

Risikomanagement in Zeiten des Schuldenabbaus

Strategie & Investment

Im Jahr 2008 hat ein neues Kapitel in der Entwicklung der Weltwirtschaft begonnen. Die Methoden der klassischen Kapitalanlage, wie sie im zurückliegenden goldenen Zeitalter zum Einsatz kamen, haben mittlerweile ausgedient. Viele Industrieländer stehen vor einem Schuldenüberhang, der gleich vier Bereiche – den privaten Sektor, den Staat, die privaten Haushalte und das Altersvorsorgesystem – erfasst hat.



David Hollis
Vice President &
Multi-Asset Portfolio
Manager, Allianz Global
Investors

Das Auf und Ab der wirtschaftlichen Aktivität lässt sich weitgehend mit der Entwicklung der Kreditvergabe erklären. Diese konnte in den Industrieländern aufgrund des Zusammenwirkens positiver Sonderfaktoren auf ein Niveau anwachsen, das längst nicht mehr tragfähig war. In dem Glauben, dass die Inflation bekämpft sei, wurden die Zinsen in diesen Ländern auf einem zu niedrigen Niveau festgelegt, sodass Kredite künstlich verbilligt wurden. Tatsächlich verhielt es sich jedoch so, dass die Schwellenländer über niedrige Güterpreise eine Deflation exportierten und die Industrieländer über niedrige Kreditzinsen die Käufe dieser Güter finanzierten. Weil unter anderem die geringeren Produktions- und Lohnkosten in Fernasien eine Zunahme der globalen Güterpreis-inflation verhinderten, waren auch die Zinsen weiterhin künstlich niedrig. Als dann

2008 die Kreditblase platzte und die Banken kaum noch Geld verliehen, war klar, dass die nächste Phase der Konjunkturerwicklung von einem erheblichen Schuldenabbau geprägt sein würde.

Die wirtschaftlichen Bedingungen in einer Phase des Schuldenabbaus sind verschieden und verändern die Methoden der Kapitalanlage an den Finanzmärkten sowie die Arten der Risikosteuerung grundlegend.

„Die wirtschaftlichen Bedingungen in einer Phase des Schuldenabbaus sind verschieden und verändern die Methoden der Kapitalanlage an den Finanzmärkten sowie die Arten der Risikosteuerung grundlegend.“

Allianz 
Global Investors

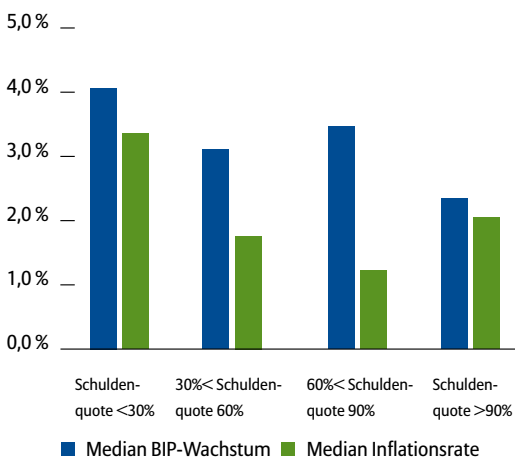
Verstehen. Handeln.

Schuldenabbau im Rückblick

Die Wirtschaftswissenschaftler Reinhart und Rogoff haben in einer Studie die Höhe der Staatsverschuldung in 20 Industrieländern von 1946 bis 2009 untersucht (siehe Abbildung 1). Steigen die Schulden erst einmal auf über 90% des Bruttoinlandsprodukt (BIP), so fanden die Ökonomen heraus, wird das Wachstum gebremst¹. Der Staat erkennt bei diesem Schuldenstand, dass die Kosten zur Beschaffung von Kapital über die Finanzmärkte möglicherweise ein nicht mehr tragfähiges Niveau erreichen können. Somit ist es in seinem Interesse, den Schuldenabbau voranzutreiben, könnten doch Anleger ansonsten einen großen Bogen um staatliche Schuldtitel machen.

