der 2000er Jahre in ähnlicher Form existiert, allerdings gerechtfertigt.

### Klumpenrisiko Tech-Sektor

US-Entwicklung stark vom IT-Sektor abhängig

Auch wenn viele der genannten Vorteile aufgrund ihrer strukturellen Natur durchaus persistent sein dürften, gibt es auch Risiken, die das beschriebene Szenario negativ beeinflussen könnten. Ein aktueller Vorteil kann sich dabei in einen künftigen Nachteil verwandeln: die große Bedeutung des US-Technologiesektors. Eine stärkere Regulierung der globalen Internet-Konzerne wäre dabei ebenso schädlich für die Unternehmen wie ein verschärfter Datenschutz oder Untersuchungen hinsichtlich

des Missbrauchs von Marktmacht und Verletzungen des Kartellrechts. Besonderer Bedeutung kommt dabei auch der US-Präsidentschaftswahl im November 2020 zu. Ein demokratischer US-Präsident wäre gegenüber einer stärkeren Regulierung der Tech-Konzerne sicherlich aufgeschlossener als die aktuelle Administration.

## 5.2 Internationalisierung der Rentenanlagen

### Kein Rendite-Pick-Up ohne (internationale) Diversifikation möglich

Als Ausweg für die „japanisierten“ Rentenmärkte in Europa, steht auch in dieser Assetklasse die Internationalisierung im Fokus, denn: Das „Negativzins-Dilemma“ betrifft nicht nur Staatsanleihen aus den Kernländern des Euroraums wie Deutschland, Frankreich oder die Niederlande. Selbst in den einstigen Krisenstaaten Spanien und Portugal notieren die Staatspapiere bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren im negativen Terrain. Ähnliches gilt für Unternehmensanleihen: Unterstützt durch die jahrelangen Ankäufe der EZB, können sich auch viele bonitätsstarke Unternehmen für einen Zins um die Nulllinie finanzieren.

### Emerging Markets und Corporates: Diversifikation bietet Vorteile

Allerdings gilt auch für Anleihen: Die Internationalisierung bietet zwar Vorteile, aber sie ist kein Allheilmittel. So bieten nicht alle Fixed Income-Segmente identische Chancen. Laut einer Analyse von Union Investment führt der „Schritt ins Ausland“ mitunter zu einem deutlich erhöhten Risikoprofil ohne gleichzeitig für zusätzliche Rendite zu sorgen. Besonderes Potenzial bergen, laut der Untersuchung, die Sub-Assetklassen Emerging Markets (Staats- wie Unternehmensanleihen) und US-Corporates.

Für Staats- und Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern bestehen Internationalisierungsvorteile sowohl in der historischen Auswertung als auch in einer vorausschauenden Perspektive. Eine Beimischung dieser Anlagen hat in der Vergangenheit zu verbesserten Rendite-Risiko-Eigenschaften geführt. Auch kompensieren sie das eingegangene Risiko besser als „heimische“ Euro-Renteninvestments.

Mit Blick auf Unternehmensanleihen von Schuldern guter Bonität (Investment Grade) hat die Beimischung von US-Unternehmensanleihen in der Vergangenheit das Rendite-Risiko-Profil mit und ohne Währungsabsicherung zwar verschlechtert. Nach vorne blickend wird allerdings mit einem leicht besseren Verhältnis gerechnet, weshalb eine Beimischung von entsprechenden Investment Grade-Papieren aus Gründen der Diversifikation durchaus erwägenswert ist.

### Staatsanleihen: Diversifikation ja, aber kein Rendite-Turbo

Für Staatsanleihen von Industrieländern außerhalb der Eurozone ist das Ergebnis isoliert betrachtet weniger positiv. Sowohl die historische als auch die vorausschauende Analyse geben keine Hinweise auf eine signifikante Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles im Vergleich zur Anlage in Euro-Staatsanleihen. Hier entstehen eventuelle Internationalisierungsvorteile aus der Diversifikationseigenschaft innerhalb eines Multi Asset-Portfolios. Denn wird die Korrelation internationaler Anleihen zum Aktienrisiko bewertet, kann der Schritt ins Ausland auch bei

Staatsanleihen vorteilhaft sein: Während sich Euro-Staatspapiere weitestgehend unabhängig von Aktieninvestments bewegen (Fünf-Jahres-Korrelation: +0,13), liefern sowohl US-Treasuries (-0,29) als auch japanische Bonds (-0,13) den gewünschten gegenläufigen Effekt.

