

AKTIEN

Warum europäische Anleihen sogar bei negativer Rendite noch Wertpotenzial haben

August 27, 2019

Bei all den Diskussionen um die Inversion der US-Zinsstrukturkurve wird die Situation in Europa bisher weitgehend vernachlässigt. John Beck, Director of Fixed Income bei Franklin Templeton, London, erläutert, warum sich die Gründe für eine wahrscheinliche weitere Abflachung der Zinsstrukturkurve in Europa stark von den Faktoren jenseits des Atlantiks unterscheiden. Und nun, da sich die meisten Beobachter auf weitere Zinssenkungen gefasst machen, sieht Beck bei europäischen Anleihen sogar trotz negativer Renditen nach wie vor Wertpotenzial.

Unserer Analyse zufolge gibt es gute Gründe für die weitere Abflachung der Zinsstrukturkurve in der Eurozone, doch diese wird sich von der Abflachung der Zinsstrukturkurve in den USA unterscheiden.

Dies liegt daran, dass sich der Konjunkturausblick für Europa grundlegend vom Ausblick für die USA unterscheidet. Europas Ausgangspunkt sind langsames Wachstum, niedrigere Inflation und in gewissem Maße ein Mangel an voller struktureller Flexibilität, die andere Märkte besitzen.

Insbesondere gibt es in der Eurozone Strukturen, die in der Fiskalpolitik keine wesentliche Flexibilität ermöglichen. In Deutschland beispielsweise ist laut Verfassung vorgeschrieben, dass das strukturelle Defizit über den gesamten Zyklus hinweg nicht mehr als 0,35 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) betragen darf.

Während es in der Eurozone in den vergangenen sieben bis acht Jahren eine fiskalische Straffung gab, kam es in den USA dagegen zu einer fiskalischen Expansion, in jüngerer Vergangenheit als Ergebnis der umfangreichen Steuersenkungen des Vorjahres.

Wachsende außenwirtschaftliche Abhängigkeit Europas

Einer der wichtigsten Wachstumsmotoren Europas sind traditionell die Netto-Exporte, insbesondere aus Deutschland.

Anfang der 2010er Jahre ging ein hoher Anteil der deutschen Exporte noch in andere europäische Länder. Da diese Länder ihre Haushaltsdefizite jedoch verringerten, wurde die Abhängigkeit Deutschlands und insgesamt der Eurozone von Netto-Exporten in Länder außerhalb des Währungsraums – im Wesentlichen Infrastruktur und Autos für Asien – größer.

Europa steckt aufgrund seiner Schwäche und außenwirtschaftlichen Abhängigkeit in einem Strudel struktureller Probleme, die im Euro-System nicht vollständig gelöst werden. Und dies hat Auswirkungen auf die Reaktionsmöglichkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Anleger.

Suche nach Rendite weiter unten auf der Kurve

Die EZB setzt sich ein Inflationsziel. Da die Inflation in der Eurozone nach wie vor unter ihrem Zielwert liegt, verdeutlichte die EZB, dass sie nicht in der Position ist, die Zinssätze kurzfristig anzuheben.

Kombiniert man diese Situation mit einer positiven Zinsstrukturkurve – wenn auch mit negativen Zinssätzen als Ausgangspunkt – dann ist es aus unserer Sicht völlig verständlich, dass die Anleger erwägen könnten, weiter unten auf der Zinsstrukturkurve jegliche auffindbare Rendite mitzunehmen.

Dies führt uns zu einem echten Rätsel im Bereich Investments: dem Begriff der negativen absoluten Anleihenrenditen.

Die Renditen zwei- und zehnjähriger deutscher Bundesanleihen sind negativ, und das erscheint uns durchaus angemessen.

Wir stimmen jenen Beobachtern, einschließlich des EZB-Ratsmitglieds Olli Rehn, zu, laut denen es für die EZB nicht sinnvoll sei, die Zinssätze um 15 Basispunkte zu senken. Aus unserer Sicht müssen die Maßnahmen umfangreich sein.

Daher könnte es nach unserer Einschätzung möglich sein, dass zweijährige und zehnjährige deutsche Bundesanleihen im negativen Bereich mit 90 Basispunkten beziehungsweise 60 Basispunkten gehandelt werden.

Preisschock - die Angst vor negativen Zinssätzen

Das Problem der Anleger in Europa ist in unseren Augen der „Preisschock“. Viele Anleger hatten zuvor noch nie negative Zinssätze erlebt und fühlen sich bei einem Investment in negative Renditen möglicherweise unwohl.

Diese Zurückhaltung ist verständlich: Wer möchte in dem Wissen, Geld zu verlieren, Anleihen mit negativen Renditen kaufen und bis zur Fälligkeit halten? Aus unserer Sicht nur jemand, der glaubt, einen Käufer zu einem höheren Preis finden zu können.

Viele Anleger werden schlussfolgern, dass die Zentralbanken mit ihren jüngsten Maßnahmen und Äußerungen ihre Bereitschaft signalisierten, dieser Käufer zu sein.

Derzeit darf die EZB bis zu einem Drittel aller ausstehenden Emissionen kaufen, und manche Beobachter sagen voraus, dass diese Grenze in Zukunft angehoben werden könnte.

Als Anlageverwalter müssen wir verstehen, dass Zentralbanken preisunempfindliche Käufer eines Gutes sind, das in geringerem Umfang angeboten wird als zu Beginn der Finanzkrise, da die Staatsverschuldung geringer ist. Daher sollten die Preise steigen können.

Europa und die USA: eine abweichende Dynamik

Unserer Analyse zufolge unterscheidet sich Europa aus Anleihen-Perspektive grundlegend von den USA.

Dies ist teilweise die Folge der Wachstumsabschwächung in Europa und teilweise die Folge der geldpolitischen Inflationssteuerung in der Eurozone, die der EZB eine Zinsanhebung nahezu unmöglich macht.

Nach unserer Auffassung könnten europäische Anleihen jedoch mit der Kombination einer erwarteten EZB-Zinssenkung im September und einer positiv geformten Zinsstrukturkurve global betrachtet weiterhin attraktiv sein und sogar bei negativer Rendite Wertpotenzial haben.

Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.

In diesem Dokument möglicherweise verwendete externe Daten wurden von Franklin Templeton Investments („FTI“) nicht unabhängig verifiziert, bewertet oder überprüft. FTI haftet auf keinen Fall für Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Das Vertrauen auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Material liegt ausschließlich im alleinigen Ermessen des Nutzers. Manche Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in jedem Land verfügbar und werden außerhalb der USA von anderen mit FTI verbundenen Unternehmen und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen professionellen Berater.

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.

Um Analysen von Franklin Templeton als E-Mail zu erhalten, abonnieren Sie den Blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Die neuesten Tipps und Infos für Anleger finden Sie auf Twitter [@FTI_Germany](#) und auf [LinkedIn](#).

Welche Risiken bestehen?

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des potenziellen Verlusts des Anlagekapitals. Der Wert von Anlagen kann fallen oder steigen, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Anleihenkurse entwickeln sich im Allgemeinen in die den Zinsen entgegengesetzte Richtung. Wenn sich also die Anleihenkurse in einem Investmentportfolio an steigende Zinsen anpassen, kann der Wert des Portfolios sinken. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie wirtschaftliche Unsicherheit und politische Veränderungen.