

Die W&P Current Perspectives: Trotz SNB-Entscheid: Der Schweiz droht ein Zinsanstieg

Die aktuellen Kapitalmarktzinsen in der Schweiz erscheinen anhand der historischen Beziehung zwischen Zins, Inflation und Konjunktur als deutlich zu niedrig. Selbst bei einer weiteren Senkung des Leitzinses durch die SNB bliebe ein beachtliches Ungleichgewicht bestehen. Das birgt erhebliche Risiken für die Konjunktur und die Bewertung von Anlagen. // Johannes von Mandach & Carla Ganzoni

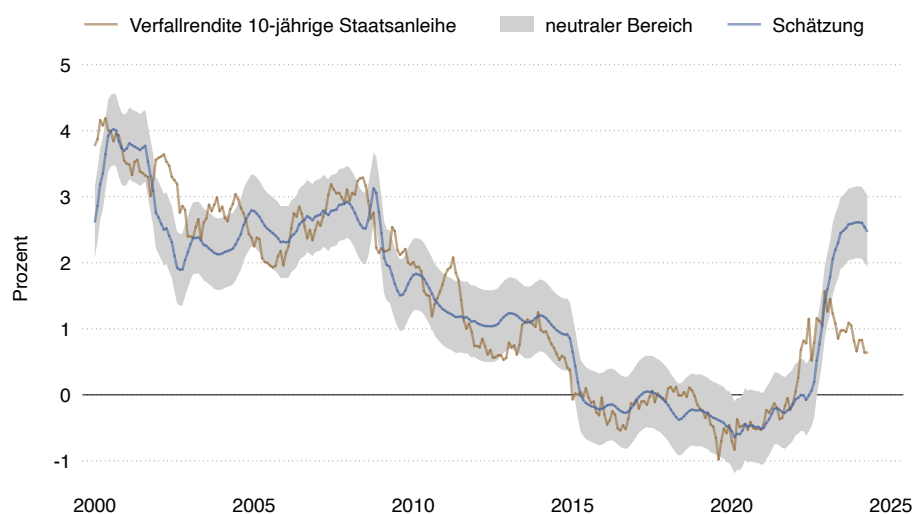
Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im März als erste und bislang einzige westliche Notenbank nach dem starken Inflationsanstieg der letzten Jahre ihren Leitzins wieder gesenkt. Obwohl der Zeitpunkt der SNB-Entscheidung und ihr Alleingang eher überraschend waren, gab es für die Lockerung der Geldpolitik durchaus Gründe. So hat sich die Inflation in der Schweiz deutlich abgeschwächt und die konjunkturelle Lage ist fragil.

Viel erstaunlicher und schwieriger nachzuvollziehen als die Senkung des Leitzinses, der die Bedingungen am kurzfristigen Geldmarkt bestimmt, ist die aktuelle Entwicklung am langen Ende der Zinskurve. So schwankt die Verfallrendite einer 10-jährigen Schwei-

zer Staatsanleihe, ein wichtiger Referenzpunkt für das langfristige Zinsniveau, derzeit um die Marke von 0.7 Prozent. Investoren erhalten also für eine 10-jährige Ausleihe an den Schweizer Staat nur rund die Hälfte der Rendite, die sie bei einer kurzfristigen Anlage am Geldmarkt erzielen könnten. Man spricht in dieser Situation, in der das kurzfristige über dem langfristigen Zinsniveau liegt, auch von einer Inversion der Zinskurve. Diese Situation ist ungewöhnlich. Investoren werden üblicherweise für eine längere Ausleihe besser entschädigt, da sie in vielerlei Hinsicht ein höheres Risiko eingehen.

Eine historische Analyse zeigt, dass die Differenz zwischen dem langfristigen und dem kurzfristigen

Effektive und zu erwartende Verfallrendite 10-jähriger Staatsanleihen



Die Grafik zeigt die effektive Verfallrendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen und diejenige Rendite, die aufgrund der aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen zu erwarten wäre. Unsere Schätzungen auf der Grundlage von Zins, Inflation und Konjunktur ergeben eine Verfallrendite 10-jähriger Staatsanleihen von rund 2.4 Prozent. Die tatsächlichen Zinsen liegen aber bei lediglich 0.7 Prozent, was auf zu niedrige Kapitalmarktzinsen und auf ein erhebliches Ungleichgewicht schliessen lässt.

