31. Mai 2019

Dr. Viktor Heese *heese1 @t-online.de*

02203/87901

Zinsdetektiv Brief Nr. 6

LIEBE LESER,

Es wird Zeit mit dem Märchen von der „Nullzinsphase“ aufzuhören.

Hartnäckige Börsenlegenden waren schon immer Gift für vernünftige Anlageentscheidungen. Am Neuen Markt hörten wir von den „Dotcom-Gewinnlern“, später wurden Zertifikate zu „Alleskönnern“ gekürt und in den letzten Jahren trommelten die Einförmigen pausenlos stur von der „Alternativlosigkeit der Aktie“ in der Niedrigzinsphase. In den vergangenen 10 Jahren stimmte das letzte sogar. 2018 kam die Wende, die wieder einige verpassten.

Die Wende ist das Stichwort auf dem wir aufbauen wollen. Jede Börsenzeit hat ihre Favoriten. Wie wäre es mit der neuen Losung vom „Zeitalter der Rente“? Diese Periode kann vielleicht zunächst nur drei bis vier Jahre andauern bis sich der Aktien- und Immobilienmarkt konsolidiert haben.

Viele werden protestieren, der Herausgeber sei wohl nicht ganz dicht. Dennoch belegt dieser Brief, dass 4% bis 5% sichere Jahresrendite in risikoarmen Staats– und Unternehmensanleihen möglich sind. Das ist nicht sehr aufregend, in unsicheren Zeiten aber eine anständige Hausnummer.

Vielleicht muss ich den Brief einstellen, wenn die Zeiten am Aktienmarkt wieder spannender werden und mit volatilen Investments sich auf breiter Front mehr Geld verdienen lässt. Das sollte aber noch etwas dauern.

ZIELGRUPPE ODER FÜR WEN DIESER BRIEF GESCHRIEBEN IST?

Der Brief erscheint alle 4 Wochen und richtet sich selbstverständlich nicht an risikowütende Performancejäger. Vielmehr sollen Anleger jeden Alters , die investieren und lernen wollen, davon etwas haben. Wichtig ist mir, dass Sie die einzelnen Schritte des Investmentprozesses für unsere Musterdepot-Kandidaten nachzuvollziehen lernen.

Das Überraschende vorab: Werden alle Ausschlusskriterien bei der Kandidatensuche für unsere Musterdepots berücksichtigt, reduziert sich die Anzahl der Titel von 70.000 - so reich sind die Datenbanken der Onlinebanken bestückt - auf etwa 20. Das ist ja fast wie bei dem Mining beim Bitcoin!

Die Mühe um diese 20 zu finden, lohnt sich. Denn das Studium des Anleiheuniversums kann spannend werden. Sie müssen sich aber die wichtigsten Grundlagen der Zinsabhängigkeiten und der Kursbildung auf den Rentenmärkten aneignen. Obwohl 75% des globalen Geldkapitals in Zinspapieren investiert ist, kennt die Anlagewelt außer Aktien und den „Modepapieren“ (heute ETFs) kaum noch etwas. Mit jeder neuen Ausgabe des Briefes erfährt der Leser mehr über das 1 x 1 der Rentenanlage. Erst investieren und Lernen macht richtig Spaß!

Themenvorschau für die nächste Ausgabe am 28.06.2019

Sommerferien bedingt stehen die Themen noch nicht fest

Nachdruck und Veröffentlichung: *auch auszugsweise, sowie wie Weitergabe von Kauf– und Verkaufsempfehlungen sind nicht gestattet*

Risikohinweis: *Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die Angaben erfolgen nach sorgfältiger Prüfung, jedoch ohne Gewähr. Für die angemessene Umsetzung der Kauf– und Verkaufsempfehlungen ist der Nutzer selbst verantwortlich. Gute Anlageergebnisse in der Vergangenheit garantieren noch keine positiven Resultate in der Zukunft.*

In dieser Ausgabe:

Grundbegriffe

Was ist Duration? 2

Analyse

Wovon hängen die Anleihenkurse ab 3

Sonderthema:

