

Braunschweig, 01. Oktober 2023

Sehr geehrte Geschäftspartnerinnen, sehr geehrte Geschäftspartner,

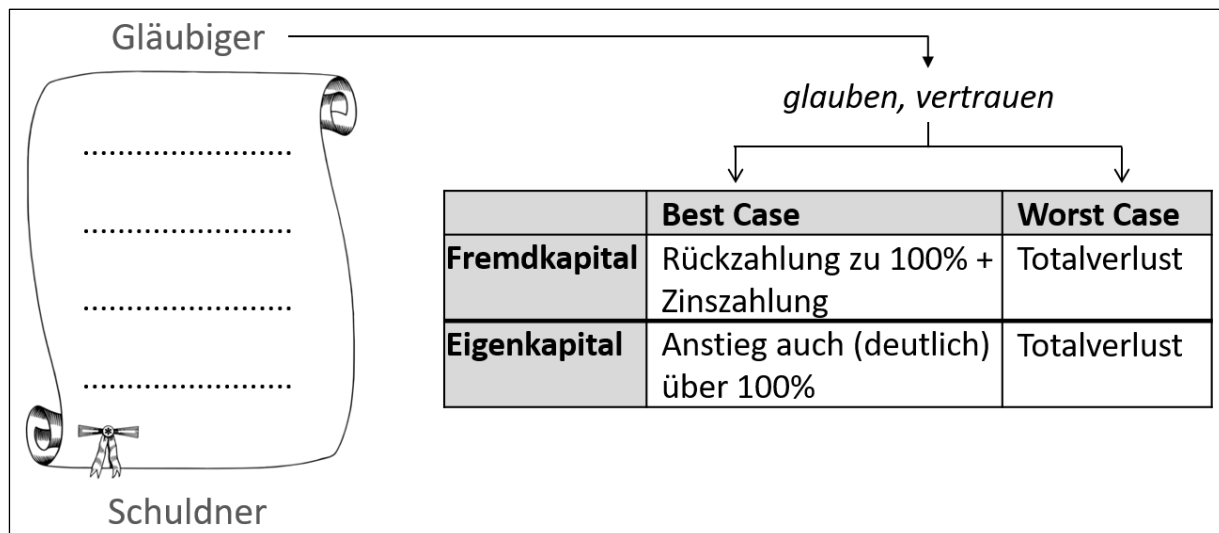
lange ward er vermisst, nun ist er zurückgekehrt: Der Zins.

Das letzte Mal, dass sich Sparer über Zinsen in gleicher Höhe wie heute freuen konnten, liegt mehr als 15 Jahre zurück. Eine solche Zeitspanne mag subjektiv lang oder kurz erscheinen. Objektiv fehlte es der damaligen Welt jedoch an vielem, was uns heute – leider oder Gott sei Dank – selbstverständlich erscheint. Zu nennen wären hier bspw. Anwendungen wie *Instagram*, *WhatsApp*, *Snapchat* oder *TikTok* – und das allein schon deswegen, da kaum jemand bereits über ein Smartphone verfügte. Auch mit heute geläufigen Abkürzungen wie *PIIGS*, *Brexit* oder *COVID-19* wusste damals niemand etwas anzufangen. Gleiches gilt auch für (politische) Ereignisse wie die *Eurokrise*, den *Arabischen Frühling*, die *Europäische Flüchtlingskrise der Jahre 2015/2016*, die *Nuklearkatastrophe von Fukushima* oder den schwelenden *Handelskonflikt zwischen den USA und China*. Und Überlegungen, wonach Donald Trump einmal Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika werden könnte, gehörten ebenso ins Reich der (Alb-)Träume wie Kriege auf europäischem Boden. Kurzum: Die damalige „alte“ (Zins-)Welt des Jahres 2008 ist mit unserer heutigen nur noch bedingt vergleichbar.

Diese Erkenntnis mag wenig überraschen, doch sollten sich insbesondere Anleihe-/Zinsinvestoren der Bedeutung dieser Aussage bewusst werden. Denn schließlich beruht ein jedes ihrer Geschäfte auf der Annahme, dass der Schuldner, sei er nun eine Bank, ein Unternehmen oder der Staat, Wort hält und das in ihn gesetzte Vertrauen rechtfertigen wird. Nur wem kann man heute noch trauen? Welcher vormals große Name ist heute nur noch auf dem Papier groß? Und welche weiteren Umstände gilt es zu beachten, die eventuell den eigenen Annahmen zuwiderlaufen? Diese und weitere Fragen rund um die „neue“ Welt der Zinsen möchten wir im heutigen Infobrief aufgreifen und beantworten. Wie immer gilt: Wer weder Lust noch Zeit hat, unseren Überlegungen Schritt für Schritt zu folgen, sondern stattdessen an einer **Zusammenfassung der Kernaussagen** interessiert ist, kann direkt auf die **vierte Seite** und zum dortigen Fazit springen.

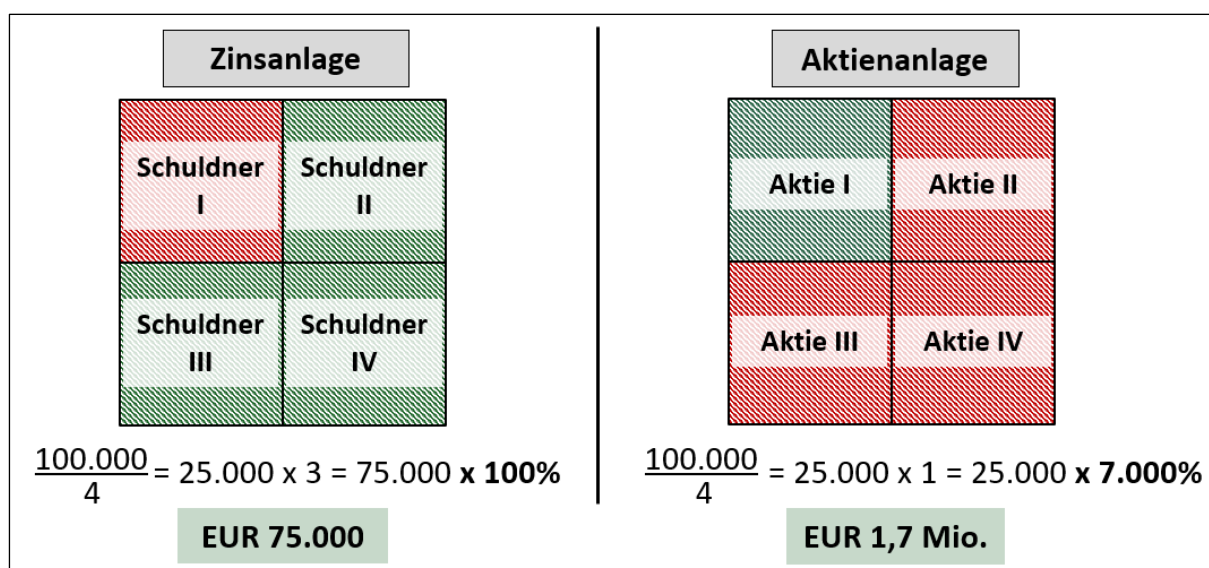
Zins- vs. Aktienanlage

Die Geldanlage kennt viele Facetten und dauerhafter Anlageerfolg setzt zumindest die Berücksichtigung grundlegender Prinzipien voraus. Ein solches Prinzip kommt in dem nachfolgenden Schaubild zum Ausdruck, welches die Geldwert-/Zinsanlage (Fremdkapital) mit der Substanzwertanlage (Eigenkapital) vergleicht:



Während sich beide Anlageformen demnach im Worst-Case-Szenario gleichen, unterscheiden sich die bestmöglichen Ergebnisse erheblich voneinander. Denn anders als bei Substanzwertanlagen besteht der Best Case bei zinstragenden Investitionen darin, dass der Schuldner sein Wort hält und das geliehene Kapital nebst Zinsen an den Gläubiger (zurück)zahlt. Doch kommt es auch vor, dass der Schuldner sein Wort nicht hält was schwerwiegende Implikationen haben kann, die wir mit Hilfe des folgenden Beispiels verdeutlichen wollen.

