

November 2021

## Kapitalgedeckte Altersvorsorge mit Aktien! 120 Jahre Aktien und Staatsanleihen im Renditevergleich

Hintergrundpapier des Deutschen Aktieninstituts und des Verbraucherzentrale Bundesverbands (vzbv) in Zusammenarbeit mit dem FINVIA Family Office

### 1. Einleitung

Um die Altersvorsorge vieler Bürgerinnen und Bürger steht es schlecht. Das hat verschiedene Ursachen: die Veränderungen der Arbeitswelt, der Renteneintritt der geburtenstarken Jahrgänge bis 2030 und falsche politische Schwerpunkte. Ein weiterer, unbestrittener Faktor ist die Schwäche der staatlich geförderten privaten Altersvorsorge, der Riester-Rente.<sup>1</sup>

Zwar hatte die letzte Bundesregierung angekündigt, „die private Altersvorsorge weiterzuentwickeln und gerechter zu gestalten“.<sup>2</sup> Die Diskussionen in der vergangenen Legislaturperiode haben aber nicht zu der notwendigen Umstellung auf eine kostengünstige und breit diversifizierte Vorsorge mit Aktien geführt. Andere Länder sind diesen Weg bereits gegangen. In Australien, Großbritannien oder Schweden sind kostengünstige und renditestarke Vorsorgeangebote mit Aktien seit Jahrzehnten fester und erfolgreicher Bestandteil der Altersvorsorge.<sup>3 4</sup>

---

1 BMAS (2021): „Statistik zur privaten Altersvorsorge (Riester-Rente)“, online unter: <https://www.bmas.de/DE/Service/Statistiken-Open-Data/Statistik-zu-Riester-Vertraegen/statistik-zusaetzliche-altersvorsorge.html>, abgerufen am 21.10.2021.

Knapp elf der insgesamt 16 Millionen Riester-Verträge sind versicherungsförmig.

2 Koalitionsvertrag (2018): „Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD. 19. Legislaturperiode“, online unter: <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/974430/847984/5b8bc23590d4cb2892b31c987ad672b7/2018-03-14-koalitionsvertrag-data.pdf?download=1>, abgerufen am 21.10.2021.

3 BMAS (2017): „Altersvorsorge im internationalen Vergleich. Staatliche Produkte für die zusätzliche Altersvorsorge in Schweden und dem Vereinigten Königreich“, online unter: [https://www.bmas.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Publikationen/Forschungsberichte/fb494-altersvorsorge-im-internationalen-vergleich-schweden-uk.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bmas.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Publikationen/Forschungsberichte/fb494-altersvorsorge-im-internationalen-vergleich-schweden-uk.pdf?__blob=publicationFile&v=1), abgerufen am 21.10.2021.

4 Deutsches Aktieninstitut (2019): „Altersvorsorge mit Aktien zukunftsfest machen: Was Deutschland von anderen Ländern lernen kann“, online unter: [https://www.dai.de/fileadmin/dokumente/studien/190730\\_Studie\\_Altersvorsorge.pdf](https://www.dai.de/fileadmin/dokumente/studien/190730_Studie_Altersvorsorge.pdf), abgerufen am 21.10.2021.

Warum fällt es der deutschen Politik so schwer, von diesen Ländern zu lernen? Ein Grund dafür ist, dass Chancen und Risiken der Aktienmärkte nicht richtig eingeschätzt werden. Zwar unterliegen Aktien in der kurzen Frist einem Kursrisiko, für die Altersvorsorge sind aber Langfristbetrachtungen wichtig. Den vzbv und das Deutsche Aktieninstitut eint die Überzeugung, dass ein Fokus auf kurzfristige Risiken nicht zu Fehlschlüssen bei der notwendigen Neuausrichtung der kapitalgedeckten Altersvorsorge führen darf.

Der vzbv setzt sich für eine bessere Kapitalanlage in der privaten Altersvorsorge ein und spricht sich gegen eine Kapitaldeckung in der gesetzlichen Rentenversicherung aus. Das Deutsche Aktieninstitut kann sich ein Ansparverfahren mit Aktien in allen Säulen der Altersvorsorge vorstellen. Die nachfolgenden Argumente für eine aktienbasierte Anlage gelten unabhängig von der Frage, in welcher Säule der Altersvorsorge Kapitaldeckung stattfindet.