Asylkosten ruinieren Stadtfinanzen: Beispiel Köln 4

Volkswirtschaft

FED-Modell: Aktien-KGV= Renten-KGV 5

Musterdepots

Staatsanleihen 6

Unternehmensanleihen 6

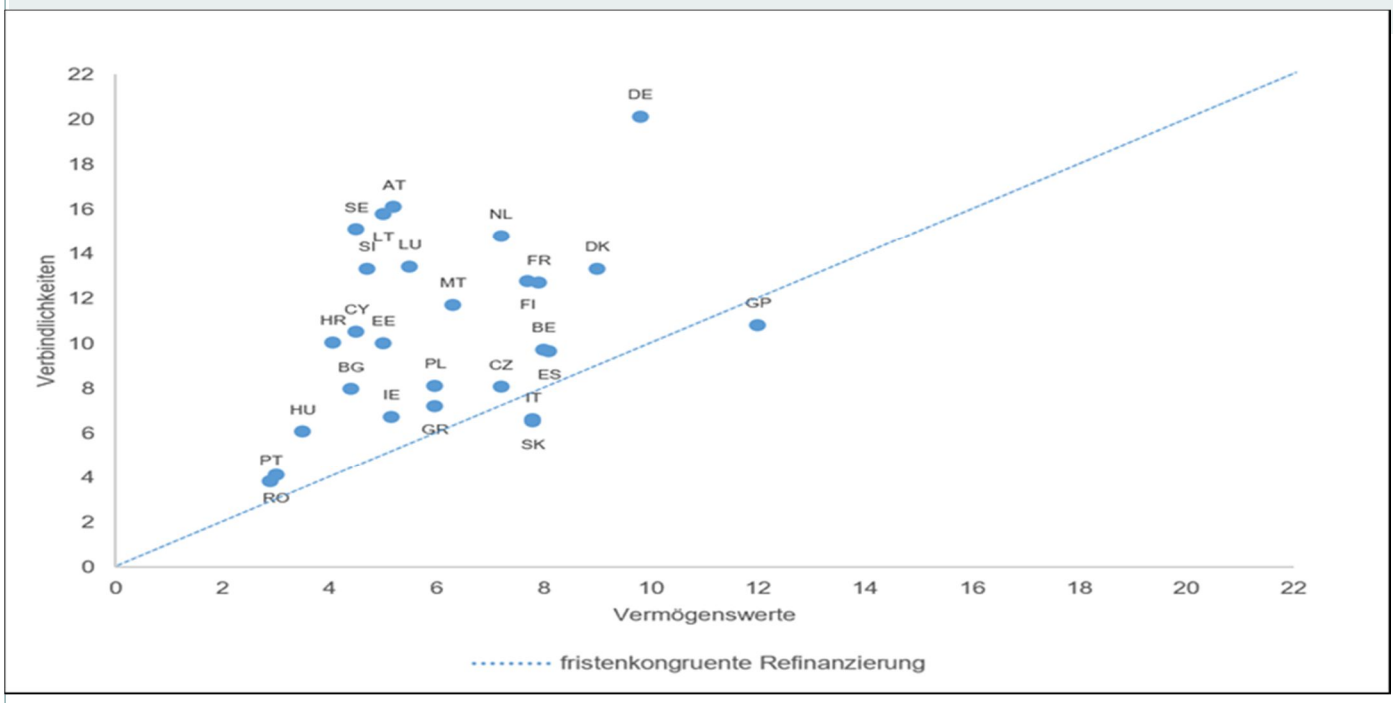
Kommentar 6

www.prawda24.com

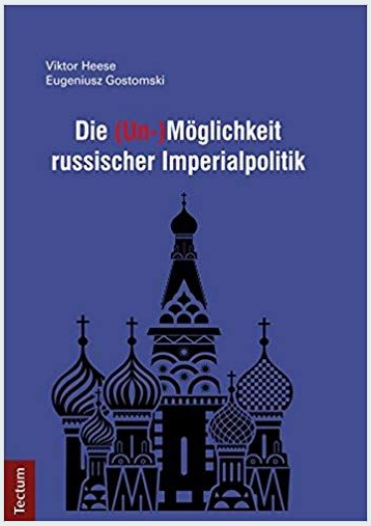
www.finanzer.eu

GRUNDBEGRIFFE:

WAS IST KEINE DURATION?



