

Sind steigende Zinsen schädlich für die Börse?

Die Performance von Aktien hängt davon ab, wie ausgeprägt der Anstieg ausfällt – Vitaminstoss oder Gift

Von Klaus Spremann und Andreas Schreiner

Die Mehrheit der Analysten sieht für 2005 schwache Bondmärkte und ein zwar nicht überschäumendes, doch recht passables Jahr für Aktien voraus, wobei Selektion empfohlen wird. Die Argumente für diese Prognose sind weithin bekannt: In den USA werden die Zinsen wohl weiter steigen, und mit einer gewissen Verzögerung, deren Ausmass allerdings ungewiss ist, dürften sie auch hierzulande anziehen. In einem Umfeld steigender Zinsen ist ein Engagement in Obligationen nicht viel versprechend. Auf einem Zinsniveau von 2 bis 3% genügt bereits eine geringfügige Erhöhung um beispielsweise 50 Basispunkte, um Bonds mittlerer Laufzeit (Duration) mit einer negativen Jahresrendite abschneiden zu lassen.

Was Aktien betrifft, wird allgemein zugestanden, dass die Weltkonjunktur mittlerweile Fahrt aufgenommen hat, wobei es sicher regionale und branchenspezifische Unterschiede gibt. Unternehmen könnten demnach je nach ihrer Positionierung mit einem deutlichen Gewinnzuwachs angenehm überraschen, sodass trotz der moderat anziehenden Zinsen ansehnliche Kursavancen in einem Portefeuille aus ausgewählten Aktien möglich sind.

Grosser Zusammenhang

Zu dieser Sicht und Argumentation der Mehrheit sind wie immer abweichende Überlegungen und Zinsmeinungen zu vernehmen. Doch wollen wir dem skizzierten Szenario folgen, weil es einen interessanten Punkt aufgreift: Eine alte Weisheit lautet, dass steigende Zinsen Gift für die Börse sind. In der Tat ist die Korrelation zwischen den Bond- und den Aktienrenditen für alle wichtigen Märkte positiv, was diese Weisheit bestätigt. Die von Pictet gepflegten Jahresdaten weisen beispielsweise für die Schweiz und die letzten 79 Jahre einen Korrelationskoeffizienten von 0,31 zwischen den (nominalen) Renditen für Obligationen und denen für Aktien aus. Auch die Korrelation zwischen den Bond- und den Aktienrenditen in Grossbritannien und in den USA liegt zwischen 0,3 und 0,4.

Wegen der insgesamt positiven Korrelation würde man vermuten: Fallen die Zinsen, sind Bonds und Aktien gut. Ziehen sie hingegen an, sind Obligationen wie Aktien schlecht, und je ausgeprägter der Anstieg ausfällt, desto schlechter stehen nicht nur die Bonds, sondern auch die Aktien da. Die zitierte Analystenprognose übergeht jedoch diese statistische Regel, weil sie für 2005 schwache Bondrenditen mit guten Aktienrenditen kombiniert. Sie wirft die Frage auf, ob das laufende Jahr die Statistik ausser Kraft setzt oder ob die Weisheit ausgedient hat.

Keine Normalverteilung

Mit dem Aufkommen der modernen Portfoliotheorie, dem Modell des Random walk und der Diskussion um die Market efficiency hypothesis wurde uns allen eine Brille aufgesetzt, mit der wir Renditen als normalverteilt ansehen, wobei zeitlich aufeinanderfolgende Renditen voneinander unabhängig sind. Zugegeben: Diese «Standardannahme» hat es erleichtert, das Gebäude theoretischer Erkenntnisse in der Finance zu errichten. Indessen hat die empirische Forschung der letzten zehn Jahre gezeigt, dass die Renditen nur auf den ersten Blick diese «schönen» statistischen Eigenschaften aufweisen.

Es wurden mit ökonometrischen Methoden Phänomene wie Fat tails (Leptokurtosis) und sich ändernde Volatilitäten (Heteroskedastizität) entdeckt. Das Postulat der seriellen Unkorreliertheit wurde durch die Bestätigung von Trendbildung, von Umkehrungen (Mean reversion) und von Zusammenhängen zwischen Volatilitätsänderung und Rendite relativiert. Wir müssen daher die Vorstellung aufgeben, Aktien- und Bondrenditen seien gemeinsam normalverteilt und der positive Korrelationskoeffizient beschreibe den statistischen Zusammenhang erschöpfend.

