

## Mögliche Auswirkungen eines Kursverfalls bei Anleihen und Anleihenfonds auf die Deckungsstöcke von europäischen Versicherungsunternehmen

### Historische Sondersituation an den internationalen Anleihenmärkten

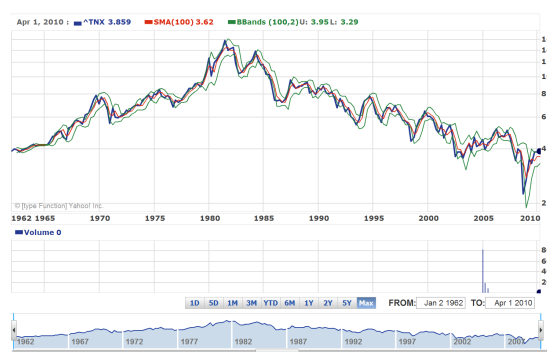
An den internationalen Anleihenmärkten ist eine absolute Sondersituation eingetreten. Während üblicherweise Staatsanleihen sicherer gelten als Unternehmensanleihen und aus diesem Grund weniger Zinsen bieten müssen, werden derzeit Unternehmensanleihen als günstiger eingeschätzt. **Warren Buffett muss aktuell weniger Zinsen für Kredite bezahlen, als der amerikanische Staat für seine Staatsanleihen bieten muss.** Das Vertrauen in Staaten ist aufgrund der bedrohlichen Überschuldung stark gesunken und wegen der Stabilisierung des Finanzsystems und der Wirtschaft in weltweiten Unternehmen gestiegen. Durch die Rettungsaktionen, Hilfsprogramme und Finanzmarktstützungen in der vergangenen Krisenperiode wurden vorher nie da gewesene Schulden vom privaten Sektor auf den Staatssektor übertragen. Die Bonität der Staatsanleihen ist in zunehmendem Ausmaß nicht mehr gegeben und eine Rückzahlung muss in vielen Ländern angezweifelt werden. (z.B. Griechenland, Irland, Italien, Spanien, Portugal, u.a.)

### 30 Jahre andauernder Abwärtstrend bei Staatsanleihen – Zinsen sind immer noch auf niedrigstem Niveau – Trendumkehr ist sehr wahrscheinlich

Das **Hauptproblem** liegt somit bei den **Staatsanleihen**. Die derzeit niedrigen Zinsen erklären sich einerseits aus der schwachen bzw. kaum vorhandenen Kerninflation<sup>1</sup> und andererseits wurden die Zinsen mittel- bis langfristig künstlich durch das „Quantitative Easing“<sup>2</sup> der Notenbanken gedrückt. Es herrschen derzeit negative bis schwach positive Realzinsen<sup>3</sup>. Dieser Zustand kann sich aus heutiger Sicht mittelfristig nicht halten.

Es spielt jedoch keine Rolle, ob sich die Märkte in nächster Zukunft in Richtung Inflation oder Deflation (Kerninflationsrate sinkt bereits wieder) entwickeln. In jedem Fall sind höhere Zinsen zu erwarten.

### Folgender Chart zeigt die Zinsentwicklung 10jähriger US-Staatsanleihen:



(Quelle: www.finance.yahoo.com, 02.04.2010)

<sup>1</sup> Die Kerninflationsrate: Preisveränderungen von Lebensmitteln und auf dem Energiesektor werden in dieser Berechnung nicht berücksichtigt.

<sup>2</sup> Die Wirtschaft wird von den Notenbanken durch Kauf von (neu emittierten) Staats- und Unternehmensanleihen mit mehr Geld versorgt.

<sup>3</sup> Europa hat nach letztem Report eine Inflationsrate von 0,90 % bei einem 1-Jahres-Euribor von 1,21 %, dh Realzinsen in der Höhe von 0,31 %. Großbritannien weist für Februar eine Jahresinflation von ca. 3,5 % bei einem 1-Jahres-Libor von 1,32%, dh Realzinsen von -2,18 % aus.

## Höhere Zinsen bei Inflation UND Deflation

### **Inflationsszenario<sup>4</sup>:**

Es kommt zu einem selbsttragenden Wirtschaftsaufschwung mit **steigenden Arbeitsmarktzahlen** bei gleichzeitig **höheren Kapazitätsauslastungen**. Parallel dazu stabilisiert sich der Immobilienmarkt und die Banken können wieder Geld durch Kredite in die Realwirtschaft einfließen lassen. Durch die Erhöhung der im Umlauf befindlichen Geldmenge kommt es zur Inflation. Dieser Preisniveaushiftung muss von den Notenbanken durch Leitzinserhöhungen entgegengesteuert werden, um eine Hyperinflation zu vermeiden.