Diesem liegt die Annahme zu Grunde, dass ein Betrag von TEUR 100 auf vier unterschiedliche Schuldner (nachfolgend linkes Bild) bzw. Aktien (nachfolgend rechtes Bild) in jeweils gleicher Höhe von TEUR 25 verteilt wird. Von den Schuldnern halten jedoch lediglich drei (grüne Farbe) ihr Versprechen und zahlen fristgerecht Zinsen sowie die geliehene Summe (jeweils TEUR 25 = 100%) zurück. Ein Schuldner fällt hingegen aus (rote Farbe), was annahmegemäß zu einem Verlust in Höhe von TEUR 25 führt und den gesamten Kapitalrückfluss auf TEUR 75 (zzgl. Zinsen) begrenzt.



Bei der Aktien-/Substanzwertanlage führt hingegen selbst die extreme Annahme, dass drei der vier gewählten Aktien am Ende wertlos ausgebuht werden müssen (rote Farbe), nicht zu einer Reduktion des eingesetzten Kapitals. Grund hierfür ist das in jeder Aktienanlage liegende Potential, auch weit über das eingesetzte Kapital hinaus anzusteigen; im vorstehenden Beispiel um sagenhafte 7.000%!

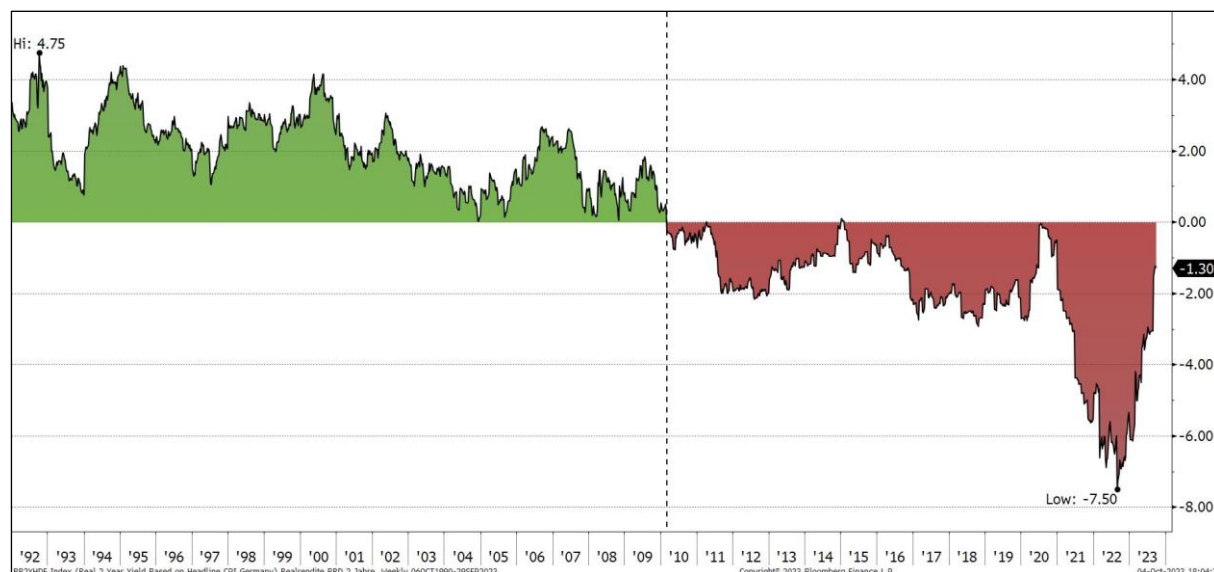
Solche Renditen bilden sicherlich auch bei der Aktienanlage die Ausnahme, doch entstammt diese Zahl nicht bloß theoretischen Wunschdenkens, sondern entspricht dem tatsächlichen Zugewinn der Apple-Aktie in den zurückliegenden 15 Jahren.¹ Das Kursplus der Apple-Aktie allein hätte folglich genügt, um den Totalausfall der anderen drei Aktien auszugleichen und das eingesetzte Kapital auf mehr als EUR 1,7 Mio. ansteigen zu lassen. Sicherlich wird es nur wenige Anleger geben, die Apple-Aktien Ende September 2008 gekauft und bis heute durchgehend gehalten haben. Doch gilt gleiches auch für ein Aktienportefeuille, welches zu 75% nur aus wertlosen Papieren besteht. Zumal es keine +7.000% braucht, um die ursprünglich eingesetzten TEUR 100 kaufkraftbereinigt in ihrem Werte zu erhalten.

