

Wo ist der „Anlagenotstand“?

Reale Nullrenditen bei risikoarmen Anlagen sind normal. Geldmarktnahe Anlagen sind aber auch in der Niedrigzinsphase sinnvoll – als liquider Sicherheitsanker im Portfolio, mit dem sich das Risiko bremsen lässt.

Text: Gerd Kommer



© Dr. Gerd Kommer

Gerd Kommer hat als Buchautor das Thema „passives Investieren“ in Deutschland bekannt gemacht. Sein „Weltportfolio“ ist Vorbild für viele.

Seit gut drei Jahren ist in Deutschland der „Anlagenotstand“ prominenter Teil der Debatte rund um die private Vermögensbildung. Gemeint ist, dass der einfache Sparer durch die Niedrigzinspolitik der EZB „regelrecht enteignet“ werde. Denn die Zinsen für kurz- bis mittelfristige Staatsanleihen oder Sparkonten seien in Deutschland seit 2013 nahe null oder sogar

negativ. Sparen lohne sich deshalb nicht mehr. Institutionelle Investoren stoßen ins selbe Horn, und die Versicherungsbranche sieht sich gar als Opfer einer „verhängnisvollen Zinspolitik der EZB“, wie es Nikolaus von Bomhard, CEO der Münchner Rück, ausdrückte.

Hier soll nicht über Sinn oder Unsinn der Geld- und Zinspolitik der EZB spekuliert, sondern lediglich die

Klage über den „Anlagenotstand“ bei zinstragenden Investments kritisch überprüft werden. Das Ergebnis dieser Prüfung – so viel vorab – lässt keine überzeugenden Belege für den vorgeblichen Notstand übrig.

Das laute Klagen deutet eher auf fehlendes Finanzwissen mancher Privatanleger, Finanzberater und Finanzjournalisten hin – oder auf eine interessengeleitete Agenda der Le-

bensversicherungsbranche. Stichhaltige Argumente fehlen weitgehend. Das wird im Folgenden deutlich werden.

Klagen über „Anlagenotstand“ deuten auf fehlendes Wissen oder Interessenkonflikte hin

Renditen auf den zweiten Blick

Dass bei zinstragenden Anlagen nicht nominale, sondern nur reale Renditen relevant sind, sei vorausgeschickt. Dieses an sich triviale Argument muss hier noch einmal betont werden, denn die realen Zinsen sind in den vergangenen Jahren weit weniger gesunken als die nominalen – insofern sind entsprechende Aussagen zu relativieren.

Ein Beispiel: 1973 lagen die nominalen Geldmarktzinsen in Deutschland jahresdurchschnittlich bei 12 Prozent – ein Sparerparadies, könnte man meinen. Aber halt: Die realen Geldmarktzinsen betrug aufgrund der damals hohen Inflation lediglich 4 Prozent p.a. Die reale Nachsteuerrendite war null, wenn man einen Steuersatz von 30 Prozent unterstellt. 2008 lagen die nominalen Geldmarktzinsen nur noch bei 4,6 Prozent, die realen jedoch immer noch bei 3,4 Prozent. Nach Steuern

war das sogar mehr als 1973. Mit einem Wort: Nominale Zinsen sind weitgehend irrelevant.

Kommen wir zu den wichtigen Argumenten. Die Rendite von Anleihen besteht nicht nur aus Zinsen, sondern aus Zinsen und Kursveränderungen. Zinsen allein zu betrachten ist aus Renditesicht schlicht falsch.

Zwar sind in der Tat in den vergangenen Jahren die nominalen und – deutlich weniger – die realen Zinsen zurückgegangen. Aber gleichzeitig führte dieser Zinsrückgang zu Kursgewinnen, so dass die Gesamrendite mittel- und langfristiger Staatsanleihen in Deutschland oder den USA in der jüngeren Vergangenheit nicht weit unter dem historischen Durchschnitt seit 1960 lag.

Kursgewinne haben Anleger in mittel- bis langfristigen Staatsanleihen für Zinsrückgang entschädigt

Betrachtet man Geldmarktrenditen, also die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen mit AAA-Rating, dann erscheint das Jammern über reale Nullrenditen ebenfalls kaum gerechtfertigt und zeugt von latenten Wissenslücken in Wirtschaftsgeschichte und bei Kernelementen der modernen Portfoliotheorie.

Realrendite häufig negativ

Zunächst zur Historie: Bei kurzfristigen US-Staatsanleihen (einmonatige US Treasury Bills) war die Realrendite seit 1927 (erst ab hier liegen hochwertige Daten vor) in 36 von 89 Kalenderjahren negativ; das sind 40 Prozent aller Jahre. Verwendet man 0,3 Prozent p.a. reale Rendite als Grenze zum „Anlagenotstand“, dann waren sogar 83 Prozent aller Jahre „Notstandsjahre“. Denn über diese 89 Jahre hinweg betrug die inflationsbereinigte Geldmarktrendite in den USA nur 0,4 Prozent p.a.

Mit anderen Worten: Negative Realrenditen bei der risikoärmsten Anlageform (kurzfristige Anleihen eines AAA-Staates) kamen historisch in beinahe jedem zweiten Jahr vor und (Vorsteuer-)Renditen unter 0,3 Prozent p.a. in neun von zehn Jahren. Für Deutschland ist eine gleichartige Auswertung aufgrund der Sonderfaktoren Hyperinflation 1922/23 und Währungsumstellung 1948/49 nicht aussagekräftig. Bei diesen Ereignissen verloren Sparer und Staatsanleiheninvestoren alles oder fast alles.

Negative Renditen nach Inflation, Steuern und Kosten sind also – wenn man sich die „Luxus-Assetklasse“ mit den geringsten Wert- und Renditeschwankungen gönnen will – die historische Regel und nicht die Ausnahme. Sie sind keineswegs ein Phänomen nur der letzten Jahre. Daraus folgt offensichtlich, dass derjenige, der sich aus Risikoscheu oder mangelndem Wissen auf diese

