

Nach 35 Jahren droht nun die Zinswende

Die Zinsen sind aus historischer Sicht nicht nur tief, sondern verharren in der Schweiz schon einige Zeit im negativen Territorium. Etwa 50 Prozent des Volumens aller 1308 Schweizer Frankenanleihen im Swiss Bond Index verfügt über eine negative Rendite bis zur Fälligkeit.

Entweder sind deren Eigentümer bereits in den Winterschlaf getreten, oder es tritt wieder einmal das ein, was typisch und zugleich gefährlich ist: Man beobachtet vielleicht die letzten Monate, bestenfalls die letzten Quartale, und wenn diese keine Veränderung anzeigen, wird einfach davon ausgegangen, dass der gegenwärtige Zustand auch weiterhin anhält. Das ist die Kurzsichtigkeit des Investors – dokumentiert in zahlreichen Studien. Diese

Kurzsichtigkeit tritt auch bei Banken auf. In den letzten Jahren sind die Zinsen auf ein Niveau gefallen, das vielen unbekannt war, als unerreichbar tief galt und in keinem ökonomischen Lehrbuch überhaupt als möglich erschien. Zunächst hat man sich gegen allfällige Zinserhöhungen abgesichert. Dies wiederum hat die Zinsmarge geschmälert. Und weil keine Zinserhöhungen eingetroffen sind, gingen immer mehr Banken dazu über, sich die Absicherungskosten zu ersparen.

Die Kurzsichtigkeit tritt auch bei den Hauseigentümern auf. Rund 75 Prozent der hypothekarisch gesicherten Kreditverträge sind kurzfristig ausgerichtet. Nur gerade ein Viertel der Kreditverträge verfügen über eine Restlaufzeit von mehr

als fünf Jahren. Dabei sind wir bei der Zinsbelastung für 10- und 15-jährige Hypothekarkredite auf einem Niveau, das historisch als herausragend betrachtet werden muss. Aber die längerfristigen Kredite kosten ein bisschen mehr als die kurzfristigen, folglich wird an dieser Differenz gespart – ohne weitere Absicherungen.

Man braucht allerdings nicht ein Nobelpreisträger in Wirtschaftswissenschaften zu sein, um das gegenwärtige Zinsniveau als äussert instabil zu beurteilen. Es ist aus einer globalen Notoperation entstanden, und das Vorgehen war äusserst unkonventionell. Jetzt folgt schrittweise der Weg zurück in die Normalität.

Die europäische Wirtschaft wächst wohl auch in diesem

Jahr stärker als die US-Wirtschaft. Nominell beträgt das Wachstum rund 4 Prozent, im kommenden Jahr vermutlich etwas mehr. In diese Landschaft passen Leitzinssätze von –0,4 Prozent der Europäischen Zentralbank und –0,75 Prozent der Schweizerischen Nationalbank nicht.

Ziemlich sicher stehen wir mitten in einem säkularen Wendemanöver. Nach einem 35-jährigen Trend der Zinssenkung wird die Wende jeden Tag augenfälliger. Damit mutieren insbesondere die langfristigen risikolosen Zinspapiere (z. B. Staatsanleihen) zu zinslosen Risikopapieren. Absicherung könnte bald stark nachgefragt werden – von allen Seiten. Nehmen Überlegungen zu steigenden Zinsen in der Medienberichterstattung zu, be-

ginnt die Nervosität erst recht. Doch droht nicht nur ein Schneebrett, sondern eine grosse Lawine, in der immer mehr mitgerissen werden.

Wenn die Privatkundschaft nach langfristigen Hypothekarkrediten nachfragen wird, werden die Banken mehr Absicherung suchen. Auf dem Markt, auf dem diese Absicherungstransaktionen gehandelt werden, gesellt sich mit den Anleihenbesitzern eine weitere Gruppe hinzu, die Absicherung suchen wird. Nun wissen wir aber, dass die Märkte so lange funktionieren, wie sie liquide sind. In der Schweiz könnte sich der Absicherungsmarkt bald als zu klein und zu illiquide erweisen. Für das Gegengeschäft («Payer Swap») werden die Käufer fehlen – zu den gegenwärtigen Konditionen.

Das wird die Zinsen rascher in die Höhe treiben als von den allermeisten erwartet. Dies wird gewiss eintreten, aber den Zeitpunkt kennen wir nicht. Es kann im ersten Quartal 2018 oder auch im letzten sein. Dann werden wir immer noch weit von «normalen» Zinsen entfernt sein. Sicher ist: So günstig wie heute wird man sich bald nicht mehr absichern können.



Maurice Pedergrana
Professor für Banking und Finance an der Hochschule Luzern – Wirtschaft und Studienleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ).