

## Vom Sparer zum Investor

**Vor wenigen Wochen veröffentlichte die EZB ihren jüngsten Household Sector Report. Dort heißt es sinngemäß, dass der Euroraum (fast) keinen größeren Sparer kennt als den Deutschen. Der hatte 2018 satte 17,9 Prozent aus seinem verfügbaren Einkommen abgezackt und auf die hohe Kante gelegt – nur noch von Luxemburg übertroffen, das es auf 22 Prozent Sparquote brachte.**

Falls die deutsche Spar-Vizemeisterschaft bereits dem einen oder anderen unter Ihnen einen kleinen Stich versetzt haben sollte, dann müssen Sie jetzt ganz tapfer sein: Italienische Privathaushalte weisen niedrigere Schuldenquoten auf, gemessen am verfügbaren Einkommen, als unsere deutschen Privathaushalte. Am Ende der Saison 2018 lag Italien vor Deutschland, das mit 60,9 Prozent Schuldenquote klar besser als Deutschland mit 82,8 Prozent dastand. Da nutzte uns weder die sprichwörtliche schwäbische Hausfrau noch ein Finanzminister bzw. Fußballnationaltrainer aus dem Ländle.

Hohe Kanten waren bei unseren Altvorderen dafür da, um dort Geld zu verstecken, unerkant und sicher bis zum Tag der Abhebung. Die Zeiten haben sich jedoch geändert: Abgesehen von Schwarzgeld und verbuddelten Geldscheinen und Goldmünzen, wissen Bundesbank und EZB ziemlich genau, wo wir was und wieviel bunkern. Dass obendrein aber „sicher“ auch nicht mehr das ist, was es früher einmal war, lässt hiesige Sparschweine immer häufiger von Bolzenschussgeräten made by Draghi fantasieren. Dabei gäbe es noch jede Menge anderer Gründe, ins Quieken zu geraten.

### **Es gibt kein risikoloses Girokonto**

Jeder Sparer knüpft sein Sparen an folgende Bedingungen: Erstens muss sein Geld sicher in dem Sinne sein, dass es nicht durch Diebstahl oder Wertverlust verschwinden kann. Der Bestand an im Umlauf befindlichem physischen Geld (Bargeld) wächst weltweit zwar kontinuierlich und stieg, ausgedrückt in Prozent vom globalen BIP, von 8,1 Prozent im Jahr 2011 auf 9,6 Prozent 2016 (Quellen: Datamonitor; World Cash Report, 2018). Dies relativiert sich jedoch deutlich angesichts des Betrages von 50 Prozent vom Welt-BIP, den Spar- und Sichteinlagen (Buchgeld) bei Banken im Jahr 2015 weltweit ausmachten. Aber nicht nur Bargeld, sondern auch Buchgeld kann verschwinden. Das Räubern von Girokonten im Zeitalter von Cyber Crime stellt mittlerweile eine reellere Bedrohung dar als der klassische Bankraub. Das aber hat das Vertrauen des deutschen Sparer in seine Hausbank bislang nicht beeinträchtigt, zumal die sehr niedrige Inflation die Kaufkraft der Sicht- und Spareinlage derzeit und auf absehbare Zeit nicht signifikant bedroht und Banken aus verschiedenen Gründen kaum in der Lage sind, den Negativzins für alle Kunden einzuführen.

Die zweite Bedingung fürs Sparen lautet: An das Geld muss man jederzeit herankommen. Das war der große Vorteil der hohen Kante am heimischen Bett. Wehe also, wenn die Bank plötzlich und auf unbestimmte Zeit nicht öffnet, weil ihr gerade die Puste ausgegangen ist. Ältere Leser werden sich an Herstatt erinnern, jüngere an Lehman – und doch sei auch hier noch einmal darauf verwiesen, dass Banken pleitegehen können. Allein die Tatsache, dass es überhaupt eine sogenannte

Einlagensicherung gibt, sollte uns ihre Bedeutung bewusst machen. Dass allerdings eine Einlage bei einer Bank nur bis zu 100.000 Euro pro Gläubiger als abgesichert gilt, hat der Vorliebe des deutschen Sparer für die Sicht- und Spareinlage bei seiner Hausbank keinen Abbruch getan.

Wohl auch deshalb, weil deutsche Banken bei ihren Kunden, trotz aktueller *und* historischer Nachrichtenlage des Aushängeschildes der deutschen Bankenlandschaft, der Deutschen Bank, als sicher und ausländische Banken als unsicher gelten. Die Bank in heimischen Gefilden dürfte unbewusst so etwas wie die hohe Kante zu Hause sein. Umso dramatischer fällt die Ernüchterung aus, wenn man einen Blick in aktuelle *und* historische Credit Default Swaps (CDS) europäischer Banken wirft. Zur Erläuterung: Der CDS einer Bank ist ein am Kapitalmarkt gehandelter Kontrakt, mit dem ein Investor sich gegen das Ausfallrisiko der Bank absichern kann – je höher der Kurs des CDS, desto höher bewertet der Kapitalmarkt das Ausfallrisiko dieser Bank. Wohin Sie auch schauen: Genossenschaftssektor, Sparkassensektor, private Geschäftsbanken, Sie werden allerlei Risikokandidaten unter deutschen Banken finden, und zwar nicht nur Deutsche Bank und Commerzbank, an der immerhin das Triple-A (!)-geratete Deutschland mit 15 Prozent beteiligt ist. Es nutzt nichts, sich vor der Einsicht zu verstecken: Der deutsche Bankensektor wird vom Kapitalmarkt im Schnitt als ausfallgefährdeter als seine europäischen Pendant eingeschätzt, wobei CDS-Kurse in der Regel ein aktuelleres Bild als die von den Ratingagenturen vergebenen Bonitätsnoten liefern. Hier eine Auswahl:

Bank	S&P LGFR. Kreditranking	S&P Ausblick	Moody's LGFR. Kreditrating	CDS 5 Jahre in Basispunkten	Bank	S&P LGFR. Kreditranking	S&P Ausblick	Moody's LGFR. Kreditrating	CDS 5 Jahre in Basispunkten
HSBC	AA-	Stabil	Aa3	32,71	RABOBANK	A+	Positiv	Aa3	24,79
<b>DZ BANK</b>	<b>AA-</b>	<b>Stabil</b>	<b>Aa1</b>	<b>67,27</b>	UBS	A+	Stabil	Aa3	25,32
UBS	A+	Stabil	Aa3	25,32	ING BANK	A+	Stabil	Aa3	26,54
RABOBANK	A+	Positiv	Aa3	24,79	HSBC	AA-	Stabil	Aa3	32,71
ING BANK	A+	Stabil	Aa3	26,54	SOCIETE GENERALE	A	Positiv	A1	34,79
BNP PARIBAS	A+	Stabil	Aa3	38,25	SEB	A+	Stabil	Aa2	36,02
NATIXIS	A+	Stabil	A1	64,5	BNP PARIBAS	A+	Stabil	Aa3	38,25
SEB	A+	Stabil	Aa2	36,02	BANCO SANTANDER SA	A	Stabil	A2	39,31
ERSTE BANK	A	Positiv	A2	43,47	JPMORGAN CHASE	A-	Stabil	A2	40,44
BANCO SANTANDER SA	A	Stabil	A2	39,31	ERSTE BANK	A	Positiv	A2	43,47
MACQUARIE BANK	A	-	A2	59,17	BANK OF AMERICA	A-	Stabil	A2	46,57
SOCIETE GENERALE	A	Positiv	A1	34,79	<b>COMMERZBANK</b>	<b>A-</b>	<b>Negativ</b>	<b>A1</b>	<b>47,66</b>
BARCLAYS BANK	A	Stabil	A2	63,73	CITIGROUP	BBB+	Stabil	A3	56,07
JPMORGAN CHASE	A-	Stabil	A2	40,44	MACQUARIE BANK	A	-	A2	59,17
<b>COMMERZBANK</b>	<b>A-</b>	<b>Negativ</b>	<b>A1</b>	<b>47,66</b>	CREDIT SUISSE	BBB+	Stabil	Baa2	61,18
BANK OF AMERICA	A-	Stabil	A2	46,57	NOMURA	A-	Negativ	Baa1	62,37
NOMURA	A-	Negativ	Baa1	62,37	BARCLAYS BANK	A	Stabil	A2	63,73
NATWEST MARKETS	A-	Stabil	Baa2	65,32	GOLDMAN SACHS	BBB+	Stabil	A3	64,37
GOLDMAN SACHS	BBB+	Stabil	A3	64,37	NATIXIS	A+	Stabil	A1	64,5
CREDIT SUISSE	BBB+	Stabil	Baa2	61,18	NATWEST MARKETS	A-	Stabil	Baa2	65,32
CITIGROUP	BBB+	Stabil	A3	56,07	<b>DZ BANK</b>	<b>AA-</b>	<b>Stabil</b>	<b>Aa1</b>	<b>67,27</b>
<b>DEUTSCHE BANK</b>	<b>BBB+</b>	<b>Stabil</b>	<b>A3</b>	<b>71,08</b>	<b>DEUTSCHE BANK</b>	<b>BBB+</b>	<b>Stabil</b>	<b>A3</b>	<b>71,08</b>
UNICREDIT	BBB	Negativ	Baa1	129,46	ROYAL BANK OF SCOTLAND	BBB	Stabil	Baa2	102,97
ROYAL BANK OF SCOTLAND	BBB	Stabil	Baa2	102,97	UNICREDIT	BBB	Negativ	Baa1	129,46
HSB NORDBANK	<b>BBB</b>	<b>Stabil</b>	<b>Baa2</b>	<b>130,41</b>	<b>HSB NORDBANK</b>	<b>BBB</b>	<b>Stabil</b>	<b>Baa2</b>	<b>130,41</b>

