

Das Zinsdifferenzial - eine ungenutzte Chance?

Carlo Knapp

Kommentar zur Debatte über die Nutzung des Zinsdifferenzials beim
69. und 70. Bundeskongress der Jungen Liberalen

Der deutsche Staat gilt international als einer der sichersten Kreditnehmer und zahlt für seine Staatsanleihen extrem niedrige Zinsen. Gleichzeitig bieten global diversifizierte Kapitalmarktanlagen langfristig deutlich höhere Renditen. Die historisch und empirisch begründete Differenz zwischen diesen beiden Zinssätzen, hier als Zinsdifferenzial bezeichnet, stellt eine bislang ungenutzte Möglichkeit dar, staatliche Einnahmen zu generieren und strukturelle Finanzprobleme, wie die Finanzierung der gesetzlichen Rentenversicherung, zu entschärfen. Doch wie genau funktioniert die Nutzung dieses Zinsdifferenzials und welche Risiken bzw. Chancen sind damit verbunden?

Das Zinsdifferenzial einfach erklärt

Das Zinsdifferenzial beschreibt die Differenz zwischen dem Zinssatz, den der deutsche Staat für seine Schulden zahlt, und der durchschnittlichen Rendite breit gestreuter Kapitalmarktanlagen. Würde der Staat günstige Kredite aufnehmen und dieses Kapital über einen unabhängigen Staatsfonds in global diversifizierte Aktien anlegen, könnte er langfristig eine stabile Überrendite von 3 bis 5% erzielen.¹ Durch die kontinuierliche Anlage, den langen Anlagehorizont und die globale Diversifikation wäre das Risiko einer solchen Strategie begrenzt.

Mehr Staatsverschuldung?

Die Nutzung des Zinsdifferenzials führt nicht zu einer Erhöhung der Staatsverschuldung. Während der Staat zwar Schulden aufnimmt, erwirbt er gleichzeitig Vermögenswerte in gleicher Höhe. Die Schuldenquote bleibt konstant, da den Passiva (Schulden) gleichwertige Aktiva (Vermögenswerte) gegenüberstehen. Die Nutzung des Zinsdifferenzials verstößt daher nicht gegen das Prinzip der Schuldenbremse.² Der wesentliche Unterschied zu anderen Investitionen des Staates, die nicht von der Schuldenbremse ausgenommen sind, besteht darin, dass die Wertpapiere am Finanzmarkt leicht bewertbar sind, eine hohe Liquidität aufweisen und eine kalkulierbare Rendite erwirtschaften. Bei Bedarf könnte der Staat die Wertpapiere wieder verkaufen und die Schulden begleichen.

Marktrisiko und politische Risiken

Aktienmärkte unterliegen Schwankungen. Kurseinbrüche können den Wert der Anlage kurzfristig mindern. Doch je kontinuierlicher investiert wird und je länger der Anlagehorizont ist, desto geringer ist das Risiko – ähnlich wie bei ETF-Sparplänen.³ Staaten haben den längsten Anlagehorizont (Jahrzehnte bis Jahrhunderte) und können kurzfristige Schwankungen besser aushalten als alle anderen Investoren.⁴ Der norwegische Staatsfonds ist ein eindrucksvolles Beispiel für die erfolgreiche Umsetzung dieses Ansatzes. Um politische Risiken zu vermeiden, müssen Investitionsentscheidungen unab-

¹Das Bundesfinanzministerium schätzt eine Überrendite von ca. 3% (BMF Monatsbericht März 2024). Private Forschungsinstitute und Asset Manager wie Vanguard gehen von einer Überrendite von 3 - 5% aus (Vanguard Studie:120 Jahre Rendite).

²Vgl. Bundesministerium der Finanzen Monatsbericht März 2024.

³Abbildung: Rendite-Dreieck MSCI World 1970-2024.

