

Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

Fokus

Die meisten Industriestaaten haben ein Problem: Während das Wirtschaftswachstum nachlässt, türmen sich die staatlichen Schuldenberge auf.

- Beispiel USA: Die Staatsschulden haben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt 104% erreicht (Stand 2012). 2015 könnten es bis zu 112,5% werden, so die Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF).
- Beispiel Euroraum: Hier liegt die Schuldenquote bei 90%. Das sind bei Gesamtschulden von 8.215,3 Milliarden Euro in der EWU pro Einwohner circa 24.682,46 Euro – und es werden mehr. Jede Sekunde kommen weitere 12.594,84 Euro dazu. Bis 2015 ist laut IWF kaum von einer Änderung auszugehen.

Doch: Wie gelingt der Abstieg von einem solchen Schuldenberg?

Vielleicht hilft uns die Antwort darauf, auch ein ganz eigenartiges Paradoxon zu verstehen – denn während die Schulden wuchsen und sich die Bonitäten verschlechterten, sanken die Anleiherenditen von US-Treasuries, deutschen Bunds, britischen Gilts und französischen OATs auf Rekordtiefs (siehe Schaubild 1). Anfang Juli 2012 notierte die 10-jährige Bundesanleihe bei 1,52%, für eine französische gab es 100 Basispunkte mehr. Nicht genug, um eine auskömmliche Zielrendite für das „Asset-Liability-Management“ oder den Kaufkraftherhalt zu erwirtschaften.

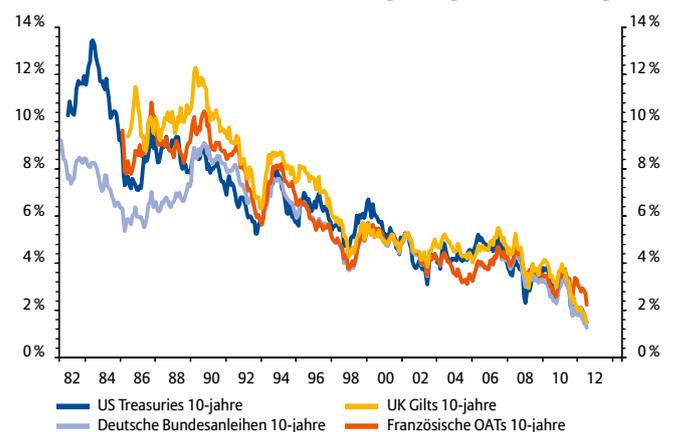
Die Antwort heißt „Finanzielle Repression“. Finanzielle Repression wirkt beim Abbau staatlicher Schulden lautlos und viel sanfter als ein „Haircut“ – ein Schuldenschnitt. Nicht zu vergessen: Eine finanzielle Repression ist bequemer als Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen.



Hans-Jörg Naumer
Global Head of Capital
Markets & Thematik
Research

„In Zeiten der finanziellen Repression muss ‚Sicherheit‘ neu definiert werden. Bewährte Investitionsparadigmen geraten ins Wanken.“

Schaubild 1: Anleiherenditen – langfristige Entwicklung



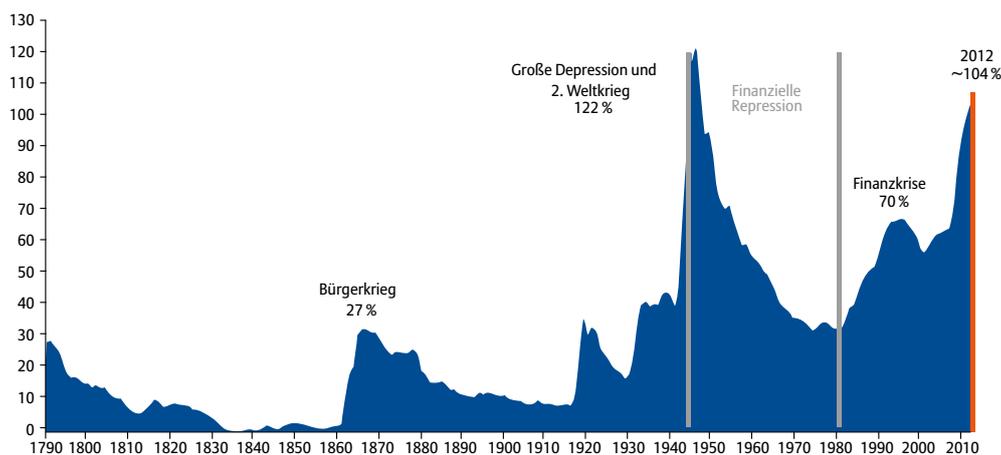
Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.

