
Geldpolitik mit negativen Zinsen: Eine Bestandesaufnahme
Vereinigung Basler Ökonomen

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Basel, 24. Oktober 2016

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2016

* Der Referent dankt Christian Grisse für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank geht auch an Katrin Assenmacher, Simone Auer, Petra Gerlach und Carlos Lenz sowie den Sprachendienst der SNB.

Sehr geehrte Damen und Herren

Im Januar 2015 hob die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Mindestkurs zum Euro auf und senkte gleichzeitig den Zins auf Sichtguthaben der Banken bei der Nationalbank auf minus 0,75%. Heute – fast zwei Jahre später – sind nicht nur kurzfristige Zinsen, sondern sogar Renditen auf 10-jährige und längerfristige Anleihen der Eidgenossenschaft negativ. Auch manche Unternehmensanleihen in Franken werden mit negativen Renditen gehandelt.

Viele Menschen halten negative Zinsen für unnatürlich. Auf Guthaben Zinsen zu zahlen, scheint gegen die Logik ökonomischer Gesetzmässigkeiten zu verstossen. Gleichzeitig sorgen sich Sparer um ihr Kapital, Banken um ihre Profitabilität und Pensionskassen um die Erfüllung ihrer Verpflichtungen. Zudem wird bezweifelt, dass der Negativzins die von der Nationalbank angestrebte Wirkung hat. Negative Zinsen sind unbestritten ungewohnt. Sie stellen Neuland dar und sind für viele Akteure in der Wirtschaft, insbesondere für Anleger, eine grosse Herausforderung.

Die Nationalbank nimmt diese Bedenken sehr ernst. Ich möchte mein heutiges Referat dazu nutzen, Ihnen unsere Geldpolitik mit Negativzinsen zu erklären. Zunächst werde ich erläutern, dass es zwei Gründe für die vielerorts tiefen oder sogar negativen Zinsen gibt. Zum einen ist das globale gleichgewichtige Zinsniveau über die letzten Jahrzehnte gesunken. Zum anderen ist die Geldpolitik seit der Finanzkrise aufgrund der niedrigen Inflation und der schwachen wirtschaftlichen Erholung weltweit expansiv.

Für die Schweiz mit ihrem generell tiefen Zinsniveau haben diese beiden Faktoren – der langfristig sinkende Gleichgewichtszins und die global expansive Geldpolitik – den Negativzins notwendig gemacht, um die monetären Bedingungen hierzulande in einem angemessenen Rahmen zu halten. Als kleine offene Volkswirtschaft können wir uns nicht von einem globalen Umfeld tiefer Zinsen abkoppeln.

Im zweiten Teil meines Referats gehe ich auf die Frage ein, ob Geldpolitik mit Negativzinsen grundsätzlich wirkt. Wie diese Bestandesaufnahme zeigen wird, verändern sich ökonomische Gesetze nicht fundamental, wenn Zinsen negativ werden. Im Kontext der schweizerischen Verhältnisse spricht also in Bezug auf die Wirkungsweise der Geldpolitik nichts gegen eine Senkung des geldpolitischen Zinses unter die Nullgrenze. Im Gegenteil: Ohne Negativzins hätte sich der Franken noch stärker aufgewertet, es wäre zu einem Wachstumseinbruch mit noch tieferer Inflation gekommen, und die Arbeitslosigkeit wäre gestiegen.

Phasen tiefer oder negativer Zinsen bergen aber auch geldpolitische Herausforderungen und volkswirtschaftliche Nebenwirkungen, die nicht vernachlässigt werden dürfen und die ich in einem dritten Teil meines Referats aufgreifen möchte. Ich werde dabei betonen, dass eine expansive Geldpolitik kein Allheilmittel ist, das die Wachstumsschwäche in den Industrieländern kurieren kann. Nur strukturelle Reformen und realwirtschaftliche Anpassungen können die Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung – und damit auch für eine Normalisierung der Geldpolitik – schaffen. Die expansive Geldpolitik kann diese nötigen Anpassungen erleichtern; sie kann sie weder ersetzen, noch darf sie sie verzögern.

Bevor ich auf die Wirkungsweise des Negativzinses in der Schweiz zu sprechen komme, möchte ich zunächst das internationale Umfeld beleuchten und aufzeigen, warum die Zinsen heute weltweit so tief sind.

Tiefe Zinsen als globales Phänomen

Das derzeit sehr tiefe Zinsniveau ist das Ergebnis einer längerfristigen und globalen Entwicklung. Die Zinsen sind nicht erst seit dem Ausbruch der Finanzkrise gesunken, sondern sie sind über die letzten Jahrzehnte hinweg kontinuierlich zurückgegangen. Abbildung 1 zeigt, dass die nominalen Renditen auf Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren heute in der Schweiz, in Deutschland und in den Vereinigten Staaten gut sechs Prozentpunkte tiefer liegen als noch 1990.