Quelle: BNP Paribas, 21. Juni 2019

## Es gibt keinen risikolosen Zins

Über die dritte und letzte Bedingung fürs Sparen war seit einiger Zeit immer wieder zu lesen: Es müsse sich lohnen. Das Geld sollte sich vermehren, möglichst durch Zinsen auf dem Sparbuch. Was aber, wenn es keine Zinsen – genauer: keine positiven Zinsen – mehr gibt und der vielgenutzte sogenannte „risikolose Zins“ sich fürs erste empfohlen hat?

Nun, dann ist man historisch zurück auf Los – nicht mehr, nicht weniger. Denn auf der hohen Kante gab es schließlich auch keine Zinsen. Wird die Bedingung gestellt, Sparen müsse sich lohnen, verquickt sich das Konzept Sparen mit dem Konzept Investieren, ohne dass dabei reflektiert würde, was genau denn nun angestrebt wird.

Sparen bedeutet Konsumverzicht. Geld, das man erhält – also in aller Regel der positive Cashflow einer Gehaltszahlung – *wird nicht oder nicht ganz für Konsum ausgegeben und als negativer Cashflow zum Verbrauch in die Zukunft verschoben*. Des Weiteren stellt sich Sparen oft als *regelmäßiger* Konsumverzicht dar. Viele Konsumverzichte münden in einen *negativen Cashflow*, wenn das Sparziel erreicht wird.

Das Ziel des Sparens wird definiert als unvorhersehbarer „Notfall“ oder als bestimmtes, zumeist materielles Gut, wie zum Beispiel eine Immobilie. Der Sparvorgang ist *zeitlich befristet, ein endlicher Vorgang*.

Investieren ist das Gegenteil. Geld, das man bereits zur Verfügung hat, *wird ganz oder teilweise zielgerichtet ausgegeben*. Ein i. d. R. *einmaliger negativer Cashflow* („Investition“) mündet in möglichst viele, theoretisch sogar unendlich viele *positive Cashflows in der Zukunft*. Ein Beispiel ist die Investition in eine Immobilie mit folgenden positiven Cashflows aus der Vermietung dieser Immobilie. Ein anderes Beispiel sind Dividendenzahlungen für Aktieninhaber.

