

Langeweile, sonst nichts? Der risikolose Teil eines Wertpapierportfolios

Die primäre Aufgabe des risikofreien Teils eines Wertpapierportfolios aus Aktien und Renten besteht in der Risikosteuerung des Gesamtportfolios. Diese Aufgabe übernimmt der Anteil an festverzinslichen Wertpapieren, auch Renten genannt. Der Rentenanteil soll die Schwankungen Ihres Gesamtportfolios genau auf das mit Ihnen besprochene Chance-/Risikoprofil absenken. Nur so bleiben Sie dauerhaft investiert, was eine wesentliche Voraussetzung für einen nachhaltigen Anlageerfolg ist.

Eine völlig risikolose Anlageform ist in der Realität nicht vorhanden. Obwohl seit 1950 keine sog. entwickelte Volkswirtschaft eine Staatsinsolvenz erfahren hat, sind Insolvenzen von entwickelten Volkswirtschaften nicht auszuschließen. Dennoch gehe ich bei Volkswirtschaften, die in ihrer heimischen Währung verschuldet sind und somit Zugang zur unbegrenzten Deckung der Staatsverschuldung durch ihre eigenen Notenbanken besitzen, von einer risikolosen Anlageform aus.

Vor einer Staatsinsolvenz besteht immer die Möglichkeit, durch Inflation die eigene Staatsverschuldung abzubauen. Dazu reicht auch eine leichte Inflation, die gewöhnlich zwischen zwei bis fünf Prozent pro Jahr liegen kann. Auf diese Weise haben die USA und UK nach dem zweiten Weltkrieg die Kriegsschulden weitgehend bis in die 60er Jahre abgebaut. Den Begriff „risikolos“ verwende ich deshalb im Folgenden nur für die Länder, denen diese Möglichkeit offen steht.

Eine weitere Voraussetzung ist, daß das reale Wachstum des Bruttosozialproduktes über der Realverzinsung der Staatsschulden liegt. Unabhängig ob der Staat einen ausgeglichenen Haushalt hat, entsteht durch die Steigerung der realen volkswirtschaftlichen Leistungsfähigkeit ein stabiles volkswirtschaftliches Gleichgewicht.

Entwickelte Volkswirtschaften, die diese beiden Kriterien (eigene Notenbank und ausreichendes Wirtschaftswachstum im Verhältnis zu den Zinszahlungen) erfüllen, und Volkswirtschaften, die „politisch“ nah an der Notenbank stehen, wie die Bundesrepublik Deutschland, zahlen deshalb sehr niedrige Zinsen, real sogar negative Zinsen („flight to quality“ oder „save haven“). Dies trifft auf die USA, Kanada, Australien, Neuseeland, Japan, Südkorea, Singapur, UK, Schweden, Norwegen, Dänemark, die Schweiz und Deutschland zu. Allen diesen Staaten sind niedrige Zinsen gemeinsam, obwohl die Höhe der jeweiligen Staatsverschuldung sehr unterschiedlich ist. Es gibt also keinen Zusammenhang zwischen der Höhe der Staatsverschuldung und dem jeweiligen Zinsniveau. Es gibt auch keinen Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Inflation. Die Märkte preisen immer nur Risiko ein. In diesen Fällen ist das Ausfallrisiko (Bonitätsrisiko) gering, da die Notenbanken als „lender of last resort“ bereitstehen und das reale Wirtschaftswachstum dieser Länder über der realen Verzinsung der Staatsschulden liegt.

Die implizite Deckung der Staatschulden wird Spanien oder Italien durch die Europäische Zentralbank nicht gewährt. Beide Länder sind nicht souverän in ihrer Geldpolitik. Beide Länder haben ein negatives Wirtschaftswachstum durch eine prozyklische Sparpolitik beider Staaten. Als Vermögensverwalter investiere ich nicht in Staatsschulden dieser Länder. Ein Ausfallrisiko durch Bruch der EUR-Zone und Abwertung der Nachfolgewährungen sind latent vorhanden. Deshalb zahlt Spanien höhere Zinsen und das, obwohl die Staatsverschuldung Spaniens niedriger als in den USA, Japan, UK oder Deutschland ist. Deshalb zahlt Italien höhere Zinsen als Japan, obwohl ebenfalls ein Großteil der italienischen Staatsschulden vom eigenen Inland wie in Japan gehalten wird.

