

Gibt es die risikofreie Anlage? – Ein Interview mit Dr. Gerd Kommer

Gerd Kommer studierte Politikwissenschaft sowie Volks- und Betriebswirtschaftslehre in Deutschland und den USA. Er ist im internationalen Firmenkundengeschäft einer Bank in London tätig. Bekannt ist er durch seine Bücher zum Thema Finanzen wie zum Beispiel „Die Buy-and-Hold-Bibel“ (Campus, 2009), "Kaufen oder Mieten" (2010) und "Souverän Investieren" (2011).



Herr Doktor Kommer, in der Portfoliotheorie wird empfohlen, das Marktportfolio mit einer risikofreien Anlage zu mischen. Gibt es eine solche risikofreie Anlage überhaupt?

Gerd Kommer: Der in der modernen Portfoliotheorie seit vielen Jahrzehnten gängige Begriff der "risikofreien Anlage" ist unglücklich gewählt. Völlig risikofreie Anlagen existieren nicht, es gibt aber sinnvolle Annäherungen. In der wissenschaftlichen Finanzökonomie werden kurzfristige Staatsanleihen höchster Bonität (das heißt mit AAA oder AA+ geratete Anleihen) in der Heimatwährung des Anlegers traditionell als "risikofrei" bezeichnet. Letztlich bedeutet der Begriff "risikofreie Anlage" in der Finanzökonomie wohl eher "risikoärmste Anlage".

Staatsanleihen können aber auch ausfallen wie die argentinische Staatspleite (2002 bis 2005) und voriges Jahr die von Griechenland gezeigt haben. Mit dem griechischen Schuldenschnitt waren auch auf Euro lautende Staatsanleihen betroffen. Hat die bisherige Annäherung an eine risikofreie Anlage damit ausgedient?

Gerd Kommer: Griechenland hatte auch vor der Schuldenkrise kein erstklassiges Rating – seine Staatsanleihen fielen nie in die Kategorie "höchste Bonität", also die obersten beiden Rating-Stufen. Staatskonkurse haben seit Beginn des 20. Jahrhunderts außerhalb der beiden Weltkriege noch nie Staaten betroffen, deren Anleihen zu dieser Kategorie gehörten. Die Gleichsetzung von Staatsanleihen oberster Bonität und "risikofrei" bzw. "am risikärmsten" ist noch immer gerechtfertigt. Diese Gleichsetzung hat weder während der Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1937 (die schwerer war als die heutige Krise), noch bisher in der aktuellen Wirtschaftskrise versagt.

Unternehmensanleihen werden manchmal als Alternative zu Staatsanleihen angesehen. Kann man diese alternativ als risikofreie Anlage einsetzen oder sollte man sie zumindest als Teil der risikolosen Anlage ansehen?

Gerd Kommer: Staatsanleihen haben im Vergleich zu Unternehmensanleihen einen großen Vorteil. Staaten höchster Bonität verlieren ihre hohe Bonität schrittweise über einen vergleichsweise langen Zeitraum hinweg – nicht so schnell oder schlagartig, wie das bei Unternehmen oft der Fall ist. Denken Sie nur an das amerikanische Energieunternehmen Enron, dessen Investment Grade-Rating von BBB+ im Oktober 2001 von S&P bestätigt wurde. Enron hatte zu diesem Zeitpunkt eine größere Marktkapitalisierung als z.B. die deutsche Siemens AG. Im Dezember 2001, drei Monate später, meldete Enron Konkurs an. In

den – verglichen mit Unternehmen – seltenen Fällen, bei denen eine Bonitätsverschlechterung von Staaten mit anfänglichem Top-Rating rasch verläuft *und* weit geht, kommt es zudem häufig zu Stützungsmaßnahmen anderer Länder oder multilateraler Organisationen. Beispiele für solche Stützungsmaßnahmen sind der "Bailout" von Großbritannien 1976 durch den Weltwährungsfonds (IWF) oder die Bailouts von Irland und Portugal zwischen 2010 und 2012 durch die EU und den IWF. Auch solche Rettungsaktionen Dritter sind bei Unternehmen seltener der Fall.

Als Anleger möchte ich aber auch einen langsamen Bonitätsverfall vermeiden, da auch dieser mein angelegtes Kapital bedroht. Ist auch das mit Staatsanleihen möglich?

Gerd Kommer: Weil Rating-Verschlechterungen von AAA oder AA+ Staaten hinunter zu einem wirklich bedenklichen Bonitätslevel bei Staaten fast immer relativ langsam und schrittweise verlaufen, können Anleger sich vor ihnen vergleichsweise einfach und wirksam schützen. Anleger müssen lediglich darauf achten, dass sie nur kurzlaufende Staatsanleihen halten, z.B. bis maximal 18 Monate Restlaufzeit.