Folglich kommt der Anlagenselektion und somit der Auswahl des Schuldners im Falle zinstragender Anlagen eine überragende Bedeutung zu.

Das gilt umso mehr, da allein mit Hilfe risikofreier, zinstragender Investitionen der reale Kapitalerhalt noch immer nicht möglich ist. Beispielhaft sei hier auf die nachfolgend abgebildete Realrendite deutscher, zweijähriger Bundesanleihen verwiesen, die heute – ungeachtet des fulminanten Zinsanstiegs der letzten 18 Monate – nach Abzug der offiziellen Inflationsrate noch

¹ Entwicklung der Apple-Aktie in EUR vom 29.09.2008 bis zum 29.09.2023, inkl. sämtlicher Dividenden: 7.200%, Quelle: Bloomberg

immer in negativen Terrain notieren und somit den Trend der vergangenen Jahre fortsetzen (siehe rot eingefärbte Fläche):²



Es braucht demnach auch weiterhin die **Bereitschaft zur Risikonahme**, um mittels zinstragender Investitionen das Kapital real, d. h. nach Abzug der Inflation, in seinem Werte zu erhalten.

Dabei ist an Risikonahme nichts auszusetzen, doch sollte man – insbesondere als Geldwertinvestor – von Anfang an wissen, worauf man sich einlässt.

Bewusste vs. unbewusste Risikonahme

So mag es auf den ersten Blick interessant erscheinen, der Deutschen Lufthansa für die Dauer von rund 2,5 Jahren zu einem Zinssatz von 5,7% Geld zu leihen. Doch in Unkenntnis des 191-Seiten umfassenden Emissionsprospekts, in dem so wichtige Aspekte wie der „Rang“ oder „Kündigungs-Optionen“ geregelt sind, wäre jeder Kauf eine **unbewusste Form der Risikonahme, die es für Geldwertinvestoren in jedem Falle zu vermeiden gilt.**³ Dabei helfen können externe Ratgeber, allen voran die drei großen US-Kreditrating-Agenturen S&P, Moodys oder Fitch. Deren Urteil zur vorstehenden Lufthansa-Anleihe lautet dann bspw. BB+ oder Ba1⁴, was in landläufiger Sprache so viel wie „*Spekulativ, sehr abhängig von wirtschaftlicher Gesamtlage*“ bedeutet.⁵ Im Vertrauen auf deren Votum wäre man vielleicht weiterhin dazu bereit, der Lufthansa Geld zu leihen, doch sicherlich keine allzu große Summe. Hierfür bräuchte es schon ein höheres Maß an Sicherheit wie man es bspw. bei der Norddeutschen Landesbank (Nord/LB) vermuten kann.

Interessanterweise verfügt auch die Nord/LB über ein Votum namhafter Kreditrating-Gesellschaften und es entspricht – vermutlich zur Überraschung manches Lesers – jenem der Deutschen Lufthansa!⁶ Wohlgermerkt bezieht sich diese Einschätzung lediglich auf die sogenannte *intrinsic Finanzkraft*, also sozusagen die Nord/LB „stand-alone“. Von daher scheint sie nur von geringer Bedeutung, schließlich gehört die Nord/LB zum Sicherungssystem der Sparkassen Finanzgruppe und auf dieses ist Verlass. Das mag zutreffen, in Unkenntnis der genauen Funktionsweise dieses Sicherungssystems würde eine Geldleihe jedoch erneut einer unbewussten Form der Risikonahme gleichkommen, die zu vermeiden ja das eigentliche Ziel sein sollte. Doch zum Glück gibt es auch hierzu externe Meinungen, welche man bei der eigenen Entscheidungsfindung berücksichtigen kann.