Derzeit sind noch keine höheren Zinsen notwendig, um das Preisniveau stabil zu halten. Ein Indikator dafür sind unter anderem die (noch) geringe Geld-Umlaufgeschwindigkeit und die immer noch stabilen Kurse der inflationsgeschützten Anleihen in Europa und der TIPS in den USA.<sup>5</sup>

### **Deflationsszenario<sup>6</sup>:**

Die Weltwirtschaft kann sich nicht nachhaltig ohne staatliche Hilfen und externe Eingriffe stabilisieren. Es folgt ein weiterer Rückschlag und es kommt zu einer erneuten Deflationsphase, die neue Verschuldungen mit sich zieht. Dadurch wird das **Vertrauen der Kreditgeber gegenüber den Kreditnehmern massiv geschwächt, woraus wiederum höhere Zinsen resultieren können**.

Wesentlich nach oben getrieben werden die Zinsen also durch die massive Staatsverschuldung (höhere Staatsverschuldung bedeutet höhere Ausfallwahrscheinlichkeit). Mit steigender Ausfallwahrscheinlichkeit erhöht sich der Risikoaufschlag: der Emittent der Anleihe muss höhere Zinsen bieten, um Investoren anzulocken. Dies spiegelt sich in der neu aufgelegten 7-jährigen griechischen Staatsanleihe über 5 Mrd. Euro wider: Griechenland muss mit 5,9 % bereits doppelt so hohe Zinsen bieten, wie Deutschland bei einer vergleichbaren Bundesanleihe.<sup>7</sup> **Steigende Zinsen sind demnach nicht immer inflationsbedingt!**

## Kommt es zu einer negativen Abwärtsspirale?

Für viele hoch verschuldete Länder wird die Lage prekär. Durch den negativen Zinseszinseneffekt können mit den Einkommen der Staatshaushalte kaum noch die Zinsen bedient werden. Daraus resultieren stetig steigende Budgetdefizite. Die Einnahmen des Staates (hauptsächlich durch Steuern und Gebühren) reichen nicht mehr aus, um die ständig steigenden Ausgaben (aufgrund der ansteigenden Zinsbelastungen) zu decken. Als Folge werden Budgetdefizite nicht mehr abgebaut, sondern weitere Schulden aufgenommen. **Bei weiter steigenden Zinsen wäre eine Schuldenbedienung nicht mehr möglich**. Ohne Hilfe von außen (EU, IWF) wird Griechenland in einen Staatsbankrott schlittern.

Die allgemeine Verunsicherung durch drohende Bankpleiten hat somit in Angst vor Staatspleiten umgeschlagen.

---

<sup>4</sup> Inflation: Anstieg des Preisniveaus durch Ausweitung der Geldmenge. Für eine Geldeinheit gibt es weniger Güter.

<sup>5</sup> TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) oder europäischen inflationsgeschützten Anleihen, wie der LGT Inflation-Linked Bond Fund, sind inflationsindexierte Anleihen/Anleihenfonds zur langfristigen Kreditfinanzierung, deren Kupon und/oder Nominalwert an einen Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

<sup>6</sup> Deflation: Rückgang des Preisniveaus. Einer Geldeinheit stehen viele Güter gegenüber.

<sup>7</sup> Schon am Emissionstag der Anleihe gerieten die Papiere unter Druck und stiegen auf 6,14 %. Gekauft wurden die griechischen Staatsanleihen zu 43 % von griechischen Investoren, nach Deutschland gingen nur 5 %. Die größte Investorengruppe waren Banken mit 42 % und Fonds mit 32 %.

Schätzungen der Staatsschulden in % des BIP der Central Intelligence Agency (CIA) für 2009 und der OECD für 2011 zeigen bereits folgendes Bild:

<b>Staat</b>	<b>Schulden in % des BIP 2009 - CIA</b>	<b>Schulden in % des BIP 2011 - OECD</b>
Japan	192,10	210
Italien	115,20	125
<b>Griechenland</b>	<b>108,10</b>	<b>125</b>
Frankreich	79,70	100
Deutschland	77,20	80
Portugal	75,20	95
Kanada	72,30	n/a
UK	68,50	90
Österreich	66,50	n/a
Irland	63,70	90
USA	52,90	100
Spanien	50,00	75
China	18,20	n/a
Russland	6,90	n/a