Fassen wir zusammen:

Staatsschulden sind weitgehend risikolos, wenn folgende Voraussetzungen vorliegen:

1. Der Staat muß eine demokratische Legitimierung in seiner Bevölkerung haben. Wichtig ist eine starke Kontrolle der Regierung durch eine Opposition. Damit sollen Eigentumsrechte, in unserem Fall der Staatsgläubiger, geschützt werden.
2. Der Staat muß als Souverän eine eigene Notenbank besitzen.
3. Die Staatsverschuldung soll weitgehend in der heimischen Währung sein.
4. Die Währung soll frei konvertierbar, d.h. gegen Fremdwährungen austauschbar sein.
5. Das reale Wirtschaftswachstum des Staates sollte über den realen Zinsen der Staatsschulden liegen. Nur dann kann die Quote Staatsverschuldung zu Bruttosozialprodukt ein stabiles Gleichgewicht erreichen. Diese Dynamik ist wichtig, die Höhe der Staatschuld zum Bruttosozialprodukt ist nachrangig (siehe Japan).

Im Folgenden werden die Voraussetzungen an die risikolose Anlage besprochen. Weiterhin werde ich auf Alternativen eingehen und deren Eignung als risikolose Anlage prüfen.

Der Anforderungskatalog an den risikolosen Teil eines Wertpapierportfolios besteht aus folgenden Kriterien:

1. Die Anlage sollte möglichst wenig schwanken. Gemessen wird eine niedrige Schwankung durch eine niedrige Volatilität (annualisierte Standardabweichung der Kurse).
2. Die Anlage sollte möglichst unkorreliert zum risikoreichen Teil des Portfolios, den Aktien, sein.

3. Die Anlage sollte in der heimischen Währung des Anlegers sein. Ansonsten erhöhen die Währungsschwankungen die Volatilität.
4. Die Anlage sollte ausreichend liquide sein. Die Liquidität muß reichen, um Re-Balancing, also Nachkauf von Aktien an schwachen Tagen, durchführen und Auszahlungswünsche der Anleger befriedigen zu können.

Sie merken, eines scheint zu fehlen: die Rendite. Dies ist bewußt so. Denn der risikolose Teil des Portfolios besitzt nur eine Aufgabe: möglichst langweilig zu sein. Die Rendite soll im risikoreicheren Teil des Portfolios, den Aktien, erzielt werden. Das macht auch volkswirtschaftlich Sinn. Nur unternehmerische Tätigkeit erhöht dauerhaft den Wohlstand. Rentiers (100% Renten- oder Festgeldanlage) sollten nur einen Inflationsausgleich bekommen, da sie keine volkswirtschaftlichen Risiken übernehmen.

Wir prüfen diese Kriterien an folgenden Instrumenten:

Staatsanleihen höchster Bonität:

Alle Anleihen der Bundesrepublik Deutschland und der Bundesländer besitzen höchste Bonität. Es ist davon auszugehen, daß alle öffentlichen Schuldtitel Deutschlands von der Europäischen Zentralbank unbegrenzt gekauft werden. Deshalb ist diese Anlage risikolos.

Diese Aussage gilt nur für kurze Laufzeiten. Bei Laufzeiten über fünf Jahren bestehen erhebliche Zinsänderungsrisiken. Die zusätzliche Rendite (term premium) steht in keinem Verhältnis zum zusätzlich eingegangenen Schwankungsrisiko. Nur bei kurzen Laufzeiten ist das Risiko, Kaufkraft durch auch leichte Inflation zu verlieren, am geringsten.

Anleihen von Schuldern mit Sitz in Deutschland bieten noch einen weiteren Schutz. Bei Änderungen in der Zusammensetzung der EUR-Zone ist von einer Aufwertung der Nachfolgewährung, die in der Bundesrepublik Deutschland (Kern-EUR) juristisch als Zahlungsmittel gelten wird, auszugehen. Die volkswirtschaftlichen Daten deuten auf einen erheblichen Aufwertungsbedarf einer um Deutschland konzentrierten Währung hin. Deshalb gewähren Anleger Deutschland im kurzfristigen Bereich zur Zeit negative Zinsen. Im Falle einer Verkleinerung der EUR-Zone auf Deutschland und angrenzende Staaten würde die Aufwertung den Zinsverlust mehr als kompensieren.

Deutsche Staatsanleihen erfüllen alle Kriterien uneingeschränkt.