² Quelle: Bloomberg

³ Bloomberg, <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/emtn/de/dok-2020-base.php>

⁴ Quelle: Bloomberg

⁵ https://de.wikipedia.org/wiki/S%26P_Global_Ratings

⁶ <https://www.nordlb.de/die-nordlb/investor-relations/rating>

So kommen die oben genannten Rating-Agenturen bei der Bewertung des Sicherungssystems der Sparkassen Finanzgruppe zu einer Einschätzung von A+ bis Aa2⁷, was umgangssprachlich so viel wie „Anlagewürdig. Gute Schuldner, etwas höheres Risiko als AAA“ bedeutet.⁸ Der gleichen Kategorie werden auch Schuldner wie Berkshire Hathaway, Walmart oder L'Oréal zugerechnet, deren Bonität kaum Zweifel aufkommen lassen sollte. Allerdings gibt es einen Unterschied zwischen „kaum“ und „keine“, der insbesondere für Zinsinvestoren von großer Bedeutung sein kann und folglich bei der adäquaten Preisfindung einer Geldwertanlage zwingend Beachtung finden sollte. Das gilt umso mehr, da sich seit dem Jahr 2008, als EUR-Gläubiger zuletzt Zinsen in gleicher Höhe geboten bekommen haben, auch auf gesellschaftlicher Ebene ein (Werte-)Wandel vollzogen hat, der in den beiden folgenden Zitaten gut zum Ausdruck kommt:

„Ich möchte gerne unterstreichen, dass wir in der Tat in der gemeinsamen Verantwortung, die wir in der Bundesregierung fühlen, dafür Sorge tragen wollen, dass die Sparerinnen und Sparer in Deutschland nicht befürchten müssen, einen Euro ihrer Einlagen zu verlieren.“⁹

„Als Reaktion auf die Erfahrungen der Finanzkrise 2008 haben viele Staaten neue Regelungen erlassen. Ziel ist es, die Abwicklung einer Bank ohne den Einsatz öffentlicher Mittel zu ermöglichen.“¹⁰

Zwei Aussagen, die nicht nur einige Jahre, sondern inhaltlich ganze Welten trennen. Die erste stammt aus dem Munde des damaligen Bundesfinanzministers Peer Steinbrück. Dieser sah sich im Zuge der fortschreitenden Finanzmarktkrise des Jahres 2008 gezwungen, zur Beruhigung der Märkte bzw. des deutschen Sparerers beizutragen und darauf hinzuweisen, dass des deutschen Spareinlagen sicher sind, koste es (den deutschen Steuerzahler) was es wolle. Dieser Blankoscheck wurde in den Folgejahren hinterfragt und schließlich bspw. mit der Einführung der *Bank Recovery and Resolution Directive* oder *SRM-Verordnung* auf ein gänzlich anderes Fundament gestellt.

War es folglich im Lichte der Finanzmarktkrise noch ein ungeschriebenes Gesetz, Sparer resp. Geldverleiher nicht für die Fehler „ihrer“ Bank haftbar zu machen, hat sich diese Stimmungslage in den Jahren danach deutlich verändert. Heute sind es Begriffe wie *Bail-In* oder *Haftungskaskade*, mit denen sich potentielle Geldwertinvestoren befassen sollten, bevor sie Dritten ihr sauer Erspartes anvertrauen.

Fazit

Fasst man die vorstehenden Überlegungen zusammen, so kann festgehalten werden, dass sich die heutige Zeit in wesentlichen Punkten von jener des Jahres 2008 unterscheidet und dass diese Erkenntnis vor allem für Renteninvestoren von großer Relevanz ist. Denn, wie schon in den Jahren zuvor, braucht es, ungeachtet des zwischenzeitlich erfolgten Zinsanstiegs, noch immer die Bereitschaft zur Risikonahme, um mittels Zinsanlagen das Kapital real in seinem Wert zu erhalten. Diese Erkenntnis ist für Aktieninvestoren nicht neu, doch unterscheidet sich deren Kalkül wesentlich von jenem der Rentenanleger. Denn letztgenannte können nicht darauf hoffen, dass Fehlentscheidungen an einer Stelle durch gute Entscheidungen an anderer Stelle ausgeglichen werden.