Die Berechnungen des FINVIA Family Office belegen eindeutig: Alle Anlegerinnen und Anleger, die einen langen Atem mitbringen und breit gestreut in Aktien sparen, können sich über hohe Erträge freuen. Das FINVIA Family Office setzt in seiner Analyse das aktuelle Kapitalmarktumfeld in den historischen Kontext der vergangenen 120 Jahre. Im Ergebnis zeigt sich, dass eine breit diversifizierte Aktienanlage langfristig höhere Erträge erwirtschaftet als anleihebasierte Vorsorgeformen, ohne mit höheren Risiken verbunden zu sein.

### **Das Deutsche Aktieninstitut und der vzbv fordern deshalb:**

- Die nächste Bundesregierung muss die Neuausrichtung der kapitalgedeckten Altersvorsorge zu einem politischen Schwerpunkt in der kommenden Legislaturperiode machen.
- Oberste Priorität muss die Einführung einer kostengünstigen und auf Aktien basierten individuellen Altersvorsorge haben, wie sie von unterschiedlichen Akteuren bereits skizziert wurde.<sup>5 6 7</sup> Länder wie Australien, Großbritannien oder Schweden machen vor, wie das gelingen kann.
- Mit der Einführung einer Widerspruchslösung (Opt-Out) profitieren viele Menschen von einer besseren Altersvorsorge.<sup>8</sup> Die Bürgerinnen und Bürger werden automatisch in das Ansparverfahren einbezogen, wenn sie nicht aktiv widersprechen.

---

5 Knabe/Weimann (2017): „Die Deutschlandrente: Ein Konzept zur Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge“, online unter: <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2017-18-knabe-weimann-deutschlandrente-2017-09-28.pdf>, abgerufen am 21.10.2021.

6 vzbv (2019): „Die Extrarente. Freiwillig. Fair. Einfach. Mehr.“, online unter: [https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/2019/04/26/2019\\_vzbv\\_forderungspapier\\_extrarente.pdf](https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/2019/04/26/2019_vzbv_forderungspapier_extrarente.pdf), abgerufen am 21.10.2021.

7 Deutsches Aktieninstitut (2019), siehe Fußnote 4.

8 Bucher-Koenen et al. (2019): „Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds. Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv)“, online unter: [https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/2019/11/21/19-11-15\\_gutachten\\_finaleslayout\\_clean.pdf](https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/2019/11/21/19-11-15_gutachten_finaleslayout_clean.pdf), abgerufen am 21.10.2021.

## 2. Das Wichtigste in Kürze

Die Berechnungen des FINVIA Family Office ergeben folgende Vorteile von Aktien gegenüber Staatsanleihen:

