

SFI Public Discussion Note

Negativzinsen



März 2020 (Informationen bis Mitte Februar 2020)

Einführung



Prof. Dr. Philippe Bacchetta
*SFI-Senior Chair und
Universität Lausanne*



Prof. Dr. Urs Lendermann
*Hochschule der
Deutschen Bundesbank*



Prof. Dr. Alfred Mettler
*SFI-Adjunct Professor und
University of Miami*



Dr. Markus P.H. Bürgi
*Mitglied des Managements,
Swiss Finance Institute*

In den letzten Jahren haben die Zentralbanken mehrerer Länder die kurzfristigen Zinssätze bis in den negativen Bereich gesenkt (Dänemark, Euro-Währungsgebiet, Japan, Schweden bis Dezember 2019, Schweiz), und in einigen Fällen sind sogar die langfristigen Marktzinsen negativ geworden. Daher überrascht es nicht, dass Negativzinsen zu einem Schwerpunkt der wirtschaftlichen Diskussion geworden sind. In der Schweiz, dem Land mit den derzeit niedrigsten Negativzinsen, ist die Debatte über die Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft dieses Phänomens und seine Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft besonders ausgeprägt. Ähnliche Diskussionen finden auch in der Eurozone im Hinblick auf die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) statt. Selbst der US-Präsident twitterte im September 2019, dass das Federal Reserve die Zinsen "auf NULL oder weniger" senken sollte, damit die USA ihre Schulden refinanzieren können.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) erklärt regelmässig die grundlegenden wirtschaftlichen Gründe für negative Zinssätze und erläutert auch, warum sie noch einige Zeit negativ bleiben könnten. Dennoch wird die aktuelle Situation von einer wachsenden Zahl kritischer Beobachter als zunehmend schwierig eingeschätzt. Die Diskussion dreht sich dabei um die grundlegende Frage, ob die Vorteile der gegenwärtigen Politik immer noch deren Nachteile überwiegen (u.a. niedrige Sparerträge, Preissteigerungen bei Vermögenswerten, Anreize zum Eingehen von Risiken oder die angespannte Situation der Pensionskassen). Es ist klar, dass die Geldpolitik der SNB letztlich die gesamte Schweizer Wirtschaft – und damit auch die Schweizer Bevölkerung – beeinflusst. Aber könnte die SNB Negativzinsen wirklich vermeiden?

Vor diesem Hintergrund ist es Ziel dieser Public Discussion Note, die Entwicklung des negativen Zinsumfelds darzustellen, die positiven und negativen Folgen der aktuellen Situation für die Schweiz zu erklären und mögliche zukünftige Entwicklungen aufzuzeigen.

Diese Publikation gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und entspricht nicht zwingend jener der Deutschen Bundesbank, des Swiss Finance Institute, der Universität Lausanne, der University of Miami oder deren Mitarbeiter.



Mit den Public Discussion Notes fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv eine fundierte Diskussion von Themen, die für die Finanzindustrie, Politik und Wissenschaft relevant sind. Darüber hinaus macht das SFI die gewonnenen Erkenntnisse mittels Forschung, Publikationen, Master Classes, Konferenzen und Weiterbildungskurse zugänglich.

Rückblick: Wie sind Negativzinsen entstanden?

Die SNB hat das Mandat, die Geld- und Währungs-politik des Landes als unabhängige Zentralbank zu führen. Sie ist durch die Schweizer Verfassung und das Gesetz verpflichtet, im Einklang mit den Interessen des ganzen Landes zu handeln.

Ihr vorrangiges Ziel ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.

Angesichts der geographischen Lage der Schweiz und der Bedeutung des Handels für die Schweizer Wirtschaft wird deutlich, dass der Wechselkurs zwischen Schweizer Franken (CHF) und Euro (EUR) für das Land von entscheidender Bedeutung ist. Rund zwei Drittel des Schweizer Bruttoinland-produktes (BIP) basieren auf Exporten und rund 54% auf Importen. Ein fundierter Blick auf die Statistik des BIP zeigt, dass die Europäische Union (EU) der mit Abstand wichtigste Handels-partner darstellt. Rund 45% der Exporte und 63% der Importe basieren auf dem Handel mit der EU. (Quelle: Bundesamt für Statistik)

Nach der Einführung des Euro im Jahr 2002, und bis etwa 2010, schwankte der Wechselkurs in einer Bandbreite von ungefähr 1.45-1.65 CHF pro EUR. Für die Schweizer Exportindustrie war dies ein ziemlich stabiler und vorhersehbarer Wechselkurs, der es ihr ermöglichte, hochwertige und hochspezialisierte Waren und Dienstleistungen zu wettbewerbsfähigen Preisen zu exportieren. Darüber hinaus ermöglichte dieser Wechselkurs dem Schweizer Detailhandel (und insbesondere den Geschäften in den Grenzgebieten) trotz des leicht höheren inländischen Preisniveaus wettbewerbsfähig zu bleiben.

Ende 2009 begann sich die Situation auf den Devisenmärkten zu ändern. Nach der Finanzkrise blieben die Wachstumsraten weltweit niedrig, der EUR und der U.S.-Dollar (USD) begannen gegenüber den meisten Währungen zu schwächeln, und der CHF wurde wieder (wie schon mehrfach in der Vergangenheit) zu einem "sicheren Hafen" für

ausländische Investitionen. Zwischen Januar 2010 und September 2011 wertete sich der CHF gegenüber dem EUR von etwa 1.50 CHF pro EUR auf etwa 1.10 CHF pro EUR auf, was einer Aufwertung von rund 30% entspricht. Dies erzeugte einen erheblichen Druck auf die Exportindustrie und sowohl die Wirtschaftsverbände als auch die Gewerkschaften in der Schweiz riefen die SNB nachdrücklich dazu auf, Massnahmen zur Schwächung des CHF zu ergreifen. Auch die Befürchtung, dass ein starker CHF deflationäre Tendenzen für die Schweizer Wirtschaft schaffen könnte, wurde in Wirtschaftskreisen und in der Presse breit diskutiert. Während dieser Zeit gab die SNB keine öffentlichen Erklärungen zu ihrer Wechselkurspolitik ab, aber aufgrund der vierteljährlichen Berichte der SNB wurde klar, dass es zu verschiedenen Zeiten ad hoc Deviseninterventionen gegeben hatte.