⁴Vgl. Ang, Andrew and Kjaer, Knut N., Investing for the Long Run (January 5, 2012). Netspar Discussion Paper No. 11/2011-104, Available at SSRN.

hängig von politischer Einflussnahme getroffen werden. Dies ist möglich. Die Deutsche Bundesbank verwaltet die milliardenschweren deutschen Goldreserven autonom und ohne politische Einflussnahme. Auch die unabhängigen Staatsfonds in Alaska, Australien, Norwegen und Singapur zeigen, dass eine strikte Trennung von Politik und Anlagestrategie möglich ist.⁵

Warum ist das Zinsdifferenzial begrenzt?

Der Staat kann sich so günstig verschulden, weil die Investoren Vertrauen in seine Zahlungsfähigkeit haben – ein Vertrauen, das vor allem auf der Fähigkeit des Staates beruht, Steuern zu erheben. Verschuldet sich der Staat jedoch zu stark, sinkt seine Bonität und die Zinsen auf Staatsanleihen steigen. Bei der Nutzung des Zinsdifferenzials steigt nun nicht die Verschuldung, wie eben erläutert. Allerdings tritt ein ähnlicher, wenn auch deutlich schwächerer Effekt ein. Die kreditfinanzierten Aktien sind langfristig vorteilhaft (mehr Rendite als Zinszahlung), aber mit einem marktüblichen Risiko (Volatilität) verbunden. Würde der Staat das Zinsdifferenzial maximal ausnutzen wollen, würde er so lange Schulden aufnehmen und in Aktien investieren, bis das Risiko des Staates für die marginale Schuldenaufnahme dem langfristigen global diversifizierten Aktienmarktrisiko entspricht. Ab diesem Moment bestünde keine Möglichkeit mehr, zu günstigeren Zinsen Schulden aufzunehmen und eine Überrendite zu erzielen. Der Zins auf Staatsanleihen würde der langfristigen Rendite an internationalen Kapitalmärkten entsprechen. Das Zinsdifferenzial wäre von da an 0. Aus diesem Grund ist das Zinsdifferenzial begrenzt und sollte nur in einem sinnvollen Rahmen genutzt werden. Es lässt sich darüber streiten, in welchem Rahmen der Staat das Zinsdifferenzial nutzen sollte. Sicherlich ist es nicht sinnvoll, das Zinsdifferenzial maximal auszunutzen, denn dann entspräche das staatliche Risiko für die marginale Schuldenaufnahme dem internationalen Kapitalmarktrisiko. Gegenwärtig nutzt der deutsche Staat das Zinsdifferenzial jedoch überhaupt nicht, was aus einer Risiko-Rendite-Abwägung ungünstig ist.

Fazit

Deutschland steht vor einer enormen finanziellen Herausforderung: Die gesetzliche Rentenversicherung ist nicht zukunftsfähig. Ein staatlicher Aktienfonds, finanziert durch die

⁵Vgl. Bernstein, Shai, Josh Lerner, and Antoinette Schoar. 2013. The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economic Perspectives*, 27 (2): 219–38.

Nutzung des Zinsdifferenzials, könnte den Übergang zu einer kapitalgedeckten Altersvorsorge erleichtern. Der deutsche Staat nutzt dieses Potenzial bisher überhaupt nicht – ein strategischer Fehler. Die Nutzung des Zinsdifferenzials in einem angemessenen Rahmen sollte erwogen werden. Die Risiken eines kreditfinanzierten Staatsfonds sind günstiger und besser kalkulierbar als die Risiken der gesetzlichen Rentenversicherung. Sicher ist: Die Rente ist das größte Zukunftsrisiko und das Zinsdifferenzial bietet eine bisher ungenutzte Chance.

Carlo Knapp (24) ist stellv. Bezirksvorsitzender der JuLis Köln-Bonn, Mitglied im LFA Steuern, Haushalt & Finanzen der FDP NRW und Ratsherr der Stadt Rheinbach. Er studierte Volkswirtschaftslehre an der Universität Bonn und absolviert seinen Master in Economics an der London School of Economics. Seine akademische Arbeit wird u.a. vom DAAD und der Stiftung der Deutschen Wirtschaft gefördert. Mehr Informationen zu seinen Projekten sind auf carloknapp.com zu finden.