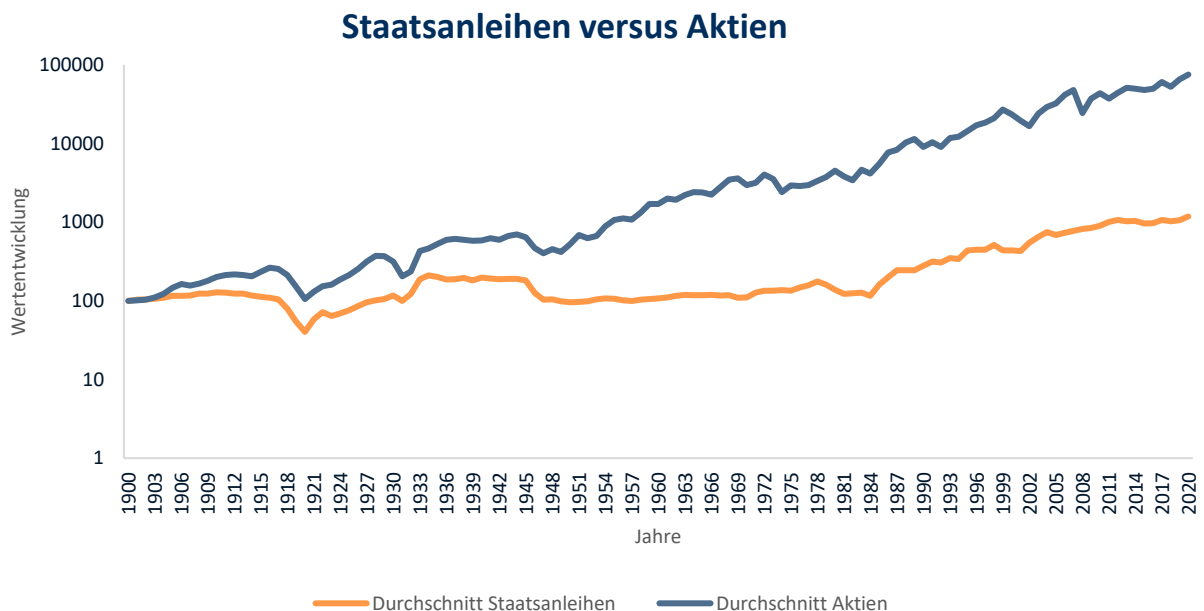
- Die realen Erträge von Aktien, also abzüglich der Inflation, sind um ein Vielfaches höher als die von Staatsanleihen. Während die bedeutenden Aktienindizes der in diesem Papier betrachteten 16 Industrienationen in den letzten 120 Jahren ihren Wert auf das 750fache erhöhen konnten, hat sich die Anlage in Staatsanleihen dieser 16 Staaten nur verelfacht. Der jährliche Ertrag betrug bei Aktien 5,7 Prozent; Staatsanleihen kamen hingegen nur auf 2,1 Prozent.
- Schwächephasen an der Börse können ausgesessen werden. An den Aktienmärkten hat es im Durchschnitt in den letzten 120 Jahren maximal elf Jahre gedauert, bis Anleger, die zum jeweiligen historischen Rekordstand gekauft hatten, den nachfolgenden Verlust wieder aufgeholt hatten. Bei Staatsanleihen musste der Anleger im schlimmsten Fall 53 Jahre warten, bis die Gewinnzone wieder erreicht wurde.
- Obwohl Aktien derzeit weltweit auf Rekordwerten notieren, rechnet FINVIA bei seinen Prognosen mit deutlich positiven Erträgen von real bis zu drei Prozent in den nächsten zehn Jahren. Die Erträge deutscher Staatsanleihen werden sich voraussichtlich stark negativ entwickeln (real -3,2 Prozent).

### 3. Analyse der FINVIA: Aktien und Staatsanleihen in den vergangenen 120 Jahren

#### 3.1 Historische Renditen von Aktien und Anleihen

Aktien sind langfristig ertragsstärker als Anleihen. Diese Aussage verdeutlicht Abbildung 1.<sup>9</sup> Die Grafik zeigt die reale, das heißt um Preissteigerungen bereinigte Ertragsentwicklung von Staatsanleihen und Aktien der 16 entwickelten Länder der Welt – das sogenannte Standarduniversum der weltweiten Aktien- und Anleihemärkte. Sowohl bei Aktien als auch bei Staatsanleihen werden jeweils die bedeutenden Indizes der einzelnen Länder berücksichtigt.

Abbildung 1: Reale Ertragsentwicklung von Aktien und Staatsanleihen (1900 = auf 100 normiert)



In Abbildung 1 ist zu erkennen, dass Aktien in den letzten 120 Jahren deutlich höhere Erträge erzielten als Staatsanleihen. Im weltweiten Durchschnitt hat der Wert der Aktien auf mehr als das 750fache zugelegt (Dividenden sowie Kursgewinne); der Wert der Staatsanleihen lediglich um etwas mehr als das Elffache (Zinserträge sowie Kursgewinne). Insgesamt kamen Aktien im Zeitraum von 1900 bis 2020 auf einen jährlichen Ertrag von 5,7 Prozent; Staatsanleihen nur auf 2,1 Prozent.