Gedekte festverzinsliche Wertpapiere, wie Pfandbriefe

Pfandbriefe (Hypothekenpfandbriefe und Kommunalobligationen) sind Bankschuldverschreibungen, die mit erstrangigen Grundpfandrechten oder mit Forderungen an die öffentliche Hand besichert sind und den Vorgaben des deutschen Pfandbriefgesetzes entsprechen (PfandBG). Der letzte Ausfall eines Pfandbriefes liegt über 100 Jahre zurück. Diese Anlageklasse ist eine Standardanlageklasse deut-

scher Versicherer. Die Verzinsung liegt etwas über deutschen Bundes- und Ländieranleihen, da die Liquidität etwas geringer ist und Pfandbriefe im Ausland weniger bekannt sind.

Grundsätzlich gilt das zu deutschen Staatsanleihen besprochene.

Deutsche Pfandbriefe nach dem PfandBG erfüllen alle Kriterien uneingeschränkt.

Anleihen von entwickelten Ländern in Fremdwährung oder auf EUR-gehedged

Staatsanleihen entwickelter Länder, die eine eigene Notenbank besitzen, sind hoch in der Bonität zu beurteilen. Den eingangs erwähnten Katalog von Ländern können Sie noch um die Länder der EUR-Zone erweitern, die Deutschland volkswirtschaftlich nahestehen, einschließlich Frankreich. Weiterhin gilt dies nur für kurzfristige Anlagen. Im Unterschied zu deutschen Staatsanleihen besteht ein Nachteil im nicht 100% Hedge auf die deutsche Kernwährung, sollte die EUR-Zone verändert werden. Ein EUR-Hedge ist in dieser Situation nur eine Teilabsicherung. Bis zu einem Drittel der Bestand an deutschen Staatsanleihen und Pfandbriefen können durch Anleihen entwickelter Länder in der EUR-Hedge-Variante ersetzt werden.

Anleihen von entwickelten Ländern in der EUR-Hedge-Variante erfüllen die Kriterien teilweise. Als Bestandteil des risikolosen Teils eines Portfolios können sie verwendet werden.

Anleihen von entwickelten Ländern in Fremdwährung oder auf EUR-gehedged, die zusätzlich einen Inflationsschutz bieten (TIPS)

In den USA und Frankreich besteht seit vielen Jahren eine umfangreiche Ausstattung von inflationsgeschützten Anleihen. In Deutschland wurde diese Form der Anlage erst vor einigen Jahren zugelassen. Deshalb gibt es wenige deutsche Staatsanleihen, die inflationsgeschützt sind. Den Schwerpunkt in Europa bilden Staatsanleihen Frankreichs.

Grundsätzlich wird die Zinszahlung und das eingesetzte Kapital bis zur Fälligkeit mit einem Ausgleich der Konsumentenpreissteigerung ausgeglichen. Sie bekommen also eine gewisse gesicherte Realverzinsung. Abhängig von der Zinssituation, wie der gegenwärtigen, kann die Realverzinsung auch sehr niedrig oder sogar negativ sein. Dennoch bietet diese Form der Anlage einen sehr guten Schutz, das Anlagekapital real zu erhalten. Bezüglich Bonität und EUR-Hedge gilt das vorher zu Anleihen entwickelter Länder geschriebene. Bis zu einem Drittel des Bestandes an deutschen Staatsanleihen und Pfandbriefen können durch Anleihen entwickelter Länder in der EUR-Hedge-Variante und mit Inflationsabsicherung ersetzt werden.

Anleihen von entwickelten Ländern in der EUR-Hedge-Variante und mit Inflationsabsicherung erfüllen die Kriterien teilweise. Als Bestandteil des risikolosen Teils eines Portfolios können sie verwendet werden.

Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen sind Kombinationen aus einem Zinsänderungs- und Aktienrisikos des Schuldnerunternehmens (für theoretisch Interessierte: Nach der Optionstheorie ist eine Unternehmensanleihe eine Anlage in eine sichere Staatsanleihe und einem verkauften Put auf ein Unternehmen). Allgemein gilt, je niedriger die Bonität und je riskanter das jeweilige Unternehmen, desto höher das Risiko der Anleihe.

Wenn ein Anleger Aktienrisiko tragen will, um einen höheren Ertrag zu erzielen, dann sollte dies durch den Kauf von Aktien geschehen. Denn der Kauf von vielen Aktien, die das einzelne Unternehmensrisiko wegdiversifizieren, und von Staatsanleihen können die gleiche erwartete Rendite aber mit wesentlich weniger Risiko erzielen.