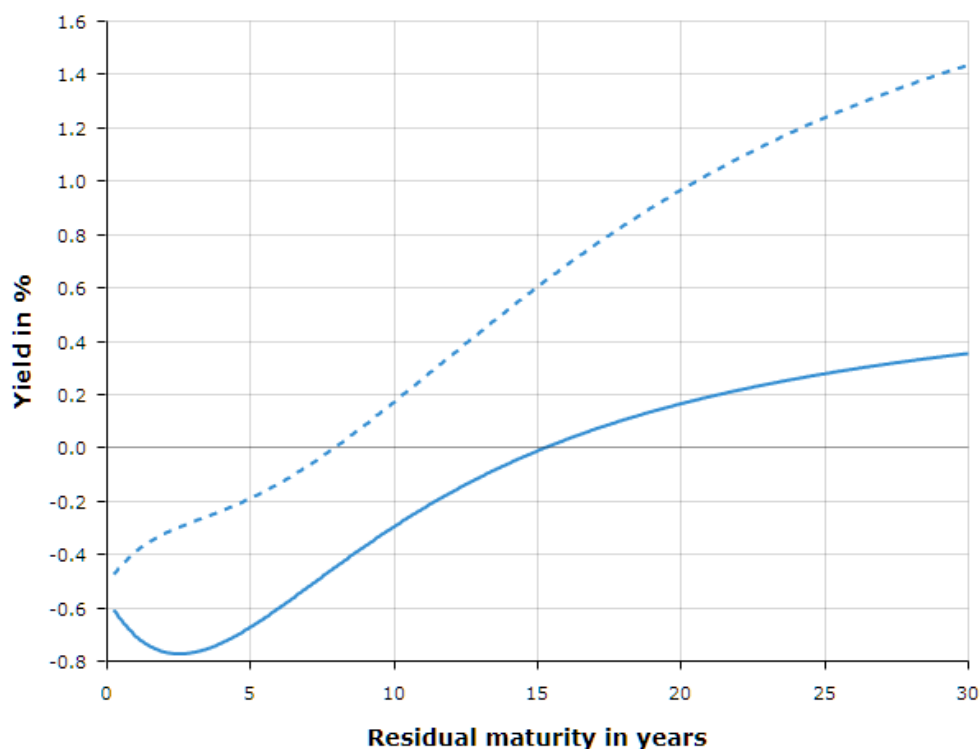
Die positiven Cashflows als Konsequenz aus der Investition können sich sogar über mehrere (Familien-) Generationen hinweg ziehen. Die Investition ist ein *einmaliger* Vorgang, das Ziel aber ist *zeitlich unbefristet, ein unendlicher Vorgang*. Investitionsziel ist *positiver Cashflow*, möglichst häufig, mit möglichst hoher Rendite. Zielt eine Investition auf einen einzigen positiven Cashflow in der Zukunft, mutiert die Investition zur Spekulation.

Sparen und Investieren unterscheiden sich also fundamental und auf vielfache Weise. Was Sparen und Investieren allerdings gemeinsam haben: Für beides ist verfügbares Geld Voraussetzung. Nicht nur ordnungspolitische Verwerfungen drohen, wenn größere Teile der Bevölkerung nicht sparen, geschweige denn Häuser kaufen oder anderweitig investieren können. Sparen und Investieren sind in aller Regel chronologisch verknüpft. Man spart auf den Geldbetrag hin, der nötig für die Investition in eine Immobilie ist, die man dann vermietet. Hier schließt sich der Kreis: Regelmäßiges Sparen führt über die Investition zu zusätzlichem regelmäßigen Geldeingang. Sparen und Investieren tragen zum Vermögensaufbau bei, wobei sich Erfolg oder Misserfolg des Sparens leichter berechnen und vorhersagen lässt als beim Investieren.

Vor diesem Hintergrund erscheint die Vorliebe des deutschen und so manch anderen kontinentaleuropäischen Sparerers für leicht berechenbare zinstragende Anlagen nachvollziehbar. Die Anlage in Anleihen ist überdies eine hybride Form, sie enthält Elemente von Sparen und Investieren. Typischerweise wird eine Anleihe einmalig gekauft (negativer Anfangscashflow wie beim Investieren), danach folgt eine Reihe positiver Cashflows in Form von Zinszahlungen (ebenfalls wie beim Investieren), um nach einem (wie beim Sparen) zeitlich befristeten Vorgang über das Kapital verfügen zu können (wie beim Sparen).