Die nominalen Zinsen sind also zurzeit weltweit historisch tief. Nominale Zinsen müssen aber von realen Zinsen unterschieden werden, die letztlich für die meisten wirtschaftlichen Entscheidungen relevant sind. Realzinsen – das sei in diesem Kreis nur der Vollständigkeit halber erwähnt – definieren sich, vereinfacht gesagt, als Nominalzinsen abzüglich der Inflation.¹ Auf Abbildung 2 sehen Sie die langfristigen Realzinsen in der Schweiz, in Deutschland und in den Vereinigten Staaten, hier berechnet als Differenz zwischen der nominalen Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen und der beobachteten Inflationsrate. Ich möchte zwei Punkte hervorheben. Erstens sind die Realzinsen in der Schweiz momentan zwar negativ. Im historischen Vergleich zeigt sich aber, dass dies kein völlig neues Phänomen ist. Zum Beispiel waren die Realzinsen in der Schweiz in den 1990er-Jahren ebenfalls negativ. Zweitens sind die Realzinsen in den letzten 20 Jahren global gesunken.

Lassen Sie mich nun kurz auf ein ökonomisches Konzept zu sprechen kommen, das in der aktuellen geldpolitischen Diskussion eine wichtige Rolle spielt: nämlich den gleichgewichtigen Realzins. Der gleichgewichtige Realzins ist nicht direkt beobachtbar und wird durch Fundamentalfaktoren wie Zeitpräferenzen und die Altersstruktur einer Gesellschaft bestimmt, die das Angebot an Ersparnissen und die Nachfrage nach Investitionen definieren. Die SNB steuert einen kurzfristigen Nominalzins. Auf die langfristigen Realzinsen, die für Investitionsentscheide ausschlaggebend sind, hat sie hingegen nur einen indirekten und temporären Einfluss. In erster Linie werden die langfristigen Realzinsen von Spar- und Investitionsentscheidungen und damit von Marktkräften bestimmt.

Wenn die Zentralbank die Wirtschaft stimulieren und die Inflation erhöhen will, senkt sie den geldpolitischen Zins. Weil die Inflation nicht sofort reagiert, fallen die Realzinsen vorübergehend unter den Gleichgewichtszins. Dies führt – wiederum vorübergehend – zu höherem Wachstum und mehr Inflation. Wenn die Zentralbank umgekehrt die Inflation senken will, hebt sie ihren Zins an. Ich habe bewusst das Wort «vorübergehend» verwendet: Denn würde die Geldpolitik dauerhaft Realzinsen unter dem Gleichgewichtszins anstreben, so stiege die

¹ Tatsächlich gibt es mehrere mögliche Definitionen. Der «ex-ante» Realzins berechnet sich aus dem nominalen Zins abzüglich der erwarteten Inflation. Der «ex-post» Realzins berechnet sich aus dem nominalen Zins abzüglich der effektiven Inflationsrate.

Inflation zwar immer weiter an, aber es würde kein dauerhaft höheres Realwachstum resultieren. Im Gegenteil, die Unsicherheit über die Inflationsentwicklung würde das Wachstumspotenzial verringern. Das ist einer der Gründe, weshalb Zentralbanken die Aufgabe haben, für Preisstabilität zu sorgen. Und um diese Aufgabe zu erfüllen, muss die Geldpolitik mittelfristig den geldpolitischen Zins so setzen, dass bei der angestrebten Inflation das Realzinsniveau dem Gleichgewicht entspricht.

Es ist davon auszugehen, dass das reale gleichgewichtige Zinsniveau heute tiefer liegt als früher. Dafür spricht, dass die Realzinsen wie erwähnt global über einen längeren Zeitraum hinweg gesunken sind. Als Grund wird ins Feld geführt, dass weniger investiert wird und gleichzeitig die Sparneigung gestiegen ist. Die Sparneigung nimmt aufgrund der Alterung der Bevölkerung zu. Die Alterung der Bevölkerung lässt sich mit dem sogenannten Altersquotienten messen: dem Verhältnis der Zahl der Pensionierten zur Arbeitsbevölkerung. Eine «ältere» Bevölkerung hat somit einen höheren Altersquotienten. Abbildung 3 zeigt, dass der Altersquotient in der Schweiz, aber auch in vielen anderen Ländern ansteigt. Pensionierte leben von Erspartem. Eine alternde Bevölkerung muss also heute mehr sparen, um ein bestimmtes zukünftiges Konsumniveau finanzieren zu können. Eine weitere Ursache für das höhere Angebot an Ersparnissen ist die Integration Chinas in die globalen Finanzmärkte. Die Ersparnisse in China sind wegen seiner alternden Bevölkerung und seines schwach ausgebauten staatlichen Rentensystems hoch. Angesichts der aktuellen Wirtschaftslage könnte nicht zuletzt auch die Unsicherheit über die künftige Entwicklung in bestimmten Regionen der Welt zu einem höheren Angebot an Ersparnissen geführt haben.

Während die Sparneigung also steigt, könnte gleichzeitig die Investitionsneigung gesunken sein. Dies kann zum einen wiederum die erhöhte Unsicherheit über die künftigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen widerspiegeln. Zum anderen könnte aber auch die Erwartung eines tieferen Produktivitätswachstums eine Rolle spielen. Des Weiteren wandelt sich die Industriegesellschaft zu einer Dienstleistungsgesellschaft mit möglicherweise niedrigerem Kapitalbedarf.

All diese Faktoren führen dazu, dass der reale Gleichgewichtszins zurzeit weltweit – und damit auch in der Schweiz – relativ tief ist. Hinzu kommt, dass die Geldpolitik aufgrund der unerwünscht tiefen Inflation und der schleppenden konjunkturellen Entwicklung im Nachgang der Finanzkrise international expansiv ist. Der globale, langfristige Abwärtstrend bei den Zinsen und die zyklisch bedingt expansive Geldpolitik haben also zusammen zu historisch niedrigen Zinsen geführt.

Wirkungskanäle des Negativzinses in der Schweiz

Unabhängig vom Gleichgewichtszins stellt sich die Frage nach der Wirkungsweise der Geldpolitik unterhalb der Nullgrenze. Oder konkreter: Über welche Mechanismen bewirkt eine Geldpolitik mit Negativzins, dass die Inflation steigt?

Wie Sie sich vielleicht noch aus Ihren Studientagen erinnern können, wirkt die Geldpolitik im Normalfall über verschiedene Transmissionskanäle. Für eine kleine offene Volkswirtschaft

wie die Schweiz ist hier an erster Stelle der Wechselkurskanal zu nennen. Niedrigere Zinsen machen – ceteris paribus – den Franken als Anlagewährung weniger attraktiv. Der Franken wertet sich ab, was schweizerische Güter im Ausland billiger werden lässt. In der Folge steigen die Nettoexporte an. Dies wiederum erhöht das Bruttoinlandprodukt und die Inflation in der Schweiz. Eine Frankenabwertung hat auch einen direkten Einfluss auf die Inflation, da die Importpreise steigen.

Ausserdem wirkt eine Zinssenkung über den Kreditkanal. Etwas vereinfacht kann man sagen: Senkt die Nationalbank den kurzfristigen Zins, führt dies dazu, dass auch die längerfristigen Marktzinsen fallen. Kredite werden günstiger, und damit steigen die Anreize zu konsumieren und zu investieren. Dies kurbelt wiederum die Wirtschaft an, und die Inflation steigt.

Wirkt der Negativzins in der Schweiz so wie erwartet? Ich möchte zuerst auf die Transmission über den Wechselkurskanal zu sprechen kommen. Historisch hatte die Schweiz stets tiefere Zinsen als die meisten anderen Länder, namentlich jene der Eurozone. Die Zinsdifferenz spiegelt die im Durchschnitt niedrigere Inflation in der Schweiz im Vergleich zum Ausland wider, aber auch die politische Stabilität und die glaubwürdige Geldpolitik der Schweiz. Investoren sind bereit, Frankenanlagen zu niedrigeren Renditen zu halten. Abbildung 4 zeigt die geldpolitischen Zinsen in der Schweiz und der Eurozone. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise ist die Zinsdifferenz immer geringer geworden. Mit der Einführung des Negativzinses in der Eurozone im Juni 2014 wurde sie gar negativ.

Jede weitere geldpolitische Lockerung der EZB erhöhte den Druck auf den Franken, für den damals der Mindestkurs gegenüber dem Euro galt. Auf Abbildung 5 sehen Sie die Kurse des Euros in Franken (blaue Linie) und in US-Dollar (rote Linie). In der zweiten Hälfte 2014 verlor der Euro gegenüber allen wichtigen Währungen rasch und massiv an Wert. So wurde auch der Mindestkurs nicht mehr nachhaltig. Die Interventionsvolumen, die wir hätten einsetzen müssen, um den Mindestkurs auch nur noch kurze Zeit zu verteidigen, drohten ausser Kontrolle zu geraten. Deshalb passten wir im Januar 2015 unsere Geldpolitik an. Mit der Aufhebung des Mindestkurses wertete sich der Franken auf. Diese Aufwertung entsprach in etwa dem Wertgewinn, den die meisten anderen Währungen schon in den Vormonaten gegenüber dem Euro erfahren hatten.

Unsere Geldpolitik beruht seither auf zwei Säulen: dem Negativzins von minus 0,75% auf den Sichtguthaben der Banken bei der SNB sowie der Bereitschaft der Nationalbank, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Der Negativzins in der Schweiz hat die ursprüngliche Zinsdifferenz zumindest teilweise wiederhergestellt und damit den Druck auf den Franken reduziert. Wie Sie in Abbildung 6 sehen können, hat der reale Aussenwert des Frankens seit Mitte 2015 graduell abgenommen. Auch in Zeiten erhöhter Marktvolatilität, wie zum Beispiel nach dem britischen EU-Referendum im vergangenen Juni, ist der Franken gegenüber Euro und Dollar recht stabil geblieben. Ohne den Negativzins und unsere Interventionsbereitschaft hätte sich der Franken aufgewertet, das Wachstum wäre schwächer ausgefallen, und die Inflation läge noch tiefer.

