

## SIGLO Timeout Nr. 21 Financial Repression

### Summary

Der Begriff "Financial Repression" taucht heute nicht nur in akademischen Artikeln, sondern auch in praktischen Diskussionen auf. Dies überrascht kaum, denn mit Financial Repression beschreiben Ökonomen einen der wenigen politisch begehbaren Wege, wie verschuldete Staaten ihr Defizit langfristig wieder in den Griff kriegen könn(t)en. Politiker glauben dabei, ihr Gesicht oder ihren Job nicht zu verlieren. Allerdings geschieht dies letzten Endes immer auf dem Buckel der Anleger bzw. via Vorsorge zu Lasten der breiten Bevölkerung. Wir spüren dies heute vor allem durch die tiefen Zinsen und die damit verbundenen Herausforderungen, attraktive, reale Renditen zu erwirtschaften. Grund genug im Timeout verschiedene Elemente der Financial Repression zu beleuchten und deren Gefahren und Konsequenzen darzustellen.

### Einführung

*"Verfüge nicht über Geld, ehe du es hast."* Hätte man sich an diese Weisheit von ex US Präsident Thomas Jefferson gehalten, so wären uns wohl einige Probleme der letzten Jahre erspart geblieben. Schuld daran sind für uns nicht die Häuselbauer in Spanien und den USA, sondern eine Reihe westlicher Staaten und die damalige politische Führung mit ihren (zu) grosszügigen Versprechungen für die Zukunft. Unser Timeout verurteilt nun aber nicht die Sünden der Vergangenheit, sondern diskutiert gangbare aber keinesfalls schmerzfreien Wege zum Abbau dieser heute gigantisch anmutenden, staatlichen Schuldenlasten; Unsere Stichwörter lauten Financial Repression und mögliche Konsequenzen für Anleger und Vorsorgewerke.

Wie Carmen Reinhart 2011 in ihrem Artikel "The Liquidation of Government Debt" ausführt, ist Financial Repression besonders in Zeiten hoher staatlicher Verschuldung ein subtiler und raffinierter Weg aus der Krise. Staaten versuchen mit Financial Repression ihre über die Jahre angehäuften Schulden langsam, auf leisen Sohlen und durch die Hintertür abzubauen. Mit Blick auf gewisse Alternativen wie z.B. rufschädigende und von panischen Reaktionen an den Finanzmärkten begleitete Staatspleiten oder aber offensichtlicher und ebenfalls von Panik geprägter Hyperinflation erscheint dies auch nachvollziehbar. Nur sollten sich weder Politiker noch Anleger der Illusion hingeben, dass sich die Effekte staatlicher Überschuldung ohne Nebenwirkungen lösen lassen.

### Ursprung der Financial Repression

Obwohl der Begriff Financial Repression erst kürzlich populär wurde, geht sein Ursprung auf zwei Ökonomen namens Edward Shaw und Ronald McKinnon zurück, die 1973 die Situation und die verfolgten Lösungsansätze verschiedener Emerging Markets damit beschrieben. Weitere Autoren bemerkten, dass besonders in der Zeit zwischen dem Ende des 2. Weltkriegs bis in die 70er Jahre die Financial Repression ein effektives Mittel zum Abbau staatlicher Schulden darstellte. So konnten z.B. Grossbritannien oder die USA damit rund 3% bis 4% der Schulden relativ zum Bruttoinlandprodukt (BIP) pro Jahr abbauen. Dies entspricht 30% bis 40% Schuldenabbau pro Dekade. Für Australien oder Italien wurden für diese Zeit sogar 5% p.a. relativ zum BIP dokumentiert.

***Financial Repression strebt mit tiefen Zinsen bei erhöhter Inflation ein Umfeld von real negativen Renditen an, um den realen Wert der Schulden zu verringern.***

Financial Repression ist also kein neues Phänomen, sondern ein wohlbekanntes Instrument im politischen Werkzeugkasten. Dies erstaunt die Leser von Reinhart nicht, denn sie wissen aus ihrem Klassiker "This Time is Different", dass Staatspleiten in den letzten Jahrhunderten keine Seltenheit und für einige Länder sogar den Normalzustand darstellten. So suchten und fanden Politiker bereits vor geraumer Zeit begehbare Wege zur Konfiszierung privater Cashflows und damit zum Abbau ihrer Staatsschulden.