Quelle: LSEG, Wellershoff & Partners

Zinsniveau wesentlich von zwei Faktoren beeinflusst wird: der Inflation und der Konjunktur. Investoren am Kapitalmarkt verlangen in Erwartung starker Inflation eine hohe Rendite, um den erwarteten Kaufkraftverlust auszugleichen. Das lässt die langfristigen Zinsen steigen. Gleichzeitig bestimmt der Wirtschaftsverlauf wesentlich die Gewinnerwartungen der Unternehmen und somit den Spielraum für Investitionen und die Nachfrage nach Kapital.

Langfristiges Zinsniveau deutlich zu tief

Überträgt man diese historische Beziehung auf die aktuellen Bedingungen, also eine Kerninflation von 1.0 Prozent und eine leicht überdurchschnittlich ausgelastete Wirtschaft, würde man eine Differenz zwischen den lang- und kurzfristigen Zinsen von 90 Basispunkten erwarten. In Anbetracht des kurzfristigen Leitzinses von 1.5 Prozent müsste die Verfallrendite 10-jähriger Staatsanleihen daher bei 2.4 Prozent liegen. Der Unterschied dieses historischen Erwartungswerts zur aktuellen, tatsächlichen Verfallrendite ist mit 1.7 Prozentpunkten enorm und statistisch signifikant. Die durchschnittliche Abweichung der Schätzung zum effektiven Wert betrug in den letzten 24 Jahren nur 0.5 Prozentpunkte.

Dies verdeutlicht, dass zurzeit erhebliche Ungleichgewichte auf dem Schweizer Kapitalmarkt bestehen. Selbst in Erwartung einer weiteren deutlichen Senkung der Leitzinsen durch die SNB scheint das derzeitige langfristige Zinsniveau zu niedrig. Um dieses unter den aktuellen inflationären und konjunkturellen Bedingungen zu rechtfertigen, müssten die SNB-Leitzinsen im negativen Bereich bei -0.2 Prozent liegen. Sogar unter der Annahme von Null-Inflation wäre das langfristige Zinsniveau kaum nachvollziehbar und würde zusätzlich einen Leitzins bei lediglich 0.8 Prozent bedingen. Daher liegt der Schluss nahe, dass das derzeitige Zinsniveau am Kapitalmarkt nicht nachhaltig ist und ein erhebliches Aufwärtspotenzial aufweist. Dies ist in vielerlei Hinsicht bemerkenswert.

Risiken für Konjunktur und Bewertung von Anlagen

Denn im Widerspruch zum Narrativ der öffentlichen Diskussion sind für die Wirtschaft und Finanzmärkte vor allem die Zinsen am Kapitalmarkt, und nicht die durch die Nationalbank definierten Leitzinsen, entscheidend. Langfristige Investitionsentscheidungen werden zwangsläufig vom langfristigen Zinsniveau beeinflusst und den Bedingungen, unter denen sich Unternehmen oder Regierungen über einen längeren Zeitraum finanzieren können. Auch die Zinssätze für Festhypotheken sind eng mit den Kapitalmarktzinsen verbunden. Darüber hinaus beeinflussen die langfristigen Zinssätze die Bewertungen von Anleihen, Aktien und anderen Finanzinstrumenten, da Investoren ihre Renditeerwartungen an die aktuelle Zinslandschaft anpassen.

Eine Korrektur des langfristigen Zinsniveaus hätte entsprechend weitreichende Auswirkungen. Es droht ein Anstieg der Finanzierungskosten, der sich nicht nur auf Unternehmen, sondern auch auf private Schulden wie Hypotheken auswirken würde. Dies ist besonders besorgniserregend, da die Schweiz weltweit die höchste Privatverschuldung aufweist. Zudem könnten Schweizer Anlagen wie Aktien und Immobilien einen spürbaren Wertverlust erleiden. Ein Szenario, mit dem wir uns selbst im Falle einer weiteren Senkung des SNB-Leitzinses ernsthaft auseinandersetzen müssen.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Autoren // Johannes von Mandach & Carla Ganzoni
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.
Redaktionsschluss: 23. April 2024