Die Wirkung des Negativzinses auf den Wechselkurs ist für uns entscheidend, weil die Schweiz eine kleine offene Volkswirtschaft ist und der Aussenhandel für die Wirtschaftsleistung sehr wichtig ist. 2015 trugen die Exporte gut 50% zum Bruttoinlandprodukt (BIP) bei, während die Importe etwa 40% des BIP ausmachten. Damit haben Frankenbewegungen einen grossen Einfluss auf die Wirtschaftsleistung. Der Franken ist nach wie vor signifikant überbewertet. Für viele Branchen stellt der hohe Wert des Frankens eine grosse Herausforderung dar. Ausserdem haben importierte Güter und Dienstleistungen ein hohes Gewicht im Warenkorb des Landesindex der Konsumentenpreise. Die Aufwertung des Frankens seit der Finanzkrise schlug sich deshalb auch direkt in der Inflationsrate nieder. Die Inflationsrate war in den letzten fünf Jahren meistens negativ, wie Abbildung 7 zeigt. Der grösste Beitrag zur tiefen Inflation – die roten Balken in der Abbildung – kommt dabei von den importierten Gütern. Auch der gesunkene Ölpreis – die gelben Balken – hat zur tiefen Inflation beigetragen. Dank der Stabilisierung sowohl des Wechselkurses als auch des Erdölpreises ist die Inflation seit Ende 2015 angestiegen. Sie sollte gemäss unseren Prognosen in den nächsten Quartalen wieder positiv werden.

Nun komme ich zum Kreditkanal. Bei einer funktionierenden Transmission würde man nach einer Zinssenkung der Zentralbank ein tieferes allgemeines Zinsniveau und steigende Kreditvolumen erwarten. Sind die Zinsen in der Schweiz nach Einführung des Negativzinses gesunken? Und wie haben sich die Kreditvolumen und die Anleihenemissionen entwickelt?

Seit der Senkung der Zinsen auf den Sichtguthaben der Banken bei der SNB im Januar 2015 auf minus 0,75% sind die Renditen auf langfristige Anleihen der Eidgenossenschaft um mehr als einen halben Prozentpunkt gefallen, wie Abbildung 8 zeigt.² Die Zinsen auf Unternehmensanleihen – die rote Linie in der Abbildung – gingen ebenfalls deutlich zurück. Die Finanzierungskosten für Unternehmen, die am Kapitalmarkt Anleihen emittieren können, sind damit gesunken. Ein etwas anderes Bild zeigt sich bei den Zinsen für Bankkredite. Wie Sie auf Abbildung 9 sehen, sind diese zunächst nicht gesunken, sondern leicht gestiegen. Das ist auf den ersten Blick erstaunlich, lässt sich aber dadurch erklären, dass die Banken versucht haben, den weiteren Rückgang ihrer Zinsmarge durch erhöhte Einnahmen im Kreditgeschäft zu kompensieren.

In der Zwischenzeit liegen auch die Zinsen auf Hypothekarkredite etwas tiefer als vor der Einführung des Negativzinses. Es lässt sich also festhalten, dass die Transmission einer Senkung des geldpolitischen Zinses in den negativen Bereich auf die übrigen Zinsen grundsätzlich ähnlich funktioniert wie bei einer Zinssenkung im positiven Bereich.

Obwohl die Zinsen gesunken sind, haben wir aber in den letzten zwei Jahren keinen deutlichen Anstieg des Bankkreditwachstums beobachtet. Das Volumen der Kredite an Unternehmen und Haushalte ist zwar weiter angestiegen, wie Sie in Abbildung 10 sehen, das Kreditwachstum hat sich aber abgeschwächt. Dieses abgeschwächte Wachstum ist besonders bei

² Die SNB hatte am 18. Dezember 2014 beschlossen, ab dem 22. Januar 2015 einen Negativzins von minus 0,25% auf die Giroguthaben der Banken und anderer SNB-Kontoinhaber zu erheben. Mit der Aufhebung des Mindestkurses wurde der Zins auf minus 0,75% gesenkt.

den Krediten an private nicht-finanzielle Unternehmen zu sehen. Bei Unternehmen, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren können, sieht das Bild anders aus, wie Abbildung 11 zeigt. Inländische nicht-finanzielle Unternehmen haben die tiefen Kapitalmarktzinsen genutzt und seit der Einführung des Negativzinses mehr Anleihen herausgegeben.