Das heißt nicht, die Rentenanlage als möglicherweise sinnvolle Alternative zur Aktienanlage aus den eigenen Überlegungen auszuschließen. Es heißt vielmehr zu akzeptieren, dass sich die Welt in den zurückliegenden 15 Jahren in zahlreichen und für den Rentenanleger wesentlichen Aspekten verändert hat und dass diese Veränderungen zinstragende Anlagealternativen deutlich komplexer haben werden lassen.

Zwar erscheint es auch uns derzeit (noch) abwegig, die Zahlungsfähigkeit deutscher Banken oder hochrangiger Emittenten des Kapitalmarktes in Frage zu stellen. Doch sind gebrochene Versprechen keine Erfindung der Neuzeit, sondern haben als Teil des Systems Geldwertanlage

⁷ <https://www.dsgv.de/sparkassen-finanzgruppe/rating.html>

⁸ https://de.wikipedia.org/wiki/S%26P_Global_Ratings

⁹ <https://www.spiegel.de/wirtschaft/merkel-und-steinbrueck-im-wortlaut-die-spareinlagen-sind-sicher-a-582305.html>

¹⁰ <https://www.onemarkets.de/de/rechtliches/bankenabwicklung-und-glaebigerbeteiligung.html>

VERSprochen. GEHALTEN.

dazu beigetragen, Sicherungssysteme zu erschaffen (bspw. nach der Pleite der Herstatt Bank 1973/1974) bzw. Regeln auf gesellschaftlichen Druck hin zu verändern (Lehman Pleite, Finanzmarktkrise). Und das sehr zum Vorteil all jener, die im Nachgang hiervon haben profitieren können – wobei zuvor Investierte bzw. Geschädigte hiervon herzlich wenig hatten. Allein auf Basis dieser Erkenntnis sollte das Ziel des Geldwertinvestors denn auch nicht darin bestehen, die eigene Rendite mittels zinstragender Investitionen zu maximieren, sondern sich auf diese – auch künftig jederzeit möglichen – Extremfälle bestmöglich vorzubereiten und entsprechend zu positionieren.

Herzliche Grüße



Thomas
Ritterbusch



Bastian Bosse



Wilhelmitorwall 31 | 38118 Braunschweig | Telefon +49 531 24339 0 | Fax +49 531 24339 99 | info@brw-ag.de | www.brw-ag.de
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. Wolf-Michael Schmid | Vorstand: Thomas Ritterbusch, Kerstin Borchardt und Bastian Bosse
Sitz der Gesellschaft: Braunschweig | Amtsgericht: Braunschweig HRB 201358 | Steuer-Nr. 14/213/40000 | Ust-ID Nr. DE261599305

Diese Veröffentlichung wurde von der BRW Finanz AG erstellt. Sie dient ausschließlich der Information unserer Kunden und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkaufs-, oder Zeichnungsaufträgen dar. Soweit nicht ausdrücklich Kauf-, Verkaufs- oder Halteempfehlungen ausgesprochen werden, stellen die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln keine Anlageempfehlung dar. Der/die Analyst/-in, der/die diesen Beitrag erstellt hat/haben, bestätigt/bestätigen, dass die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen exakt die persönliche Meinung des/der Analysten/-in zu dem /den betreffenden Wertpapier/-en und Emittenten widerspiegeln und dass kein Teil seiner/ihrer Vergütung in direktem oder indirektem Zusammenhang mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten stand oder stehen wird. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein mit der Folge, dass der Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder Ertrag einer Anlage auswirken. Bei Illiquidität des Wertpapiermarktes (bzw. einzelner Titel) kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort erwerben oder veräußern lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Die vergangene Entwicklung ist nicht notwendigerweise maßgeblich für die künftige Entwicklung. Die BRW Finanz AG wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Die Vervielfältigung und Weitergabe ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.