Empirische Studien bestätigen diese theoretische Aussage. In den USA haben Unternehmensanleihen bei ähnlicher Rendite wie Staatsanleihen ein wesentlich höheres Schwankungsrisiko verursacht. Dies gilt sowohl für Unternehmensanleihen bester als auch schlechterer Bonität.

Deshalb: Unternehmensanleihen erfüllen die Kriterien nicht. Allenfalls können sehr gute Unternehmensanleihen ein sehr kleiner Bestandteil eines breit diversifizierten Anleihefonds bester Bonität sein.

Anleihen von Entwicklungsländern (Emerging Market Bonds)

Anleihen von Entwicklungsländern haben eine höhere Schwankung als Anleihen entwickelter Länder guter Bonität. Insbesondere treten höhere Wertverluste dann ein, wenn eine Stabilität für das Gesamtportfolio gebraucht wird. Somit können diese Anleihen ein Wertpapierportfolio im Risikoprofil nur verschlechtern. Sofern ein stärkeres Gewicht in Entwicklungsländern gesucht wird, sollte man dies über den Aktienanteil in Entwicklungsländern darstellen.

Anleihen von Entwicklungsländern erfüllen keine der vier Kriterien.

Rohstoffe - Gold

Die historische Rendite von Rohstoffanlagen liegt real bei Null. Selbstverständlich schwanken die Renditen heftig um diese Nulllinie, aber über die Zeitachse hinweg ist es Fakt: Die Rohstoffrendite liegt real bei Null.

Die Schwankungsintensität von Rohstoffen ist hoch und mit Aktienanlagen vergleichbar.

Die ökonomische Erklärung ist einfach: Rohstoffe zahlen keine Zinsen und Dividenden und sind letztlich ein Betriebsmittel zur volkswirtschaftlichen Produktion. Je nach Bedarf und wirtschaftlicher Situation entstehen Preisschwankungen, die

jedoch nach Angebot und Nachfrage wieder in ein langfristiges Gleichgewicht zurückgeführt werden.

Es gibt Überschuß und Mangel. Der technische Fortschritt, Änderungen in der Produktionstechnik und sonstige Prozesse haben Rohstoffpreise langfristig immer auf ein Gleichgewichtsniveau zurückgeführt.

Aus Sicht eines Anlegers sind Rohstoffe deshalb keine investiven Anlagen, die eine langfristig positive reale Rendite erwirtschaften, sondern eine reine Spekulation auf die schwankenden Preisbewegungen.

Selbstverständlich sind wir weltweit in Unternehmen investiert, die Rohstoffe produzieren und handeln. Dies allerdings im Aktienanteil.

Rohstoffe erfüllen keine der vier Kriterien.

Alles was ich zu Rohstoffen ausführte, gilt uneingeschränkt auch für Gold. Dennoch umgibt Gold einen besonderen Mythos. Dieser Obsession verdankt Gold einen zusätzlichen Vermögensverwalterbrief 7.

Immobilien

Ein Eigenheim ist eine spezifische Form des Immobilieninvestments, bei dem Konsum- und Investmentnutzen untrennbar verschmolzen und schwer analytisch voneinander zu trennen sind. Es gibt Untersuchungen, daß die historische Gesamtrendite eines typischen kreditfinanzierten Eigenheims in Deutschland für einen Privathaushalt in den vergangenen 41 Jahren überwiegend niedriger als eine Kombination aus risikomäßig vergleichbarem Kapitalmarktinvestitionen war. Warum sollte dies in Zukunft anders sein? Der Kauf eines Eigenheims ist keine Vermögensanlage, sondern eine Frage des persönlichen Lebensstils. Ich persönlich besitze das von meinen Eltern erbaute Eigenheim. Dies ist jedoch keine Vermögensanlage, sondern ein Konsumgut, das ich allerdings sehr gerne besitze.

Als Immobilieninvestition kommt auch die vermietete Einzelimmobilie in Frage. Aus strukturellen Gründen ist es jedoch fraglich, ob ein Privathaushalt mit dieser Form einer typischerweise teilweise fremdfinanzierten Einzelobjektinvestments eine risikoadjustierte Rendite erzielt. Dieser strukturelle Nachteil basiert vor allem auf den Nachteilen gegenüber gewerblichen Immobilienunternehmen. Weiterhin findet bei einer Einzelimmobilie, insbesondere eines Anlegers, der bereits ein Eigenheim besitzt, eine extreme Vermögenskonzentration statt. Dieses Klumpenrisiko sollten wir vermeiden. Die im Vergleich zu Aktien scheinbar geringe Volatilität und niedrige Korrelation zu Aktien ist nicht aussagekräftig, da keine laufende Marktpreisbewertung vorliegt. Die geringe optische Wertschwankung des Eigenkapitals einer Immobilie ist eine Fiktion, die sich aus einer falschen Risikomessung ergibt.