In der Tat zeigen schon die Renditen für Schweizer Obligationen – wir beziehen uns auf die erwähnten Pictet-Daten – die Besonderheit einer für Jahresdaten ungewöhnlich ausgeprägten Rechtsschiefe. Der arithmetische Mittelwert, der Schätzwert für die Renditeerwartung, beträgt 4,6%, der Median jedoch nur 3,9%. In der Tat lag in nur 34 der 79 Jahre die Obligationenrendite über ihrem Mittel von 4,6%, während sie in 45 Jahren darunter war. Im Grunde können für die langfristige Zukunft mit Schweizer Bonds also nicht Renditen von 4,6% vermutet werden, sondern von bloss 3,9%. Das Mittel ist nur deshalb grösser, weil es einige wenige Jahre mit besonders hohen Bondrenditen gab, darunter 1982, 1992, 1995 und 2002.

Hohe Bondrenditen sind selten

Bonds sind in der Regel lediglich lauwarm, doch ab und zu richtig heiss. Sie sind als längerfristige Anlage mithin vorteilhaft, weil es dann und wann Jahre mit hohem Zinsniveau und einem unerwarteten Inflationsrückgang gibt. Dieses Bild wird auch durch eine Analyse der Vorzeichenfolgen der Abweichungen vom Mittelwert bestätigt. Es gab 48 Sequenzen bei 30 Umkehrungen, und die hohe Cowles-Jones ratio von 1,6 deutet darauf hin, dass es Ausreisser geben muss, die den Mittelwert verzerren. Die gelegentlichen sehr hohen Bondrenditen sind durch die statistischen Brille gesehen nicht der Normalfall.

Diese Beobachtung unterstreicht, dass die Bondrenditen auf eine komplexere Art und Weise durch Faktoren bestimmt werden und dass hinter ihnen heterogene Ereignisklassen stehen könnten und nicht rein quantitative Ausprägungen einer homogenen Grösse.

Daraus leitet sich die Hypothese ab, dass sich solche heterogenen Klassen auch in der Korrelation zwischen Aktien- und Bondrenditen ausdrücken. In diesem Licht bilden wir heterogene Klassen. Es zeigt sich nämlich, dass die Korrelation zwischen Aktien- und Bondrenditen davon abhängt, ob Jahre mit geringen oder mit hohen Bondrenditen betrachtet werden. Dabei soll eine Rendite unterhalb ihres Erwartungswerts als gering bezeichnet werden, und eine Realisation oberhalb ihres Mittelwerts als hoch.

In Jahren mit (in diesem Sinn) hohen Bondrenditen ist die besagte Korrelation tatsächlich positiv, genau wie es die Untersuchung aller Jahre ergibt. In den Jahren hoher Bondrenditen betrug die Aktienrendite im Mittel 17,58%. Von daher ist die Formulierung richtig: Jahre mit attraktiven Bondrenditen sind solche mit guten Aktienrenditen, und je höher die Bondrendite ausfällt, desto höher ist tendenziell auch die Aktienrendite. Fallende Zinsen sind gleichsam ein Vitamintrunk für die Börse, und je mehr sie nachgeben, desto kraftvoller wirkt der Trunk.

In der Tat sind die letzten 25 Jahre mit dem beträchtlichen Zinsrückgang eine ausserordentlich gute Zeit, sowohl für den Bondanleger als auch für den Aktionär, gewesen. Da verwundert nicht, dass ein Disput darüber geführt wurde, welche der beiden Assetklassen in diesen Jahren nach Korrektur der jeweiligen Risiken die bessere Performance aufwies. Beide waren in den letzten 25 Jahren exzellent.

Leicht oder deutlich geringer?

In Jahren mit geringen Bondrenditen kehrt dieser Zusammenhang jedoch. Es fällt auf, dass dann (in Jahren mit Bondrenditen unter 4,6%) die korrelative Beziehung zwischen Aktien- und Bondrenditen davon abhängt, ob die Bondrenditen nur leicht oder deutlich geringer sind. Die Unterscheidung soll durch den Bereich einer halben Standardabweichung beschrieben werden (vgl. Grafik). Die Standardabweichung der Bondrendite beläuft sich auf 3,6%. Mit einer leicht geringen Bondrendite ist demzufolge der Renditebereich von 2,8 bis 4,6% gemeint, mit einer deutlich geringen derjenige unterhalb von 2,8%.