Fristenkongruente (Re-)Finanzierung ist stets zu beachten



Definition

Duration (*duration)* ist vereinfacht formuliert, die Anlagedauer eines Aktivums (Passivums) in einer Bilanz in Jahren. Sie misst bei einer Anleihe auf der Aktivseite die Zeit, bis das eingesetzte Kapital durch Zinsen und/oder Teiltilgungen zurückgezahlt wird. Duration und Anlagezeit sind verschieden Sachverhalte. Hat eine Anleihe eine Laufzeit von 20 Jahren und ein Kupon von 5%, kann die Duration etwa auf 10 Jahre geschätzt werden. Nur bei Zerobonds (alle Zahlungen erfolgen am Ende der Laufzeit) wird die Duration exakt der Anlagezeit entsprechen.

Anlagerelevanz

1. Eine kürzere Duration ist - bei gleichbleibenden Bedingungen - günstiger für den Anleger, weil er sein Geld früher bekommt. Die Risikoorientierung ist allerdings nur bei riskanten Hochzinsanleihen, die nicht in unser Anlageuniversum passen, von Bedeutung.
2. Duration ist kein Anlagekriterium, wie die Rendite (Laufende bzw. Endfällige Rendite).
3. Institutionelle Anleger (Versicherungen, Asset Manager) nutzen die Duration eines Rentendepots für Anlageentscheidungen: bei erwarteten Zinssenkungen (= Kurssteigerungen) wird die Duration des Depots verlängert, weil die Kursausschläge bei Langläufern höher als bei Kurzläufern sind.
4. Im begrenzten Masse wird ein Privatanleger darauf achten, dass, wenn er sein Depot fremdfinanziert, kein Durationsgap entsteht, der einer Verletzung der „goldenen Finanzierungsregeln“ gleichkommt. Solche Lücken sind keine Seltenheit: Sie tritt auf, wenn die Kapitalanlagen, eine wesentlich kürzere Verweildauer (z.B. 10 Jahren), als die Verpflichtungen gegenüber den Versicherungsnehmern von (20 Jahren) haben (vgl. Graphik oben).

ANALYSE:

WOVON HÄNGEN ANLEIHENKURSE AB?

Anleihenkurse hängen von vielen Faktoren ab

	Bestimmungsfaktoren der Anleihenkurse		
	technische		ökonomische
A 1	Marktzins	B 1	Landesbonität
A 2	Laufzeit	B 2	Emittentenkategorie
A 3	Zinsstrukturkurve	B 3	Anleihebonität (Rating)
A 4	Liquidität	B 4	Währung
A 5	Rückzahlungsmodalität	B 5	Besicherung + Haftung
A 6	Chartbild	B 6	ad hoch Meldungen
A 7	Kupon - Typ	B 7	Lage am Aktienmarkt & Co.
A 8	steuerliche Aspekte		

Kernaussagen:

1. Das Bondresearch ist im Vergleich zum Aktienresearch von untergeordneter Bedeutung in der Wertpapieranalyse, obwohl die Anleihen mit 75% Volumen den Markt dominieren. Analysten für diesen Bereich werden kaum gesucht.
2. Im Zentrum der Kapitalmarktprognosen stehen die Aktienmarkt- , gefolgt von den (Markt-) Zinsprognosen für die einzelnen Laufzeiten der Zinsstrukturkurve, nicht aber die Anleihenkursprognosen. Diese sind bei bekannten (prognostizierten) Marktzinsen aus der Renditeformel abzuleiten (vgl. Punkt 4).
3. Der Marktzins ist der wichtigste Kursfaktor nach dem Anleihen-Rating.
4. Die technischen Faktoren sind quantifizierbar, die ökonomischen nicht. Der Anleger kann bei den ersten versuchen über Skalierungen die Kursänderungseffekte schätzen. Bei ökonomischen Faktoren (z.B. Landesbonität) sind solche Messungen nicht möglich.
5. Der Kupon, die Laufzeit und die Rückzahlungsmodalität gehören (im Normalfall) zu den konstanten Kennzeichnungsmerkmalen einer jeder Anleihe. Die Variation des Marktzinses sucht sich ihr „Ventil“ in der Kursänderung.
6. Die Anleihenbonität (Rating) ist bedeutsamer als die Länderbonität. In Deutschland gibt (gab) es häufig börsennotierte Unternehmensanleihen ohne Rating, die schwer einzuschätzen sind (waren). Bei einem Zinsspread von „nur“ 2% - 3% ist von einer Anlage abzuraten. Gleiches gilt für die Währungsanleihen.
7. Der Anleger muss bei „verdächtigten Kursabweichungen“ die Ursachen entweder durch das Studium der Anleihebedingungen (mühsam) oder durch Anfrage bei der IR-Abteilung des Emittenten klären.
8. Ergänzendes: Das Chartbild informiert über erwartete Kursänderderungen, Steueraspekte sind generell nur für Inländer bedeutsam, ad hoc –Meldungen sind oft schwer zu interpretieren, Aktienkurse des Emittenten haben nur bedingt Auswirkung auf dessen Anleihenkurse.

LITERATUR UND

SONDERBEITRAG:

ASYLKOSTEN RUINIEREN STADTFINANZENZEN-BEISPIEL KÖLN

f) Entwicklung der wesentlichen Aufwendungen/Erträge im Zusammenhang mit der Unterbringung und Versorgung von Flüchtlingen

Haushaltsplanansatz	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
	in Mio. Euro						
Leistungen nach §§ 2 und 3 des Asylbewerberleistungsgesetzes (im Teilplan 0503)							
Aufwand	133,2	133,0	90,3	96,0	101,8	107,5	**Summe 143**
Ertrag	112,2	102,3	76,4	76,4	76,4	76,4	
Zuschussbedarf:	**21,0**	**30,7**	**13,9**	**19,6**	**25,4**	**31,1**	

Haushaltsplanansatz	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
	in Mio. Euro						
Unterbringung von Flüchtlingen (im Teilplan 1004):							
Aufwand	67,1	83,8	97,0	97,0	98,3	99,6	**Summe 457**
Ertrag	7,2	11,3	19,2	19,3	19,3	19,3	
Zuschussbedarf	**59,9**	**72,5**	**77,8**	**77,7**	**79,0**	**80,3**	
Betreuung von Flüchtlingen (im Teilplan 1004):							
Aufwand	4,8	6,1	10,7	12,2	12,2	12,2	**Summe 48**
Ertrag	2,8	2,2	1,4	1,2	1,2	1,2	
Zuschussbedarf:	**2,0**	**3,9**	**9,3**	**11,0**	**11,0**	**11,0**	

Beispiel 2021: Asylkosten 122 Mio. €, kommunaler Verlust 125 Mio.€

Im Zeitraum der mittelfristigen Finanzplanung sind folgende prägende Maßnahmen im investiven Bereich veranschlagt:

Maßnahme	Auszahlung 2018-2021 in Mio. Euro	Bemerkung	
Schaffung von Unterkünften zur Vermeidung von Obdachlosigkeit, insbesondere für Geflüchtete	297,0		
Ankauf von Liegenschaften	200,0	Den Auszahlungen stehen voraussichtliche Einzahlungen für die Veräußerung von Grundstücken und Gebäuden von 145,0 Mio. Euro gegenüber.	**Summe 352**

Zusammen 2016 bis 2021 genau 1000 Mio. € oder 1 Milliarde!

Literatur und Links:

Quellen

Deutsche Kommunen erstellen nach einheitlicher Methode *(KFM=Kommunales Finanzmanagement)* Bilanzen, Ertragspläne (vergleichbar mit GuV-Rechnungen nach Gesamtkostenverfahren in der Privatwirtschaft) und Finanzpläne (Cashflow-Ansatz). Eine Darstellung der Asylkosten als separate Kostenart findet nicht statt. Allenfalls können diese eventuell aus den Kostenstellen (Dezernate) oder aus den Erläuterungen abgelesen werden. Ob und im welchen Umfang eine Kommune die Publizierung vornimmt liegt in ihrer Kompetenz. Bundeseinheitliche Regelungen fehlen - angeblich soll daran gearbeitet werden. Mit dieser Begründung hat das weit vorgepreschte aber politisch korrekte Köln 2017 seinen „Flüchtlingsbericht“ eingestellt.

