ECONOMIC RESEARCH & CORPORATE DEVELOPMENT

Financial Market Outlook

21. Juni 2010

Dr. Michael Heise

Finanzkrise II:
Ist der Renditerückgang dauerhaft?

Allianz

IST DER RENDITERÜCKGANG DAUERHAFT?

Gegensätzlicher könnte die Situation kaum sein. In Diskussionsrunden in Rundfunk und Fernsehen ist das Inflationsthema ein Dauerbrenner, in Edelmetallgeschäften stehen die Kaufinteressenten Schlange. An den großen Anleihemärkten fallen dagegen die Renditen ins Bodenlose, als ob Inflation auf absehbare Zeit völlig ausgeschlossen wäre. Renditen von deutschen Staatsanleihen erreichten Ende Mai historische Tiefstände und auch die US-amerikanischen Langfristzinsen bewegen sich auf einem außergewöhnlich niedrigen Niveau. Staatsanleihen in Hülle und Fülle konnten weder zu einem Preisrückgang noch zu Zinserhöhungen führen. Hat die Theorie ausgedient, dass Angebot und Nachfrage den Preis bestimmen? Müssen wir uns dauerhaft – wie dies bereits in Japan der Fall ist – mit einem extrem niedrigen Zinsniveau abfinden? Wir sind der Meinung, dass beim Verwerfen von grundlegenden wirtschaftlichen Theorien und Erklärungen Vorsicht geboten ist. Wirklich fundamental neue Strukturen sind seltener als bisweilen behauptet. Es sei nur daran erinnert, dass vor wenig mehr als einem Jahrzehnt die These der neuen Ökonomie die Kurse der Aktien und im Zuge dessen auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in ungeahnte Höhen trieb. Wie wir heute wissen, war dies nichts als eine Blase.

Bei der Bewertung der Entwicklung an den Anleihemärkten hilft unseres Erachtens nur die fundierte ökonomische Analyse weiter. Unterschiedliche ökonomische Szenarien sollten, möglichst auf der Basis quantitativer Modellprognosen, in ihrer Wahrscheinlichkeit abgewogen werden. Ein derartiges Vorgehen sei nun im Folgenden umrissen.

Wir gehen davon aus, dass sich die globale Wirtschaft 2010 weiter erholen wird. Angesichts der notwendigen Rückführung privater und öffentlicher Schulden wird die Konjunkturdynamik aber bereits 2011 an Schwung verlieren. Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern wird 2011 mit 1½% - 2½% nur moderat sein. Angesichts der Sorgen um die Stabilität des Finanzsystems wird die Geldpolitik ihren expansiven Kurs spät korrigieren und die Leitzinsen nicht vor 2011 nach oben treiben. Eine nachhaltige Inflationsbeschleunigung tritt nicht ein, da die Globalisierung den Wettbewerb auf den Güter-und Arbeitsmärkten aufrechterhält und das Lohnsteigerungspotenzial in den Industrieländern sehr begrenzt bleibt. Die Inflationsraten schwanken mittelfristig in einer Bandbreite von 2% bis 3%.

Szenarien für die wirtschaftlichen Perspektiven

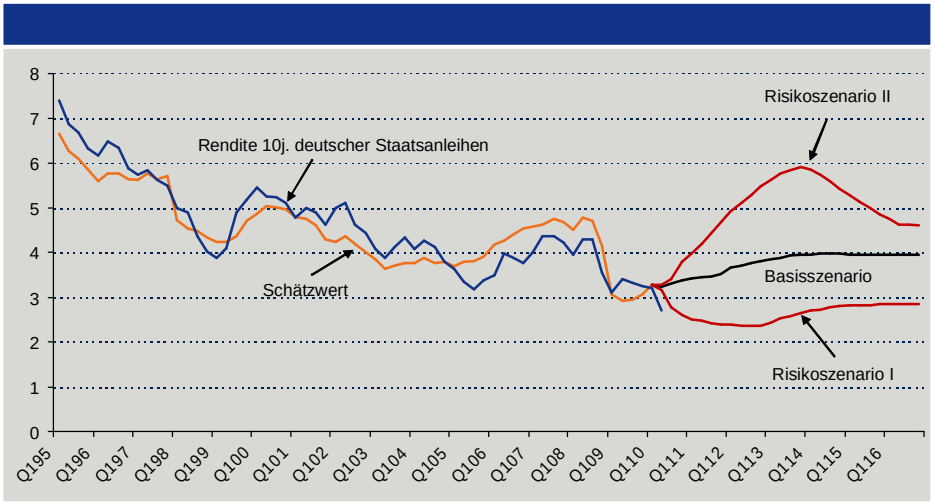
Basisszenario: Moderates Wachstum	Risikoszenario I: „Double Dip"-Rezession	Risikoszenario II: Kräftiger Aufschwung und höhere Inflation
• Weitere Konjunkturerholung in 2010, aber Nachlassen der Konjunkturdynamik in 2011 • Konsolidierungserfordernisse beim Staat und bei den Haushalten belasten in vielen Länder • Die Weltwirtschaft wächst in den nächsten Jahren um 2-3% jährlich, im Euro-Raum sind es 1½ - 2% • Wieder normale Inflationsraten von 2 - 3% in den Industrieländern ab 2011	• Erneuter Konjunktureinbruch • Deflationäre Tendenzen nehmen ab 2010 Überhand, Rückgang der Verbraucherpreise um 1 - 2% jährlich • Längerfristig (ab 2013) nur minimales Wirtschaftswachstum und sehr geringer Preisauftrieb • Mögliche Auslöser: Staatsschuldenkrise, erneutes Aufflammen der Bankenkrise, Protektionismus	• Kräftiger und anhaltender Konjunkturaufschwung • Wirtschaftswachstum in den Industrieländern 2010 bis 2012 3 - 4% jährlich • Erhebliche Inflationstendenzen, ab 2011 Preisauftrieb 4 - 5% in den Industrieländern • Ab 2013 starkes Abflachen des Wirtschaftswachstum, aber relativ hohe Inflationsraten (Stagflation) • Mögliche Auslöser: Geld- und Finanzpolitik zu lange expansiv, neue Blasen

