

Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom

Wo bleiben die Einschusslöcher?



An den Anleihemärkten knallt es. Die Kapitalmarktzinsen sind auf lange nicht mehr gesehene Niveaus geklettert. Bereits im August sah sich der amerikanische Finanzminister zum Eingreifen genötigt. Dabei hat er keine glückliche Figur gemacht und die Märkte erst recht verunsichert. Die Schüsse waren also nicht zu überhören. Doch wo bleiben die Einschusslöcher? Üblicherweise geraten Aktienkurse unter Druck, wenn die Zinsen innert kurzer Zeit derart kräftig steigen. Die Börsen notieren jedoch nur geringfügig unter ihren Rekordständen. Wie lässt sich das erklären?

Ausverkauf an den Anleihemärkten

Das Epizentrum des Bondbebens liegt in den USA. Die Renditen 10-jähriger amerikanischer Staatsanleihen erreichten Ende September den höchsten Stand seit 24 Jahren. An den strukturellen Ursachen für ein höheres Zinsniveau, etwa der demografischen Entwicklung und der stockenden Globalisierung, hat sich zuletzt wenig geändert. Den steilen Anstieg hat vielmehr ein Cocktail von Faktoren ausgelöst. Dazu zählen die jüngsten kriegesischen Eskalationen am Golf, ein schwindendes Vertrauen in das staatliche Finanzgebaren und dessen Krisenmanagement, der enorme Kapitalbedarf der grossen amerikanischen KI-Unternehmen sowie das weltweite Erstarken der Wirtschaftskonjunktur. Besonders die Lage im Nahen Osten bleibt fragil. Erneute Eskalationen könnten die Kapazitäten von Pipelines und Raffinerien in den Golfstaaten weiter spürbar beeinträchtigen. Diese Risiken treiben die Preise für Ölprodukte und Gas in die Höhe, halten die Inflationswerte hartnäckig hoch und zwingen die Zentralbanken zu Leitzinserhöhungen.

Zinsanstieg nicht auf die USA beschränkt

Auch in anderen grossen Industrieländern sind die Renditen von Staatsanleihen kräftig angestiegen. In Japan überschritten die Zinsen 10-jähriger Staatsanleihen die Marke von 3 Prozent – erstmals seit 1996. In Grossbritannien lagen die Langfristzinsen am 1. Oktober kurzzeitig über 6 Prozent, so hoch wie seit 30 Jahren nicht mehr. Zum Anstieg tragen auch höhere Laufzeitenprämien bei. Angesichts steigender Inflation und ohne Aussicht auf mehr Haushaltsdisziplin verlangen Anleger eine höhere Entschädigung für das Halten langfristiger Staatsanleihen.

Höhere Finanzierungskosten belasten

Das Erdbeben an den Kapitalmärkten dürfte nicht ohne Folgen bleiben. Im Gleichschritt mit den Renditen der Staatsanleihen ziehen auch die Zinsen für klassische Unternehmens- und Konsumkredite sowie Hypotheken an. Die Gefahr von Verwerfungen im Finanzsystem ist dadurch merklich grösser geworden. Steigende Kapitalmarktzinsen sind zudem für gewöhnlich Gift für Aktien. Sie bedeuten steigende Diskontierungssätze und verringern dadurch den heutigen Wert künftiger Unternehmensgewinne. Zugleich werden Anleihen als Anlagealternative attraktiver, während höhere Finanzierungskosten die Unternehmensgewinne belasten. Aktien bekommen den Zinsanstieg somit gleich von mehreren Seiten zu spüren.

Kaum Korrekturen an den Aktienbörsen

Bislang haben die Aktienmärkte jedoch kaum nachgegeben. Der amerikanische S&P 500 und der Nasdaq Composite Index notieren nahe ihren Rekordständen. Die britische, europäische und japanische Börse liegen Anfang Oktober alle nur etwa 5 Prozent unter ihren Jahreshochs vom Sommer. Nach dem finanzwirtschaftlichen Lehrbuch müsste die Reaktion heftiger ausfallen. Unter der Oberfläche haben Korrekturen allerdings schon stattgefunden. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den Börsen sind bereits deutlich gesunken. Anleger zahlen also weniger für jeden Dollar erwarteten Gewinns. An den Börsenbewertungen hat das bisher kaum Spuren hinterlassen, denn höhere Gewinnerwartungen haben die Bewertungen hochgehalten. Mittlerweile ist viel Positives schon eingepreist. Angesichts steigender Kosten dürfte es schwieriger werden, die Gewinnerwartungen weiter nach oben zu schrauben. Werden sie enttäuscht, dürften auch die Aktienkurse unter Druck geraten. Bei vielen Titeln hat der Rückgang längst eingesetzt. Im September überdeckten im S&P 500 allein die starke Entwicklung der grossen Technologiekonzerne die Schwäche der übrigen Aktien.

Andere Opfer?