Was die Erträge von Staatsanleihen angeht, stellt das Jahr 1984 einen Wendepunkt dar. Nachdem die Zentralbanken die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre wirksam bekämpft hatten, lockerten sie ihre restriktive Geldpolitik wieder. Seit 1984 erleben wir daher einen

<sup>9</sup> Alle Grafiken in diesem Papier greifen auf folgende Quellen zurück: Berechnung des FINVIA Family Office auf der Basis der jährlichen Daten von Dimson, Marsh und Staunton sowie Refinitiv.

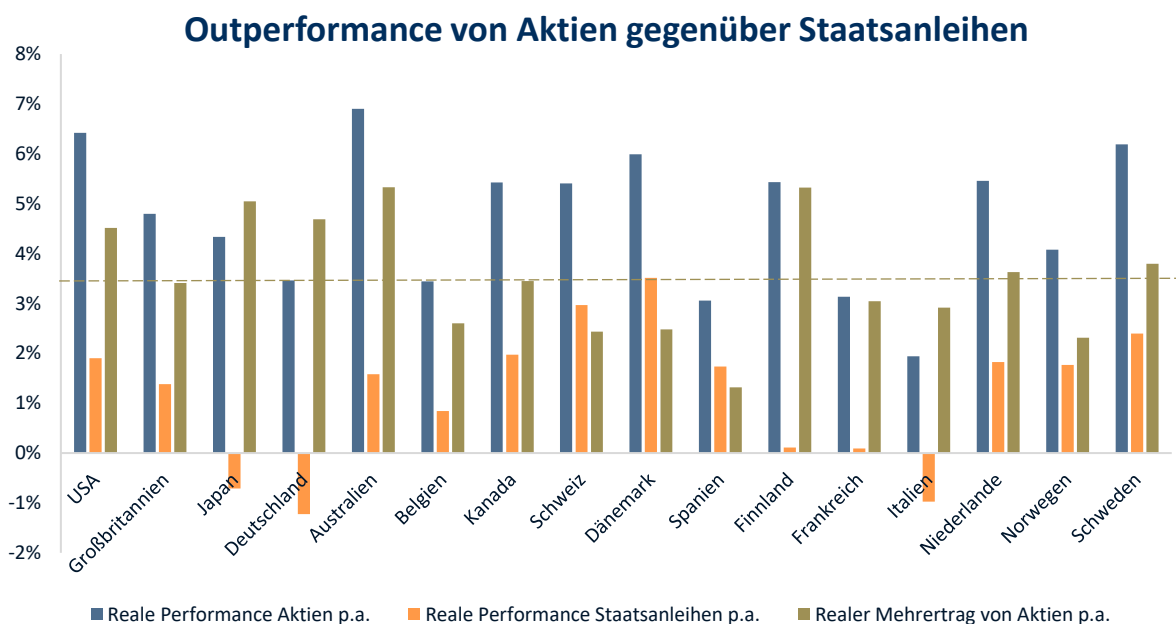
strukturellen Rückgang der Zinsen, der die Kursentwicklung der laufenden Staatsanleihen, die noch zu hohen Zinsen emittiert wurden, in den letzten fast 40 Jahren beflügelt hat. Somit konnten in den letzten 120 Jahren Staatsanleihen im weltweiten Durchschnitt nur von 1984 bis 2020 mit 6,7 Prozent pro Jahr einen deutlichen realen Gesamtertrag erwirtschaften und waren damit für die Altersvorsorge geeignet. In den restlichen 84 Jahren von 1900 bis 1984 erreichte der jährliche reale Gesamtertrag hingegen nur 0,18 Prozent.

Daran zeigt sich in der Retrospektive, dass ein Niedrigzinsumfeld, wie wir es derzeit erleben, kein Ausnahmezustand ist.

Aktien konnten dagegen in der Zeit von 1900 bis 1984, die von zwei Weltkriegen, diversen Hyperinflationen und der großen Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1932 geprägt war, einen realen Gesamtertrag von 4,5 Prozent pro Jahr erwirtschaften. Bei derartigen Renditen würde in einem für die Altersvorsorge relevanten Zeitraum von 30 Jahren der Wert eines weltweit gestreuten Aktienvermögens fast auf das Vierfache des eingezahlten Betrages steigen. Mit Staatsanleihen dagegen wäre im selben Zeitraum eine kaum merkliche Wertsteigerung von insgesamt, also nicht pro Jahr, gut fünf Prozent erzielt worden.

Das Entscheidende: Diese Überrenditen von Aktien wurden ohne erhöhtes Risiko erreicht. Die drei schlechtesten Perioden für die Aktienanlage (1916 bis 1920: -62 Prozent, 1928 bis 1932: -45 Prozent, 2007 bis 2008: -49 Prozent) unterscheiden sich in ihrem Ausmaß nicht wesentlich von den entsprechenden Verlustphasen für Staatsanleihen (1910 bis 1920: -69 Prozent, 1941 bis 1951: -50 Prozent, 1979 bis 1984: -28 Prozent).

**Abbildung 2: Realer, jährlicher Mehrertrag von Aktien gegenüber Staatsanleihen**



Die Ertragsvorteile von Aktien zeigen sich nicht nur in den weltweiten Durchschnittswerten, sondern in den Durchschnittswerten aller hier betrachteten Länder. Dazu gehören die Länder Europas und Japan, die in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts schwere Krisen durchleiden mussten. In Abbildung 2 ist zu sehen, dass der inflationsbereinigte jährliche Mehrertrag von Aktien (blauer Balken) gegenüber Staatsanleihen (oranger Balken) im Durchschnitt der letzten 120 Jahre bei 3,6 Prozent pro Jahr lag (gestrichelte Linie). Australien und Finnland weisen mit 5,4 Prozent den höchsten und Spanien mit 1,3 Prozent den niedrigsten Wert auf.

### **3.2 Historische Risiken von Aktien und Staatsanleihen**

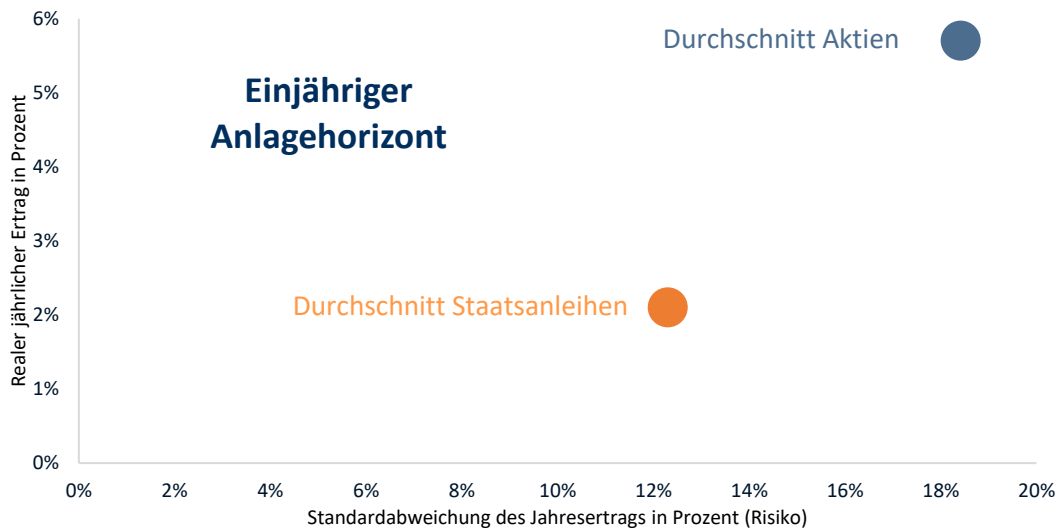
Gerade in Zeiten starker Kursgewinne an den Börsen, wie wir sie in den letzten Jahren erlebt haben, fragen sich viele Anlegerinnen und Anleger: Soll ich jetzt noch am Aktienmarkt einsteigen, oder erleben die Kurse in naher Zukunft einen erheblichen Dämpfer? Der Blick auf die historischen Daten der letzten 120 Jahre zeigt, dass solche Befürchtungen für langfristig orientierte Anleger weitgehend unbegründet sind. Am weltweiten Aktienmarkt hat es maximal elf Jahre gedauert, bis Anlegerinnen und Anleger nach einem Kauf am jeweiligen historischen Rekordstand einen nachfolgenden Verlust wieder aufgeholt hatten, nämlich von 1916 bis 1927 und von 1944 bis 1954.