Angesichts dieses Basisszenarios stellen die viel diskutierten Inflations- und Deflationsszenarien lediglich Risikoszenarien dar, wobei wir dem Deflationsszenario eine noch geringere Wahrscheinlichkeit (5 – 10%) als dem Inflationsszenario beimessen (15-20%).

Mit unserem ökonometrischen Ansatz, den wir seit längerem nutzen, haben wir untersucht, ob das aktuelle Renditeniveau annähernd fundamental angemessen ist. Für die Rendite der langfristigen EWU-Benchmarkanleihen, die 10jährigen deutschen Staatsanleihen, sind in unserem Erklärungsansatz als Einflussfaktoren die Inflationsentwicklung, das Wirtschaftswachstum, die Zinspolitik der EZB und der internationale Zinszusammenhang enthalten. Gemäß diesem Modell ist im zweiten Quartal 2010 ein Renditeniveau deutscher Staatsanleihen von rund 3¼% angemessen. Der Abstand von der aktuellen zur "angemessenen Rendite" beträgt einen halben Prozentpunkt. Diese Lücke kann durch die „safe haven"-Funktion deutscher Staatsanleihen in der Staatsschuldenkrise gut erklärt werden. Kurzfristige Prognosen zur Anleiherendite hängen deshalb von der Weiterentwicklung der Finanzkrise, v.a. in den südlichen EWU-Ländern, ab. Obwohl viele pessimistische Szenarien im Umlauf sind, vertreten wir die Meinung, dass die intensiven Konsolidierungsbemühungen in den schuldengeplagten Ländern in den kommenden Quartalen Früchte tragen werden. Dadurch wird sich sowohl der Druck auf dem Markt als auch die Furcht vor einem Staatsbankrott verringern. Trotz der negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft machen Spanien und Griechenland bereits beträchtliche Fortschritte.

Einmal unterstellt, das Wachstum verläuft wie in unserem Basisszenario moderat, so steigen die Renditen gemäß unserer Modellprognose bis Ende 2011 auf 3½%, bis Ende 2012 auf 3,8% und danach auf annähernd 4%. Selbstverständlich kann eine derartige Prognose über mehrere Jahre hinweg nur als eine Tendenzaussage gewertet werden.

Zinsentwicklung hängt vom wirtschaftlichen Szenario ab



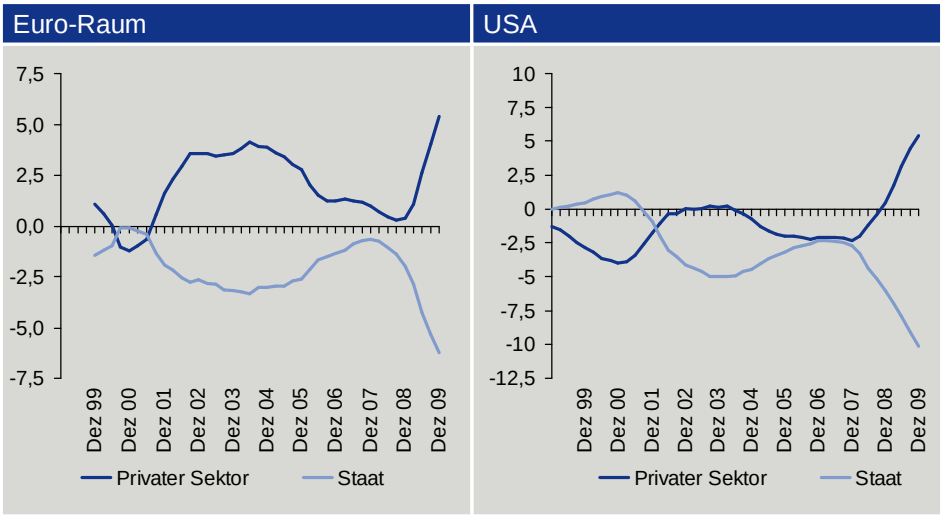
Quelle: Eigene Berechnungen.