### Währungsrisiken bei internationalen Renteninvestments absichern

#### Währungsrisiko – bei Anleihen Absicherung nötig

Eine wegweisende Entscheidung im Rahmen jeder Portfolio-Internationalisierung ist der Umgang mit den entstehenden Fremdwährungsrisiken. Oft lässt sich im Rahmen einer solchen Strategie mit einer Teil-Absicherung der risiko-adjustierte Ertrag maximieren. Das leuchtet auch theoretisch ein: Über den Zyklus hinweg liefern Währungen keine Risikoprämien. Ohne Währungsabsicherung verschlechtern internationale Anleiheinvestments das Risikoprofil einer Anlage deutlich, ohne dass sich dieses zusätzliche Risiko auch in Form einer höheren Renditeerwartung niederschlägt. Unter Diversifikationsgesichtspunkten kann es jedoch sinnvoll sein, einen kleinen Fremdwährungsanteil ungesichert im Portfolio zu belassen. Im Unterschied zu den beschriebenen Effekten auf der Aktienseite, bei denen aufgrund der „Risk-On“-Eigenschaft des Euros ein Hedge eher kontraproduktiv wirken würde, ist deshalb bei der Internationalisierung von Anleiheinvestments eine Teil-Absicherung des Wechselkursrisikos durchaus ratsam. Denn bei Renteninvestments führt sie zu maximalen, risikoadjustierten Renditeergebnissen. Zu beachten ist allerdings auch: Die optimale Quote der Währungsabsicherung muss im individuellen Portfoliokontext jedes einzelnen Investors festgelegt werden. So unterscheidet sich die Währungsabsicherung in einem Multi-Asset Portfolio sicherlich von der Quote in einem reinen Renten-Portfolio.

#### Analyseergebnisse in der Übersicht & Beispiele

In der folgenden Tabelle sind, ausgehend von einem Euroland-Staatsanleiheportfolio, die historisch optimale Internationalisierung durch Beimischung von internationalen Staats- und Unternehmensanleihen sowie die optimalen ungesicherten Fremdwährungsquoten dargestellt. Zusätzlich ist das aktuelle Ertrags-Risiko-Profil auf Basis des Verhältnisses von „Carry-to-Risk“ dargestellt.

**Going Global: Bewertung je Assetklasse für Euro-Investoren**

Assetklasse	Internationale Assetklasse	Historische Analyse		Aktuelles Ertrags-Risiko-Profil (internationalisiert)
		Internationalisierungsquote	FX-Hedge-Quote	
Staatsanleihen	DM	20-80%	80-100%	🟡
	EM	40-60%	60-80%	✅
Corp IG	US	0-20%	80-100%	✅
	EM	20-50%	60-100%	✅
Corp HY	US	20-40%	60-80%	🟡

✅ Internationalisierungsoption wird als attraktiv beurteilt  
🟡 Keine eindeutige Aussage zu Internationalisierungsoption möglich

Quelle: Union Investment

Die nachfolgende Aufstellung zeigt anhand eines Beispiels noch einmal die risikoadjustierten Renditen bei einer schrittweisen Internationalisierung eines Renten-Portfolios. Dabei werden einem Portfolio, das zunächst nur aus Euro-Staatsanleihen besteht, sukzessive Staatsanleihen aus Schwellenländern beigemischt, die in US Dollar denominated sind.