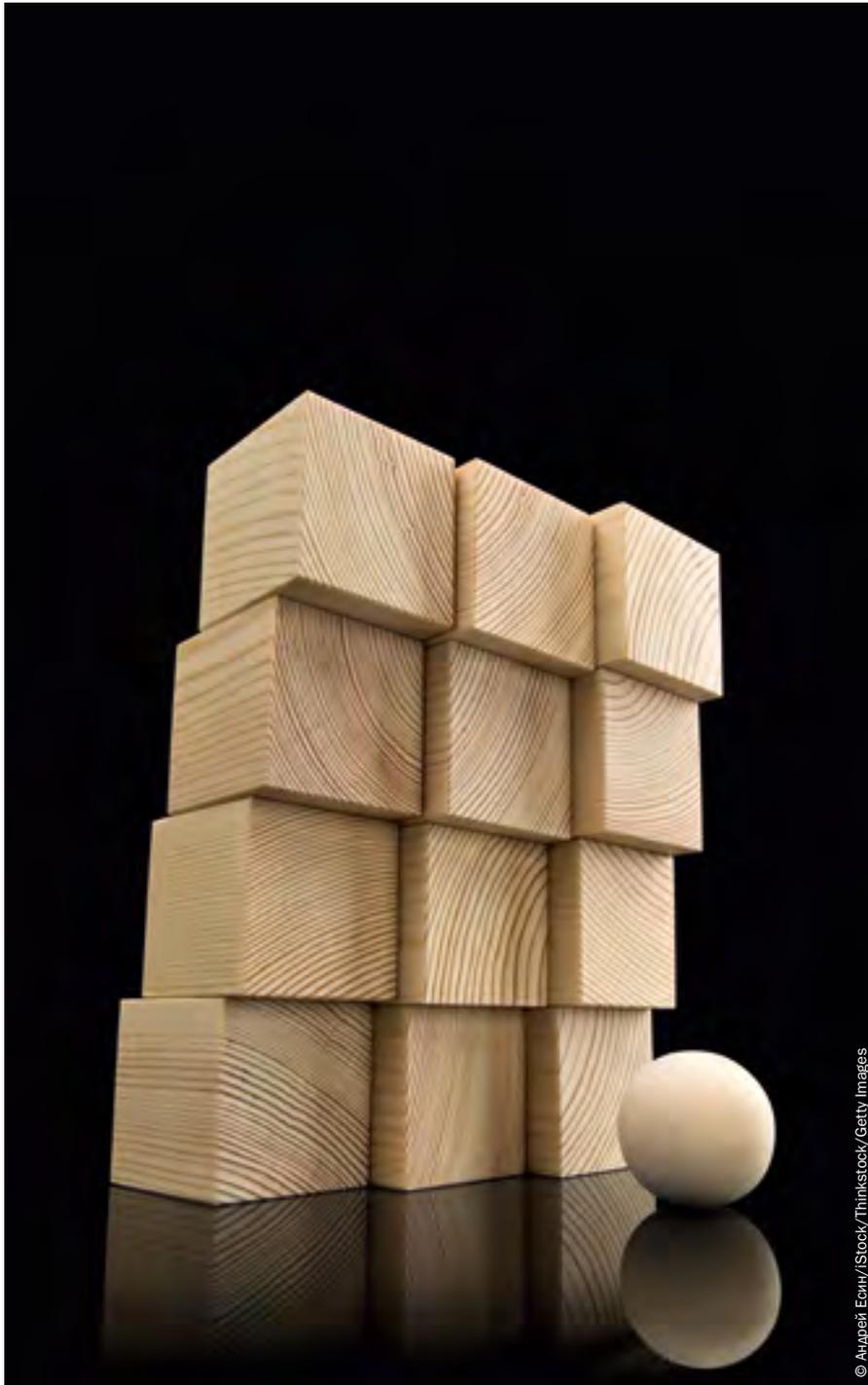
Kurzfristige AAA-Anleihen bieten kaum reale Renditen

(Inflationsbereinigte, durchschnittliche Jahresrenditen einzelner Assetklassen für die Welt und einzelne Länder – jeweils in lokaler Währung bzw. Welt in US-Dollar; 1900 bis 2015; in Prozent¹⁾)

	Welt ²⁾	USA	Deutschland ³⁾	Österreich ³⁾	Schweiz	Großbritannien	Schweden
Aktien	5,0	6,4	3,3	0,7	4,5	5,4	5,9
Langfristige Staatsanleihen	1,8	2,0	negativ	negativ	2,4	1,7	2,7
Kurzfristige Staatsanleihen	nicht vorh.	0,8	negativ	negativ	0,8	1,0	1,9
Gold	0,6	–	–	–	–	–	–
Hauspreise	–	0,4 ⁴⁾	–	–	–	–	–

1) Ohne Kosten und Steuern. 2) Marktkapitalisierungsgewichtetes globales Portfolio aus 21 Ländern. 3) Für Deutschland und Österreich sind die Renditen besonders niedrig (Aktien) bzw. negativ (Anleihen) aufgrund der Folgen der Hyperinflation 1923, des 2. Weltkriegs und der Währungsumstellung 1948 (zwei Staatskonkurse). 4) Ohne Nettomietrendite (Bruttomietrendite abzgl. Instandhaltung).

Quellen: Aktien und Anleihen: Dimson/Marsh/Staunton (Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016), US-Hauspreise: Robert-Shiller-Website, Gold: FinFacts, Bloomberg.



Geldmarktanlagen dienen als Sicherheitsanker. Er sollte wohldimensioniert sein.

Deutscher Geldmarkt jünger lukrativer als USA

(Reale Renditen deutscher und US-amerikanischer Anleihen oder Anleihen-Proxies mit niedrigem Risiko in lokaler Währung; in Prozent¹⁾)

Von	bis	Deutscher Geldmarkt	RexP ²⁾	US One Month Treasury Bills	Langfristige US-Staatsanl. ³⁾
1996	2015	0,9	3,6	0,2	4,8
2001	2015	0,6	3,3	-0,6	4,8
2006	2015	0,1	2,7	-0,7	4,7
2011	2015	-0,8	2,7	-1,5	5,8

1) Ohne Kosten und Steuern (geometrisches Mittel).