Beispiel Köln: kurze Zahleninterpretation

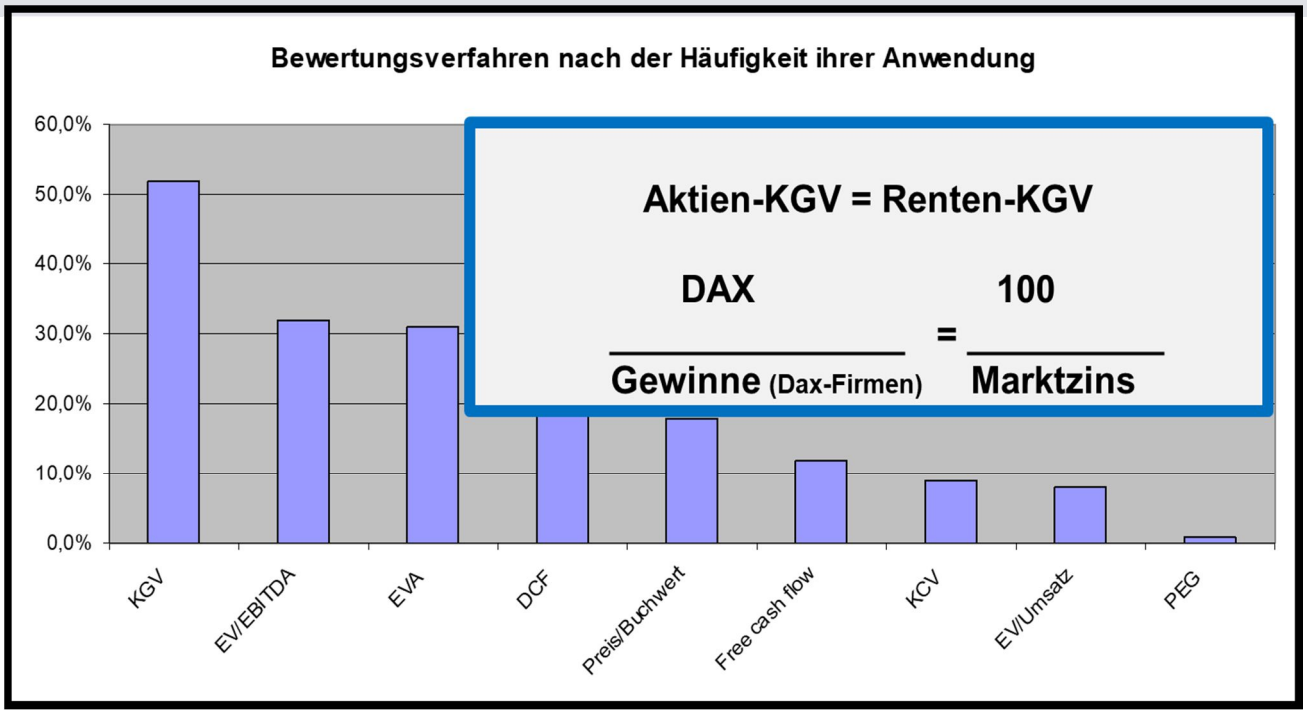
Zu den laufenden Kosten von 648 Mio. € (erste drei Summen) kommen für 2017 - 2021 noch Investitionskosten für Bau von Flüchtlingsheime dazu. Ob jetzt die Aufwendungen komplett sind, d.h. inklusive der Belastungen für die UMA‘s (unbegleitete minderjährige Asylbewerber) und in anderen Dezernaten, ist zu bezweifeln. Warum trotz Schaffung neuen Wohnraums die Unterbringungskosten munter steigen (Mietkostenwegfall) von 59,9 Mio. € in 2016 auf 80,3 Mio.€ in 2021 sollen, bleibt schleierhaft. Auch ist die Rechnung eher zu optimistisch. Es fehlen die Aufwendungen für 2015 und die schwer bezifferbaren Polizei- und Beamtenmehreinsätze, Gesundheitskosten, oder die massiven Gebührenbefreiungen bei Inanspruchnahme städtischer Leistungen (kalkulatorische Aufwendungen in einer Kosten – und Leistungsrechnung).

Tabu-Thema Asylkosten führt zur bundesweiten Intransparenz

Das Verwirrspiel um die Flüchtlingskosten ist weit verbreitet. Beliebte Tricks sind Hinweise auf Nachbesserungen und Verschiebungen zwischen einzelnen Gesetzen, so z.B. zwischen AsylbLG und SGB II. Wichtig ist allein, ob es unter dem Strich mehr oder weniger wird. Die Angabe, dass der Bund 2017 für „Geflüchtete“ 21 Mrd. € ausgab, entspricht nur der halben Wahrheit. Hinzugerechnet werden muss der „Zuschussbedarf“ (Tabelle) der Länder und der Kommunen.

VOLKSWIRTSCHAFT:

FED-MODELL: AKTIEN-KGV=RENTEN-KGV?



Historie und ökonomische Interpretation

Das Modell der US-Notenbank FED liefert den „fairen“ Wert des Aktienmarktes (DAX-KGV als abhängige Variable) in Anlehnung an den aktuellen langfristigen Marktzins M für Staatsanleihen (erklärende Variable). Der DAX-Wert in Punkten war lt. Formell oben allerdings erst über die Multiplikation mit den gewichteten Gewinnen (G) der DAX-Firmen zu ermitteln. In normalen Zeiten mit Marktzins im Intervall 4% - 7% in den 1990er Jahren lieferte es bei einer breiten Anwendung gute Analysedienste. Ceteribus paribus läge bei M = 5% (hieraus resultiert als Renten-KGV der Wert 20) und G = 500 € der „faire“ DAX-Wert bei 6.000 Punkten ist bei 7.000 über– und 5.000 unterbewertet. Heute in der Niedrigzinsphase muss das Modell wg. extremer Renten-KGV versagen, weil es DAX-Erwartungen von bis 80.000 Punkten impliziert.

Relevanz für die Anleihenanlage

1. Die These Aktien- und Anleihen stehen als Anlegemedien in Konkurrenz, ist selbstverständlich, die Beziehung wird im Modell logisch abgebildet. Steigt der Zins, fällt der DAX aber nicht vice versa. Es gibt nicht die Prämisse, der aktuelle DAX determiniert den „fairen“ Zins.
2. Ein „faires Aktien-KGV“ kann sinnvollerweise nur für den Gesamtmarkt und nicht für die Einzelaktie ermittelt werden. Bei heutigen Niedrigzinsen versagt das Modell total, da KGV-Werte bis zu 100 ermittelt werden! Der Bewertungssprung zwischen 1% und 2% beträgt zudem schon 100% (KGV 100 und 50).
3. Es besteht keine Einigkeit bzgl. der Definition des „Marktzinses“, der Laufzeit und Emittenten abhängig ist. Auch bei AAA-Titeln können zwischen 5Jahres– und 10Jahresanleihen bereits merkliche Unterschiede bestehen. Warum keine höheren Kupons der erstrangigen Unternehmensanleihen bester Bonität genommen werden, erklärt das Modell nicht.
4. Das Aktien-KGV konkurriert oft mit dem KCV (Kurs-Cash Flow-Verhältnis), das von Steuereinflüssen unabhängig ist.
5. Ökonomisch gesehen, hinkt der Vergleich ohnehin. Während das Aktien-KGV Bezug auf die Gewinnlage nimmt, ist das Renten-KGV (bei Festzins) davon losgelöst. Weil Zinsen ein Teil des Gewinnes vor Steuern darstellen, wird das Renten-KGV grundsätzlich höherausfallen. Auch wir der Marktzins gerade für Staatsanleihen nur sekundär von der Geschäftslage der Wirtschaft bestimmt ist.

***Fazit:* Zinsen wären aus Anlagesicht eher mit den Dividenden, als mit den Gewinnen vergleichbar. Hohe Gewinne eines Emittenten sind kein Anlagekriterium für den Kauf seiner Anlagen**

MUSTERDEPOTS (29.05.2019)

Musterdepot — Unternehmensanleihen

Volumen WKN	Emmittent Anleihe	Kaufkurs 28.12.2018	Betrag €	Kupon % p.a.	lfd. Rendite* Gesamtrendite** bei Kauf	lfd. Rendite* Gesamtrendite** am 31.05.2019	Kurs am 31.05.2019	Performance in % Kurs-steigerung	Stück-zinsen	gesamt	Marktzins laut ZSK Benchmark
11.000	VW Hybrid	98,31	10.814	4,625%	4,71	4,29	105,63	7,45	1,92	9,37	0,52
A1ZE21	*2014/26/und*			24. Mrz	4,86	3,58					
9.000	OMV Hybrid	113,82	10.244	6,25%	5,49	5,17	120,83	6,16	2,61	8,77	0,52
A1Z6ZR	*2015/25/und.*			09. Dez	3,45	2,87					
10.000	RWE Hybrid	96,51	9.651	3,50%	3,63	3,39	103,33	7,07	1,46	8,53	0,52
A14KAB	*2015/25/75*			21. Apr	4,18	3,01					
9.000	VW Hybrid	102,98	9.268	5,125%	4,98	4,69	109,23	6,07	2,13	8,20	0,52
A1VCZQ	*2013/23/und*			04. Sep	4,37	3,01					
6.000	Deutsche Telekom	165,32	9.919	7,50%	4,54	4,36	172,12	4,11	3,12	7,23	0,52
728317	*2002/2033*			24. Jan	2,84	2,53					
								6,17	2,25		
Depotwert	Volumen		49.896	* - lfd. Rendite = Kupon/Kurs				Performance	aktuell	8,42	0,52
in €	Cash		104	** - Gesamtrendite = Kuponzahlungen - (Kurs -100)/Restlaufzeit Festzins				dav. realisierte	Gewinne		

