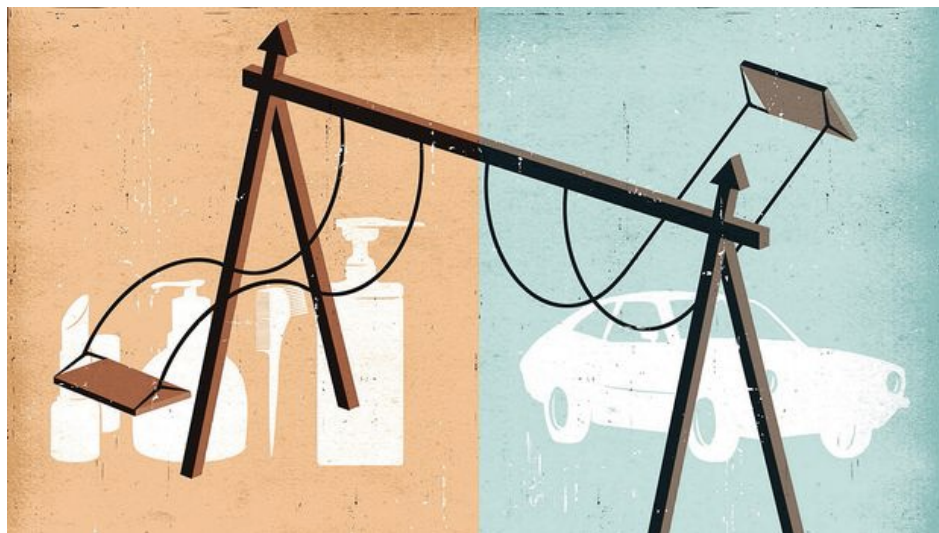


Folgen einer Geldverteuerung

Bricht der erwartete Zinsanstieg Aktien das Genick?

Dass die Leitzinsen in den USA bald erhöht werden, gilt unter Experten als ausgemachte Sache. Laut Lehrbuchmeinung sollte dies negativ für Aktien sein. Die Realität sieht jedoch meist anders aus.

von Michael Schäfer
17.8.2015



Zyklische Aktien wie die von Autoherstellern sollten bei einem Zinsanstieg zusätzlichen Schwung erhalten.
(Bild: Illustration Jörn Kaspuhl)

Dieses Mal scheint es ernst zu werden. Nach mehreren Jahren, in denen die Mitglieder der US-Notenbank (Fed) davon sprachen, die Zinsen in absehbarer Zeit zu erhöhen, haben sich in den letzten Wochen die Signale verdichtet, dass es nun tatsächlich bald so weit sein wird. Kaum noch Dissens herrscht bei den Experten über das Ob, lediglich das Wann gibt noch Anlass zu Diskussionen. Während ein Lager den ersten Zinsschritt nicht vor Dezember erwartet, ist die Gruppe derer, die mit einem solchen bereits im September rechnen, nach jüngst positiv ausgefallenen US-Arbeitslosenzahlen nochmals gewachsen. Damit ist absehbar, dass an den Finanzmärkten bald eine grosse Weiche neu gestellt wird.

Wenn in den USA erstmals seit Sommer 2006 wieder die Leitzinsen erhöht werden, liegt es nahe, dass dies direkte Auswirkungen auf die Preise von Obligationen haben wird, denn steigende Zinsen bedeuten für diese grundsätzlich fallende Kurse. Unbestritten ist auch, dass der «Preis des Geldes» die Aktienkurse in vielfacher Weise massgeblich beeinflusst. Die UBS etwa vermutet in einer wenige Wochen alten Studie, dass die Anhebung der Leitzinsen durch das Fed in den kommenden Monaten einer der grössten Treiber an den Finanzmärkten sein werde.

Allerdings ist nicht immer ganz klar, wie sich steigende Zinsen auf Aktienkurse auswirken. Rein lehrbuchmässig wird häufig erwartet, dass die negativen Effekte überwiegen. Erstens verteuert sich dadurch nämlich die Aufnahme von Fremdkapital, und auch andere Kosten steigen – Gehälter wachsen dadurch zum Beispiel. Zweitens werden künftige Gewinne stärker abgezinst bzw. diskontiert, und drittens nimmt die Attraktivität zinstragender Anlagen im Vergleich zu Aktien generell zu. Letztgenanntes gilt vor allem dann, wenn es Firmen nicht gelingt, die Dividenden im Gleichschritt mit den Zinsen zu erhöhen.

Die Chancen dafür stehen jedoch in der Regel nicht schlecht, denn viertens – und dieses Mal auf der positiven Seite – gehen steigende Zinsen normalerweise mit einer verbesserten Konjunkturlage einher, was höhere Erträge der Unternehmen bedeutet. Laut einer Studie der Professoren Doron Nissim und Stephen Penman von der Columbia University in New York übertrifft dieser Effekt sogar die drei vorgenannten.