Hier zeigen die historischen Daten, dass die mittlere Aktienrendite in den Jahren mit einer leicht geringen Bondrendite immer noch 9,75% betrug – das ist kaum weniger als das Mittel aller Aktienrenditen von 1926 bis 2004 in Höhe von 9,81%. In diesem Bereich leicht tiefer Bondrenditen ist die Korrelation der Aktien- und Bondrenditen zudem mit $-0,03$ verschwindend tief. Es gilt daher: Wenn man die Information hat, dass die Bondrenditen leicht gering sein werden, dann weiss man damit noch nichts genaueres über die Performance am Aktienmarkt.

Anders ist das im Bereich deutlich geringer Bondrenditen, also im Bereich unterhalb von 2,8%. Hier beträgt die mittlere Aktienrendite lediglich $-1,14\%$, angesichts der hohen Aktienvolatilität eine schlechte Performance. Die Korrelation zwischen Aktien- und Bondrenditen in den entsprechenden Jahren beträgt $-0,3$ und ist damit negativ, was überrascht. Markant negative Bondrenditen sind also eher mit

besseren Aktienrenditen assoziiert. Diese Beobachtung unterstreicht die Heterogenität des Zusammenhangs zwischen Aktien und Bonds. Diese Klassenbetrachtung ergibt auch für Daten aus den Vereinigten Staaten und aus Grossbritannien ab 1900 ein ähnliches Resultat.

Drei mögliche Szenarien

Die abschnittsweise differenzierte Betrachtung der Korrelation von Aktien- und Bondrenditen gibt damit diese Antworten: Zwar sind fallende Zinsen fast immer gut für die Börse, doch steigende sind nicht in jedem Fall schlecht für Aktien. Ziehen die Zinsen nur wenig an, ist der Weg für Aktien davon nicht beeinflusst. Legen sie mehr zu, leiden Aktien. Dabei sind die Zinsen ein seltsam wirkender Trunk für die Aktien. Fallende Zinsen geben einen Vitaminstoss, der umso kräftiger wirkt, je mehr davon getrunken wird. Anziehende – sofern der Anstieg moderat ist – wirken neutral wie Wasser. Nur massiv steigende Zinsen sind Gift, und zwar ein Gift, das umso weniger antut, je mehr man davon nimmt.

Was bedeutet das nun für das Jahr 2005? Bleibt die Zinskurve flach und steigt das Zinsniveau minimal, sind Bonds zwar nicht attraktiv – genau wie von vielen Analysten behauptet –, doch weder vergiftet das die Aktien noch sagt es etwas über die Börsenentwicklung. Dann sind +18% genauso wahrscheinlich wie –2%. Unter Annahme dieses Zinsszenarios sind Aktien so interessant wie sonst auch und gehören je nach individueller Risikoaversion in das Depot. Jedoch wird da und dort auch die Meinung geäußert, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) Anpassungen nach oben zögerlich vornehmen könnte, sodass die Zinsen am langen Ende fühlbar steigen könnten. Das wäre für Bonds ein Renditebereich, in dem das Gift wirkt. Aktien würden leiden.

Das sieht so aus, als ob Bonds in beiden Szenarien verlieren. Da aber nicht klar ist, welche der beiden Zinsmeinungen sich als zutreffend erweist, sind Obligationen nicht von vornherein zu verwerfen. Denn sollten die Zinsen am langen Ende anziehen, schützen sie per Decoupling das Aktienportfolio. Schliesslich, so lautet die dritte Meinung, könnten die Zinsen auch erneut nachgeben, ohne dass gleich japanische Verhältnisse bei uns einkehren. Den Obligationär würde es nochmals freuen, und den Aktionär vermutlich auch. «Alle starren auf die Zinsen», soll John M. Keynes einmal gesagt haben.

Prof. Dr. Klaus Spremann ist Direktor und Andreas Schreiner Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St.Gallen.