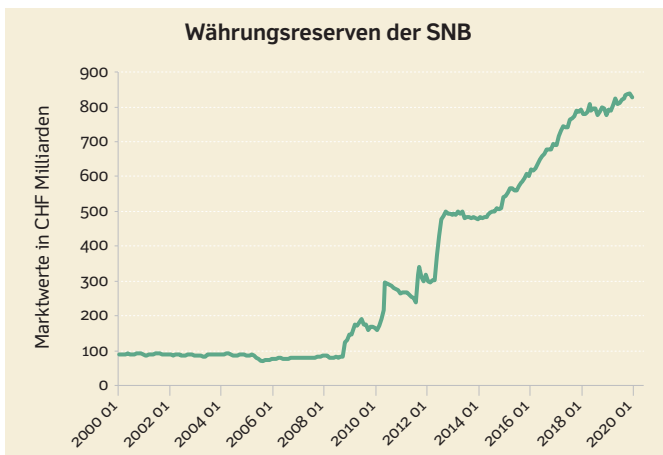
Im September 2011 beschloss die SNB, ihren Ansatz zu ändern. Am Vormittag des 6. Septembers 2011 berief das Direktorium der SNB eine Pressekonferenz ein, bei welcher ihr damaliger Präsident ankündigte, die SNB toleriere "[...] am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1.20. Die Nationalbank wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen."

Innerhalb weniger Stunden stabilisierte sich der CHF/EUR Wechselkurs bei circa 1.23 CHF/EUR. Für die nächsten Jahre blieb dieser ziemlich stabil und bewegte sich innerhalb einer Bandbreite von ungefähr 1.20–1.24 CHF/EUR. Dies erlaubte der Schweizer Exportindustrie, den CHF/EUR Wechselkurs mit grosser Sicherheit zu antizipieren und gab ihr eine stabile und vorhersehbare Grundlage für die Investitions- und Finanzprognose.

Nach der Einführung der Untergrenze für den EUR musste die SNB zunächst kaum in den Markt eingreifen. Die offiziellen Währungsreserven blieben mit rund 300 Milliarden Franken einigermaßen stabil. Anfang 2012 zwangen jedoch die Eurokrise und die

Diskussionen über die Situation Griechenlands (und anderer Länder des Euroraums) die SNB zu häufigeren Interventionen, und bis Mitte 2012 waren die offiziellen Währungsreserven bereits auf rund 500 Milliarden Franken angewachsen. Während in der Schweiz die Besorgnis über die Auswirkungen des Währungsregimes der SNB wuchs, änderte sich die Situation am 26. Juli 2012, als der EZB-Präsident seine berühmte Ankündigung äusserte: "Im Rahmen unseres Mandats ist die EZB bereit, alles zu tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird reichen...". Diese Erklärung beruhigte die Märkte schnell und wirkte sich auch unmittelbar auf das Wachstum der offiziellen Währungsreserven der SNB aus. Während der nächsten zwei Jahre blieben diese mehr oder weniger stabil.

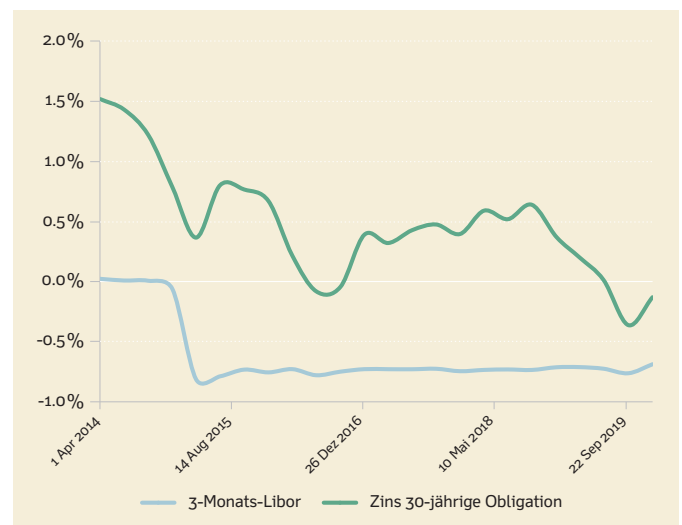
In der zweiten Hälfte des Jahres 2014 verstärkten mehrere wirtschaftliche Ereignisse den Druck auf den CHF und damit auf die EUR-Obergrenze, was die SNB zwang, erneut an den Devisenmärkten zu intervenieren. Erstens hatte sich der EUR gegenüber dem USD von etwa 1.40 auf 1.18 USD pro EUR abgeschwächt, und infolge des Mindestkurses des CHF zum EUR hatte sich der CHF auch gegenüber dem USD abgeschwächt. Zweitens kam die Diskussion über einen möglichen "Grexit" wieder auf, die zusammen mit dem wirtschaftlichen Abschwung Russlands und anderer Länder erneut die "Safe-Haven-Funktion" des CHF ins Spiel brachte. Drittens hatte der EZB-Rat ab Sommer 2014 eine Reihe von Massnahmen ergriffen, um seinen geldpolitischen Kurs angesichts der sinkenden Inflation weiter zu lockern. Zu diesen Massnahmen gehörte die allmähliche Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – des Referenzzinssatzes für die Märkte des Euroraums – in den negativen Bereich. Nachdem dieser seit Juli 2012 bei 0% gelegen hatte, wurde er im Juni 2014 auf -0.1% und dann im September 2014 auf -0.2% gesenkt. Viertens, und wahrscheinlich am wichtigsten, hatte die EZB begonnen, offen über die Möglichkeit zu diskutieren, im Januar 2015 ein Programm zur quantitativen Lockerung (*Quantitative Easing—QE*) zu starten. Ein solches würde die EUR-Zinsen weiter senken und damit den Abwärtsdruck auf den EUR bzw. den Aufwärtsdruck auf den CHF erhöhen.



Angesichts dieser Entwicklungen begannen viele Ökonomen und Politiker in der Schweiz, die Interventionen der SNB und die Höhe der offiziellen Währungsreserven, die inzwischen rund 85 % des Schweizer BIP erreicht hatten, zu hinterfragen. Die SNB verteidigte jedoch weiterhin öffentlich ihre Position und versprach, ihre Geldpolitik und -strategie aufrechtzuerhalten. Als zusätzliche und überraschende Massnahme kündigte die SNB Mitte Dezember 2014 an, dass sie ab dem 22. Januar 2015 (dem Datum der nächsten EZB-Sitzung) einen negativen Zinssatz von -0.25% auf Sichteinlagen einführen werde.

Anfang Januar 2015 stieg der Druck auf den CHF noch weiter an. Bereits in den ersten beiden Januarwochen 2015 musste die SNB zur Aufrechterhaltung der Obergrenze massiv an den Devisenmärkten intervenieren, während die QE-Entscheidung der EZB immer noch ausstand. Am 15. Januar 2015 schliesslich kündigte die SNB um 10.30 Uhr Schweizer-Zeit (Mittlere Greenwich-Zeit plus 1) in einer Pressemitteilung an, dass sie den Mindestkurs aufheben und gleichzeitig die Zinssätze für Sichteinlagen auf -0.75% senken werde. Wiederum eine Woche später, am 22. Januar 2015, kündigte der EZB-Rat an, dass er den Ankauf von Anleihen europäischer Regierungen und Institutionen auf einen Betrag von bis zu 60 Milliarden Euro pro Monat ausdehnen werde.

Zunächst war die Einführung negativer Zinssätze durch die SNB als vorübergehende Massnahme gedacht. Doch fünf Jahre später liegen nicht nur die kurzfristigen CHF-Zinsen immer noch bei -0.75% , sondern auch die langfristigen Zinssätze sind negativ geworden.



Seit Januar 2015 ist der kurzfristige CHF-Zinssatz konstant bei -0.75% . Die SNB intervenierte in dieser Zeit jedoch weiterhin an den Devisenmärkten, was sich in einer Erhöhung der offiziellen Währungsreserven auf rund 840 Milliarden Franken bis September 2019 (rund 120 % des Schweizer BIP) widerspiegelt. Ein Grund für diese Interventionen war, dass die EZB die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0.3% im Dezember 2015, auf -0.4% im März 2016 und schliesslich auf -0.5% im September 2019 fortgesetzt hatte. Diese Politik der Negativzinsen sowohl der SNB als auch der EZB wurde immer wieder kontrovers diskutiert. Es war zwar offensichtlich, dass die wirtschaftliche und fiskalische Situation aussergewöhnlich war, aber es war unklar, wie diese schwierige Situation am besten angegangen und nachhaltig gelöst werden konnte.

Warum sind die Zinssätze negativ? Eine ökonomische Erklärung

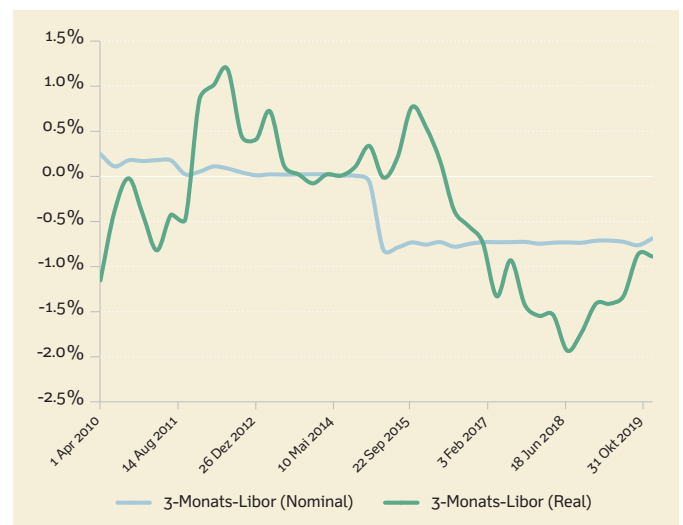
Um die aktuelle Situation zu verstehen, ist es entscheidend, zwischen den verschiedenen Arten von Zinssätzen zu unterscheiden: kurzfristige, langfristige, nominale und reale Zinssätze.

Kurz- und langfristige Zinssätze

Die kurzfristigen Zinssätze, z.B. der 3-Monats-Libor, liegen in der Regel sehr nahe bei dem von der Zentralbank festgelegten Zinssatz. Wenn Geschäftsbanken beispielsweise Einlagen bei der SNB mit einem Zinssatz von -0.75% halten können, werden sie sich auch gegenseitig Kredite zu einem ähnlichen Zinssatz gewähren. Daher liegt der Interbanken-Zinssatz nahe am Zinssatz der SNB. Im Gegensatz dazu werden die langfristigen Zinssätze, z.B. die Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen, von den Märkten bestimmt, insbesondere von den Erwartungen bezüglich der zukünftigen Inflation und der zukünftigen Zinssätze.

Nominal- und Realzinssätze

Der Zinssatz der SNB von -0.75% ist ein nominaler Zinssatz. Ebenso werden alle Zinssätze und Renditen in der Regel in nominalen Grössen genannt. Für Sparer und Anleger ist jedoch die inflationsbereinigte reale Rendite von Bedeutung. Wenn beispielsweise die nominale Rendite 3% und die Inflation 2% betragen, beträgt die reale Rendite $3\% - 2\% = 1\%$. Ende 2019 betrug die Inflation in der Schweiz ungefähr 0.5% , sodass sich der reale kurzfristige Zins auf $-0.75\% - 0.5\% = -1.25\%$ belief. Interessant ist, dass zwar die nominalen Zinssätze in der Schweiz bis 2015 immer positiv waren, es aber durchaus zuvor schon Perioden mit negativen realen Zinssätzen gegeben hatte. In Deutschland waren negative Realzinsen auf Einlagen in den letzten Jahrzehnten sogar eher die Norm als die Ausnahme.



Was bestimmt die Höhe der Zinssätze?

Die realen langfristigen Zinssätze werden durch fundamentale wirtschaftliche Variablen (Sparen und Investitionen) bestimmt. Wenn beispielsweise die Ersparnisse gross und/oder die Investitionen schwach sind, sinken die Realzinsen, da es zu einem Überangebot an Geld kommt. Da sich die Realzinsen in verschiedenen Ländern zunehmend synchron entwickeln, ist die globale Sicht entscheidend. In den letzten vier Jahrzehnten hatte das globale Sparen stärker zugenommen als die globalen Investitionen, sodass die globalen Realzinsen stetig gesunken sind. Sie sind nunmehr in mehreren Ländern nahe Null oder sogar negativ. Die Gründe für die Zunahme des Sparens und die relative Stagnation der Investitionen sind vielfältig. Zum Beispiel blieben das Wachstum und damit die Investitionen in den letzten Jahren hinter den Erwartungen zurück. Die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit hat das Sparen stimuliert. Zudem haben sich demographische Faktoren verschoben (alternde Bevölkerung), welche das Sparverhalten weiter verändern werden.

Langfristige Nominalzinssätze werden ermittelt, indem die erwartete Inflation zu den realen Zinssätzen hinzugerechnet wird. Je höher die

erwartete Inflation in einem Land ausfällt, desto wahrscheinlicher ist es, dass die nominalen Zinssätze positiv sind. In den letzten Jahren ging die Inflation jedoch weltweit zurück.

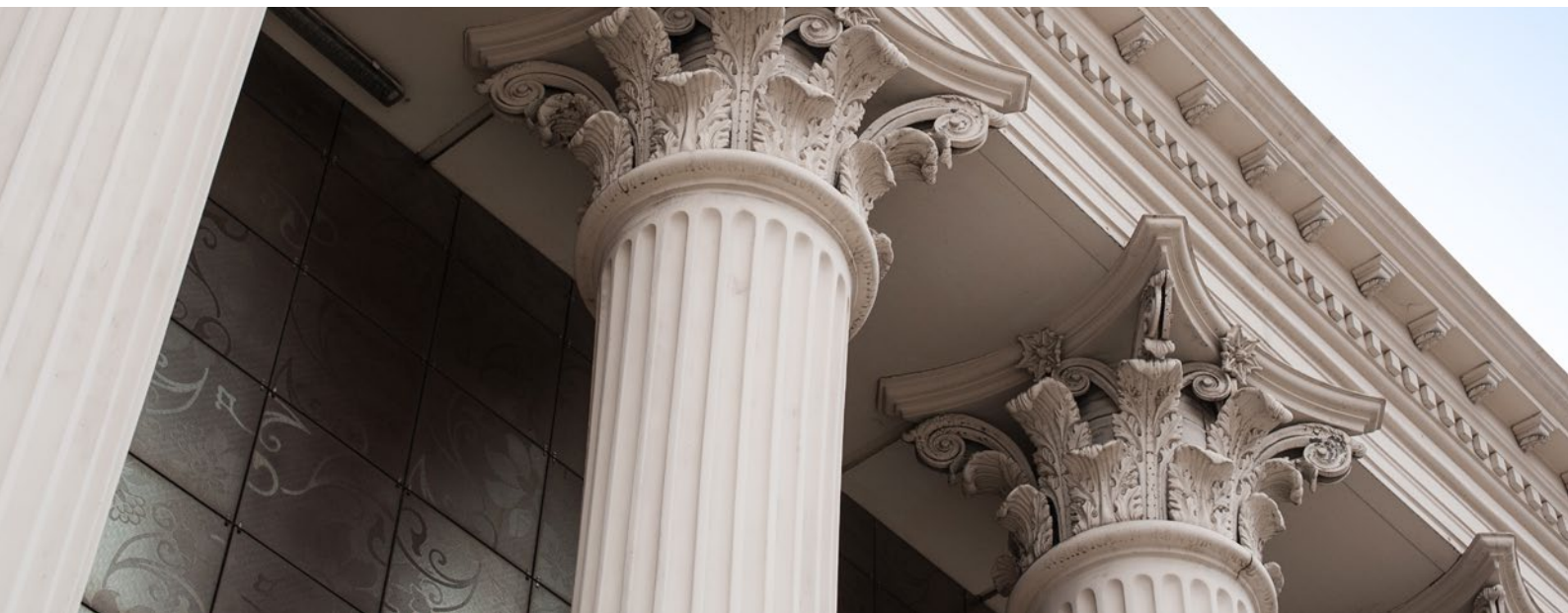
Darüber hinaus war die Inflation in der Schweiz in aller Regel niedriger als in den meisten anderen Ländern. Daher können die Nominalzinsen leichter negativ werden, was sie deshalb in den letzten Jahren auch meist waren. In anderen Ländern, wie z.B. in einigen Staaten des Euroraums mit ihren etwas höheren Zinssätzen, sind die langfristigen Nominalzinssätze erst in jüngster Zeit negativ geworden.

Die *nominalen kurzfristigen Zinssätze* werden von der Zentralbank durch ihre Geldpolitik beeinflusst und können von den langfristigen Zinssätzen abweichen. Da das Hauptziel der Zentralbank die Gewährleistung der Preisstabilität ist, sind ihre kurzfristigen Zinssätze bei hoher Inflation tendenziell hoch und bei niedriger Inflation niedrig. Die kurz- und langfristigen Zinssätze weichen jedoch nicht dauerhaft voneinander ab. Ausserdem liegen die kurzfristigen Zinssätze tendenziell unter den langfristigen Zinssätzen, d.h. die Steigung der Zinskurve ist in der Regel positiv. Zentralbanken müssen jedoch auch die Wechselkurse im Auge behalten. So kann die SNB ihren Zinssatz nicht viel über dem

EZB-Zinssatz festlegen, ohne das Risiko erheblicher Wechselkursaufwertungen einzugehen.

In einem Umfeld niedriger globaler Zinssätze und niedriger Inflation liegt es nahe, dass die SNB einen niedrigen Zinssatz festlegt. Zudem ist ihr Zinssatz in der Regel aus zwei Gründen niedriger als derjenige anderer Länder. Erstens ist die Inflation in der Schweiz niedriger, was den nominalen Zinssatz senkt. Eine niedrige Inflation ist zwar grundsätzlich wünschenswert, aber ihr Nachteil ist, dass dadurch eher negative Zinssätze entstehen können. Der andere Grund ist, dass die Nachfrage nach Vermögenswerten in CHF seit der globalen Finanzkrise 2007-2008 sehr stark ist. Gleichzeitig hat sich deren Angebot verringert, da die öffentliche Verschuldung der Schweiz im letzten Jahrzehnt zurückgegangen ist. Diese starke relative Nachfrage führt zu einer Aufwertung des CHF, die durch eine Senkung des kurzfristigen Zinssatzes und den Kauf von Fremdwährungsanlagen ausgeglichen werden kann bzw. muss.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die globalen Realzinsen in den letzten Jahren aufgrund der weltweit zunehmenden Ersparnisse und der schwachen Investitionstätigkeit gesunken sind. Auch die Inflation war niedrig, was den Rückgang der Nominalzinsen verstärkt hat.



Was sind die wirtschaftlichen Auswirkungen negativer Zinssätze?

In der Schweiz haben wir derzeit sowohl negative Realzinsen als auch negative Nominalzinsen. Auch wenn dies lediglich als ein feiner terminologischer Unterschied erscheinen mag, so sind die Auswirkungen doch grundlegend verschieden. Die öffentliche Debatte vermischt die beiden Aspekte häufig, weshalb diese Sachverhalte nachfolgend zuerst klargestellt werden, bevor auf weitere Details eingegangen wird.

Es ist nicht ungewöhnlich, dass negative oder niedrige reale Zinssätze auftreten. Ihre Auswirkungen sind relativ gut bekannt. Sie schaden insbesondere Sparern und kommen Kreditnehmern zugute. Im Folgenden werden die Auswirkungen im Einzelnen untersucht.

Im Gegensatz dazu sind *nominale Zinsen von Null* oder gar negative nominale Zinssätze höchst ungewöhnlich und haben zusätzliche Auswirkungen. Das Hauptproblem besteht in der Verfügbarkeit von Banknoten, die zu null verzinst werden. Zumindest für einige Sparer ist es einfach, Bargeld anstelle anderer Vermögenswerte (für die sie einen negativen Zinssatz zahlen müssten) zu halten – beispielsweise durch das Mieten eines Bankschliessfachs. Diese "Kosten für das Halten von Bargeld" erklären, warum theoretisch die effektive Untergrenze der Zinssätze (der sogenannte *effective lower bound—ELB*) unter Null liegt.

Dies hat mindestens zwei Auswirkungen. Erstens zögern Geschäftsbanken, negative Zinssätze für Einlagen festzulegen, da viele Einleger auf Bargeld umsteigen würden. Wenn daher Banken mit negativen Zinssätzen für ihre Vermögenswerte konfrontiert werden, wird dies ihre Zinsmarge verringern. Zweitens können die Zentralbanken ihren ohnehin schon negativen Zinssatz nicht mehr wesentlich senken, wodurch ihre Geldpolitik eingeschränkt wird. Besonders problematisch ist dies im Falle einer Rezession, auf welche die Geldpolitik dann kaum mehr reagieren kann.

Das Konzept der Liquiditätsfalle

Aus theoretischer Sicht wird die Situation, in der die nominalen Zinssätze null oder negativ und die Ersparnisse hoch sind, als Liquiditätsfalle bezeichnet. Dieses Phänomen hat John Maynard Keynes erstmals in seiner "General Theory" entwickelt. In einer solchen Liquiditätsfalle sind Banknoten und kurzfristige Einlagen enge Substitute für andere Vermögenswerte und werden sogar bevorzugt, wenn die Zinssätze für diese Vermögenswerte negativ sind. Die wichtigsten Folgen sind, dass die Geschäftsbanken mit einer erhöhten Nachfrage nach Sichteinlagen konfrontiert werden und die traditionelle Geldpolitik ihre Wirksamkeit verliert.

Einer solchen Liquiditätsfalle zu entkommen, gestaltet sich schwierig. Mögliche Massnahmen wären zum Beispiel die Erhöhung der Staatsausgaben (eine politische Entscheidung) oder die Erhöhung der Zinssätze (eine Entscheidung der Zentralbank). Auch ein erheblicher Preiserückgang (d.h. eine Deflation) könnte die Menschen dazu verleiten, ihre Ersparnisse auszugeben und von den niedrigen Preisen zu profitieren. All diese Massnahmen sind mit Kosten und Nutzen verbunden, die sorgfältig gegeneinander abgewogen werden müssen.

Was sind die Vorteile und Nachteile des gegenwärtigen Negativzinsumfelds für die Schweizer Wirtschaft?

Vorteile des derzeitigen Negativzinsumfelds

Das derzeitige negative Zinsumfeld ist das Ergebnis einer Reaktion der SNB auf aussergewöhnliche und globale wirtschaftliche Entwicklungstendenzen. Die Vorteile der gegenwärtigen Geldpolitik beruhen daher hauptsächlich auf der Vermeidung einer noch weniger wünschenswerten Situation. Gründe für die Beibehaltung niedriger Zinssätze sind zum Beispiel:

- **Der Kurs des CHF zum EUR wird auf dem aktuellen Niveau gehalten:**

Die Aufwertung des CHF (und Abwertung des EUR) war zunächst einer der Hauptgründe für die Einführung der Untergrenze für den EUR (von 2011-2015), und dann, nach deren Aufhebung, die Einführung negativer Zinssätze. Ohne die derzeitige negative Zinspolitik würde der CHF höchstwahrscheinlich gegenüber dem EUR (und möglicherweise auch gegenüber anderen Währungen) deutlich stärker werden.

- **Unterstützung der Exportindustrie:**

Wie bereits erwähnt, trägt die Schweizer Exportindustrie etwa 2/3 zum Schweizer BIP bei und ist damit ein wesentlicher Teil der Schweizer Wirtschaft. Fast die Hälfte aller Exporte geht in die EU, sodass ein schwächerer EUR (und ein stärkerer CHF) die Exporte und damit in erheblichem Masse auch die Schweizer Wirtschaft negativ beeinflussen würde (wenngleich auch einige Exportsektoren stärker betroffen wären als andere).

- **Verhinderung eines Anstiegs der Arbeitslosenquote:**

Ein weniger wettbewerbsfähiger Exportsektor würde voraussichtlich einen Teil der High-End-Produktion ins Ausland verlagern oder die Anzahl der inländischen Arbeitskräfte reduzieren. In beiden Fällen würde die Arbeitslosenquote in der Schweiz steigen.

- **Vermeidung der Gefahr einer Deflation:**

Ein stärkerer CHF würde es Schweizer Importeuren ermöglichen, weniger für importierte Waren und Dienstleistungen zu bezahlen und diese Ersparnisse an ihre Kunden weiterzugeben. Die daraus resultierenden tieferen Preise wären zwar attraktiv, könnten aber möglicherweise zu einer Disinflation oder sogar Deflation führen, was in der Regel aus wirtschaftlicher Sicht nicht wünschenswert ist und zudem das Mandat der SNB verletzen würde.

Auf einer anderen Ebene kommen negative Zinssätze verschiedenen wirtschaftlichen Akteuren direkt zugute:

- **Geringere Kosten für öffentliche Verschuldung und positive Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte:**

Gemessen im internationalen Vergleich ist die Staatsverschuldung in der Schweiz gering. Dennoch zahlen Bund, Kantone und Gemeinden im aktuellen Negativzinsregime weniger für ihre Schulden. Dies wirkt sich deutlich positiv auf ihre Haushaltsbudgets aus.

- **Niedrigere Steuersätze:**

Eine günstige Verschuldung ermöglicht es den Kantonen, dem Bund und den Gemeinden, Steuersätze stabil zu halten oder sogar zu senken. Dies hat positive Auswirkungen auf alle Steuerzahler, sowohl Privatpersonen als auch Unternehmen.

- **Kreditnehmer profitieren von niedrigen Zinssätzen:**

Sowohl Unternehmen als auch private Kreditnehmer können Kredite zu relativ niedrigen Zinssätzen aufnehmen.

- **Geringere Ausgaben für das Eigentum und die Miete von Immobilien:**

Das derzeitige Zinsumfeld hat die Hypothekarzinsen auf ein Allzeittief getrieben. Davon profitieren nicht nur Hauseigentümer, sondern auch Mieter, da die Mietpreise in der Schweiz an einen Referenzzinssatz gekoppelt sind.

Nachteile des derzeitigen Negativzinsumfelds

Die anhaltend negativen Nominal- und Realzinsen in der Schweiz stellen nicht nur eine Herausforderung für die Geldpolitik der SNB dar. Es gibt eine Reihe weiterer Bereiche, welche Privatpersonen, die Wirtschaft und die Gesellschaft als Ganzes direkt betreffen.

Häufig erwähnt werden zum Beispiel:

- **Risiko einer Immobilienblase:**

Gemäss theoretischen Analysen sind Immobilienblasen wahrscheinlicher, wenn die Realzinsen niedrig sind. Verschiedentlich wurde argumentiert, dass die Immobilienpreise in der Schweiz auf einem deutlich höheren Niveau seien als Ende der 1980er Jahre, als die letzte grosse Immobilienblase ihren Höhepunkt erreichte. Auch die Leerstandsquoten sind in den letzten Jahren in bestimmten Gegenden deutlich gestiegen. Zudem halten Pensionskassen einen zunehmenden Anteil ihres Vermögens in Immobilien, was zusätzlich preistreibend auf die Immobilienpreise wirkt.

- **Probleme der Pensionskassen:**

Schweizer Pensionskassen müssen (aufgrund von staatlichen oder selbst auferlegten Einschränkungen) eine bestimmte Vermögensallokation beibehalten, wie z.B. eine relativ hohe Liquidität oder Investitionen in festverzinsliche Wertpapiere, und leiden daher unter negativen Zinssätzen.

- **Risikante Kreditvergabe durch**

Finanzintermediäre: Es gibt Anzeichen dafür, dass Finanzinstitute Kreditrisiken unterschätzen und risikoreichere Kredite vergeben bzw. überbewertete Kreditsicherheiten akzeptieren. Während das Risiko von Banken durch Aufsichtsbehörden wie die FINMA in der Schweiz überwacht wird, werden andere Finanzintermediäre, die eine wachsende Rolle bei der Finanzierung der Realwirtschaft spielen, tendenziell immer riskanter, insbesondere Fixed Income Fonds. Dies ist ein

Thema, das den Internationalen Währungsfonds beunruhigt, wie es in seinem letzten Bericht zur globalen Finanzstabilität (Oktober 2019) zum Ausdruck kommt.

- **Mögliche Bedrohung der Finanzstabilität:**

Sehr niedrige Zinssätze und insbesondere unangemessen niedrige Risikoprämien können zu einer Bedrohung der Finanzstabilität werden. Viele Investoren, einschliesslich Banken und Pensionskassen, sehen sich einem starken Druck ausgesetzt, angemessene Erträge aus ihren Investitionen zu erzielen. Dies führt dazu, dass nach Renditen gesucht wird und in risikoreichere Anlageklassen investiert wird, soweit die jeweilige Investitionspolitik und -regulierung dies zulassen. So gibt es beispielsweise zahlreiche Hinweise darauf, dass die niedrigen USD-Zinsen zu Investments in risikoreichere USD-Anlagen geführt haben, z.B. in Unternehmensanleihen aus Schwellenländern.

- **Rentabilität der Banken:**

Da negative Zinssätze nur teilweise und zurückhaltend an Kunden weitergegeben werden, verringern sich die Margen der Banken und die Rentabilität der Banken leidet. Während einige Banken die negativen Auswirkungen zumindest teilweise durch zunehmende Fokussierung auf gebührenbasierte Ansätze kompensieren können, sind andere ausgeprägter von dieser Situation betroffen.

- **Risiko einer Aktienmarktblase:**

Angesichts der niedrigen Zinsen für Anleihen werden Anleger, die Alternativen zu Spar- und Einlagegeldern suchen, vom Aktienmarkt angezogen. Dies kann möglicherweise die Aktienkurse in die Höhe treiben und zu Blasen führen. Auf der anderen Seite ist die derzeitige Situation auch von hoher Unsicherheit und scheinbar geringen Investitionsmöglichkeiten geprägt, was die Begeisterung für Aktien abkühlen könnte. Generell könnten die Preise von

Vermögenswerten, deren Bewertungen hauptsächlich durch niedrige Zinssätze getrieben werden, in Zukunft Korrekturen erfahren.

- **Mögliche generationenübergreifende Probleme:**

Junge Menschen (im Alter von 20 bis 30 Jahren) werden schon jetzt ermutigt, angesichts der niedrigen künftigen Renditen und der erwarteten (niedrigen) Inflation mit dem Sparen für den Ruhestand zu beginnen. Dies könnte einen Teufelskreis einleiten: Niedrige Zinssätze erzeugen noch mehr Ersparnisse, was die Zinssätze weiter unter Druck setzt, usw.

Diese Vorteile und Nachteile des gegenwärtigen negativen Zinsumfelds müssen sorgfältig gegeneinander abgewogen werden. Bislang scheint das aktuelle globale Wirtschaftsumfeld der SNB aufgrund ihres Mandats nicht viel Spielraum zu lassen. Mit anderen Worten, die aktuelle Geldpolitik der SNB weist darauf hin, dass gemäss ihrer Einschätzung die Vorteile vorerst überwiegen.

Die begrenzten Optionen der Geldpolitik

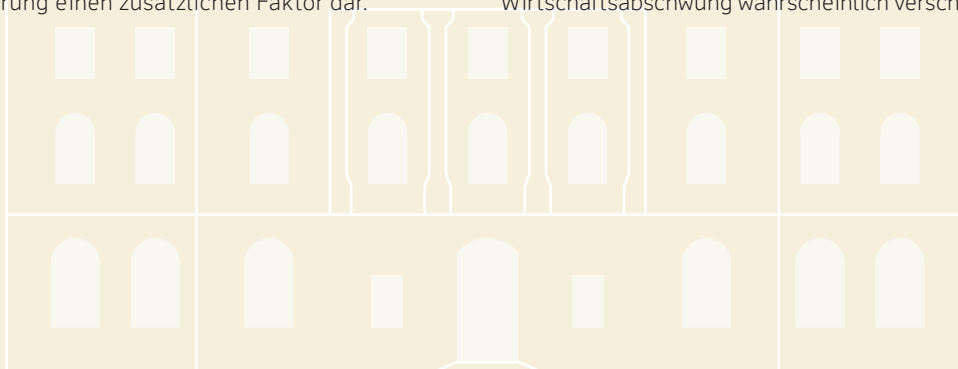
Das Hauptproblem der negativen Zinssätze ist der eingeschränkte Handlungsspielraum für die Geldpolitik. In der gegenwärtigen besonderen Situation wäre es – theoretisch – optimal, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben.

In normalen Zeiten würde dies schlicht bedeuten, die Zinssätze zu senken. Wenn die Zinssätze aber Null Prozent erreicht haben oder bereits unter Null Prozent liegen, ist dies deutlich schwerer.

Als Folge davon haben die Zentralbanken auf eine unkonventionelle Geldpolitik umgeschaltet, was in der Regel zu einer Ausweitung ihrer Bilanzen führte. Im Falle der Schweiz stellte jedoch die Aufwertung der Währung einen zusätzlichen Faktor dar.