Als Zwischenfazit ist festzuhalten, dass der Negativzins in der Schweiz vor allem über den Wechselkurskanal wirkt. Er hat – zusammen mit unserer Interventionsbereitschaft – dazu beigetragen, dass sich der Franken trotz erhöhter Unsicherheit, wie beispielsweise nach dem britischen EU-Referendum, nicht weiter aufgewertet hat. Zudem sind die Renditen für Staats- und Unternehmensanleihen sowie etwas weniger stark auch für Hypotheken mit Einführung des Negativzinses gefallen. Insgesamt sind die Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen heute geringer als vor der Einführung des Negativzinses. Zusammen mit dem gestiegenen Anleihenvolumen spricht dies dafür, dass der Negativzins über den Kreditkanal ebenfalls eine gewisse Wirkung erzeugt hat, auch wenn die Bankkredite nicht so angestiegen sind, wie man das normalerweise erwartet hätte.

Herausforderungen tiefer Zinsen

Der Negativzins hat also in der Schweiz die angestrebte Wirkung entfaltet. Tiefe Zinsen bringen aber auch eine Reihe von Herausforderungen und potenziellen Nebenwirkungen mit sich, auf die ich jetzt zu sprechen komme.

Eine Herausforderung ist die Kommunikation. Auf den ersten Blick scheint die Belastung von Guthaben die Logik ökonomischer Gesetzmässigkeiten auf den Kopf zu stellen. Es erscheint unnatürlich, auf Guthaben Zinsen zu zahlen. Die Kommunikation der Geldpolitik ist daher zurzeit besonders wichtig. In meinen bisherigen Ausführungen habe ich erläutert, dass negative Zinsen in der Schweiz die Folge eines gesunkenen Gleichgewichtszinses und der – wegen des internationalen Umfelds nötigen – expansiven Geldpolitik der SNB sind.

Der Negativzins belastet zudem direkt die Banken und indirekt die Pensionskassen und Lebensversicherungen, die sich um ihre Profitabilität und die Erfüllung ihrer Verpflichtungen sorgen. Wie schon erwähnt, nimmt die Nationalbank diese Sorgen sehr ernst. Die Herausforderungen, denen Pensionskassen aktuell gegenüberstehen, sind aber nicht vordringlich auf die Geldpolitik zurückzuführen. Problematisch ist vielmehr die Tatsache, dass die Pensionskassen Renditen erwirtschaften müssen, die nominal fixiert sind und die zu einer Zeit festgelegt wurden, als der Gleichgewichtszins höher lag.

Für die Banken stellt der Negativzins zweifellos einen Kostenpunkt dar, weil sie auf ihre Guthaben bei der SNB Zinsen bezahlen müssen. Allerdings gewährt die Nationalbank grosszügige Freibeträge, welche die effektive Zinsbelastung für den Bankensektor reduzieren. Diese Freibeträge geben den Banken Spielraum bei der Entscheidung, ob und inwieweit sie den Negativzins an ihre Kunden weitergeben.

Aus Sicht der Finanzstabilität ist nicht der Negativzins an sich, sondern allgemeiner das tiefe Zinsniveau eine Herausforderung. Es ist denkbar, dass Anleger aufgrund der tiefen Zinsen höhere Risiken eingehen. Dies kann dazu führen, dass sich Ungleichgewichte am Immobilien- und Hypothekarkreditmarkt aufbauen. In der Schweiz sind seit 2012 verschiedene Massnahmen getroffen worden – Stichwort antizyklischer Kapitalpuffer – um die damit verbundene Gefahr für die Finanzstabilität zu reduzieren. Seither hat sich die Dynamik am Hypothekar- und Immobilienmarkt zwar etwas abgeschwächt, aber die Hypotheken wachsen weiterhin schneller als das BIP. Die Nationalbank analysiert deshalb die Situation am Hypothekar- und Immobilienmarkt laufend.

Darüber hinaus bringt ein Tiefzinsumfeld auch ganz grundsätzliche geldpolitische Herausforderungen mit sich. Eine erste Herausforderung stellt die Möglichkeit der Bargeldhaltung dar. Ich habe gezeigt, dass der Negativzins der SNB ein wirksames geldpolitisches Instrument ist. Aber wie weit können die nominalen Zinsen sinken? Bei weiter sinkendem Zinsniveau wird es irgendwann attraktiv, Bargeld statt negativ verzinsten Sichteinlagen zu halten. Da die SNB keine Absicht hat, das Bargeld abzuschaffen, ergibt sich eine effektive Zinsuntergrenze, die den Handlungsspielraum der Geldpolitik einschränkt. Diese Zinsuntergrenze liegt unter null, weil die Bargeldhaltung teuer und riskant ist. Es besteht somit die Bereitschaft, für elektronische Geldhaltung einen gewissen Betrag zu zahlen. In der Schweiz sind die Kosten, die durch den aktuellen Negativzins entstehen, offensichtlich kleiner als die Kosten der Bargeldhaltung. Daher ist die Nachfrage nach Bargeld bisher nicht massiv angestiegen. Die effektive Zinsuntergrenze ist also noch nicht erreicht – wir wissen aber, dass eine solche existiert.