Wie sieht nun die Realität aus? Tatsächlich ging gemäss den Analytikern von Allianz Global Investors den letzten sechs Leitzinserhöhungen durch das Fed seit 1983 (die einmalige Erhöhung um 25 Basispunkte im März 1997 klammerten sie aus) jeweils eine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage voraus. Sowohl am Arbeitsmarkt als auch beim Wirtschaftswachstum war jeweils eine positive Dynamik festzustellen. Und tatsächlich taten die steigenden Zinsen den Renditen an den Aktienmärkten keinen Abbruch: Der amerikanische S&P-500-Index legte während des Zinserhöhungszyklus im Mittel um fast 10% (vgl. Grafik) zu, globale Aktien und solche aus Schwellenländern sogar noch mehr.

Hinzu kommt, dass die Dividendenpapiere bereits im Vorfeld der Zinserhöhungen zugelegt hatten. Nicht gefolgt sind die Börsen diesem Muster jedoch 1994/95. Der damalige Fed-Chef Alan Greenspan hatte zwar bereits Anfang 1994 Zinserhöhungen als möglich bezeichnet, der Zeitpunkt und das Ausmass der Zinsschritte überraschte Analytiker und Anleger dann aber. Globale Aktien (-7%) und Aktien aus Schwellenländern (-21%) büssten stark ein, ihre amerikanischen Pendanten verloren rund 2% an Wert, temporär waren es sogar bis zu 10%. Die Experten der Allianz schlussfolgern aus dieser Episode, dass Notenbanken die Straffung ihrer Geldpolitik kommunikativ gut vorbereiten müssen, was 1994 eben nicht der Fall gewesen sei.

Ebenso interessant wie die Frage, wie sich steigende Zinsen auf Aktien insgesamt auswirken, ist die, welche Papiere dann besser oder schlechter laufen. Für die UBS-Experten steht jedenfalls fest, dass es relativ zum Gesamtmarkt klare Gewinner und Verlierer geben wird. Wenig rosige Aussichten gibt es nach ihrer Auffassung für sogenannte defensive Sektoren wie Basiskonsumgüter, Telekommunikation, Versorgung oder Gesundheitswesen.

Gegen die Titel dieser Industrien spricht, dass sie nur unterproportional von einem wirtschaftlichen Aufschwung profitieren. Die Nachfrage nach Dingen wie Windeln, Medikamenten, Zahnpasta oder auch Wasser ist nämlich vergleichsweise unabhängig vom Konjunkturgang. Hinzu kommt, dass, wie eine Studie von Wellershoff & Partners zeigt, genau die Unternehmen dieser Sektoren die höchsten Quoten an kurzfristigen Schulden aufweisen. Bei einem Zinsanstieg kommen sie entsprechend schnell «in den Genuss» teurerer Finanzierungskonditionen.

Schliesslich waren die Valoren der defensiven Sektoren in der jüngeren Vergangenheit angesichts mickriger Obligationenrenditen stark gefragt und sind deshalb teuer, was für sie ein weiteres Handicap darstellt. Vor allem Aktien, die als «Anleihe-Ersatz» angesehen worden seien, wozu viele Dividentitel zählten, besässen im Fall von Zinserhöhungen eher bescheidene Aussichten, meint auch Bruno Gisler, Chefökonom der Aquila.

Demgegenüber erwarten Experten, dass zyklische Titel, die bisher eher die zweite Geige spielten, sich künftig besser schlagen werden. Zyklische Konsumwerte (z. B. Automobilhersteller) sowie Industrie-, Rohstoff- und Energietitel sollten von einem Konjunkturaufschwung ebenso überdurchschnittlich profitieren wie die Papiere von IT-Firmen und Finanzdienstleistern. Bei Banken kommt hinzu, dass sie bei steigenden Zinsen ihre Margen meist ausweiten und die Kreditausfälle dank der guten Konjunktur sinken.

Die genannten Muster haben bei Zinsanstiegen in der Vergangenheit zu eindrucklichen Renditeunterschieden zwischen den beiden Gruppen geführt. Zwar kam es auch bei defensiven Titeln selten zu Kursrückgängen, allerdings hatten die Zykliker die Nase deutlich vorn (vgl. Grafik).

Neben Verschiebungen zwischen den Sektoren dürfte es auch zu solchen auf regionaler Ebene kommen. Thomas Heller, Anlagechef der Schwyzer Kantonalbank, erwartet, dass Europa – trotz insgesamt anziehender Konjunktur – der Zinserhöhung in den USA erst einmal nicht folgen wird. Dadurch werde sich die Attraktivität des Dollars erhöhen, was für europäische Firmen von Vorteil sei, ebenso wie die dadurch länger tiefen Finanzierungskosten.

Insgesamt rechnen Ökonomen für den Fall einer Erhöhung der US-Leitzinsen mit keinen grösseren Rückschlägen an den Aktienmärkten. Dazu sei diese Massnahme eigentlich zu gut vorbereitet. Eine gewisse Unsicherheit berge aber die Tatsache, dass der erste Zinsschritt noch nie von einem derart tiefen Niveau aus erfolgte. Insofern betrete man dieses Mal Neuland.