Dies bedeutete zunächst, dass die Ausweitung der Bilanz der SNB durch den Erwerb ausländischer Vermögenswerte erfolgte („um die Nachfrage nach der Währung auszugleichen), während andere Zentralbanken inländische Vermögenswerte aufkauften. Diese Käufe (als unsterilisierte Interventionen bezeichnet) waren jedoch nicht wirksam genug oder hätten in einem massiveren Umfang (ein Mehrfaches des Schweizer BIP) durchgeführt werden müssen. Daher wurden die Massnahmen mit negativen Zinssätzen flankiert.

Das Problem würde verstärkt, wenn die Wirtschaft in eine Rezession geriete. Im Vergleich zu früheren Rezessionen wäre die SNB nicht mehr in der Lage, eine antizyklische Politik durch eine weitere Zinssenkung zu betreiben. Dies würde einen allfälligen Wirtschaftsabschwung wahrscheinlich verschlimmern.



Bleiben die negativen Zinssätze bestehen?

Mögliche Szenarien und Ideen

Für die nächsten Jahre scheint die Wahrscheinlichkeit höherer Zinssätze sehr gering zu sein. Im Gegenteil erwähnt die SNB wiederholt, dass die Zinssätze noch negativer werden könnten. In anderen Ländern sind die langfristigen Nominalzinsen im Laufe des Jahres 2019 gesunken. Andere Zentralbanken könnten beginnen, ebenfalls negative Zinssätze einzuführen. Darüber hinaus könnte die Möglichkeit einer sich abschwächenden Konjunktur in naher Zukunft die Zinssätze noch weiter negativ beeinflussen, wenn sich die Investitionstätigkeit verlangsamt und das Vorsorgesparen stimuliert wird.

Theoretisch gibt es eine Möglichkeit für die SNB, um die langfristigen Nominalzinsen zu erhöhen und die Liquiditätsfalle zu verlassen. Dies wäre eine Erhöhung der Inflationserwartungen. Diese müsste die Öffentlichkeit und die Investoren davon überzeugen, dass die Inflation in Zukunft höher sein wird. Anstatt beispielsweise eine Inflationsrate zwischen 0% und 2% anzustreben, könnte sie eine Rate um die 2% anstreben (sodass die Inflation höher als 2% sein könnte); oder sie könnte ihre Strategie vollends ändern, indem sie das Preisniveau oder das nominale BIP als Ziel angibt. Eine solche Änderung ist zum jetzigen Zeitpunkt jedoch nicht nur unwahrscheinlich, sondern es ist auch unklar, ob eine solche Ankündigung glaubwürdig wäre und tatsächlich die Inflationserwartungen erhöhen würde.

Im aktuellen globalen Umfeld wurden von Ökonomen, Politikern und Industrievertretern verschiedene alternative Instrumente vorgeschlagen, die deutlich über die "klassische" Geldpolitik hinausgehen. Einige würden einen politischen Konsens erfordern, andere sind eine Kombination aus Geld- und Fiskalpolitik. Zum Beispiel:

- **Helikoptergeld:**

Dies wurde als Alternative zur quantitativen Lockerung vorgeschlagen, um eine Volkswirtschaft aus der Liquiditätsfalle zu befreien. Konkret würde dies bedeuten, dass Zentralbanken direkte Zahlungen an alle oder ausgewählte Personen

leisten würden. Alternativ könnte eine vorübergehende "negative Steuer" (vergleichbar mit einem vorübergehenden bedingungslosen Grundeinkommen) eingeführt werden, die eine ähnliche Wirkung haben könnte. Diese Konzepte haben verschiedene Nachteile und sind bisher nicht getestet worden.

- **Moderne Geldtheorie (*Modern Monetary Theory—MMT*):**

Kurz gesagt legt diese relativ neue Theorie nahe, dass monetär souveräne Länder (wie insbesondere die USA) viel grössere Defizite als traditionell angenommen tragen können, ohne die Wirtschaft zu gefährden. Diese immer noch etwas obskure Theorie wurde in der Realität noch nicht getestet, obwohl sogar der vormalige EZB-Präsident Mario Draghi im September 2019 erwähnte, dass der EZB-Rat für Ideen wie MMT offen sein sollte, auch wenn es sich eher um eine "fiskalpolitische Aufgabe" und somit um eine Regierungsentscheidung handle.

- **Steuer auf Bargeldtransaktionen:**

Da die nominalen Zinssätze immer negativer werden, wird Bargeld attraktiver. Es könnte notwendig werden, Bargeld zu besteuern, sodass es teurer wird, dieses zu halten. Zum Beispiel könnten Geschäftsbanken besteuert werden, wenn sie Bargeld verteilen. Und möglicherweise würden sie dann diese Kosten an ihre Kunden weitergeben.

- **Eliminierung von Bargeld:**

Dies wäre eine extreme Massnahme, die bisher noch nirgendwo in vollem Umfang angewandt worden ist. Einige Länder haben sich einer bargeldlosen Gesellschaft angenähert (z.B. Schweden), andere Länder haben Geldscheine mit einem hohen Nennwert abgewertet (z.B. hat Indien die 500- und 1'000-Rupien-Scheine abgeschafft und auf diese Weise etwa 80% des Bargeldumlaufs eliminiert).

- **Duales Währungssystem:**

Eine weitere Massnahme wäre ein duales Währungssystem, d.h. ein Wechselkurs zwischen Bargeld und elektronischem Geld. Bisher ist dies noch nirgendwo umgesetzt worden.

Ein interessantes Gedankenexperiment könnte auch sein, über eine konzertierte Aktion der grossen Zentralbanken nachzudenken. Da es in dem heutigen global vernetzten Währungssystem für eine einzelne Zentralbank schwierig geworden ist, entschlossen zu handeln, könnten einige der bestehenden Probleme durch ein gemeinsames Vorgehen möglicherweise angegangen werden. Auf der anderen Seite wäre es vermutlich sehr anspruchsvoll, die richtige Mischung aus Kooperation und gemeinsamer Geldpolitik zu finden, damit sich die potenziellen Vorteile auf alle beteiligten Volkswirtschaften gleichermaßen positiv auswirken würden.

Die Frage, welches die Auswirkungen einer kurzfristigen Zinserhöhung und damit eines stärkeren CHF auf die Schweizer Wirtschaft wären, wurde ebenfalls verschiedentlich diskutiert. In den letzten Jahren scheint die lange Zeit "typische" CHF-Überbewertung abgeflaut zu sein. Einige Wirtschaftsmodelle scheinen sogar darauf hinzuweisen, dass der CHF gegenüber dem EUR und dem USD nicht mehr überbewertet ist. Die Auswirkungen einer Aufwertung auf die Wirtschaftstätigkeit könnten daher begrenzt sein.