Abbildung 1: Einfluss des Schuldenstands auf Wachstum und Inflation

(Betrachtung von 20 Industrieländern im Zeitraum 1946 – 2009)

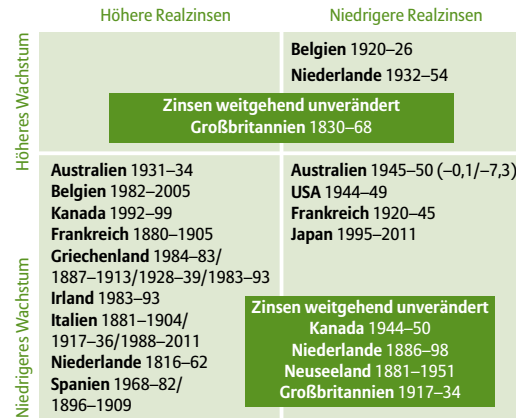


Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage.
Quelle: Reinhart und Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

In einem jüngst veröffentlichten Arbeitspapier machen Reinhart und Rogoff 26 Phasen eines sogenannten Schuldenüberhangs aus, in denen die Verschuldung bei über 90% des BIP lag (siehe Abbildung 2). Dabei gingen sie bis in das Jahr 1800 zurück. In 23 der 26 Phasen wurden im Vergleich zu anderen Phasen unterdurchschnittliche Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts verzeichnet. Die Autoren zeigten damit, dass der Schuldenabbau fast immer ein Wachstum unter dem Trend mit sich bringt.² Das eigentlich schockierende Ergebnis war allerdings, dass eine Schuldenüberhangsphase im Durchschnitt 23 Jahre dauerte. Übertragen auf Heute würde diese bedeuten, dass einige Länder es vor 2031 nicht schaffen werden, ihre Schuldenquote auf ein tragfähiges Niveau abzusenken, und bis dahin weiterhin ein schleppendes Wachstum

verzeichnen müssen.³ In weniger als der Hälfte der 26 Schuldenüberhangphasen waren die Realzinsen entweder niedriger als oder so hoch wie in anderen Phasen.

Abbildung 2: Zurückliegende Zeiträume, in denen die Schuldenquote mindestens 5 Jahre über 90% lag



Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage.
Quelle: Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: Debt Overhangs: Past and Present, April 2012; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research

Dieser empirische Zusammenhang erscheint schlüssig, denn in einer Schuldenabbauphase müssen die realen bzw. nominalen Zinsen unter dem realen bzw. nominalen Wachstum des BIP liegen, ansonsten kann sich das Verhältnis der Verschuldung zum BIP nicht verringern. Die höchsten Renditen dürften somit bei Wertpapieren verzeichnet werden, die von sinkenden Zinsen profitieren, d. h. Staatsanleihen, inflationsindexierte festverzinsliche Wertpapiere und Unternehmensanleihen. Empirisch lässt sich zeigen, dass Unternehmensanleihen in Szenarien mit niedrigen Wachstumsraten gegenüber Staatspapieren zumeist besser abgeschnitten haben, da Anleger in einem Niedrigzinsumfeld höher verzinslichen Wertpapieren den Vorzug geben.

In einer 2010 veröffentlichten Studie haben Reinhart und Sbrénica die wichtigsten Merkmale des Schuldenabbaus im Rahmen einer finanziellen Repression herausgearbeitet:

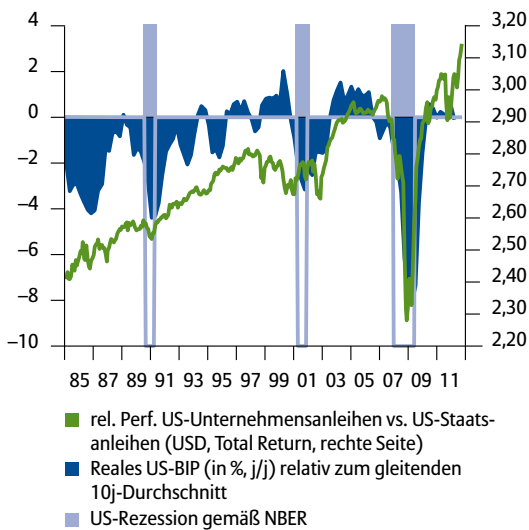
- Direkte und indirekte Zinsobergrenzen
- Kontrolle über Finanzinstitute und Einflussnahme auf unternehmerische Entscheidungen
- Schaffung und Aufrechterhaltung eines staatlich regulierten und kontrollierten Marktes für Staatsanleihen
- Verringerung der Anreize für Investitionen des privaten Sektors in Vermögensklassen, die nicht aus Staatsanleihen bestehen

³ Ebd., Fußnote 1

¹ Quelle: Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Debt Overhangs: Past and Present, 13. April 2012.