**Grad der Währungsabsicherung entscheidet über Erfolg der Internationalisierung**

**Risikoadjustierte Renditen: Schrittweise Beimischung von Schwellenländer-Staatsanleihen (in US-Dollar) zu einem Portfolio aus Euro-Staatsanleihen sowie entsprechende Währungsabsicherung**

	Grad FX-Hedging										
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
<b>0% Int.</b>	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
<b>10% Int.</b>	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.91	0.91	0.91	0.90	0.90	0.89
<b>20% Int.</b>	0.99	1.00	1.01	1.02	1.03	1.03	1.03	1.02	1.02	1.00	0.99
<b>30% Int.</b>	0.99	1.02	1.05	1.07	1.09	1.10	1.11	1.11	1.10	1.08	1.06
<b>40% Int.</b>	0.95	0.99	1.03	1.07	1.10	1.13	1.15	1.16	1.15	1.12	1.09
<b>50% Int.</b>	0.89	0.94	0.99	1.03	1.08	1.12	1.15	1.16	1.16	1.13	1.08
<b>60% Int.</b>	0.83	0.88	0.93	0.99	1.04	1.09	1.12	1.14	1.14	1.11	1.05
<b>70% Int.</b>	0.78	0.83	0.88	0.94	0.99	1.04	1.08	1.10	1.10	1.07	1.01
<b>80% Int.</b>	0.74	0.78	0.83	0.89	0.94	0.99	1.03	1.06	1.05	1.02	0.97
<b>90% Int.</b>	0.70	0.74	0.79	0.84	0.90	0.95	0.99	1.01	1.01	0.98	0.92
<b>100% Int.</b>	0.67	0.71	0.76	0.81	0.86	0.91	0.95	0.97	0.96	0.93	0.88

Quelle: Union Investment

Es ist zu erkennen, dass

- sich in der Vergangenheit grundsätzlich die Internationalisierung eines reinen Euro-Rentenportfolios durch die Beimischung von Schwellenländer-Staatsanleihen positiv auf die Rendite ausgewirkt hätte. Die optimale Spanne der Beimischungsquote liegt dabei zwischen 40 und 60 Prozent,
- sich gleichzeitig auch eine Währungsabsicherung ausgezahlt hätte. Die Tabelle macht deutlich, dass es unter Renditegesichtspunkten für einen Euro-Investor sinnvoll gewesen wäre, zwischen 60 und 80 Prozent des Währungsrisikos abzusichern.

Ein weiterer praxisnaher Anwendungsfall mit Blick auf das Währungshedging ergibt sich für ein internationales Portfolio bestehend aus Staats- und Unternehmensanleihen: Hier kommen die historischen Analysen über die letzten 20 Jahre zu dem Ergebnis, dass ein Fremdwährungsanteil von zehn Prozent optimal gewesen wäre. Hiermit wurde das Verhältnis zwischen jährlicher Rendite und Volatilität maximiert.

Die besprochenen, historisch optimalen Internationalisierungs- und Währungssicherungsquoten gelten jeweils im spezifischen Portfoliokontext. Betrachtet man die Internationalisierung des Rentenanteils in einem Multi Asset-Portfolio, werden zusätzlich Korrelationseigenschaften internationaler Anleihen zum Aktienmarkt relevant. Diese können beispielsweise auch eine regionale Diversifizierung von Euro-Staatsanleihen hin zu US-Treasuries interessant erscheinen lassen und zu anderen optimalen Quoten führen.

## 6 Fazit

### **Niedrige heimische Renditen erfordern aktives Handeln und Internationalisierung**

Fest steht: Das Niedrig- und Negativzinsumfeld verändert die Statik der Kapitalmärkte. Dabei ist nicht unbedingt das Zinsniveau an sich das Problem, sondern vielmehr dessen Beständigkeit. Denn was in Europa als vorübergehende Episode als Reaktion auf die einschneidenden Erlebnisse aus Finanz- und Staatsschuldenkrise begann, verfestigt sich nun zum neuen Langzeit- wenn nicht Dauerzustand. Da liegt es nahe, dass der Blick für mögliche Lehren und Lösungen in die Ferne schweift: Japan ist Paradebeispiel und Versuchslabor in einem. Seit annähernd 25 Jahren verharrt das Inselreich bereits im Niedrigzinsumfeld. Folgerichtig haben Nippons Kapitalmarkt, Notenbank und Investoren bereits viele wertvolle Erfahrungen gesammelt, von denen auch Anleger der Eurozone profitieren können.