## Funktionsweise der Financial Repression

Financial Repression funktioniert relativ einfach: Grob zusammen gefasst geht es 1. darum, mit tiefen nominalen Zinsen bei leicht überdurchschnittlicher Inflation ein Umfeld real negativer Renditen zu schaffen. 2. werden gleichzeitig Anleger zum Kauf der Staatsanleihen motiviert oder gezwungen, um eine permanente Nachfrage zu sichern. Stabile, tiefe nominale Zinsen und konstante Nachfrage nach Staatsanleihen sind zentral, denn sie erlauben einem Staat, sich laufend an den Finanzmärkten sehr günstig zu refinanzieren. So erfolgt ein stetiger, sanfter Schuldenabbau zu Lasten der Anleger, die einen langsam fortschreitenden Kaufkraftverlust erleben. Man denke metaphorisch an den Frosch im heisser werdenden Kochtopf, der aufgrund des langsamen Temperaturanstiegs nichts vom finalen Unheil ahnt.

Zinsen bezeichnen wir als real negativ, wenn nominale Zinsen von Anlagen unter der Inflation liegen. Zwei Beispiele erklären: Vom Markt als sicher wahrgenommene Staaten wie die Schweiz oder Deutschland nehmen heute mit kurzläufigen Emissionen von Anleihen mehr Geld ein als sie in wenigen Jahren zurück zahlen müssen. Die Renditen für Anleger sind so sogar nominal negativ. Ähnlich bei langfristigen Staatsanleihen aus Deutschland oder UK, die bei der aktuellen Inflation von rund 2% respektive 2.8% p.a. eine nominale Rendite auf Verfall von 1.5% respektive 1.7% p.a. bieten und damit reale Renditen von -0.5% bzw. -1.1% p.a. liefern.

Der ganze Ansatz gerät allerdings aus den Fugen, wenn der Frosch merkt wie ihm geschieht bzw. die Marktteilnehmer früher oder später von hochverschuldeten Ländern höhere Zinsen fordern. Ob dies aus Furcht vor Kreditrisiken, aus der Unmöglichkeit der Finanzierung von Verpflichtungen oder aus der Forderung von positiven realen Renditen (sprich Inflationsängsten) erfolgt, spielt im Prinzip keine Rolle. Fest steht, dass Politiker hohe Anreize haben, den "ungehorsamen" Marktteilnehmern eine Lektion zu erteilen und die realen Zinsen wieder unter Null zu bringen. Tun sie dies nämlich nicht, wird der Schuldenberg rascher anwachsen und evtl. während ihrer Amtszeit zum Kollaps führen.

## Formen von Financial Repression

Reinhart unterscheidet Instrumente bzw. die Ausprägungen der Financial Repression in vier verschiedene Elemente unterteilen:

- Direktere und stärkere **Einflussnahme** auf institutionelle Anleger durch umfangreichere **Regulierungen** sowie auf lokale Finanzmärkte durch Marktinterventionen. In letzter Instanz totale **Verstaatlichung** der Institute.
- Impliziter oder sogar expliziter **Zwang** für private und institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionskassen oder Banken in einem Land die **Staatsanleihen mit tiefen Zinsen zu kaufen und zu halten**.
- Implizite oder explizite Begrenzung bzw. sogar **Fixierung von Zinsen** für Staatsanleihen und private Einlagen.
- **Kapitalverkehrskontrollen**, die vor allem den privaten Transfer von Geldern ins Ausland verunmöglicht.

Wir konzentrieren uns nun im weiteren Timtout auf die aktuell global sehr populären ersten beiden Elemente.

## Evidenz für Financial Repression

Ein erstes Indiz für die Financial Repression wird heute in der strikteren Regulation von Anlagen und Anlegern sichtbar. Diese soll z.B. institutionelle Anleger zum Kauf lokaler Staatsanleihen motivieren bzw. zwingen und gleichzeitig andere als riskant deklarierte Anlagen möglichst unattraktiv aussehen lassen. Als praktisches Beispiel bieten sich Kapitalanforderungen für Versicherungen, Banken oder Pensionskassen an. Darin fordern vor allem europäische Regulatoren mehr Risikokapital zur Unterlegung von sogenannten "riskanten" Anlagen wie z.B. Unternehmensanleihen, Aktien oder diverse alternative Anlagen um deren Attraktivität im Gesamtportfolio der Anleger gegenüber Staatsanleihen zu reduzieren. Institutionelle Anleger müssen in dieser Situation abklären, ob die erwarteten Renditen dieser Anlagen den signifikant höheren Kapitalbedarf in der Bilanz immer noch rechtfertigen können.

