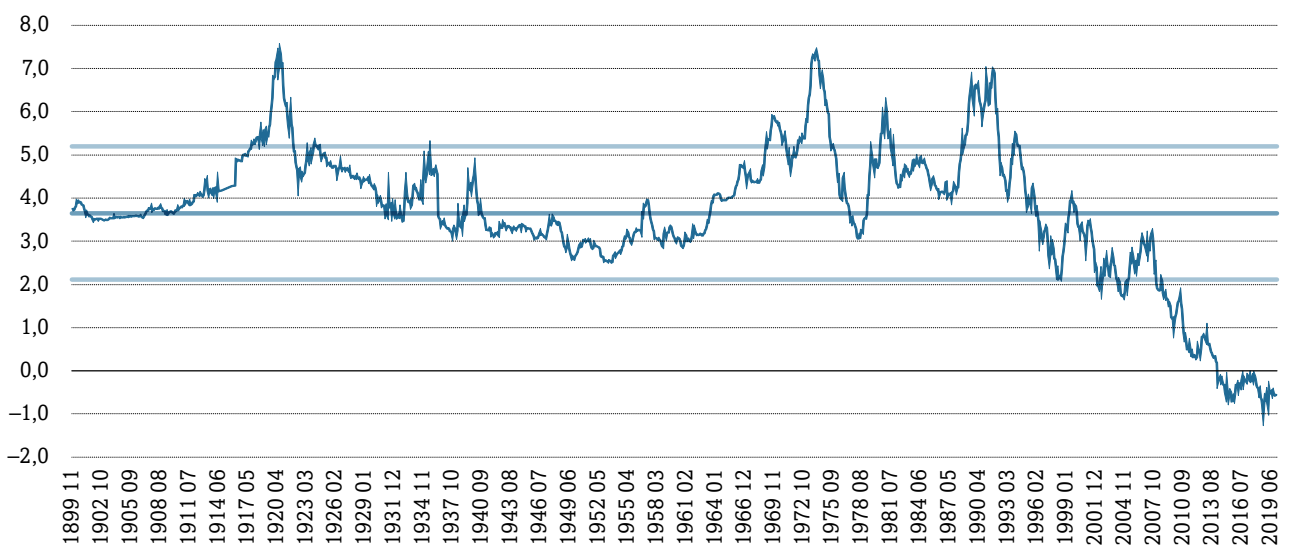


## Zinsen, Zyklen und Zaster

Dr. Thomas Hauser

**Steigen die Zinsen – und wenn ja, wann? Was geschieht dann mit den Vermögenswerten wie Aktien und Anleihen? Die ehrliche Antwort zur ersten Frage ist: Man weiss es nicht. Ein Blick auf die Schweizer Zinsen der letzten rund 130 Jahre seit Ende 1899 und auf die entsprechenden Aktien- und Anleihenrenditen, welche für die Schweiz ab 1926 vorliegen, kann uns aber einige Erkenntnisse zur zweiten Frage liefern.**

### Renditen von Obligationen der Eidgenossenschaft



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

Historisch betrachtet lag das Zinsniveau im Mittel bei 3,6% und bewegte sich in 78% aller Fälle im Bereich von 2,1% bis 5,2% (+/- 1 Standardabweichung); diese Werte sind in der Grafik als Linien eingezeichnet. In dieser langen Periode gab es lediglich drei bemerkenswerte Zinsausreisser nach oben:

- Mit dem Ersten Weltkrieg endete die Periode des internationalen Goldstandards, so dass in Folge des Krieges die Schweiz mit einem Inflationsschub von in der Spitze über 25% zu kämpfen hatte. Deshalb stiegen auch die Zinsen an.
- Wegen der ersten Ölkrise schossen 1973 die Inflation und die Zinsen abermals in die Höhe.
- Um im Nachgang zum Crash im Oktober 1987 eine Rezession zu verhindern, verfolgte die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine expansive Geldpolitik, die zu Inflation führte. Anfang der 1990er Jahre riss die SNB mit Zinserhöhungen das Steuer herum.