Alternativen zum Direktinvestment in eine Einzelimmobilie sind offene und geschlossene Immobilienfonds. Beide Anlagentypen haben ihre großen Schwächen in den letzten Jahren heftigst offengelegt.

Neben den Klumpenrisiken bestehen erheblich Liquiditätsrisiken. Ein Inflationschutz ist ebenfalls nicht messbar. Viele Finanzmarktkrisen entstanden ursprünglich aus Immobilienkrisen – auch die jetzige. Es ist sehr geschickt, davon abzulenken und daraus eine Staatsschuldenkrise zu machen.

Als einzige Anlageform, die Investitionen in Immobilien ermöglicht und die Schwächen aller erwähnten Strukturen vermeidet, sind Immobilienaktien, sog. REITS. Da diese Anlagen Aktien sind, bewegen sie sich auch wie Aktien und kommen deshalb als risikoarme Anlage in diesem Teil eines Portfolios nicht in Frage. Im Aktienanteil sind wir in REITS investiert.

Immobilien erfüllen keine der vier Kriterien. Ihre Bank erzählt Ihnen aus geschäftlichen Gründen (Maklertätigkeit, Immobilienkredite) etwas anderes (Sachwerte! Schützt vor Inflation! Kaufen!).

Derivative Produkte, wie strukturierte Produkte, Hedge Funds, absolute return Produkte

Ich warne vor allen diesen Anlagen. Die Finanzgeschichte lehrt uns vor den Gefahren, die Erträge des Rentenanteils durch längere Laufzeiten der Renten, Wandelanleihen, strukturierten Produkten aller Art (Diskont-, Bonus-, Garantiezertifikate), Hedge-Fonds (heute Absolute Return genannt) oder Aktien mit hoher Dividende ersetzen zu wollen. Die Ertragserzielung findet im unternehmerischen Teil Ihres Portfolios, im Aktienanteil, statt.

Wir empfehlen:

Risikolose Anlagen für den defensiven Teil eines Wertpapierportfolios sind kurzlaufende Staatsanleihen von entwickelten Volkswirtschaften. Diese Volkswirtschaften müssen gewisse Kriterien erfüllen, insbesondere die Souveränität einer eigenen Notenbank und ausreichendes Wirtschaftswachstum, um die Zinsen auf die Staatsschulden bezahlen zu können. Wählen Sie die Anleihen der Länder aus, in denen Sie Ihren Lebensmittelpunkt haben oder verlegen werden.

Sofern Sie in einem Land zu leben auf das diese Kriterien für Staatsanleihen nicht zutreffen, wählen Sie mehrere Länder aus, die mit Ihrem Land volkswirtschaftlich eng verbunden sind. So können Sie Wechselkursänderungen verringern.

Rechtliche Hinweise:

Dieses Material ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch und rein zu Informationszwecken erstellt worden. Die Informationen in dieser Präsentation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch kann deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantiert werden.

Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben.

Die Weitergabe sowie Vervielfältigung dieser Unterlage, Verwertung und Mitteilung ihres Inhalts an unberechtigte Dritte, z.B. Personen außerhalb der Firma des Vertriebspartners, ist unzulässig. Sämtliche Rechte sind vorbehalten.

Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die in dieser Präsentation diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und deren Finanzpositionen für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Die Chance-Risiko-Klassen beziehen sich auf die Sicht eines Euro-Anlegers.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen.

Im Gegensatz zu einer wirklichen Wertentwicklung beruhen Simulationen nicht auf tatsächlichen Transaktionen. Es kommt Ihnen daher eine begrenzte Aussagekraft zu. Da die Geschäfte nicht wirklich abgeschlossen werden, kann es nur zu einer unzureichenden Berücksichtigung des Einflusses bestimmter Marktfaktoren kommen.

Eine Anlageentscheidung für die in der Präsentation erwähnten Investmentfonds sollte in jedem Fall auf Basis der Verkaufsprospekte getroffen werden, diese enthalten auch ausführliche Risikohinweise und sind allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Den aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt und gegebenenfalls den vereinfachten Verkaufsprospekt erhalten Sie bei uns.

Stand (sofern nicht anders angegeben): 31.08.2012