Musterdepot — öffentliche Anleihen

Volumen WKN	Emmittent Laufzeit	Kaufkurs 28.12.2018	Betrag €	Kupon p.a.	lfd. Rendite* Gesamtrendite** bei Kauf %	lfd. Rendite* Gesamtrendite** am 31.05.2019	Kurs am 31.05.2019	Performance in % Kurs-steigerung	Stück-zinsen	gesamt	10J.-Bund Benchmark
6.000	Bundesrepublik	154,81	9.289	6,50%	4,20	4,16	156,29	0,96	2,66	3,62	0,09
113504	*1997/2027/*			04. Jul	0,05	0,04					
7.000	Italien	130,95	9.167	6,50%	4,96	4,95	131,45	0,38	2,66	3,04	0,09
196142	*1997/2027*			01. Nov	3,02	2,66					
7.000	Spanien	142,63	9.984	6,00%	4,21	4,01	150,08	5,22	2,50	7,72	0,09
197017	*1999/2029*			31. Jan	1,81	1,66					
7.000	Frankreich	139,17	9.742	6,00%	4,31	4,29	139,98	0,58	2,50	3,08	0,09
413038	*1993/2025*			25. Okt	0,24	0,16					
9.000	Polen	127,11	11.440	5,25%	4,13	4,07	129,14	1,60	2,18	3,78	0,09
A1ASBP	*2010/2025*			20. Jan	0,73	0,69					
								1,75	2,50		
Depotwert	Volumen		49.621	* - lfd. Rendite = Kupon/Kurs				Performance	aktuell	4,25	0,09
in €	Cash		379	** - Gesamtrendite = Kuponzahlungen - (Kurs -100)/Restlaufzeit Festzins				dav. realisierte	Gewinne	0	

Depotentwicklung seit letzter Ausgabe: Unternehmensanleihen konsolidieren mit 8,42% (nach 9,13%), hier insbesondere die Versorger (RWE, OMV). Merklicher Wertanstieg bei Staatsanleihen (Spanien) auf 4,25% (nach 3,31%). Rendite des gemischte Depots hat sich leicht auf 6,33% verbessert. Damit wird im 6-Monats-Vergleich der DAX (+4,9%) leicht „geschlagen".

I. DEPOTKATEGORIEN

Unternehmensanleihen:

Anlagezeit generell länger als 5 Jahre (bei Kursgewinnen von 10% verkaufen und bei Alternativtiteln einsteigen) /
geeignete Anleihenkategorien: erstrangige und nachrangige Anleihen mit hoher Bonität, Zerobonds, Sonderformen

Staatsanleihen:

Anlagezeit generell länger als 5 Jahre (aber: bei Kursgewinnen von 10% verkaufen und bei Alternativtiteln einsteigen) /
geeignete Anleihekategorien: langlaufende erstrangige Staatsanleihen und andere öffentliche Anleihen mit hoher Bonität

II. AUFNAHMEKRITERIEN

Zielmarken: auf Jahresbasis 3% Mehrrendite (laufende Rendite) über den Marktzins oder 4% absolut in der jeweiligen Anleihenkategorie; der Marktzins wird für erstrangige Anleihen von der Zinsstrukturkurve abgelesen.
Bonität (Moody): bis BBB für Unternehmensanleihen bzw. C für die Staatsanleihen; Zudem keine Aufnahme von Rating-Herabstufung bedrohter Titel
Liquidität und kleine **Stückelung** (ab 1.000 € bis maximal 10.000 €); ausreichendes Titelangebot in jeder Kategorie muss vorhanden sein; bei wenigen aber liquiden Titeln Einzelentscheidung

III. ERFOLGSMESSUNG UND DEPOT-UMSCHICHTUNG

Performance: prozentuelle Wertveränderung (Kursveränderung zuzüglich aufgelaufener Kuponzinsen in Bezug zum Kauf-