Zu beachten ist, dass Renditen bei Anleihen nicht identisch mit Zinserträgen sind.

2) Rund fünf Jahre Laufzeit. 3) Rund 20 Jahre Laufzeit.

Quellen: Bundesbank, Dimensional Fund Advisors.

Assetklasse beschränkt, keinen Vermögenszuwachs aus Rendite erzielen kann. Das gilt nicht erst neuerdings, sondern galt auch in der Vergangenheit. Dass die Deutschen falsch sparen und viel zu wenig in Aktien investieren, ist bekannt. Das galt aber lange vor den gesunkenen Realzinsen in der jüngeren Vergangenheit.

Kein Risiko, keine Rendite

Warum sind reale Nullrenditen in der risikoärmsten Assetklasse – also bei kurzfristigen Staatsanleihen und Guthabenkonten innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherungsgrenze – normal?

Die einfache Antwort: Rendite ist die Kompensation für erwartetes Risiko. Wenn kein erwartetes Risiko besteht (exakter formuliert: wenn das niedrigstmögliche erwartete Risiko besteht), wird es langfristig – vorbehaltlich nicht prognostizierbarer unerwarteter Risiken – kaum eine positive reale Rendite geben.

Deutschland hat bei Kreditwürdigkeit aufgeholt

Und noch einmal: Die erwähnte reale Durchschnittsrendite von 0,4 Prozent p.a. war für den US-Privatanleger nach Steuern und Kosten negativ. Dass in Deutschland die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen in den vergangenen Jahrzehnten höher waren, lag wohl daran, dass Deutschland als „Beinahe-Entwicklungsland“ nach dem Zweiten Weltkrieg bei einem höheren Realzinsniveau als die USA einstieg und während der folgenden zwei, drei Dekaden im Kapitalmarkt nicht als „echtes“ AAA-Land wahrgenommen wurde. Inzwischen hat sich das erfreulicherweise geändert.

Sicherheitsanker nicht zu klein auslegen!

Das im Kontext des „Anlagenotstands“ vielfach von Finanzberatern empfohlene Umschichten in Unter-

„Risikofreie“ Anlage eignet sich gut zur Diversifikation(Historische Korrelationen zwischen ausgewählten Assetklassen¹⁾; 2000 bis 2016)

	DAX	MSCI World	MSCI World Value	MSCI World Small Cap	MSCI Emerging Markets	Immobilienaktien Welt ²⁾	Rohstoffe ³⁾	Gold	„Risikofreie“ Anlage ⁴⁾
DAX	1,00								
MSCI World	0,87	1,00							
MSCI World Value	0,86	0,97	1,00						
MSCI World Small Cap	0,80	0,92	0,93	1,00					
MSCI Emerging Markets	0,75	0,77	0,71	0,77	1,00				
Immobilienaktien Welt ²⁾	0,46	0,68	0,77	0,75	0,55	1,00			
Rohstoffe ³⁾	0,23	0,23	0,32	0,30	0,30	0,32	1,00		
Goldpreis	0,04	0,16	0,09	0,15	0,48	0,22	0,27	1,00	
„Risikofreie“ Anlage ⁴⁾	-0,77	-0,78	-0,71	-0,65	-0,44	-0,34	0,07	0,18	1,00

1) Zugrundeliegende Renditen in Euro. 2) S&P Global REIT. 3) S&P GSCI Total Return. 4) 50:50 RexP und 3-Monats-Euribor.

Quellen: MSCI, S&P, Bloomberg, Bundesbank.

nehmensanleihen und andere höher rentierliche, zinstragende Anlagen könnte man bestenfalls als Beleg für fehlende Sachkenntnis betrachten oder aber als weiteres Beispiel für die bekannten Interessenkonflikte der Branche, in der Aktionismus und Umschichten gewinnförderlich sind.

