

## SIGLO Timeout Nr. 10

### Staatsanleihen - ALM oder "Kick-the-Can-down-the-Road"

#### Zusammenfassung

Die Idee, sowohl die Anlage- als auch die Verpflichtungsseite bei Investitionen zu berücksichtigen, ist in der Schweiz unter dem Begriff ALM aus der Vorsorge bekannt und etabliert. Übersteigen die versprochenen Leistungen auf der Verpflichtungsseite das Ertragspotenzial auf der Anlageseite, so werden früher oder später grössere Probleme bei der Finanzierung auftreten. Diese Idee eignet sich nicht nur für die Vermögensverwaltung von Pensionskassen, sondern auch zur Beurteilung der Attraktivität von Staatsanleihen. Der Markt scheint heute immer noch viel Vertrauen in das Potenzial diverser staatlicher Emittenten zu haben und deren "Kick-the-Can-down-the-Road" Politik zu belohnen. Denn bei einer Betrachtung einiger Staats-Bilanzen ist die Akzeptanz der aktuell tiefen Zinsen durch Anleger kaum zu erklären.

#### Einführung

ALM steht für Asset Liability Management und beschreibt die Absicht, eine Balance zwischen Einnahmen auf der Anlageseite und Ausgaben auf der Verpflichtungsseite zu schaffen. Nicht nur PKs sondern auch Staaten sollten ihre Bilanz langfristig im Gleichgewicht halten, weshalb ALM auch bei Anlagen in Staatsanleihen dienlich ist. Interessanterweise findet diese Idee bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit und der Bewertung ausstehender Staatsanleihen bzw. den geforderten Zinsen wenig Beachtung. Der Markt scheint sich vor allem für kurzfristige Lösungen der Finanzierungsengpässe zu begeistern, was mit dem Begriff "Kick-the-Can-down-the-Road" treffend umschrieben wird. So zeugen die anhaltend tiefen Zinsen vieler staatlicher Anleihen kaum von Besorgnis im Markt. In den letzten Wochen stiegen lediglich die Risikoprämien für Italien und Spanien und gleichzeitig auch die Aufmerksamkeit für die neu-entdeckten rund 70-jährige Theorien von Irving Fisher. Wir fokussieren nun auf das aktuelle Politik- und Marktgeschehen und vergleichen es mit Fisher's Theorien sowie mit zwei kürzlich publizierte Artikel vom IMF und der Universität Chicago.

#### Eine langfristige Gleichung

Eine empirische Studie des Teams um Nicoletta Battini vom IMF beginnt mit dem ALM Argument, wonach künftige Verpflichtungen eines Staates mit dessen aktuellen Renditepotenzialen auf der Anlageseite, d.h. mit dem erwarteten GDP, den resultierenden

Steuereinnahmen sowie der demographischen Situation zu vergleichen sind. Am Beispiel der USA und deren Healthcare Versprechen zeigen die Autoren die Schwierigkeit, hohe künftige Verpflichtungen über das BIP Wachstum zu decken (dies dachte sich vielleicht auch S&P). John Cochrane von der Uni Chicago formulierte diese Feststellung mit Blick auf Fisher's Theorien mathematisch. Auf der linken Seite der Gleichung stehen die aktuellen realen Schulden eines Staates (real, weil das Preisniveau im Nenner steht). Rechts der Barwert der **erwarteten** künftigen Netto-Staatseinnahmen, abdiskontiert mit einem Markt-Zinssatz der ausstehenden Schulden.

(Quelle: John Cochrane, John Mauldin)

$$\frac{\text{Money} + \text{Govt Debt}}{\text{Price level}} = \text{Present value [future surpluses]}$$

$$\frac{M_{t-1} + B_{t-1}}{P_t} = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{R^j} [T_{t+j} - G_{t+j}]$$

(where: E = expected, R = interest rate  
T = govt. revenues, G = govt. outlays)

Table 1

In Worten bedeutet die Formel, dass der erwartete Barwert der zukünftigen Netto-Einnahmen langfristig die kumulierten realen Schulden eines Staates decken sollte. Ansonsten sind Assets und Liabilities über die Zeit nicht ausbalanciert, was früher oder später zu Zahlungsproblemen führt. Der Knackpunkt der Gleichung liegt rechts in den Erwartungen der Anleger (E) und dem

daran gekoppelten Zinssatz (R). Dies widerspiegelt die Wechselwirkung zwischen dem Vertrauen der Anleger in das staatliche Ertragspotenzial und der Höhe geforderter Zinsen, um das Gleichgewicht zu halten. So reflektieren tiefe Zinsen ein hohes Vertrauen in die künftigen Netto-Staatseinnahmen.