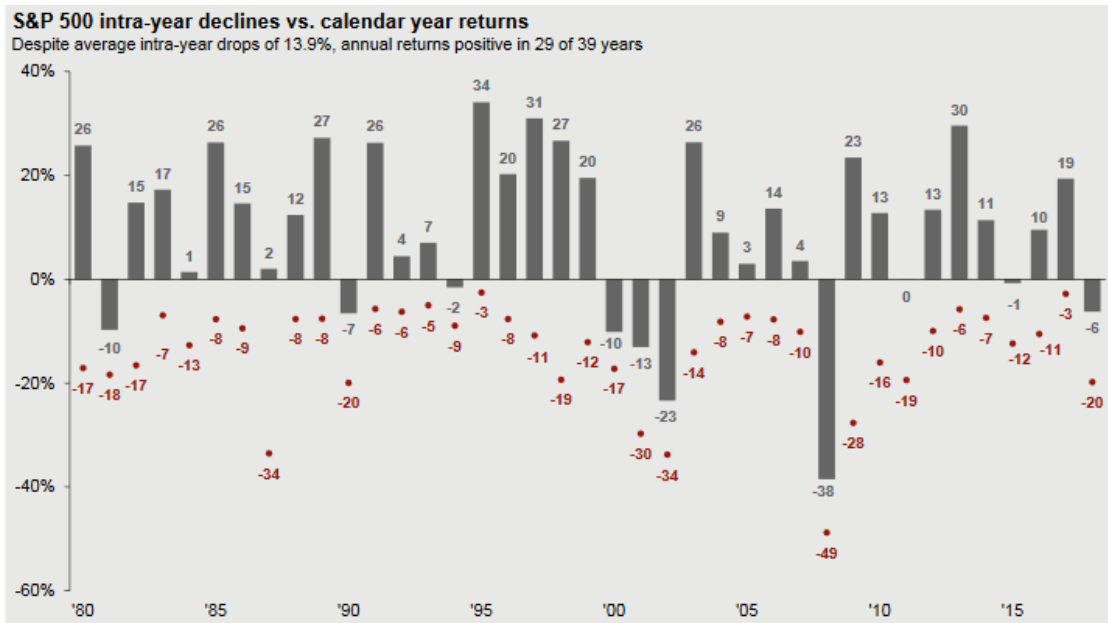
## Es gibt Alternativen

Blöd nur, dass Anleihen auch nicht mehr das sind, was sie früher einmal waren. Die folgende Zinsstrukturkurve für den Euroraum unterscheidet nach Triple-A-gerateten Anleihen (durchgezogene Linie) und allen nicht Triple-A-gerateten Anleihen (gestrichelte Linie). Für beide gilt, dass am kurzen Ende die Renditen negativ sind. Anleihen bester Bonität beginnen gar erst bei knapp 15 Jahren Laufzeit positiv zu rentieren. Der Sparer muss angesichts dieses Szenarios, das möglicherweise noch sehr viel länger anhalten wird, seine Vorstellung von Sicherheit neu definieren und sich an folgende Optionen gewöhnen: entweder sicheren Wertverlust bei bester Bonität hinnehmen oder schlechte Bonität akzeptieren oder das Sparziel ans lange Ende verschieben und dabei das Risiko eingehen, dass sich die Bonität des Anleiheemittenten zwischendurch verschlechtert. Und dabei wird Inflation als Wertefresser noch gar nicht berücksichtigt.



Quelle: EZB, 2. Juli 2019

Dies lässt vermuten, dass Dividentitel aufgrund ihrer historisch deutlich besseren Renditechancen zur ernsthaften Konkurrenz von Anleihen werden können, da deren Risiko-/Rendite-Profil auf breiter Front und auf längere Sicht „diskreditiert“ ist. In den knapp vier Jahrzehnten, die der folgende Chart zeigt, gab es im US-Aktienmarkt zwar in jedem Jahr unterjährig einen Drawdown, aber in 75 Prozent aller Kalenderjahre rentierten die Aktien dann doch positiv, und dies zumeist viel besser als Anleihen im selben Zeitraum. Wird in Aktien ratierlich gespart bzw. investiert, kann sich die höhere Volatilität von Aktien gegenüber Anleihen aufgrund des Cost Average Effects ggf. sogar positiv nutzen lassen.



Quelle: J. P. Morgan, Guide to the markets, 30. September 2018

Wir wagen daher die Vorhersage, dass mit Fortschreiten der Niedrigzinsphase im Euroraum auch konservative Anleger und selbst Kleinanleger ihre Risikobereitschaft hinterfragen, als Folge ihre historische Präferenz für zinstragende Anlagen beenden und zunehmend Aktienanlagen tätigen werden.

Ihr

**Michael Klimek**

E-Mail: [mklimek@dolphinvest.eu](mailto:mklimek@dolphinvest.eu)

Tel.: +49 69 33 99 78 14

**Disclaimer:** Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und kann eine individuelle Anlageberatung nicht ersetzen. Dieses Dokument stellt keine Werbung von Wertpapierdienstleistungen oder Produkten, keine Wertpapieranalyse und keine Kaufs- und Verkaufsempfehlung dar. Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Dolphinvest Consulting GmbH zu Märkten und ihren Trends wieder. Dabei stützt sich Dolphinvest Consulting GmbH auf seine eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Dolphinvest Consulting GmbH dar. Jedes Investment beinhaltet spezifische Risiken. Alle potenziellen Anleger müssen vorbereitende Maßnahmen ergreifen und eine fachkundige Beratung einholen, um sich unabhängig von Dolphinvest Consulting GmbH eine eigene Meinung über die Eignung einer solchen Anlage hinsichtlich ihrer Vermögenslage zu bilden. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen oder Kursgewinne getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Dolphinvest Consulting GmbH, Schwindstraße 10, 60325 Frankfurt am Main. Stand: 07/2019.