Schaubild 2: US-Schuldenberg

US Schuldenstand in % des Bruttoinlandsprodukts seit 1790



Quelle: Congressional Budget Office, U.S. Department of the Treasury, Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Historisch betrachtet ist das kein Novum. Der Blick in die lange US-amerikanische Geschichte zeigt den Erfolg (siehe Schaubild 2): Dort waren die Schulden als Folge der „Großen Depression“ und des 2. Weltkrieges Mitte der 1940er Jahre auf 122% des Bruttoinlandsproduktes geklettert. Bis Mitte der 1970er Jahre gelang allerdings der Abstieg in Richtung 30%.

Was war passiert? Über Jahrzehnte lagen die Anleiherenditen unter den Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes in den USA. Das ist die „Blaupause“ für eine „Finanzielle Repression“: Ein Staat wächst förmlich aus seinen Schulden heraus, wenn das reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes die (reale) Zinsbelastung übersteigt. Es bedarf also nicht einmal einer außergewöhnlich hohen Inflation. Künstlich niedrige Anleiherenditen reichen aus, damit die Relation von Schulden zum Bruttoinlandsprodukt fällt.

Tatsächlich lag in den USA die Realrendite zwischen 1945 und 1980 in zwei Drittel der Fälle unter einem Prozent. Aber nicht nur die Vereinigten Staaten kennen lange Phasen niedriger Realzinsen. Wie Reinhart und Sbrancia¹ nachweisen, gab es solche Szenarien zum Beispiel auch in Australien und dem Vereinigten Königreich. Dort sanken die Staatsschulden während dieser Phasen ebenfalls merklich.

Die Grundvoraussetzungen für eine erneute finanzielle Repression sind bereits gegeben: Nach Inflation betrachtet liegen beispielsweise in den USA und in Deutschland die Renditen unter den Wachstumsraten.

Treiber sind die Zentralbanken, welche die Leitzinsen immer weiter nach unten schleusten und mit „quantitativen Lockerungen“ selbst Anleihen gekauft bzw. Liquidität zum Kauf bereitgestellt haben. Mittlerweile hält die US-amerikanische Zentralbank 10% der US-Treasuries und ist damit der größte Gläubiger des Staates.

Die Europäische Zentralbank (EZB) verfügt durch direkte Anleihekäufe (Stand Anfang Juli 2012) mittlerweile über knapp 3% der ausstehenden Anleihen der Euro-Staaten. Zwei langfristige Tender („LTRO“ = Long Term Refinancing Operations) stellten eine zusätzliche Liquidität im Umfang von einer Billion Euro zur Verfügung. Da rund die Hälfte davon andere auslaufende Tender ersetzte, blieben netto 515 Milliarden Euro – das entspricht knapp 7% der Staatsschulden im Euroraum. 400 Milliarden davon wurden zur Refinanzierung auslaufender Bankverbindlichkeiten verwendet, 115 Milliarden für sogenannte „Carry Trades“ genutzt: Mit Zentralbankgeld wurden Staatsanleihen vornehmlich in Italien und Spanien gekauft. – Der Erfolg blieb nicht aus. Wie der IWF in seinem „Global Financial Stability Report“ nachweist², sanken die Zinsstrukturkurven über alle Laufzeiten merklich.