Die Gleichung erfasst zudem die Geldmenge M auch als Staatsschuld. Falls Zentralbanken die ausstehende Geldmenge erhöhen, um andere Staatsschulden z.B. Anleihen zurück zu kaufen (B reduzieren), ändert dies nichts an der Gleichung. Es werden lediglich auf der linken Seite die Mittel im Zähler verschoben. Hohe Schulden lassen sich also nicht mit noch mehr Schulden tilgen.

### **Das Problem der nominalen Betrachtung**

Ein Staat oder Staatenbund wie die EU kann die Geldmenge steuern und so versuchen, Schulden weg zu inflationieren (sofern die Zentralbank mitspielt). In der realen Welt der Gleichung wird die Schuldensituation damit zwar nicht verbessert, weil eine erhöhte Geldmenge auch zu höheren Preisniveaus führt und lediglich Inflation entsteht. Eine reale Betrachtung ist für Investoren in nominalen Staatsanleihen aber nicht massgebend. Denn für sie wirkt sich ein Anstieg der Geldmenge und der damit verbundene Rückgang der Kaufkraft sowie der allenfalls resultierende Kursverlust auf der Fremdwährung stark negativ aus.

In diesem Zusammenhang verweisen wir auf Kommentare unter anderem von Faber und die Erkenntnisse von Reinhart und Rogoff, wonach sich hohe Staatsschulden nur über massives Wirtschaftswachstum (analog der Gleichung) oder über Inflation reduzieren lassen. Wachstum kann vom Staat weder gesteuert noch verordnet werden, weshalb hohe Inflation zur Tilgung historisch häufiger auftrat wie die Autoren im Buch "This Time is Different" zeigen. Die Wertentwicklungen vieler Währungen gegenüber dem CHF seit den 80ern z.B. des Francs, der Lire, der Peseten oder dem USD, untermauern diese These. Wählt ein Staat also offensichtlich den Weg der Inflation, strafen ihn Anleger früher oder später mit tiefen Erwartungen an seine Erträge und entsprechend hohen Zinsen und einer Abwertung der Währung.

### **Die konkrete Situation am Markt**

Mit Blick auf die Gleichung überrascht uns die Schuldenproblematik in Europa und den USA nicht. Das Ausmass hingegen schon. Enormen Versprechen unter anderem in der Vorsorge (Pensionsalter in EU Ländern), der Pflege (Healthcare Reform in den USA), im Staatsapparat (Italiens Beamtenlöhne) oder in der Landes-Verteidigung stehen heute nicht genügend Aktiva gegenüber. Wir diskutieren an dieser Stelle weder Sinn noch soziale Gerechtigkeit dieser Verpflichtungen. Die Gleichung verdeutlicht aber, dass die langfristige Stabilität bzw. die Balance von Erwartungen, Zinsen und Potenzial arg strapaziert wird und sich so in diversen Staaten hohe Ungleichgewichte aufbauen.

Das aktuelle Zinsniveau im Markt reflektiert die Schuld- bzw. Finanzierungsproblematik nur für gewisse Länder wie Italien oder Spanien, deren Zinsen für 10jährige Anleihen aktuell bei über 6% p.a. liegen. Andere hochverschuldeten Staaten wie z.B. USA, Japan oder UK zahlen alle per Anfang August 2011 weniger 2.6% Zinsen pro Jahr. Tiefzins-Situationen können zwar trügerisch lange anhalten, bergen aber stets die Gefahr rascher Zinssprünge sobald Anleger ein Ungleichgewicht nicht mehr akzeptieren wie dies Italien in den letzten Wochen erlebte. "Kick-the-Can-down-the-Road" Strategien funktionieren eben nur solange wie Anleger die Anleihen zu tiefen Zinsen akzeptieren.

### **Wie lange ist diese Road?**

Cochrane's Gleichung gilt langfristig, wobei niemand genau weiss, wie lange langfristig wirklich sein wird. Der Erfolg der "Kick-the-Can-down-the-Road" Strategie hängt metaphorisch von der Länge der Road ab. Der Fall Japan beweist, dass hohe Schulden sowohl absolut als auch relativ zum BIP bei gleichzeitig starker Währung und tiefen Zinsen von rund 1% p.a. für 10jährige Anleihen lange Bestand haben können. Dabei lässt sich die Länge ihrer Roads vor allem von den Refinanzierungsmöglichkeiten beim eigenen Volk erklären. Zudem sind im Umfeld einer permanenten Deflationsgefahr 1-2% realer Zins besser als Verluste auf Aktienanlagen. Ob dies bei anderen Staaten wie den USA, Frankreich oder UK gleich

verläuft, bleibt spannend. Wer an ein globales Deflations-Szenario im Stile Japans glaubt, positioniert sich mit nominalen Anleihen vieler entwickelter Staaten auch bei den aktuellen tiefen Zinsen korrekt.