² Ebd., Fußnote 1

Abbildung 3: In wachstumsschwachen Phasen schneiden Unternehmensanleihen zumeist besser ab als Staatsanleihen



Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage.
 Quelle: Datastream; Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; Verwendete Benchmarks: Corporate Bonds: Bank Of America Merrill Lynch United States Corporate Master Index (US-Dollar, Total Return), US Government Bonds: Citigroup World Government Bond Index United States All Maturities (US-Dollar, Total Return)

Methoden des Abbaus der Staatsverschuldung – Finanzielle Repression

Die bevorzugte Methode des Schuldenabbaus ist eine Kombination aus Spar- und Wachstumsmaßnahmen, wie sie etwa in Irland, Dänemark, Schweden und Belgien ab Mitte der 1990er-Jahre bis zur Mitte der 2000er-Jahre durchgeführt wurden. Allerdings ist dieser Weg nicht immer möglich. In den genannten Beispielen erfolgte die Rückführung der Schuldenquoten immer in einer Phase, in der es in den Ländern der übrigen Welt mit dem Wachstum bergauf ging. Die betreffenden Staaten konnten also einfach ihre Währung abwerten und ihren Schuldenberg durch Exporte und Wachstum abtragen. In der aktuellen Situation versuchen alle entwickelten Länder gleichzeitig, sich ihren Weg aus der Verschuldung zu bahnen. Für die Währungen bedeutet dies, dass der Abwertung nach unten keine Grenzen gesetzt sind, weil die Länder sich im Kampf um einen Wettbewerbsvorteil gegenseitig unterbieten. Dennoch ist die Gesamtnachfrage in anderen hochverschuldeten Industrieländern gering. Diesem Problem ist nur durch Erschließung neuer Handelsmöglichkeiten mit Schwellenländern beizukommen. Für Länder innerhalb des Euroraums ist eine Währungsabwertung jedoch unmöglich, und ihre Chance, sich durch Wachstum aus der Überschuldung zu befreien, ist daher verschwindend gering.

Die Kombination aus Spar- und Wachstumsmaßnahmen ist nicht der einzige Weg, der in der Vergangenheit beschränkt wurde, um die Schulden einer Volkswirtschaft zu senken. Die USA betrieben nach dem Zweiten Weltkrieg bis in die 1980er-Jahre einen erfolgreichen Schuldenabbau, indem sie durch finanzielle Repression Anlegern Anreize boten bzw. sie mitunter auch verpflichteten, Staatsanleihen zu halten.

Deutschland hat 1923 und 1945 einen drastischen Anstieg der Inflation zugelassen und so den realen Wert der Schulden reduziert. Die negativen Erinnerungen und Begleiterscheinungen an die Hyperinflation Anfang des 20. Jahrhunderts sind jedoch noch heute präsent und finden ihren Ausdruck in der Vorgehensweise der Europäischen Zentralbank (EZB) bei der geldpolitischen Steuerung. So bevorzugt die Zentralbank als Mittel zur Bekämpfung übermäßiger Schuldenstände die Kombination aus Spar- und Wachstumsmaßnahmen. Allerdings tragen Strukturereformen erst nach vielen Jahren Früchte, und da die Länder Teil einer Währungsunion sind, können sie die Auswirkungen der Sparprogramme nicht durch eine Währungsabwertung abfedern.

Als Ultima Ratio kann eine Abschreibung der Schulden (sogenannter Hair-Cut) für die Regierungen eine sofortige Minderung der ausstehenden Verbindlichkeiten bedeuten. Die Last tragen jedoch die Gläubiger. Dies war 2011 der Fall, als der private Sektor eine Minderung des Werts der von ihm gehaltenen griechischen Staatsanleihen hinnehmen musste. Derartige Methoden sind nicht unbedingt förderlich für das Wachstum, schwächen sie doch die Finanzlage des privaten Sektors, der bei der Erholung der Wirtschaft nicht wegzudenken ist.

Obwohl eine Kombination aus Spar- und Wachstumsmaßnahmen die bevorzugte Methode des Schuldenabbaus ist, dürfte die finanzielle Repression – und zwar in verdeckter Form – das wahrscheinlichere Szenario für die nächsten Jahre sein, weil alle entwickelten Länder derzeit gleichzeitig versuchen, ihren Schuldenberg durch Exporte und Währungsabwertungen abzutragen.

