

# Prüfauftrag Neuorientierung



## VON ANTON BONNLÄNDER

Anton Bonnländer leitet den Bereich Anlagemanagement der Bank für Sozialwirtschaft AG. Er verantwortet neben dem Kundenwertpapiergeschäft auch die Eigenanlagen der Bank.  
www.sozialbank.de

**Niedrige Zinsen machen vielen sozialen Organisationen und Stiftungen zu schaffen. Als Ausweg bieten sich eine breitere Risikostreuung, das Suchen nach unkonventionellen Ertragsquellen, der Einsatz von Investmentfonds sowie von nachhaltigen Geldanlagen an.**

Der aktuell festgestellte Renditeverfall begann mit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008/2009. Von kalter Enteignung kann man sprechen, wenn der Nominalzins unter der Geldentwertungsrate liegt. Anders als viele vermuten, war dies bereits vor der Finanzkrise der Fall, nämlich in den 1970er Jahren, Anfang der 1990er Jahre sowie in den 2000er Jahren – allerdings lagen damals die Nominalzinsen deutlich höher als heute. Das hat den negativen Realzins zumindest emotional ausgeglichen, obwohl Bankkunden damals für ihre Spareinlagen keine inflationsausgleichende Verzinsung erhielten.

Diese Phasen realer negativer Verzinsung überwogen historisch sogar: So lag die mittlere reale Verzinsung über den gesamten Zeitraum (auch ohne Finanzkrise) sowohl bei Spareinlagen als auch bei jederzeit verfügbaren Einlagen (sogenannten Sichteinlagen) im negativen Bereich. Investierte man stattdessen in Wertpapiere, also Anleihen oder Aktien, so ließ sich dieser Werteverzehr ausgleichen. In den vergangenen 30 Jahren erzielten europäische Anleihen im Durchschnitt 5,9 Prozent im Jahr, amerikanische Anleihen im Durchschnitt 5 Prozent im Jahr. In Aktien investiert, ließen sich zwischen 1985 und 2014 mit amerikanischen wie mit europäischen Aktien im Durchschnitt 7,9 Prozent pro Jahr verdienen.

Heute sieht die Welt allerdings etwas anders aus: Die Umlaufrendite hat seit Herbst 2011 nicht mehr die 2 Prozent-Marke erreicht. Aktuell befindet sich diese Umlaufrendite nahe 0 Prozent,

10 jährige Bundesanleihen weisen 0,15 Prozent Rendite auf (Stand 03.05.2016).

## Langfristige Ursachen des Renditeverfalls

Welche Ursachen begleiteten den derzeitigen Renditeverfall und wie wahrscheinlich ist eine Umkehrung hin zu den »normalen Zuständen« der Vergangenheit? Der bisherige Renditeverfall hat bei Anleihen und bei Aktien für deutliche Kurszuwächse gesorgt. Folgende Faktoren lassen sich für den Zinsabschwung in den letzten Dekaden ausmachen:

1. der scharfe Rückgang der Inflation (und damit auch der Zinssätze)
2. das kräftige Wachstum der Weltwirtschaft, befördert durch die Demographie, Produktivitätsgewinne und das schnelle Wachstum Chinas, das vor rund 25 Jahren in die Weltwirtschaft eintrat
3. das starke Wachstum der Unternehmensgewinne in den letzten Jahren, das vom globalen Wirtschaftswachstum und der Eroberung neuer Märkte in Schwellenländern, von sinkenden Unternehmensteuern und von Gewinnen aus der Automatisierung getrieben wurde
4. die zunehmende staatliche und private Verschuldung, akkommodiert von einer weltweiten Niedrigzinspolitik der großen Notenbanken. Ende 2014 belief sich alleine die Privatverschuldung in den Industrienationen auf rund 120 Prozent des Bruttoinlandsprodukts

## Zukunftsperspektiven im globalen Zusammenhang

Niemand kennt die Zukunft, und es mag sein, dass sich auf längere Sicht die Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum und die Kapitalanlage wieder spürbar verbessern werden. Aber nichts führt an der Erkenntnis vorbei, dass eine Reihe von Faktoren, die zwischen 1985 und 2014 der Kapitalanlage zugutekamen, so nicht mehr existieren:

1. Bei Inflationsraten und Zinsen nahe Null ist ein weiteres deutliches Absinken der Renditen wenig wahrscheinlich, aber nicht undenkbar. Erhöhen sich im Laufe der Zeit die Inflationsraten wieder, so zieht dies regelmäßig höhere Zinskupons nach sich; Anleiheinvestoren erleiden dann Kursverluste bei den bestehenden Rentenengagements, während sie für neue Anleihen höhere Zinserträge vereinnahmen können. Steigende Inflationsraten werden häufig durch wirtschaftliche Boomphasen eines Landes oder stark anziehendes Wachstum der Weltwirtschaft verursacht.
2. Hohe wirtschaftliche Wachstumsraten in den Industrienationen sind künftig eher unwahrscheinlich. Ökonomen wissen, dass die wichtigsten Quellen des Wirtschaftswachstums die Bevölkerungs- und die Produktivitätsentwicklung sind. In den Industrienationen hemmt also die Demographie ebenso wie die schwache Produktivitätsentwicklung ein potenzielles Wirtschaftswachstum. Und mit China altert auch das wichtigste Schwellenland, das bisher als ein Treiber des globalen Wirtschaftswachstums gilt.
3. Die digitale Revolution verändert oder zerstört viele traditionelle Geschäftsmodelle bei den Unternehmen. Natürlich gibt es Profiteure, beispielsweise im Silicon Valley, aber grundsätzlich werden sich die längerfristigen Rahmenbedingungen für den Aktienmarkt gegenüber der Epoche von 1985 bis 2014 verschlechtern.
4. Und über allem lastet eine hohe staatliche und private Verschuldung. Für den Fall eines langsamen Wirtschaftswachstums in