Eine weitere geldpolitische Herausforderung besteht darin, dass die Wirksamkeit der expansiven Effekte tiefer Zinsen auf Konsum und Investitionen mit der Zeit abnehmen kann. Ich habe schon erwähnt, dass Banken mit Einführung des Negativzinses die Kreditzinsen zum Teil erhöht haben, um die sinkende Zinsmarge auszugleichen. Je länger das Tiefzinsumfeld anhält, desto grösser ist die Gefahr, dass Verzerrungen im Bankensystem so die Transmission des Negativzinses über den Kreditkanal behindern. Auch können tiefe Zinsen auf Spareinlagen bei Banken und die Sorge um künftige Rentenzahlungen die Haushalte veranlassen, mehr zu sparen, wenn sie ein bestimmtes Sparziel erreichen wollen. Damit wird weniger konsumiert anstatt mehr, wie man das normalerweise bei tiefen Zinsen erwarten würde. Gleichzeitig führt die Zunahme von Spargeldern zu einem weiter sinkenden Zinsniveau. Dieser Effekt verstärkt sich, wenn die Haushalte von einer immer längeren Phase tiefer Zinsen ausgehen.

Trotz dieser geldpolitischen Herausforderungen und potenziellen Nebenwirkungen ist der Negativzins in der Schweiz wegen des überbewerteten Frankens und des weltweit tiefen Zinsniveaus im gegenwärtigen Umfeld unabdingbar. Die Herausforderungen und Nebenwirkungen zeigen aber auch klar, dass über die Zeit eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität angestrebt werden muss. Daher stellt sich die Frage, wie eine Normalisierung erfolgen kann.

Die aktuelle Geldpolitik im internationalen Kontext

Um diese Frage zu beantworten, möchte ich die aktuelle Geldpolitik in einen internationalen Kontext stellen.

Nicht nur die SNB, sondern praktisch alle wichtigen Zentralbanken führen zurzeit eine Geldpolitik mit tiefen oder negativen Zinsen. Zwar gelang es den Zentralbanken, mit einer mutigen und entschlossenen Politik zu verhindern, dass sich die globale Finanzkrise zu einer zweiten Grossen Depression entwickelte. Trotz der international sehr expansiven Geldpolitik hat sich die Wirtschaft in vielen grossen Industrieländern bislang allerdings weniger gut erholt als erhofft. In der Schweiz verlief die Erholung im internationalen Vergleich bisher relativ gut. Dennoch liegt die Inflation bei uns, wie auch in vielen anderen Ländern, tiefer als erwünscht. Die letzten Jahre haben damit klar gezeigt, dass eine expansive Geldpolitik kein Allheilmittel ist, das in den wichtigen Industrieländern mehr Wachstum erzeugen kann. Eine expansive Geldpolitik kann kein Ersatz für nötige strukturpolitische Massnahmen sein und darf diese auch nicht verzögern.

Die Geldpolitik beeinflusst das Wachstumspotenzial der Wirtschaft nur insofern, als dass Preisstabilität die Unsicherheit reduziert. Darüber hinaus hat Geldpolitik längerfristig keine Wirkung auf das Wirtschaftswachstum. Die längerfristigen Wachstumsaussichten können daher nur mit strukturpolitischen Massnahmen verbessert werden. So kann die Förderung von Bildung, Forschung und Entwicklung das Produktivitätswachstum steigern. Gute Rahmenbedingungen unterstützen das Wachstum: Werden verkrustete Arbeitsmarktstrukturen aufgebrochen, der Wettbewerb gefördert und Verträge verlässlich durchgesetzt, wird die Wirtschaft effizienter. Ein langfristig tragfähiges Rentensystem kann den Menschen die Angst vor einer unsicheren Altersversorgung nehmen und so eine übermässige Sparneigung vermeiden.

Wenn es in den wichtigen Volkswirtschaften der Welt gelingt, mit solchen Reformen Erwartungen über zukünftige Einkommen und Erträge positiv zu beeinflussen, kann die globale Konsum- und Investitionsnachfrage schon heute ansteigen. Strukturreformen in den wichtigen Volkswirtschaften können so auch weltweit – nicht zuletzt in kleinen offenen Volkswirtschaften – zu einer Normalisierung des Zinsniveaus und der Geldpolitik beitragen. Strukturpolitische Massnahmen, die zu einem höheren Produktivitätswachstum, zu einer tieferen Sparneigung und zu einem stärkeren Investitionswillen führen, erhöhen prinzipiell den Gleichgewichtszins. Bei unveränderter Geldpolitik bedeutet ein solcher Anstieg des Gleichgewichtszinses, dass die monetären Bedingungen expansiver werden. Dies würde die Erholung der Weltwirtschaft zusätzlich fördern und die Umsetzung strukturpolitischer Massnahmen erleichtern. Die Zentralbanken könnten dann allmählich die geldpolitischen Zinsen wieder anheben, und unerwünschte Nebenwirkungen tiefer oder negativer Zinsen würden begrenzt.