Ein Ausbrechen der Zinsen aus dem Normalbereich nach unten ist erst seit der Finanzkrise ab 2009 zu beobachten. Die Zinsen sanken in der Schweiz auf ein historisch einmalig tiefes Niveau und sogar ins Negative. Einerseits gibt es dafür reale Gründe wie beispielsweise der hohe Bevölkerungsanteil im sparsintensiven Alter zwischen 40 und 60 Jahren oder die tiefere Investitionsneigung seit der Finanzkrise, was den Realzins gedrückt haben dürfte. Andererseits erfolgte aber auch eine weltweit einzigartige Flutung der Wirtschaft mit Liquidität durch die Notenbanken, die noch kein Ende gefunden hat.

In der obigen Grafik lassen sich für die Zeit ab 1926 grob drei Perioden unterscheiden: Sinkende Zinsen bis 1953, steigende Zinsen von 1954 bis 1992 sowie erneut sinkende Zinsen ab 1993. In der Tabelle anbei finden sind die Wertschriftenrenditen für diese drei Perioden.



## Wertschriftenrenditen (pro Jahr) und Zinszyklen

Zyklus	Periode	Normale Rendite		Inflation	Reale Rendite	
		Aktien	Obligationen		Aktien	Obligationen
Sinkende Zinsen	1926–1953	6,3%	4,1%	1,2%	5,0%	2,9%
Steigende Zinsen	1954–1992	8,2%	4,6%	3,5%	4,6%	1,1%
Sinkende Zinsen	1993–2020	8,7%	3,8%	0,6%	8,1%	3,1%

Quelle: Pictet, eigene Berechnungen

Folgende Feststellungen lassen sich machen:

- Die nominalen Renditen der Obligationen sind erstaunlich stabil über die Zinszyklen.
- Die nominalen Renditen der Aktien verzeichneten unabhängig von den Zinszyklen über die Zeit eine leichte Steigerung.
- Die realen Renditen der Obligationen, also nach Bereinigung um die Inflation, sind bei steigenden Zinsen erwartungsgemäss deutlich geringer als bei sinkenden Zinsen.
- Die realen Renditen von Aktien waren über die beiden ersten Zinszyklen erstaunlich stabil, seit 1993 aber signifikant höher wegen der Kombination aus hoher Nominalrendite und sehr geringer Inflation.
- Die Risikoprämie für Aktien, also die Aktienabzüglich der Obligationenrendite, hat mit 2,2%, 3,6% und 4,9% kontinuierlich zugenommen.

Nach diesen rückwärtsgerichteten Feststellungen drängt sich natürlich die Frage auf, was daraus für die Zukunft abgeleitet werden kann. Die Zinsen sind derart tief, dass sie entweder tief bleiben oder steigen können. Für Aktien scheint es daher ratsam, eher von einer Realrendite wie in der Phase von 1954 bis 1992 auszugehen. Zudem lässt sich folgern, dass bei dieser Ausgangslage Realwerten wie Aktien in einem Vermögen für die nächsten Jahre weiterhin eine wichtige Rolle sowohl für den Substanzerhalt als auch die laufende Ertragsgenerierung zukommen wird.

Neben Aktien sind natürlich auch Immobilien Realwerte. Was lässt sich dazu sagen? Leider gibt es für die Schweiz erst Daten ab 1970. Die Rendite von 1970 bis 1992 war bei steigenden Zinsen nominal 7,7% (real 3,3%) und ab 1993 bei sinkenden Zinsen 6,6% (real 6,0%). Die Nominalrendite war ähnlich wie bei den Obligationen nicht stark vom Zinszyklus abhängig, aber leicht höher bei steigenden Zinsen. Langsame Zinsveränderungen scheinen also für Immobilien kein Problem. Anders ist es bei schnellen Bewegungen. Obschon der Zinstrend bereits sinkend war, schossen die Zinsen von Anfang 1994 bis Anfang 1995 um 1,2%-Punkte nach oben. In dieser kurzen Phase verloren die Immobilien –21% (zum Vergleich: globale Aktien in CHF –15%), sie war damals ein Kapitel der letzten grossen und langen Immobilienkrise in der Schweiz. Bei einer schnellen Zinsbewegung würden aber nicht nur die Immobilien leiden, es gäbe auch Turbulenzen andernorts – nicht zuletzt in den Bankbilanzen. So bleibt den Anlegern nichts, ausser zu hoffen, dass sich die Zinsen zurück zur Normalität bewegen – aber langsam.

---

**DR. THOMAS HAUSER**, geschäftsführender Partner der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG in Baar.