Ein zweiter ähnlicher Weg schreibt Anlegern bestimmte Risikomodelle vor. Diese legen

den Fokus anstelle einer umfassenden Beurteilung zukünftiger Risiken, nur auf die historischen Volatilitäten und Korrelationen von Anlageklassen und stellen so Staatsanleihen als sichere Anlage dar. Auftrieb erhält dieser Weg zudem, wenn er weniger gut informierten Anlegern als akademisch korrekter Weg verkauft wird. Wie bereits im Timeout Nr. 15 (Matrix) diskutiert, legen wir Anlegern nahe, sich mit Annahmen und Problemen der Modelle vertraut zu machen.

Eine dritte Variante liegt in Marktinterventionen beispielsweise durch die Zentralbank. Konkret denken wir an Zentralbanken, die unter dem durchaus ehrbaren Argument Wachstum zu fördern, Unmengen von Staatsanleihen aufkaufen um so Zinsen zu drücken. Wie erwartet, reduziert der massive Kauf von Staatsanleihen nominale Zinsen für Staatsanleihen am Markt. Zudem erhöht die zusätzlich gedruckte Geldmenge früher oder später wohl die Inflation, was schliesslich zu den angestrebten, real negativen Renditen führt. Allerdings wird dabei der Markt-Mechanismus zur Preisbildung verzerrt, was eventuell langfristig mit unbeabsichtigten Konsequenzen verbunden sein könnte.

Schliesslich die vierte und in unseren Augen eindeutigste bzw. furchterregende Evidenz für die Financial Repression in Form der z.B. bei unseren Nachbarn vorgeschlagenen Zwangsanlage in Staatsanleihen für Reiche. Diese Idee machte kürzlich in verschiedenen Medien die Runde und forderte ein Gesetz, wonach deutsche oder französische Staatsbürger mit einem Nettovermögen über einer bestimmten Schwelle, 10% ihres privaten Vermögens in die jeweiligen Staatsanleihen investieren müsse. Ob es den Verfassern dieser Vorschläge ernst ist, können wir nicht beurteilen. Aber es erinnert an schleichende Enteignung, wenn man Privaten vorschreibt, was sie mit ihrem Vermögen zu tun haben. Dass solch ein Umfeld zu Kapitalflucht führt, erstaunt aus diesem Blickwinkel kaum.

### **Blick auf die heutige Situation**

Wie wir in den letzten Jahren beobachten konnten, akzentuieren sich Schuldenprobleme auf staatlicher Ebene vor allem in Form steigender Zinsen wie die Situation in

den Club Med Länder in Europa eindrücklich zeigt. So waren es nicht zuletzt die Kreditaufschläge (Spreads) auf Staatsanleihen peripherer Staaten, welche die Diskussion über die Verschuldung in das Bewusstsein der Anleger rückten. Allerdings haben nicht nur diese, sondern alle hochverschuldeten Staaten das Interesse, eine permanente und potente Nachfrage nach ihren Anleihen zu kreieren, um so die Zinsen tief und den Schuldenberg im Griff zu halten.

Entsprechend orten wir die gefährlicheren, weil weniger offensichtlichen Risiken der Financial Repression heute nicht in den bereits preislich kollabierten Anleihen von Krisenländern wie Griechenland, sondern in den nach wie vor teuren Anleihen westlicher Grossmächte. Mit ihren manipulierten und künstlich auf rekordtief gehaltenen Zinsen zwingen sie die Anleger nämlich in die Rolle des Frosches mit real negativen und damit unattraktiven Renditen. Wer aus der Froschperspektive und mit dem Rückspiegel der historischen Volatilität sowie mit Hilfe der Rating Agenturen Geld verwaltet, bemerkt die Gefahr möglicherweise noch nicht. Wer aber die Vogelperspektive einnimmt und durch die Frontscheibe blickt, dürfte besorgt sein; Die Evidenz für die fortschreitende Financial Repression ist in vielen westlichen Ländern trotz den täuschend hohen Ratings kaum zu übersehen und höchst bedrohlich.