Die Internationalisierung der Anlagen – sowohl auf der Aktien- als auch auf der Anleihe Seite – ist zwar weder eine neue noch eine besonders innovative Idee. In Zeiten der wohl auf Jahre zementierten, europäischen Nullzinsen ist sie aber wichtiger denn je. Den strukturellen Nachteilen stehen ebensolche Vorteile in anderen Wirtschaftsräumen gegenüber – und das ist eben nicht Japan, sondern etwa die USA: Mit der konjunkturellen Robustheit und stärkeren Binnenorientierung der Wirtschaft, der zukunftssträchtigeren Sektorenzusammensetzung des Marktes und der demographischen Entwicklung sprechen gewichtige Argumente für ein stärkeres Engagement in US-Aktien – und diese dürften sich auch so schnell nicht ins Gegenteil verkehren. Doch neben „mehr Internationalität“ muss es auch grundsätzlich heißen „mehr Aktien“. Denn ohne eine Erhöhung der Quote, wiegen die Vorteile des Schrittes ins Ausland die Nachteile der globalen Renditeklemme im Rentenbereich nicht auf.

Gleichzeitig haben Berechnungen von Union Investment gezeigt, dass auch mit Renten-Investments Internationalisierungsvorteile gehoben werden können – und zwar sowohl auf einer „Stand-Alone“-Basis als auch im Portfoliokontext. Während aus der Multi Asset-Warte gleichzeitig Diversifikationsaspekte eine Rolle spielen, können in der isolierten Betrachtung vor allem eine Verbesserung der Rendite-Risiko-Kennziffern erreicht werden.

Wichtig bleibt in diesem Zusammenhang auch die Frage der Währungsabsicherung. Der Aktieninvestor aus dem Euroraum sollte bei seiner Internationalisierungsstrategie das Währungsrisiko bewusst in Kauf nehmen, denn es verwandelt sich – dank des „eingebauten“ Puffers des Euros sogar in eine Chance. Bei Anleihe-Investments bietet die Währungsabsicherung hingegen häufig einen guten Schutz gegen zu viel Volatilität. Zwar steigt, etwa mit Blick auf Staatspapiere aus den Schwellenländern, mit offenem Fremdwährungsrisiko auch das Renditepotenzial, allerdings auf Kosten einer deutlich erhöhten Schwankungsbreite.

**Politik kann Japanisierung der Kapitalmärkte in Europa eindämmen**

Doch neben dem Anleger ist auch die Politik zum Handeln gezwungen. Bei allen Gemeinsamkeiten mit Japan gibt es im Euroraum auch eine Reihe teils gravierender Unterschiede – nicht zuletzt bei den Institutionen. Eine anhaltende Phase mit geringem Wachstum und kaum vorhandenen Zinsen dürfte die Eurozone in ihrer jetzigen Ausgestaltung wohl nicht überstehen. Ein stärkeres Zusammenrücken, insbesondere in Fragen der Fiskalpolitik sowie der Mechanismen von Krisenprävention und -bewältigung könnte dabei nicht nur helfen, das Zinsniveau wieder anzuheben. Es könnte auch dafür sorgen, dass eine dann etwas homogenere Eurozone wieder zu stärkeren Wachstumsraten zurückfindet und die Japanisierung damit zumindest eingedämmt werden kann.

## Kontakt

**Herausgeber:** Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 2567-7652, Fax: 069 2567-1616  
institutional@union-investment.de  
www.institutional.union-investment.de

**Autoren:** Dr. Jörg Zeuner,  
Chief Economist  
Head of Research & Investment Strategy  
joerg.zeuner@union-investment.de

Gregor Eder,  
Senior Economist  
gregor.eder@union-investment.de

Ingo Schmitz,  
Senior Analyst  
ingo.schmitz@union-investment.de

Philipp Brugger,  
Head of Investment Strategy  
philipp.brugger@union-investment.de

Dr. Christian Mandery,  
Data Scientist  
christian.mandery@union-investment.de

Janis Blaum,  
Financial Communication Specialist  
janis.blaum@union-investment.de

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen:  
31.10.2019, soweit nicht anders angegeben.