Fazit

Lassen Sie mich schliessen und meine Ausführungen in fünf Hauptbotschaften zusammenfassen.

Erstens ist das tiefe Zinsniveau ein längerfristiges und weltweites Phänomen. Die Realzinsen sind global gesunken, und zwar kontinuierlich über die letzten 20 Jahre. Dies spricht dafür, dass der gleichgewichtige Realzins gefallen ist. Dahinter stehen demografische Entwicklungen und veränderte Verhaltensweisen der Konsumenten und Unternehmen, die zu einem höheren Angebot an Ersparnissen sowie einer tieferen Investitionsnachfrage geführt haben.

Zweitens werden negative Nominalzinsen zwar oft als unnatürlich empfunden. Ökonomische Gesetze kehren sich aber unterhalb der Nullgrenze nicht grundsätzlich um. Die Senkung des geldpolitischen Zinses in den negativen Bereich wirkt prinzipiell ähnlich wie eine Zinssenkung im positiven Bereich. In der Schweiz wirkt sie vor allem über den Wechselkurskanal. Zusammen mit der Bereitschaft der Nationalbank, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, hat der Negativzins eine weitere Frankenaufwertung verhindert und generell dazu beigetragen, dass sich der Druck auf den Franken verringert.

Drittens ist der Negativzins für die Schweiz in einem globalen Tiefzinsumfeld notwendig und sinnvoll. Als kleine offene Volkswirtschaft kann sich die Schweiz nicht von einem internationalen Umfeld tiefer Zinsen abkoppeln. Was wäre passiert, wenn die SNB den Negativzins nicht eingeführt hätte? Der Franken hätte sich noch stärker aufgewertet, es wäre zu einer Wachstumsverlangsamung mit noch tieferer Inflation gekommen, und die Arbeitslosigkeit wäre gestiegen.

Viertens können in einer Phase tiefer Zinsen, vor allem wenn sie länger anhält, unerwünschte Nebenwirkungen auftreten. Dazu zählt die Möglichkeit der Hortung von Bargeld, die den geldpolitischen Spielraum einschränkt. Zu nicht zu unterschätzenden unerwünschten Nebenwirkungen kann es aber auch in Bezug auf die Finanzstabilität kommen. Diese Herausforderungen und Nebenwirkungen vergrössern sich, je länger die Zinsen tief bleiben.

Fünftens möchte ich vor diesem Hintergrund betonen, dass ein Negativzins oder, allgemeiner gefasst, eine expansive Geldpolitik kein Allheilmittel ist. Für eine nachhaltige Erholung der Weltwirtschaft sind nach wie vor realwirtschaftliche Anpassungen notwendig. Strukturpolitische Massnahmen in den wichtigen Volkswirtschaften können die Voraussetzungen dafür schaffen, dass die Gleichgewichtszinsen weltweit wieder ansteigen. Dies würde es auch den Zentralbanken erlauben, die Zinsen allmählich wieder anzuheben, und allfällige negative Auswirkungen anhaltend tiefer Zinsen würden begrenzt.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

Abbildung 1

NOMINALZINSEN

Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen

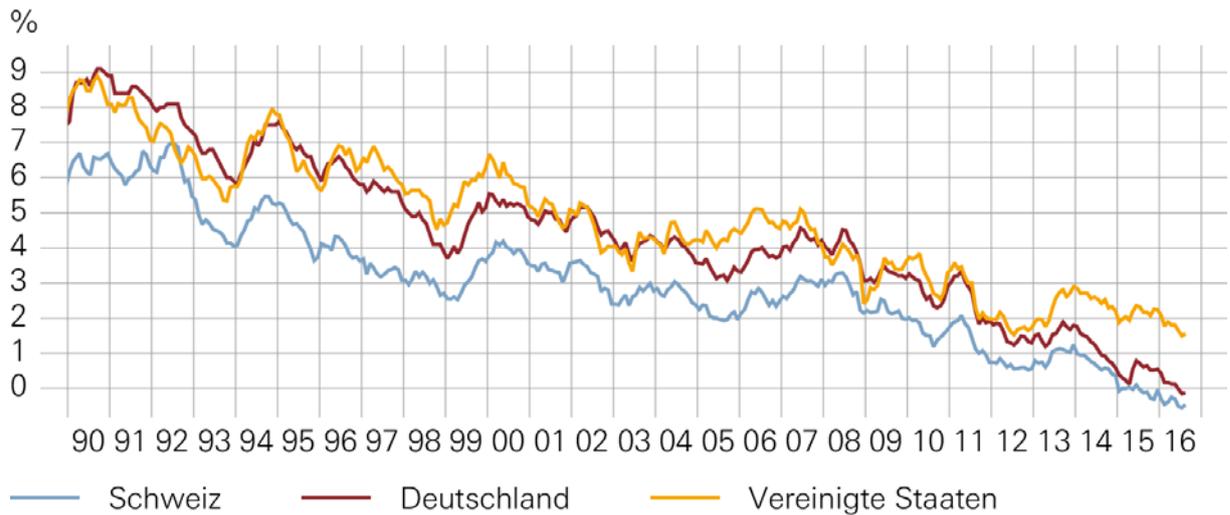


Abbildung 2

REALZINSEN

Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen abzüglich der Konsumentenpreis-inflation