***Die Zielrenditen zu erreichen ist im Umfeld von Financial Repression mit den aktuell enorm tief rentierenden Staatsanleihen praktisch unmöglich***

Aufgrund dieser Argumente glaubt SIGLO, dass Staatsanleihen mit negativen realen Renditen auf Verfall keine attraktive Anlage darstellen. Sie liefern per Definition selbst im besten Fall keinen Cashbeitrag im Portfolio, enthalten aber zugleich hohe Risiken, falls die Durchsetzung von Financial Repression bröckelt und die Zinsen markant steigen.

### **Konsequenzen der Financial Repression**

Erstens stellt Financial Repression Anleger vor erhebliche Anlageprobleme, denn Risiko wird eventuell nicht mehr marktgerecht, geschweige denn real attraktiv, entschädigt,

weil die künstlich generierte Nachfrage die Meinung "normaler" Investoren verzerrt. Zielrenditen zu erreichen, wird zu einer (fast) unlösbaren Aufgabe. Gerade in der Vorsorge kann sich so mit der Zeit ein enormes Ungleichgewicht zwischen Rentenversprechen und der Finanzierbarkeit bilden, was für die junge Generation zur Bürde und vielleicht zur Zerreihsprobe mit der alten Generation werden könnte. In diesem Zusammenhang verweisen wir auf das Buch "The Clash of Generations" der Professoren Scott Burns und Laurence Kotlikoff, die das aktuelle Verhältnis von Schulden zum BIP für die USA (inklusive staatliche Versprechungen im Bereich der Vorsorge) auf rund 1400% schätzen. Wie aktuell das Problem auch für institutionelle Anleger in der Schweiz ist, haben wir im Timeout Nr. 18 anhand unserer Milchbüchli-Rechnung und den aktuellen Renditen auf Verfall bereits beschrieben.

Zweitens führen strengere Vorschriften und über-simplifizierte Risikomodelle zu einem homogenen Anlageverhalten institutioneller Investoren, was insgesamt das Anlagerisiko und die Volatilität an den Märkten erhöht. In anderen Worten: Wenn viele institutionelle Anleger im gleichen Zeitpunkt, basierend auf den gleichen Risikomodelle, die gleichen Geschäfte am Markt ausführen möchten, reagieren die Marktpreise wohl heftiger. Die Erfahrungen im zweiten Semester 2008 oder im Herbst 2011 hinterliessen entsprechende Spuren und zeigten die überraschende und unheimlich mächtige Zerstörungskraft eines globalen "Forced Selling" bei Anlegern.

Drittens führen strengere aber fehlgeleitete Vorschriften zu verminderter Diversifikation in Portfolios. Anleger konzentrieren sich so zwangsläufig noch stärker auf einige wenige Anlageklassen. Die einfache Regel, nicht alle Eier in den gleichen Korb zu legen, wird so ausgehebelt und die Chancen, Zielrenditen in Zukunft zu erreichen, weiter verringert bzw. noch stärker von den Aktienmärkten abhängig. Umso absurder erscheinen in diesem Zusammenhang die Äusserungen einiger regulationswütiger Kommentatoren, wonach diese Entwicklung hin zu noch mehr Regulation im Sinne des Vorsichtsprinzips erfolge. Genau das Gegenteil ist der Fall.

**Die liberale Regulation des BVV 2 ist ein zentraler Erfolgsfaktor für die PKs in der Schweiz, weil sie eine breite Diversifikation erlaubt und die Abhängigkeit von unattraktiven Staatsanleihen mindert**

### Freiheit als Chance

Wir glauben, dass gerade der hohe Freiheitsgrad und die Flexibilität der Regulierung in der Schweiz, besonders auf institutioneller Ebene, mit den liberalen BVV 2 Vorschriften den Weg zum Erfolg weisen können. Diese weitsichtigen Regeln erlauben PKs nämlich eine breite Diversifikation und entschärfen zugleich den Anlagezwang in unattraktive Staatsanleihen mit real negativen Renditen und hohen Risiken bei steigenden Zinsen. Entsprechend erhalten bei SIGLO aktive und alternative Strategien zur Erzielung positiver realer Renditen heute prioritäre Behandlung.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