Die Einschusslöcher könnten allerdings auch ausserhalb der Aktienmärkte liegen. Der Ausverkauf amerikanischer Staatsanleihen – von Finanzminister Scott Bessent als Fieber beschrieben – hat auf der anderen Seite des Atlantiks bereits

auf französische Staatsanleihen übergegriffen. Diese steuern auf eine ausgewachsene Krise zu. Der Renditeabstand zu deutschen Bundesanleihen hat sich Anfang Oktober deutlich stärker ausgeweitet als bei anderen europäischen Industrieländern. Es wurde der grösste Abstand seit der Eurokrise Ende 2011 erreicht. Mit einer Staatsschuld, die gemäss der Regierung nächstes Jahr auf 122 Prozent des BIP steigen dürfte, und einem aktuellen Haushaltsdefizit von 5,4 Prozent des BIP ist die fiskalische Glaubwürdigkeit Frankreichs arg angeschlagen. Politische Unsicherheiten im Vorfeld der anstehenden Budgetdebatte und den Präsidentschaftswahlen 2027 lassen die Nervosität weiter steigen.

Sichere Häfen sind wieder gesucht

Die wachsenden Sorgen um Frankreichs Staatsfinanzen entwickeln eine eigene Dynamik und drohen eine neue Eurokrise heraufzubeschwören. Seit Anfang September verlor der Euro gegenüber dem Dollar 3 Prozent an Wert. In den ersten Oktobertagen geriet dann auch der Dollar unter Druck.

Schwächere Arbeitsmarktdaten und taubenhafte Kommentare mehrerer Fed-Gouverneure dämpften die Erwartungen auf weitere US-Leitzinserhöhungen. In der Folge suchten viele Anleger Zuflucht im Schweizer Franken. Die Schweizer Währung gewann sowohl gegenüber dem Dollar als auch dem Euro merklich an Wert. Investoren steuern demnach wieder sichere Häfen an. Dies lässt vermuten, dass sich auch die bislang robusten Aktienmärkte nicht auf Dauer den Folgen der Zinsanstiege werden entziehen können.



Fredy Hasenmaile
Chefökonom
Raiffeisen Schweiz

Herausgeber

Raiffeisen Schweiz
Economic Research
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen
economic-research@raiffeisen.ch

Internet

raiffeisen.ch/wohnen
raiffeisen.ch/anlegen

Publikationen

Erfahren Sie in unseren Publikationen unsere
aktuelle Sicht auf die Finanzmärkte
raiffeisen.ch/maerkte-meinungen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre
lokale Raiffeisenbank
raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschliesslich allgemeinen Werbe- sowie Informationszwecken und ist nicht auf die individuelle Situation des Empfängers abgestimmt. Der Empfänger bleibt selbst für entsprechende Abklärungen, Prüfungen und den Beizug von Spezialisten (z. B. Steuer-, Versicherungs- oder Rechtsberater) verantwortlich. Erwähnte Beispiele, Ausführungen und Hinweise sind allgemeiner Natur, welche im Einzelfall abweichen können. Aufgrund von Rundungen können sich sodann Abweichungen von den effektiven Werten ergeben.

Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung resp. persönliche Empfehlung noch ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Das Dokument stellt insbesondere keinen Prospekt und kein Basisinformationsblatt gemäss Art. 35 ff. bzw. Art. 58 ff. FIDLEG dar. Die allein massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu den erwähnten Finanzinstrumenten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z. B. [Basis-]Prospekt, Fondsvertrag, Basisinformationsblatt (BIB) oder Jahres- und Halbjahresberichte) enthalten. Diese Unterlagen können kostenlos bei Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, Raiffeisenplatz, 9001 St.Gallen oder unter raiffeisen.ch bezogen werden. Finanzinstrumente sollten nur nach einer persönlichen Beratung und dem Studium der rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente sowie der Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erworben werden. Entscheide, die aufgrund dieses Dokuments getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Empfängers. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität, Sitz oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen beschränkt ist. Bei den aufgeführten Performancedaten handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Entwicklung geschlossen werden kann.

Das vorliegende Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen. Diese widerspiegeln Einschätzungen, Annahmen und Erwartungen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung. Aufgrund von Risiken, Unsicherheiten und anderen Faktoren können die künftigen Ergebnisse von den zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Entsprechend stellen diese Aussagen keine Garantie für künftige Leistungen und Entwicklungen dar. Zu den Risiken und Unsicherheiten zählen unter anderem die im [Geschäftsbericht der Raiffeisen Gruppe](#) beschriebenen Risiken und Unsicherheiten.

Raiffeisen Schweiz sowie die Raiffeisenbanken unternehmen alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten und Inhalte zu gewährleisten. Sie übernehmen aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen und haften nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung und Verwendung dieses Dokumentes oder dessen Inhalts verursacht werden. Insbesondere haften sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Raiffeisen Schweiz ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren. In Bezug auf allfällige, sich ergebende Steuerfolgen wird jegliche Haftung abgelehnt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung von Raiffeisen Schweiz weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt und/oder weitergegeben werden.