Interessant ist, dass Anlegerinnen und Anleger bei Staatsanleihen ein weitaus größeres Durchhaltevermögen brauchten. Wer im Jahr 1910 Staatsanleihen der betrachteten 16 Länder gekauft hatte, konnte sich für seine Ersparnisse erst 1933 wieder die gleiche Warenmenge kaufen wie 1910. Der unglückliche Käufer des Jahres 1934 musste bis 1987 warten, bis die Verluste wieder aufgeholt waren.

Aus den Abbildungen 3 und 4, in der die jährliche Rendite und das dazugehörige Risiko abgebildet sind, wird deutlich, dass Aktien nur in der kurzen Frist von beispielsweise einem Jahr im Vergleich zu Staatsanleihen mit einem höheren Risiko verbunden sind. Für das Risiko wird in den Abbildungen das statistische Maß der Standardabweichung herangezogen. Der blaue Punkt zeigt den Durchschnitt der jährlichen Entwicklung der Aktien der 16 Länder. Die Darstellung für Staatsanleihen erfolgt analog als oranger Punkt.

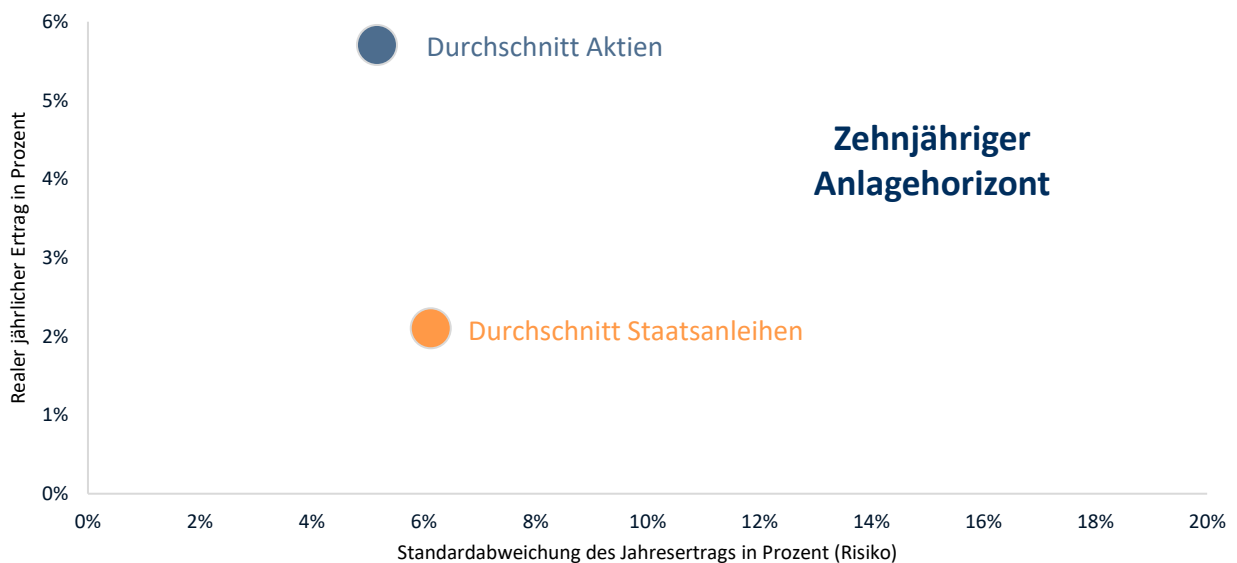
Es wird deutlich: Der Durchschnitt der Staatsanleihen weist eine niedrigere Rendite (2,1 Prozent p.a.) und ein niedrigeres Risiko (12,5 Prozent) als Aktien auf. Aktien rentieren mit 5,7 Prozent p.a. höher, haben aber auch ein höheres Risiko als Staatsanleihen (18,4 Prozent).

**Abbildung 3: Rendite und Risiko bei einem Anlagehorizont von einem Jahr**



Mit Blick auf die langfristigen Erträge gilt der Zusammenhang zwischen Ertrag und Risiko jedoch nicht mehr. Abbildung 4 zeigt das anhand der Renditen und Risiken von Aktien und Staatsanleihen, die nicht ein Jahr, sondern zehn Jahre gehalten werden. Der blaue Punkt verschiebt sich deutlich stärker nach links (weniger Risiko) als der orange. Aktien erzielen immer noch hohe reale Renditen von 5,7 Prozent p.a. (Staatsanleihen: 2,1 Prozent p.a.), aber ihr Risiko ist mit 5,2 Prozent jetzt geringer als das von Staatsanleihen (6,1 Prozent). Das unterstreicht die oben getroffene Aussage, dass Aktienkurse zwar über einige Jahre auch stark fallen können, sich aber in absehbarer Zeit wieder erholen.

**Abbildung 4: Rendite und Risiko bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren**



#### **4. Prognose der FINVIA: Zukünftige Performanceerwartung**

Am Beispiel zehnjähriger deutscher Staatsanleihen errechnet FINVIA auf Basis des aktuellen Zinsniveaus eine Performanceerwartung für die nächsten zehn Jahre. Auf dieser Berechnungsbasis liegt die aktuelle Prognose für den jährlichen Ertrag von deutschen Staatsanleihen bei circa – 0,2 Prozent nominal und nach Berücksichtigung der FINVIA Inflationserwartung von 3 Prozent bei real -3,2 Prozent.

Um die Performance von Aktien für die nächsten zehn Jahre zu prognostizieren, werden die aktuellen Aktienkurse in Relation zum Cashflow der Unternehmen (Bruttogewinn ohne Abschreibungen oder Rückstellungen) gesetzt (Kurs-/Cashflow-Verhältnis). Auf der Grundlage der aktuellen, Corona-bedingt niedrigeren Cashflows ergibt sich aus Sicht der FINVIA eine Renditeerwartung von vier Prozent pro Jahr nominal, auf realer Basis bei circa ein Prozent. Da aber mit hoher Wahrscheinlichkeit in den nächsten Quartalen die Gewinnrückgänge der vergangenen Monate wieder aufgeholt werden, liegt die Performanceerwartung für Europa bei sechs Prozent pro Jahr nominal und circa 3 Prozent real. Für Japan und den Durchschnitt der Schwellenländer liegt der Wert sogar etwas höher, für die USA etwas niedriger, sodass für weltweite Aktien circa sechs Prozent Ertragserwartung (drei Prozent real) für die nächsten zehn Jahre realistisch sind.

Die Prognose in Bezug auf Aktien zeigt weiterhin ein erhebliches Ertragspotential und widerspricht der weit verbreiteten Meinung, das Investment in Aktienmärkte sei (zurzeit) übermäßig risikoreich.

#### **5. Fazit**

An Aktien geht beim erfolgreichen Vermögensaufbau und der Altersvorsorge kein Weg vorbei. Das war so, ist so und wird auch künftig so sein. Umso wichtiger ist es, dass die Politik endlich den Weg für eine stärkere Aktienorientierung in der kapitalgedeckten Altersvorsorge ebnet. Das Deutsche Aktieninstitut und die Verbraucherzentrale Bundesverband stehen hierfür gerne als Gesprächspartner bereit.



## Kontakt

### **Dr. Norbert Kuhn**

Stellvertretender Leiter Fachbereich Kapitalmärkte  
Leiter Unternehmensfinanzierung

**Deutsches Aktieninstitut e.V.**

Tel. +49 69 92915-20

kuhn@dai.de

### **Donato Di Dio**

Referent für Kapitalmarktpolitik und Digitalisierung

**Deutsches Aktieninstitut e.V.**

Tel. +49 69 92915-34

didio@dai.de

### **Dorothea Mohn**

Leiterin Team Finanzmarkt

**Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.**

Tel. +49 30 25800-0

Finanzen@vzbv.de

### **Christian Ahlers**

Referent Team Finanzmarkt

**Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.**

Tel. +49 30 25800-0

Finanzen@vzbv.de

### **Reinhard Panse**

Chief Investment Officer, Co-Founder

**FINVIA Family Office GmbH**

Tel. +49 69 2731147-0

r.panse@finvia.fo