

## BÖRSEN-RADAR

# Tötet der Zinsanstieg die Hausse am Aktienmarkt?

Einbruch des Dow Jones um 10 Prozent erinnert an frühere turbulente Phasen aufgrund von steigenden Zinsen

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

«Video Killed The Radio Star» von den Buggles war 1. August 1981 das erste Musikvideo, das je auf MTV ausgestrahlt wurde. Der Name des Pop-Songs sollte wohl Programm sein. Könnte man analog dazu für die Börse sagen: Steigende Zinsen töten die Hausse am Aktienmarkt? Jedenfalls scheinen viele Anleger genau davor derzeit Angst zu haben. Anfang September notierte die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen bei 2% und avancierte dann bis Jahresende auf 2,4%. Seit Januar ist sie von dort auf zeitweise über 2,8% geklettert. Vor allem der Sprung über die Marke von 2,6%, zusammen mit deutlich anziehenden Stundenlöhnen, hat nun offenbar für eine starke Reaktion der Anleger am Aktienmarkt gesorgt. In der Spitze sind die grossen US-Indizes um gut 10% eingebrochen. Was sind die fundamentalen Gründe dafür, und was sagt die Historie zur Reaktion des Aktienmarkts auf Phasen deutlich steigender Zinsen?

## Fundamentale Faktoren

Der fundamentale Wirkungszusammenhang verläuft etwa wie folgt: Steigende Löhne führen tendenziell zu steigender Inflation. Dies bewegt die Notenbanken wiederum tendenziell dazu, die Zinsen zu erhöhen. Das dämpft die Konjunktur, weshalb in der Tendenz die Gewinne von Unternehmen sinken. An den Aktien- und Anleihemärkten werden derlei Entwicklungen manchmal sehr schnell vorgegessen, sobald sich Investoren darüber sorgen, dass sich ein solches Szenario tatsächlich einstellt. Jedoch ist die Praxis oft viel komplexer.

In der Wirklichkeit können verschiedene Effekte auftreten, die sich zum Teil beeinflussen. Steigende Zinsen führen etwa zu einem höheren Abzinsungsfaktor im Rahmen der Aktienbewertung. Bei gleichbleibenden Gewinnen sorgen steigende Zinsen dann für niedrigere Kurse am Aktienmarkt. Eine kletternde Inflation kann aber bei steigenden Zinsen auch zu höheren Unternehmens-

gewinnen führen. Generell verteuert sich bei steigenden Zinsen zudem die Kreditaufnahme für Firmen, was auf die Gewinne (und Löhne) drückt. Das gilt zumindest dann, wenn die Unternehmen keine höheren Preise durchsetzen können.

## Anleihen werden attraktiver

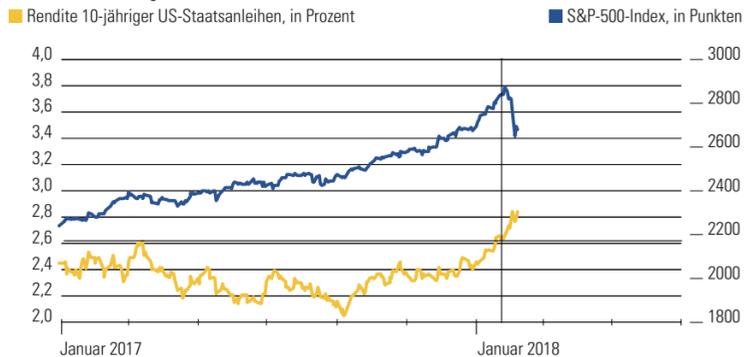
Steigende Zinsen treten in der Regel bei einer gut laufenden Konjunktur auf. Avancieren die Zinsen nicht zu schnell, kann die gute Wirtschaftsentwicklung das zunehmende Zinsniveau überkompensieren. Das geschah in den Jahren 2004 bis 2007, als die Leitzinsen in den USA kontinuierlich, aber langsam kletterten und der Aktienmarkt dennoch boomte. Last, but not least machen steigende Zinsen Anleihen relativ gesehen attraktiver zu Aktien. Derzeit sind Aktien zwar vor allem jenseits des Atlantiks hoch bewertet, aber aus Sicht vieler Anleger sind Anleihen noch viel teurer, weshalb dieser Effekt derzeit keine grosse Rolle spielen dürfte.

Bereits früher haben Aktienmärkte nervös auf Zinsanstiege reagiert. Beispiele dafür sind 1994 und 1987. Die US-Notenbank erhöhte 1994 die Zinsen schnell, was im Frühjahr und Herbst jeweils innerhalb von drei Monaten zu einem klaren Anstieg der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen führte. Im Frühjahr kletterte diese um 2 Prozentpunkte (oder 34%) von 5,6% auf 7,5% und im Herbst um einen Prozentpunkt (oder 11%) von 7,2% auf gut 8%. Im gleichen Zeitraum gab der Dow Jones um 10% und 6% nach. Insgesamt stellte sich in dem Jahr allerdings ein Seitwärtstrend ein, und der «Dow» endete mit einem Plus von rund 2,5%.

Im Jahr 1987 zog die Rendite von Government Bonds mit 10 Jahren Laufzeit ebenfalls im Frühjahr und Herbst in zwei Etappen um jeweils rund 2 Prozentpunkte an – im Frühjahr von 7,2% auf 9% und im Herbst von 8,5% auf 10,3%. Absolut gesehen handelte es sich um Avancen von 25% und 21%. Der Dow Jones, der sich zuvor seit dem Jahr 1985

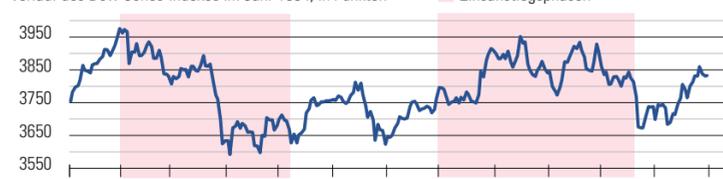
## Wie der Aktienmarkt auf schnelle Zinsanstiege reagiert

Deutlicher Zinsanstieg löst Korrektur am US-Aktienmarkt aus

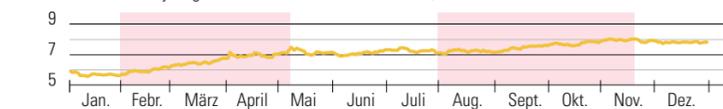


## 1994 belastete die Zins-Hausse den Dow Jones

Verlauf des Dow-Jones-Indexes im Jahr 1994, in Punkten

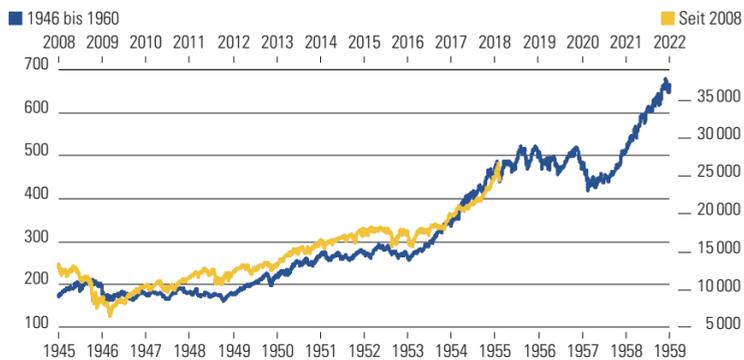


Verlauf der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Jahr 1994, in Prozent



## Entwicklung der 1950er Jahre als Fahrplan für die kommende Zeit?

Dow-Jones-Index, in Punkten



QUELLEN: WELLENREITER-INVEST, FACTSET

NZZ-Infografik/cke.

etwa verdoppelt hatte, gab in diesem Zeitraum um 8% und 21% nach. In diese Zeit fiel auch der Schwarze Montag am 19. Oktober, der bisher grösste prozentuale Crash des «Dow» der Geschichte.

## Variierende Korrelation

Doch Geschichte wiederholt sich selten exakt. 2013 stiegen die Zinsen in den USA rasant um 1,3 Punkte (oder 80%) von 1,7% auf 3%. Obwohl sie also schnell kletterten, reagierte der «Dow» nicht mit einem Crash, sondern mit einem Seitwärtstrend. Studien kommen zu dem Ergebnis, dass ein Zusammenhang bei der Entwicklung von Aktien und Zinsen existiert, allerdings schwankt die Korrelation. Es gibt Phasen, in denen Aktien stark mit Zinsen korrelieren, nämlich vor allem bei fallenden Aktienkursen. Und es gibt Phasen, in denen sie weniger korrelieren, tendenziell bei steigenden Aktienkursen. Gemessen seit 1953 ist nach einer weiteren Studie der S&P 500 im Schnitt auch dann gestiegen, wenn die Renditen zulegten, jedenfalls solange der Anstieg gering war. Ein Vergleich von Wellenreiter-Invest mit den 1950er Jahren deutet auf eine hohe Volatilität in der nächsten Zeit hin (siehe untere Grafik).