Auch würden sich bei den Risikoszenarien völlig andere Zinsverläufe ergeben. Ein erheblicher Inflationsanstieg (Inflationsraten von bis zu 5%) würde die Renditen auf bis zu etwa 6% in die Höhe treiben. Im Gegenzug würde eine w-förmige Rezession, bei der die Verbraucherpreise über einen längeren Zeitraum hinweg fallen, zu Renditen von zeitweise unter 2½% führen. Ginge ein derartiges Deflationsszenario einher mit einer Flucht in deutsche Staatsanleihen, so wären auch Renditeniveaus unter 2% möglich.

Der modellgestützte Zinsausblick hat seine Grundlage natürlich in Zinsbildungsmustern, die in der Vergangenheit zu beobachten waren. Eine grundlegende Veränderung derartiger Muster ist nicht auszuschließen. Gerade nicht nach einem wirtschaftlichen Einschnitt wie der Weltwirtschaftskrise 2008/2009. Ein niedriges Zinsniveau könnte sogar trotz der enormen Staatsdefizite andauern, wenn der Privatsektor in den wichtigsten Wirtschaftsregionen weiterhin die Ersparnis in die Höhe treibt, wie das beispielsweise in Japan der Fall war. Tatsächlich weisen die großen Wirtschaftsregionen USA und Euro-Raum in den letzten Quartalen eine Verschiebung zugunsten des Privatsektors auf, bei dem jetzt hohe Überschüsse an der Tagesordnung stehen. Insbesondere in den USA ist diese Entwicklung sehr bemerkenswert und Ausdruck des Bemühens, den Verschuldungsgrad zurückzuführen. Hält der Privatsektor in den USA und im Euro-Raum derartige Überschüsse dauerhaft aufrecht und gelingt es gleichzeitig dem Staat, sein Defizit zu reduzieren, so könnten Anlagerenditen auf einem niedrigen Niveau verbleiben. Die Situation hat zumindest Parallelen mit derjenigen Japans, wo seit vielen Jahren die inländische Ersparnis das Zinsniveau niedrig hält.

Entwicklung der Finanzierungssalden

in % des BIP, gleitende Summe über 4 Quartale



Quellen: EZB, Federal Reserve.

Bei näherer Betrachtung wird jedoch schnell sichtbar, dass diese Parallelen irreführend sind. Wenn die Angst vor noch höherer Arbeitslosigkeit nachlässt, wird die Ersparnis der privaten Haushalte sinken. Und sobald sich die Kapazitätsauslastung und Investitionen normalisiert haben, wird der Unternehmenssektor zu seiner traditionellen Rolle als Kreditnehmer zurückkehren. Eine langfristige Überersparnis ist unwahrscheinlich. Dauerhafte Renditen auf japanischem Niveau sind – sofern Extremszenarien wie Depression und Deflation nicht eintreten – deshalb nach wie vor wenig wahrscheinlich.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

ÜBER DIE ALLIANZ

Die Allianz SE ist Mitglied bei Transparency International Deutschland und unterstützt die Prinzipien des Global Compact der Vereinten Nationen sowie die Richtlinien der OECD für multinationale Unternehmen.
Die Allianz SE zählt zu den führenden Unternehmen im Versicherungssektor des Dow Jones Sustainability Index, sie ist im FTSE4Good und im Carbon Disclosure Leadership Index (CDP6) gelistet.

VORBEHALT BEI ZUKUNFTSAUSSAGEN

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekannten Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, aus Akquisitionen sowie der anschließenden Integration von Unternehmen und aus Restrukturierungsmaßnahmen ergeben. Abweichungen können außerdem aus dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen), der Entwicklung der Schadenskosten, Stornoraten, Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen und, insbesondere im Bankbereich, aus der Ausfallrate von Kreditnehmern resultieren. Auch die Entwicklungen der Finanzmärkte (z.B. Marktschwankungen oder Kreditausfälle) und der Wechselkurse sowie nationale und internationale Gesetzesänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, können entsprechenden Einfluss haben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen. Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Aussagen zu aktualisieren.