Wer diese Meinung hingegen nicht teilt, müsste über die heutige Schuldensituation vieler entwickelter Länder beunruhigt sein. Trotz der theoretisch unbegrenzten Länge staatlicher Roads und den "Kick-the-Can-Fähigkeiten" aktueller Regierungen erscheint das in den Zinsen implizierte Vertrauen der Anleger enorm hoch. Die heutigen Staatsbilanzen lassen vermuten, dass die Schere zwischen Versprechung und Potenzial laufend grösser und damit der Aufwand für einen Ausgleich schmerzhafter wird. Hochverschuldeten Ländern hilft langfristig nur eine Steigerung ihrer Netto-Einnahmen. Ein theoretisch denkbarer globaler Zins von Null scheint in Anbetracht von Inflationsgefahren und der herrschenden Kreditrisiken kaum realistisch. So führt der einzige Weg über höhere Einnahmen und tiefere Ausgaben, was sich für viele Staaten schwierig gestalten dürfte. Was heisst das konkret in Bezug auf Investitionen in globale Anleihen?

### **Es besteht Handlungsbedarf**

Wir sind überzeugt, dass eine sorgfältige Selektion der Anlagen in Staatsanleihen und Fremdwährungen in der heutigen Situation wichtiger denn je ist. Leider sind wir nicht in der Lage zu prognostizieren, wann die "Kick-the-Can-down-the-Road" Strategie von der ALM-Realität eingeholt wird und die Zinsen für einige gefährdeten Schuldner in die Höhe schnellen. Klar ist aber, dass die Politik auf beiden Seiten des Atlantiks wenig für eine reale Verbesserung der staatlichen Bilanz unternimmt. Damit steigt die Gefahr von Vertrauensverlusten und höheren Zinsen bei Anlegern langfristig (selbst bei solchen, die wie China mittelfristig keine Wahl haben oder politischen Druck spüren wie S&P).

Die Quote für globale Anleihen ist bei vielen Anlegern hoch, weshalb man die Schuldenproblematik nicht vernachlässigen darf. Wie bereits im Timeout Nr. 9 zu Kreditrisiken ausgeführt, drängt sich statt der marktkapitalisierten und Rating-fixierten Indexierung

eine zukunftsgerichtete aktive Ausrichtung bei der Auswahl globaler Anleihen auf. Aktive Manager traditioneller wie auch Alternativer Funds vertreten diese Überlegungen, soweit wir bei SIGLO sehen, wirklich aus tiefer Überzeugung und mit entsprechenden persönlichen Investitionen.

### **Ein letztes Wort zu Ratings**

Wir können uns abschliessend einen kurzen Kommentar zur Rolle von Rating Agenturen nicht verkneifen. Auch die Agenturen kennen ALM Ansätze und die Gleichung. Ob diese von den Mitarbeitern auch berücksichtigt werden, können wir nicht beurteilen. Fest steht, dass die Bestandteile der Gleichung die Ursache der aktuellen Schuldenkrise und entsprechend schlechten Ratings darstellen. Die Ratings per se sind in erster Linie die Wirkung, denn sie zeichnen sich weder für Ausgaben noch für Einnahmen oder künftige Versprechen verantwortlich. Vielmehr liegt es an gewählten Politikern und so letzten Endes beim Volk, zwischen einer Balance oder einem kurzfristigen "Kick-the-Can-further" zu entscheiden. Zudem zeigen Erfahrungen der Sub-Prime Krise, dass die Ratings nicht immer die wahre Kreditqualität von Anleihen darstellen (können) und der ökonomischen Realität hinterherhinken. Ähnliches passiert heute mit der (erneut späten) Herabstufungen einiger Länder, deren Probleme gut informierte Manager bereits seit langem erkannt haben.

Aufgrund dieser Erfahrungen spielen Ratings bei aktiven Anlegern oft eine untergeordnete Rolle, weil sie sich selbst Gedanken über die langfristige Gleichung und deren aktuelle Ausprägung bei verschiedenen Staaten machen. Ihr Vorgehen ist insofern analog zur Beurteilung von Unternehmens-Anleihen, wo ebenfalls eine eigene Bilanzanalyse zentral ist. Wer sich heute hingegen nur blind auf Ratings verlässt, ohne die Schuldensituation eines Emittenten zu beachten und ohne die aktuellen Informationen z.B. vom IMF, der OECD oder von Autoren wie Reinhart und Rogoff zu berücksichtigen, gibt wichtige Anlage-Entscheidung aus der Hand. Ob eine Delegation dieser Entscheidung wirklich dem Vorsichtsprinzip entspricht, möchten wir zumindest in Frage stellen.