Was bedeutet das nun alles? Aktienmärkte reagieren tendenziell dann sehr sensibel auf kletternde Zinsen, wenn der Anstieg deutlich ist und vor allem relativ schnell erfolgt. Zudem dürften auch die absolute Höhe des Zinsniveaus sowie die weiteren Erwartungen der Anleger im Hinblick auf die Zinsentwicklung eine Rolle spielen. Turbulenzen und grössere Korrekturen können dann durchaus passieren. Mittel- bis langfristig können Aktienmärkte allerdings durchaus auch mit steigenden Zinsen leben, primär dann, wenn der Anstieg massvoll passiert. Letztlich tötete auch der Siegeszug der Musikvideos nicht das Medium Radio. Im Gegenteil: Auch das Radio feierte später eine Renaissance. So könnte es auch am Aktienmarkt sein – bis andere Ereignisse als ein Zinsanstieg die Kurse zum Einsturz bringen.

## MIKROFINANZANLAGEN

# Völlig losgelöst von den Märkten

Turbulenzen an den Börsen lassen Mikrofinanzanlagen in aller Regel kalt – trotz dauerhaft positiven Renditen gibt es aber auch Risiken

MICHAEL SCHÄFER

In den vergangenen Tagen ist die über Monate ungewöhnlich tiefe Volatilität schlagartig an die Märkte zurückgekommen. Zahlreiche Investoren, die auf dauerhaft geringe Schwankungen der Kurse gesetzt hatten, haben dies besonders schmerzlich zu spüren bekommen. Ein Segment, in dem Volatilität quasi unbekannt ist, sind Mikrofinanzanlagen. Und auch die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten werden an ihnen vermutlich ohne nennenswerte Folgen vorübergehen.

## Hohe Absicherungskosten

Bei Mikrofinanzanlagen handelt es sich in der Regel um Fonds, die mit ihren Geldern die Vergabe von Kleinstkrediten an Gewerbetreibende in Schwellenländern ermöglichen. Die Fonds verleihen ihre Mittel an lokale Mikrofinanzinstitute (MFI), die damit die Kreditvergabe vor Ort finanzieren. Jahr für Jahr wächst das Segment im zweistelligen Prozentbereich. Inzwischen sind rund 13,5 Mrd. \$ so investiert, wobei rund ein Drittel davon in der Schweiz verwaltet wird, wo mit Blue Orchard, responsAbility und Symbiotics auch drei führende Firmen ansässig sind.

In der Vergangenheit waren diese Anlagen für die Investoren mit etlichen Vorteilen verbunden. In den letzten 14

Jahren haben sie in Dollar gemäss dem von Symbiotics berechneten Index, in dem mehrere Fonds zusammengefasst sind, im Schnitt 3,5% verdient, und das ohne ein einziges Jahr mit einem Verlust. Mit einer Rendite von 3,1% – wiederum in Dollar – fügt sich 2017 bestens ins bisherige Bild ein.

Selbst Monate mit negativer Rendite sind dünn gesät, was zu der niedrigen Volatilität beiträgt. Zudem waren Mikrofinanzfonds bisher auch «immun» gegen Unwetter an den Finanzmärkten, wie etwa während der Finanzkrise. Schliesslich leisten Anleger damit auch einen Beitrag zur Entwicklung in ärmeren Ländern bzw. solchen mit einer sehr ungleichen Vermögensverteilung.

Was jedoch bezüglich Rendite und Risiko in Dollar und auf Stufe Index gilt, trifft nicht im gleichen Mass für die währungsgesicherten Index-Varianten in Euro oder Franken oder auf einzelne Fonds zu. Aufgrund der Absicherungskosten betragen die langfristigen Renditen in Euro durchschnittlich 2,8%, in Franken sind es nur 1,7%. Im vergangenen Jahr kam es wegen dieser Kosten sogar zu Rückgängen, die mit jeweils 0,2% jedoch überschaubar ausfielen.