Gleichzeitig haben diese Kurzläufer aber auch eine niedrigere Rendite als länger laufende Staatsanleihen!

Gerd Kommer: Solche Kurzläufer werden zeitlich vor den länger laufenden risikoreicheren Anleihen zurückgezahlt, was zwar in der Tat tendenziell die Rendite der Kurzläufer senkt, aber zugleich ein kaum zu überschätzender Sicherheitsvorteil ist. Doch nicht nur im Hinblick auf die Rückzahlung am Ende der Anleihenlaufzeit sind die genannten Kurzläufer das risikoärmste Investment; dasselbe gilt auch im Hinblick auf laufende Kursschwankungen. Weil sie eine kurze Restlaufzeit haben, wirken sich die Effekte einer Bonitätsverschlechterung (Rating-Verschlechterung) oder einer Marktzinserhöhung (die z.B. inflationsgetrieben sein kann) weniger negativ aus als bei Langläufern. Diversifikation über mehrere Staaten mit Top-Bonität hinweg ist ein weiteres Mittel das verbleibende Restrisiko zu senken. Es mag Sie überraschen aber es ist überdies kein ungewöhnlicher Zustand, dass "risikofreie" Anlagen, also kurzfristige AA+ oder AAA-Staatsanleihen, negative Realrenditen liefern wie derzeit in Deutschland – im Gegenteil: Dieser Zustand ist beinahe normal; in den 85 Jahren von 1927 bis 2011 war das z.B. bei kurzfristigen US-Staatsanleihen (1 Monats-Treasury Bills) – der risikoärmsten Anlageform in den USA – in fast 40% aller Kalenderjahre der Fall. Diese niedrigen und oft sogar leicht negativen Realrenditen sind – paradoxerweise – der Beleg für das hohe Sicherheitsniveau dieser Asset-Klasse.

Neben höchster Bonität und kurzer Laufzeit ist der dritte Punkt in der von Ihnen genannten Definition einer risikofreien oder risikoärmsten Anlage die Heimatwährung. Warum sollte man ausschließlich Anleihen in der Heimatwährung wählen?

Gerd Kommer: Die "Heimatwährung" ist die Währung, in der der ein Anleger praktisch alle seine zukünftigen Konsumausgaben tätigen wird. Wechselkursrisiken bei Anleihen (und Bankguthaben) sollten sicherheitsbewusste Anleger vermeiden, da Währungsrisiken in Zeiträumen bis etwa zehn Jahre dramatische Ausmaße annehmen können und sich zudem nicht zuverlässig prognostizieren lassen.

Wie sieht es mit Bankkonten aus, sind diese eine Alternative zu Kurzläufnern?

Gerd Kommer: Innerhalb der EU sind 100 Tausend Euro pro Anleger und Bank von der gesetzlichen Einlagensicherung geschützt, also gleich risikoreich wie entsprechende kurzfristige Staatsanleihen (da der Staat diese Guthaben ja garantiert, d.h. die typischerweise schlechtere Bonität der Bank durch seine eigene Bonität ersetzt). Alles was über diesen Betrag pro Anlegerguthaben und Bank hinausgeht, ist risikoreicher als die entsprechenden Staatsanleihen. Es mutet angesichts der Erfahrungen in der aktuellen globalen Wirtschaftskrise seltsam an, wenn viele Sparer und Anleger noch immer der irrigen Meinung sind, ihr Geld sei auf einem Bankkonto sicherer als in einer kurzfristigen Staatsanleihe. Die Finanzkrise seit Mitte 2007 belegt wohl unzweideutig, dass Bankengläubiger, also Sparer und Käufer von Bankanleihen bei einer international kaum noch überschaubaren Anzahl von "Pleitebanken" oft nur deswegen kein Geld verloren, weil der Staat mit seiner weitaus höheren Finanzkraft und besseren Bonität einsprang.

Insgesamt sieht das nach einem klaren Punktsieg für die kurzlaufenden Staatsanleihen aus.

Gerd Kommer: In der Tat. Es gibt in Bezug auf Ausfallrisiko und Wertstabilität über kurz- und mittelfristige Zeiträume keine risikoärmeren Anlagen als kurzlaufenden Staatsanleihen höchster Bonität in der Währung des Anlegers. Das war vor der Finanzkrise wahr und ist immer noch wahr.

Vielen Dank für das Gespräch.