Wenn die Geldpolitik unwirksam werden sollte, könnte theoretisch die reguläre Finanzpolitik zum Einsatz kommen. Staatsanleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft werfen einen negativen Ertrag ab, weil die Nachfrage viel stärker als das Angebot ist. Daher würde eine steigende Staatsverschuldung das Zinsniveau tendenziell erhöhen, auch wenn unklar ist, wie stark die Verschuldung steigen müsste, um die Zinssätze positiv zu beeinflussen. Dies ist jedoch ebenfalls unwahrscheinlich, da in der Schweiz politischer Widerstand gegen eine Erhöhung der Staatsverschuldung besteht. Zudem ist keine unmittelbare und bevorstehende Notwendigkeit in Sicht, die Investitionen über das derzeitige Niveau hinaus zu erhöhen, zumal die Kapazitätsauslastung bereits sehr hoch ist.

Angesichts der Ergebnisse der jüngsten Parlamentswahlen und der vielen neuen Mitglieder aus "grünen Parteien" könnte es jedoch sein, dass die zukünftige Gesetzgebung irgendwann zu breit angelegten, nachhaltigkeitsbezogenen Investitionen in den Bereichen Infrastruktur und Wohnungsbau führen könnte. Es bleibt abzuwarten, ob dies für die Zukunft ein realistisches Szenario ist und dann zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führen könnte.



Fazit

Sollte die SNB wieder zu positiven Zinssätzen zurückkehren? In einer idealen Welt wäre die Antwort schlicht "ja". In der realen Welt muss die Frage jedoch anders lauten: *Könnte* die SNB zu positiven Zinssätzen zurückkehren? Die Antwort lautet hier höchstwahrscheinlich "nein". Erstens besteht das Mandat der SNB darin, die Preise und die allgemeine Wirtschaftslage zu stabilisieren. Um dieses Ziel zu erreichen, muss die SNB derzeit negative Zinssätze einsetzen, solange und soweit sie noch Wirksamkeit entfalten. Eine Erhöhung des Zinssatzes würde höchstwahrscheinlich zu einer Aufwertung des CHF und zu einer Verringerung der wirtschaftlichen Aktivität führen. Es würde auch die Preise senken, sowohl durch eine geringere Aktivität als auch durch tiefere Importpreise. Die Inflation könnte negativ werden, d.h. es könnte eine Deflation einsetzen. Die langfristigen Zinssätze würden sinken. Auf der anderen Seite würden auch einige der Kosten der gegenwärtigen negativen Zinspolitik, wie vorgängig beschrieben, sinken. Die SNB wird also beide Seiten sorgfältig prüfen müssen, wobei sie versuchen muss, die Gesamtkosten für die Schweizer Wirtschaft für alle Industriezweige auf ein vernünftiges und faires Niveau zu begrenzen und gleichzeitig sicherzustellen, dass sie ihr Mandat erfüllt.

Die wichtigere Frage ist jedoch, ob die SNB die realen langfristigen Zinssätze erhöhen könnte. Wie bereits erläutert, kann eine Zentralbank die kurzfristigen Nominalzinsen direkt beeinflussen. Aber es gibt keine direkten Massnahmen, um auf die langfristigen realen Zinssätze einzuwirken (abgesehen von möglichen Asset Purchase Programmen). Eine Erhöhung des kurzfristigen Zinssatzes der SNB könnte sogar kontraproduktiv sein und eine Senkung der langfristigen Zinssätze implizieren. Erstens würde dies die Inflationserwartungen und damit die künftigen Nominalzinssätze senken. Zweitens könnte eine Verringerung der wirtschaftlichen Aktivität die Realzinsen senken. Daher ist es wahrscheinlicher, dass eine Erhöhung des kurzfristigen Zinssatzes durch die SNB die langfristigen Zinssätze sinken statt steigen lässt.

Darüber hinaus ist auch das globale Umfeld von entscheidender Bedeutung. Die Zinssätze sind in der Schweiz vor allem deshalb negativ, weil die globalen Zinssätze niedrig sind. Globale Zinssätze werden jedoch im kommenden Jahr eher sinken als steigen. Daher muss die Schweiz hoffen, dass es in den Jahren 2020 oder 2021 zu keiner tiefen Rezession kommt, da dies zu weiter sinkenden Zinsen führen würde. Da die Wirksamkeit der Geldpolitik auch in anderen Ländern abnimmt, wäre eine Anpassung der Fiskalpolitik für die Schweiz von Vorteil. Insbesondere wenn zum Beispiel Deutschland eine expansivere, schuldenfinanzierte Fiskalpolitik betriebe, würde dies das Schweizer Zinsniveau von dessen Abwärtsdruck entlasten.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es zwar theoretisch mögliche Abhilfemassnahmen gegen negative Zinssätze gibt, diese aber in der Praxis zum jetzigen Zeitpunkt wahrscheinlich nicht umgesetzt werden. Die Schweizer Geldpolitik ist derzeit relativ zurückhaltend. Es gibt gegenwärtig keine aktive Fiskalpolitik. Zudem ist die Schweiz sehr stark von den globalen Zinssätzen und von den Entwicklungen in anderen Ländern abhängig. Deshalb ist es wahrscheinlich, dass die Zinsen vorerst negativ bleiben werden.

Vor diesem Hintergrund ist die gegenwärtige Situation mit erheblichen Kosten und Risiken für die Schweizer Wirtschaft, für einzelne Industriezweige und letztlich für die gesamte Schweizer Bevölkerung verbunden. Um die Entstehung einer "neuen Normalität" auf lange Sicht zu vermeiden, ist es dringend zu empfehlen, eine breite und wirtschaftlich fundierte Diskussion fortzusetzen. Es scheint eine wachsende Zahl prominenter Vordenker zu geben, die daran zweifeln, dass das gegenwärtige System mit traditionellen Methoden repariert werden kann. Neue Massnahmen, die über das klassische Instrument der Geldpolitik hinausgehen, müssen in die öffentliche, politische und wissenschaftliche Debatte eingebracht werden.

Swiss Finance Institute

Das Swiss Finance Institute (SFI) ist das nationale Kompetenzzentrum für Grundlagenforschung, Doktorandenausbildung, Wissensaustausch und Weiterbildung im Bank- und Finanzwesen. Die Mission des SFI ist es, Wissenskapital für den Schweizer Finanzmarkt zu schaffen. Das 2006 als eine öffentlich-private Partnerschaft gegründete SFI entstand aus einer gemeinsamen Initiative des Schweizer Finanzsektors, sechs führender Schweizer Universitäten und der Schweizerischen Eidgenossenschaft.