Finanzielle Repression steht bevor

Die finanzielle Repression macht sich in den Industrieländern schon jetzt immer stärker bemerkbar. Die Anleiherenditen sind auf ein extrem niedriges Niveau gesunken, weil die Zentralbanken zu Beginn der Kreditkrise die Nominalzinsen senkten, um das

Wachstum zu stimulieren. Nachdem die traditionellen Instrumente der Geldpolitik ausgereizt waren, bedienten sich die Währungshüter sogenannter Sondermaßnahmen wie der „Quantitativen Lockerung“ (Ankauf von Staatsanleihen), um die Liquidität zu erhöhen und die Realzinsen zu senken. Während in den USA und im Vereinigten Königreich durch die Federal Reserve bzw. die Bank of England Anleihen angekauft wurden, führte die EZB dem europäischen Bankensektor über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte Liquidität zu. Im Rahmen dieser Geschäfte erhalten die Banken gegen Hinterlegung von Sicherheiten Geld.

In Frankreich, Portugal, Irland und Ungarn wurde das Vermögen von Pensionsfonds in den Staatshaushalt überführt, um somit die Staatsverschuldung zu senken. Auch im Vereinigten Königreich wurde kürzlich mit der Übertragung des Royal Mail Pension Scheme in den öffentlichen Haushalt dieser Weg beschritten. Zwar ergibt sich hierdurch eine einmalige Absenkung der Schuldenquote, auf lange Sicht kommt es allerdings zu einem allmählichen Wertverzehr, da weiterhin regelmäßige Fondsausschüttungen vorgenommen werden müssen.

Ebenfalls stellt man Beschränkungen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr fest. So wurden in Österreich Auflagen für Interbankengeschäfte mit osteuropäischen Banken eingeführt, und in Brasilien soll durch die Besteuerung ausländischer Investoren eine Begrenzung der Kapitalimporte erreicht werden, was zu einer Aufwertung der Währung und einer geringeren Wettbewerbsfähigkeit des Landes führen könnte.

In vielen Ländern wird darüber hinaus Druck auf die Banken ausgeübt, Staatsanleihen anzukaufen. So halten die nationalen Zentralbanken in den Peripherieländern der Eurozone die Geschäftsbanken dazu an, ihre ausländischen Anleihen bei der EZB gegen Geld zu hinterlegen, das dann in inländische Anleihen investiert werden kann. Diese Selbstfinanzierung von Defiziten auf nationaler Ebene ist ein weiteres Beispiel für die finanzielle Repression.

Bereits eine Teilverstaatlichung von Banken, wie etwa die der Royal Bank of Scotland, ermöglicht der Regierung eine Kontrolle über die Kreditvergabe und über den Anteil von Staatsanleihen in den Bankbilanzen. Somit helfen die Banken bei der Finanzierung des nationalen Defizits.

Die Bankenregulierung, in Form von **Basel III** und **Solvency II**, sollte ursprünglich die Qualität der Sicherheiten in den Bankbilanzen verbessern, um Katastrophen im Stil der Lehman-Pleite zukünftig zu verhindern, sie bringt jedoch unweigerlich eine Zunahme der Aktiva an Staatsanleihen mit sich. Staatsanleihen gelten als am wenigsten risikobehaftet und werden daher vorrangig behandelt, wenn es darum geht zu berechnen, wie solide die Bilanz einer Bank ist.

Investments im Schuldenabbau

Wir gehen davon aus, dass der Schuldenabbau in den kommenden Jahren zum größten Teil über finanzielle Repression erfolgen wird. Diese Art der Schuldensenkung birgt ein wichtiges Merkmal, nämlich, dass die Überbewertung von Staatsanleihen über einen längeren Zeitraum bestehen bleibt. Daher werden die Renditen für risikoarme Anlagen wohl niedrig bleiben, und die Vermögenswerte mit den höchsten risikobereinigten Renditen werden vermutlich Mittelzuflüsse verbuchen. Allerdings blenden Anleger auf der Suche nach höheren Renditen mitunter die Risiken aus, und in Anbetracht des freien globalen Kapitalflusses dürfte die Autokorrelation der Renditen deutlich niedriger sein als früher. Zur Verbesserung der Renditen bei gleichzeitiger Minimierung des zusätzlichen Risikos ist ein eher dynamischer Allokationsprozess die bessere Wahl. Ein größerer Anteil der Anlagerenditen könnte in Zukunft auf Zinscoupons und Dividenden statt auf Kursgewinne entfallen.

Als Beispiel sollen die Aktienmärkte betrachtet werden: Das Ertragswachstum dürfte gedämpft sein, denn empirisch lässt sich zeigen, dass dieses in Phasen des Schuldenabbaus nachlässt. Folglich fällt der auf Kursgewinne zurückzuführende Ertrag geringer aus als der durch Dividenden generierte Ertrag. Die Konzentration auf Anlagen mit hohen Zinscoupons bzw. Dividenden könnte zu einer Fehlallokation von Ressourcen führen. In traditionelle Wachstumsbranchen wird dann möglicherweise nur unzureichend investiert, was wiederum Kursgewinnen erheblich entgegensteht.

Das niedrige Renditeniveau in den Industrieländern wird die Anleger dazu veranlassen, sich nach anderen Ertragsmöglichkeiten umzusehen, wobei sich hierfür die **Diversifizierung von Assetklassen** am besten eignet. Vorsicht ist allerdings an weniger liquiden Märkten geboten, wo die Kursdynamik oft zu unökonomisch hohen Bewertungen und somit zu

Abbildung 4: Volatile Renditen der Assetklassen erfordern dynamische Allokation (in %)

Platz	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	61,45	10,34	12,27	37,10	16,88	55,04	22,36	26,07	17,79	73,44	38,33	14,78
2	22,16	6,93	5,23	30,02	9,12	44,88	18,60	22,60	8,45	24,19	27,48	12,09
3	10,04	6,87	1,29	7,42	8,26	34,81	10,74	19,76	1,62	23,18	23,47	10,81
4	9,28	4,60	0,14	4,54	3,69	27,59	3,16	18,86	-3,55	23,16	19,82	7,96
5	1,80	2,94	-2,52	1,13	2,74	27,36	1,07	1,85	-6,31	22,61	16,91	5,40
6	0,15	1,93	-4,02	0,43	2,18	21,83	-1,71	-0,06	-33,88	15,46	15,76	3,45
7	-6,62	-7,25	-20,24	-1,50	1,49	11,74	-4,15	-3,20	-42,67	9,52	13,82	1,87
8	-9,53	-17,75	-34,42	-4,74	-0,97	7,71	-5,23	-4,15	-44,78	0,97	13,37	-14,69
9	-25,92	-28,93	-43,06	-4,79	-2,56	0,40	-24,69	-4,37	-50,76	-1,27	1,49	-15,44
Durchschnitt	6,98	-2,26	-9,48	7,73	4,54	25,71	2,24	8,60	-17,12	21,25	18,94	2,31

■ Aktien Deutschland ■ Aktien USA ■ Aktien Emerging Markets ■ Staatsanleihen Industrieländer
■ Unternehmensanleihen ■ Schwellenländer-Anleihen ■ Immobilien ■ Rohstoffe (ex. Edelmetalle)
■ Gold

Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; Alle Angaben auf Jahresbasis bis zum 31.12.2011. Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research, Verwendete Benchmarks: Deutschland: MSCI Germany TR, USA: MSCI USA TR, Aktien Emerging Markets: MSCI EM TR, Renten Industrieländer: JPM Global Govt. Bond Index TR, Renten Emerging Markets: JPM EMBI Global Composite TR, Unternehmensanleihen: BofA ML Broad Corp. Index TR, Immobilien: Real Estate Price Index Germany Bulwien, Rohstoffe (ex. Edelmetalle): S&P GSCI Non. Precious Metals TR, Gold: €/Feinunze

abrupten Korrekturen führen kann, weil die Renditen im Wesentlichen von den Kapitalabflüssen aus dem Markt gesteuert werden. Dieser Umstand spricht einmal mehr für eine dynamische Assetallokation, die jedoch durch einen risikokontrollierten Ansatz ergänzt werden sollte.

Die seit 2008 zu beobachtende Erhöhung der Korrelationen innerhalb der Assetklassen zeigt, dass sich Beta-Strategien besser zur Renditegenerierung eignen.

„Ein größerer Anteil der Anlagerenditen könnte in Zukunft auf Zinscoupons und Dividenden statt auf Kursgewinne entfallen.“

Die Alpha-Generierung ist mittlerweile durch makroökonomische Faktoren stark beeinträchtigt. So haben zum Beispiel die Länderrisikoaufschläge Einfluss auf einzelne Aktien, selbst wenn die Ertragsquellen über mehrere Länder (unter Ausklammerung des Emissionslandes) stark diversifiziert sind.

Handeln

Der Schlüssel zur Generierung von Renditen und Steuerung von Risiken in der Phase des Schuldenabbaus besteht in der kompletten Diversifizierung des Anteils über die traditionellen Assetklassen hinaus (siehe Abbildung 4). Am besten lässt sich dies in einer dynamischen Anlagestrategie umsetzen, die durch einen bewährten Risikomanagementansatz ergänzt wird.

David Hollis

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/kapitalmarktanalyse

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. November 2012