Auch auf Stufe der einzelnen Anlagevehikel gab es in der Vergangenheit immer wieder Rückschläge. So musste Blue Orchard in seinen Fonds vor Jahren Rückstellungen vornehmen, nachdem die Regierung des indischen Gliedstaats

Andhra Pradesh dort das Geschäft mit Mikrofinanzkrediten unterbunden hatte. In der jüngeren Vergangenheit waren die Fonds von responsAbility von Schwierigkeiten beim kenyanischen MFI Chase Bank betroffen, das nach Unregelmässigkeiten für kurze Zeit unter Zwangsverwaltung gestellt wurde.

Durch eine breite Diversifikation sowohl in Bezug auf die Länder als auch die MFI hielten sich die Auswirkungen solcher Ereignisse in der Vergangenheit stets in Grenzen. Laut einer Analyse von responsAbility entsprachen die Risiken

ihres Portfolios etwa denjenigen von Schwellenländeranleihen mit einem Moody's-Rating von Ba3. Allerdings wurden damit höhere und konstantere Renditen als mit solchen Bonds erzielt.

## Schwellenländer in guter Form

Für 2018 zeigen sich die genannten Anbieter zuversichtlich. Sie gehen davon aus, dass der Markt erneut im zweistelligen Bereich zulegen wird. Zum Teil werde dies getrieben durch das starke Wachstum, das in einzelnen Ländern/

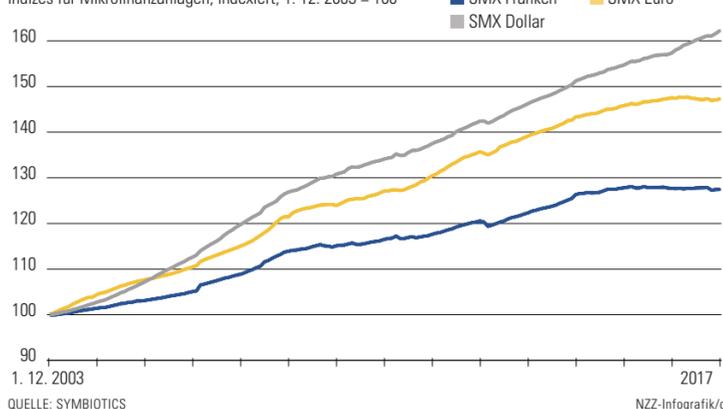
Regionen wie etwa in Indien erwartet wird. Darüber hinaus ziehen sich Entwicklungsbanken, die ebenfalls als Geldgeber für MFI fungieren, zunehmend zurück, je reifer die Finanzsysteme in den betroffenen Ländern werden. Das schafft zusätzlichen Raum für private Investoren ebenso wie die Tatsache, dass viele MFI dazu übergegangen sind, auch Kredite an kleinere Firmen zu vergeben.

In Dollar gerechnet erwarten die Anbieter für das laufende Jahr Renditen zwischen 3,5% und 4%. Als Basis dafür wird die insgesamt gute Verfassung angesehen, in der sich die aufstrebenden Länder befinden. Für diese Gruppe prognostiziert der Internationale Währungsfonds (IMF) ein Wirtschaftswachstum von 5%, wobei sich auch die Aussichten für die rohstofflastigen Länder angesichts der Erholung der Rohwarenpreise deutlich verbessert haben.

Steigende Zinsen, wie sie jüngst vor allem im Dollarraum zu beobachten waren, wirken sich relativ rasch auf die erzielbaren Renditen aus, da die Laufzeiten der an die MFI vergebenen Kredite meist unter vier Jahren betragen. Franken-Anleger werden sich jedoch weiter mit schmalen Renditen bescheiden müssen, weil die Absicherungskosten von jährlich rund 2% einen beachtlichen Teil der Renditen auffressen. Bei für Privatanleger zugänglichen Fonds belasten darüber hinaus höhere Verwaltungskosten das Ergebnis.

## Positive Renditen mit geringer Volatilität

Indizes für Mikrofinanzanlagen, indiziert, 1. 12. 2003 = 100



QUELLE: SYMBIOTICS

NZZ-Infografik/cke.