den kommenden 20 Jahren schätzt McKinsey jährliche Renditen am amerikanischen Aktienmarkt auf 4 bis 5 Prozent und am Anleihemarkt auf 0 bis 1 Prozent. Das ist deutlich weniger als in den vergangenen Jahrzehnten. Sollte die EZB ihre aktuelle Niedrigzinspolitik grundlegend ändern, hätte das zwingend einen Anstieg der Umlaufrenditen zur Folge. Umso mehr, je plötzlicher und heftiger dieser Politikwechsel der Notenbank ausfallen wird. Aktuell sind solche Tendenzen allerdings noch nicht zu sehen.

## Konsequenzen für Anleger aus der Sozial- und Gesundheitswirtschaft

Die Wertpapierdepots unserer Kunden aus der Sozial- und Gesundheitswirtschaft sind grundsätzlich risikoavers ausgerichtet. Das bedeutete in der Vergangenheit häufig 100 Prozent Rentenanlagen mit guter Qualität (Rating mindestens A); seit etwa 5 Jahren entwickelt sich die Tendenz, konsequent Aktienanlagen mit einem Anteil zwischen 10

Prozent und 30 Prozent beizumischen. Unter der Annahme einer Renditeabschwächung um 2 Prozentpunkte müsste ein heute Dreißigjähriger entweder sieben Jahre länger arbeiten oder seine Sparquote verdoppeln, um den Renditenachteil auszugleichen.

Öffentliche und private Pensionsfonds können mit zunehmenden Finanzierungslücken und Solvenzrisiken konfrontiert sein. Stiftungen und Versicherungsgesellschaften können ihre Zielrenditen nicht erwirtschaften. Gemeinnützige Organisationen und Unternehmen des sozial- und gesundheitswirtschaftlichen Bereichs legen bisher traditionell eher kurzfristig und liquiditätsorientiert an. Diese Anlage mentalität wird derzeit durch »zinsloses Risiko« bestraft, bis hin zu der Gefahr der Einführung von Negativzinsen auf Einlagen, wie dies bereits in der Schweiz der Fall ist.

Unsere Kunden orientieren sich neu und denken anders über ihre Geldanlagen nach: Sehr viel häufiger als bisher diskutieren wir mit unseren Kunden höhere Aktienquoten als 30 Prozent, um bestimmte mittelfristige Renditeperspektiven überhaupt zu erreichen. Anleger fragen uns zunehmend, wo sie bei bewusstem Allokieren von Risiko eine bessere Rendite erzielen können. Dies führt häufig zu Modifizierungen in bestehenden Anlagerichtlinien, um das verfügbare Anlageuniversum sinnvoll zu erweitern.

Die Suche nach Stabilität und einer risikoadjustierten Rendite lässt sich nur durch breite Risikostreuung, das Einbauen von unkonventionellen Ertragsquellen (möglichst ohne oder nur mit wenig Abschreibungsrisiko bei irgendwann wieder steigenden Zinsen) wie nachrangige Schuldscheindarlehen, Mezzanine-Fonds, Venture-Capital-ähnliche Beteiligungen und offenen oder geschlossenen Immobilien AIFs (AIF = Alternative Investment Fonds) sowie Investmentfonds mit geringer Korrelation zu den bereits bestehenden Investments unserer Kunden erreichen.

**»Phasen realer negativer Verzinsung gab es auch früher«**

Eine weitere Variante ist das Beimischen von nachhaltigen Geldanlagen, die neben den ethischen und sozialen gesellschaftlichen Auswirkungen (social impact) durchaus stabile und mit dem Gesamtmarkt vergleichbare Renditen abwerfen. Interessant ist die risikomindernde Wirkung einer Beimischung solcher Anlageformen auf das Gesamtportfolio. Nachhaltige Geldanlagen und sogenannte »Green Investments« erfreuen sich also steigender Beliebtheit, aber auch konjunkturunabhängige Investmentthemen wie Gesundheit, Wasserversorgung und Infrastruktur.

Zwei Tendenzen stellen wir abschließend fest: Einmal steigt der Beratungsbedarf unserer Kunden an, zum anderen wird die Analyse- und Dispositionsverantwortung gerne unserer Vermögensverwaltung übertragen, also kostenschonend an uns ausgelagert. ■