Niedrige Zentralbankzinsen und direkte Käufe staatlicher Anleihen durch die Währungshüter sind die „klassischen“ Begleiterscheinungen einer Repression. Ein Anleihen begünstigendes regulatorisches Umfeld (Stichwort: Solvency II & Basel III) kommt oftmals noch hinzu, ebenso wie ein sanfter Druck auf die Finanzinstitute, Anleihen zu kaufen – wie beispielsweise mit dem erwähnten LTRO-Programm der EZB, umgangssprachlich auch „Dicke Berta“ genannt.

¹ Vgl. Reinhart, Carmen und Sbrancia, Belen, „The Liquidation of Government Debt“, 2011.

² Internationaler Währungsfonds, „Global Financial Stability Report“ S. 77ff, April 2012.

Handeln

Die Suche nach Sicherheit ist in diesem Umfeld trügerisch. Denn während die Anleger im „Risk-Off-Modus“ verharren und nach „sicheren Häfen“ suchen, werden diese immer weniger. So rar, dass sich die Anleger bei den „Sicheren-Hafen-Anleihen“ mit niedrigsten oder sogar negativen Realrenditen zufrieden geben. Das Ende von „Triple-A“, das Ende von Anleihen mit bester Bonität, scheint nahe.

Vor diesem Hintergrund muss „Sicherheit“ neu definiert werden, bewährte Investitionsparadigmen geraten ins Wanken: „Sicherheit“ nicht verstanden als die Abwesenheit von Kursschwankungen, sondern als Kaufkraftverhalt. Ein Minimalziel, aber keineswegs ein einfach zu erreichendes Ziel – noch dazu in Zeiten geringer Risikobudgets.

Es geht um die Suche nach (positiver) realer Rendite und das in einem voraussichtlich weiterhin volatilen Umfeld. Das heißt es müssen (neue) Renditetreiber gefunden und deren Risiken gesteuert werden.

Von den „klassischen“ Renditetreibern bieten sich in Zeiten finanzieller Repression Investitionen in Rohstoffe (einschließlich Gold und Silber) sowie in Unternehmen an, die ein nachhaltiges Gewinnwachstum auch in einem Umfeld niedriger Wachstums- und höherer Inflationsraten verzeichnen können:

- „Small Caps“ und Unternehmen mit hohen Ausschüttungsquoten sollten für die Anleger zur ersten Wahl gehören.
- Bei moderaten Kurs-Gewinn-Verhältnissen und niedrigen – um nicht zu sagen negativen – realen Anleiherenditen dürften die Dividenden die Hauptrenditequelle von Aktien sein.

Es empfiehlt sich, auch asiatischen Anleihen einen genaueren Blick zu gönnen. Die asiatischen Volkswirtschaften weisen moderate Haushaltsdefizite und Steuersätze, gute Leistungsbilanzsalden sowie hohe Devisenreserven auf. Dabei sollten auch Devisen, vor allem asiatische Währungen, als neue und attraktive Anlageklasse betrachtet werden. Asiatische Währungen erscheinen allgemein gesprochen als unterbewertet, und die entsprechenden Volkswirtschaften holen auf.

Ergänzend dazu bieten sich alternative Assetklassen an, zum Beispiel Infrastruktur. Diese sind weniger dem Beta des Marktes ausgesetzt, können aber stetige Cashflows generieren, oder auch die Volatilität als Strategie selbst.

Am Ende wird es bei der Suche nach realer Rendite um die Kombination unterschiedlicher Assetklassen gehen. Wir müssen „Sicherheit“ neu „konstruieren“ – nicht nur als Begriff, auch im Depot.

Hans-Jörg Naumer

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH

Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Weitere Informationen rund um die Kapitalanlage erhalten Sie direkt unter:
www.allianzgi.de

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH, (www.allianzglobalinvestors.eu) einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11-13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet. Stand: Juli 2012