Laut den EU-Konvergenzkriterien darf die Verschuldung eines Staates 60 % des BIP nicht übersteigen! Der Auszug aus dem Factbook der CIA zeigt, dass ein Großteil der Mitgliedsstaaten weit über dieser Marke liegt. Ab einer **Verschuldung von 90 % gemessen am BIP** spricht man beim National Bureau of Economic Research von einem **Wendepunkt, an dem die Einnahmen gerade noch reichen, um die Zinsen bedienen zu können**. Die Prognosen für die kommenden Jahre zeigen nicht zuletzt aufgrund der Abwärtsspirale, ausgelöst durch zukünftig höhere Zinsen, dass sich diese Situation noch verschlimmern wird. Laut Schätzung der OECD wird in den USA die 90 % Marke schon 2011, zumindest kurzfristig, überstiegen werden.

### Versicherungen sind keineswegs „sicher“ - Auswirkungen auf die Deckungsstöcke

Höhere Zinsen implizieren Verluste in den bis dato stark anleihenlastigen Versicherungsdeckungsstöcken. Darüber hinaus sind **Anleiheausfälle ebenfalls nicht auszuschließen**. Eine schrittweise Umschichtung von Staatsanleihen (und Pfandbriefen) in Aktien, Immobilien und alternative Investments wäre finanzwirtschaftlich richtig.

Die entscheidende Frage bleibt, in welchem Ausmaß die Versicherer dies überhaupt aufgrund der gegebenen Garantien und staatlichen Auflagen (Stress-Tests, etc.) tun können. Versicherer mit **flexibleren Anlagestrukturen** (v. a. aus Großbritannien) werden **bessere Ergebnisse in steigenden Märkten** erzielen, als Gesellschaften mit engen Anlagegrenzen. Dies soll ein Blick auf die folgenden Zahlen verdeutlichen:

### Asset-Mix ausgewählter deutscher<sup>8</sup> und britischer Versicherer

Assetklasse / Versicherer	Allianz	Hamburg Mannheimer	Versicherungskammer Bayern	Aviva	Prudential
Hypotheken/Pfandbriefe <sup>9</sup>	54%	34%	54,5%		
Staatsanleihen	19%	35%	25%		
Unternehmensanleihen	15%	17%	8%		
Aktien	9%	1%	1,5%	57 %	46,8 %
Immobilien	3%	6%	3%		
Sonstiges	0%	7% (Anleihen)	8% (Fonds)		

(Quellen: Focus, 16.11.09, S. 100f und Money Management August 2009)

#### Fazit:

a) Zinseinnahmen sind bei Versicherungen aufgrund des 30jährigen Abwärtstrends der Staatsanleiheinzinsen generell äußerst gering.

b) Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihenurse. Für Versicherungen (vor allem in Kontinentaleuropa) ist in den kommenden Jahren kaum Potenzial für eine positive Performance von mehr als 3-4 % p.a. gegeben. Das folgt einerseits daraus, dass Versicherungsunternehmen die im Portfolio befindlichen Anleihen weiter halten werden, um Kursverluste nicht realisieren zu müssen. Andererseits können bei steigenden Zinsen höher verzinsten Anleihen nur schrittweise in die Deckungsstöcke gekauft werden. Aufgrund der deutlich höheren Aktien- und Immobilienquote der britischen Versicherungen könnten diese künftig deutlich besser abschneiden.

c) Bei zukünftig steigenden Zinsen muss mit Ausfällen von Staats- und Unternehmensanleihen gerechnet werden.

<sup>8</sup> Verwaltetes Vermögen in der BRD (Schätzung): zwischen 700 und 1.200 Milliarden Euro.

<sup>9</sup> Bei einem Hypothekendarlehen handelt es sich um einen schuldrechtlichen Vertrag, welcher durch eine Immobilie abgesichert ist. Pfandbriefe sind eine Art Anleihe, welche von einer Pfandbriefbank begeben wird. Im Falle der Insolvenz der Pfandbriefbank werden die Pfandbriefhalter bevorzugt gegenüber allen anderen Gläubigern behandelt. Bis zur Insolvenz der Hypo Real Estate galten Pfandbriefe als fast ebenso sicher wie Staatsanleihen. Ähnliches galt für Hypothekendarlehen. In finanzwirtschaftlich turbulenten Zeiten können jedoch sowohl Hypothekendarlehen (teilweise) ausfallen (Immobilienwerte fallen) als auch Pfandbriefe ohne Eingriff des Staates erheblich an Wert verlieren.