Innerhalb eines Multi-Assetklassen-Portfolios – wie es jeder Privatanleger besitzen sollte – repräsentieren Investments in kurzfristige Staatsanleihen eines AAA- oder AA-Staates in der Heimatwährung des Anlegers die „risikofreie“ bzw. – korrekter – die risikoärmste Anlage.

Diese Anlage hat die Aufgabe eines Sicherheitsankers und dient eben nicht dem Zweck, Rendite zum Gesamtportfolio beizusteuern – genauso wenig wie der Torwart beim Fußball die Aufgabe hat, Tore zu schießen.

Soweit die „risikofreie“ Anlage in seltenen historischen Phasen nach Steuern und Kosten „zufällig“ auch noch ein bisschen reale Rendite liefert, freuen wir uns über diesen Nebeneffekt. Dies ist aber kein bewusst angestrebtes Primärziel.

Der Sicherheitsanker ist der Stellhebel für den Risikograd des Gesamtportfolios, und dabei ist er auch hoch liquide. Nicht mehr und nicht weniger. Hierzu wurde auch schon scherzhaft, aber durchaus einleuchtend gesagt, dass es beim „risikofreien“ Portfolioteil um „return of your money“ geht, nicht um „return on your money“.

Wer für sein Gesamtportfolio mehr erwartete Rendite sucht, muss den Anteil des risikobehafteten Portfolioteils erhöhen und im Gegenzug den „risikofreien“ Portfolioteil verkleinern. Wobei der Anleger wohlgerne in Kauf nimmt, dass sich das Risiko insgesamt erhöht. Rendite ist die Belohnung für das Tragen erwarteten Risikos. „There is no free lunch“.

Die Umwandlung des Sicherheitsankers in eine risikobehaftete Komponente mit höherer erwarteter Rendite ist ein gefährlicher und letztlich falscher Schritt.

Er beruht auf der Illusion, dass man Sicherheit und Rendite zugleich haben könne – ein Luftschloss, mit dem Bauernfänger in der Finanzbranche gutgläubige Privatanleger seit Jahrzehnten in unangemessene Produkte und schlechte Portfoliostrukturen locken.

Für die Zinswende wappnen

Abschließend seien zwei weitere Argumente genannt, die das Märchen vom Anlagenotstand noch einmal relativieren. Erstens haben Anleger in Aktien und Immobilien in den vergangenen Jahren beträchtlich von den niedrigen nominalen und realen Zinsen profitiert. Insofern ist es – jedenfalls für Finanzberater – unbillig, über Niedrigzinsen zu lamentieren, wenn der wahrscheinlich größere Teil der Kundschaft hiervon sogar profitiert.

Geldmarktanlagen erleiden bei einem Zinsanstieg so gut wie keine Kursverluste – trotz Nullverzinsung

Zweitens haben Geldmarktanlagen – trotz der Nullverzinsung – den entscheidenden Vorteil, dass sie im Falle eines Zinsanstieges, der irgendwann kommen wird, keine oder so gut wie keine Kursverluste erleiden werden.

Wer dagegen wegen des angeblichen Anlagenotstands in mittel- und langfristige Unternehmensanleihen oder in langfristige Staatsanleihen umschichtet, läuft Gefahr, sich bei einem – nicht zuverlässig prognostizierbaren – Zinsanstieg in der Zukunft einen doppelten Tiefschlag einzufangen: Kursrückgänge bei eben diesen Anleihen und möglicherweise gleichzeitig Kursrückgänge im risikobehafteten Portfolioteil bei Aktien und Immobilien.

Ein kluger Finanzberater wird seine Kunden davor bewahren, solche Risiken aus opportunistischem Kurzfristdenken ins Portfolio zu holen, und über die Gefahren aufklären. ■

Dr. Gerd Kommer, Finanzanalyst und Buchautor („Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs“, Campus 2015)