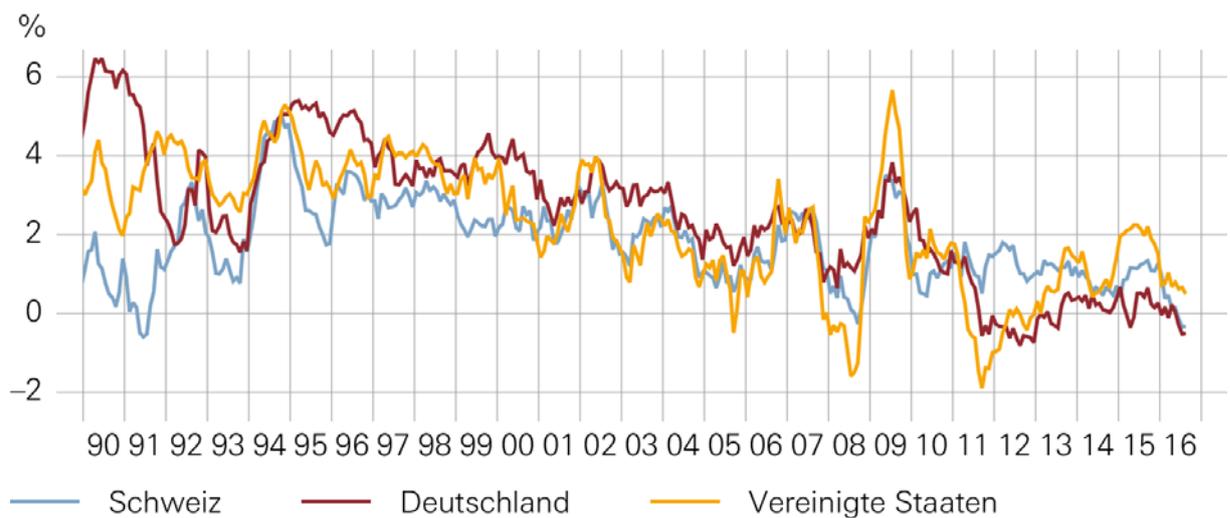
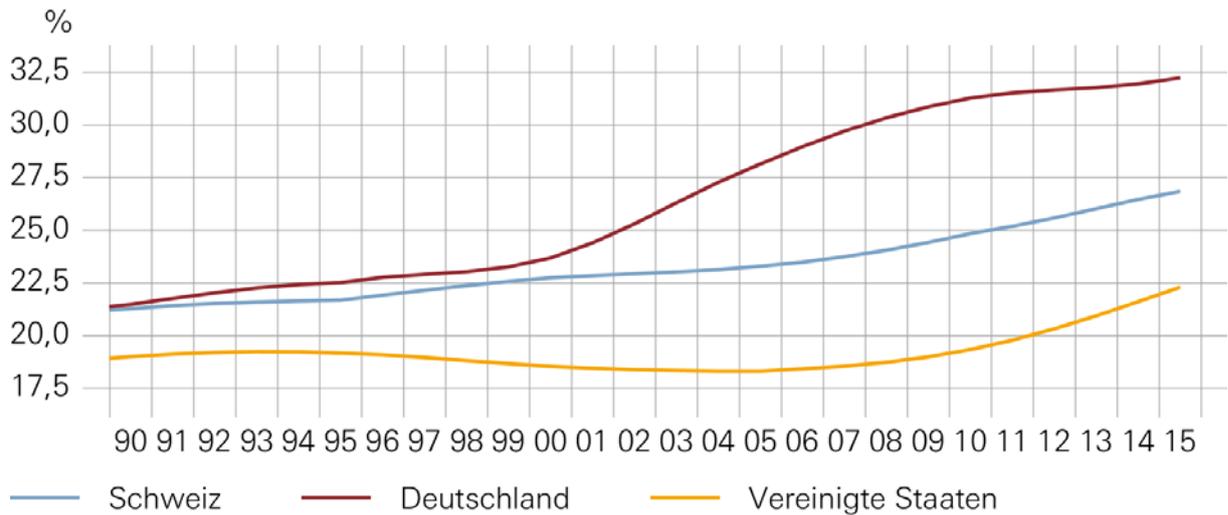


Abbildung 3

ALTERSQUOTIENT

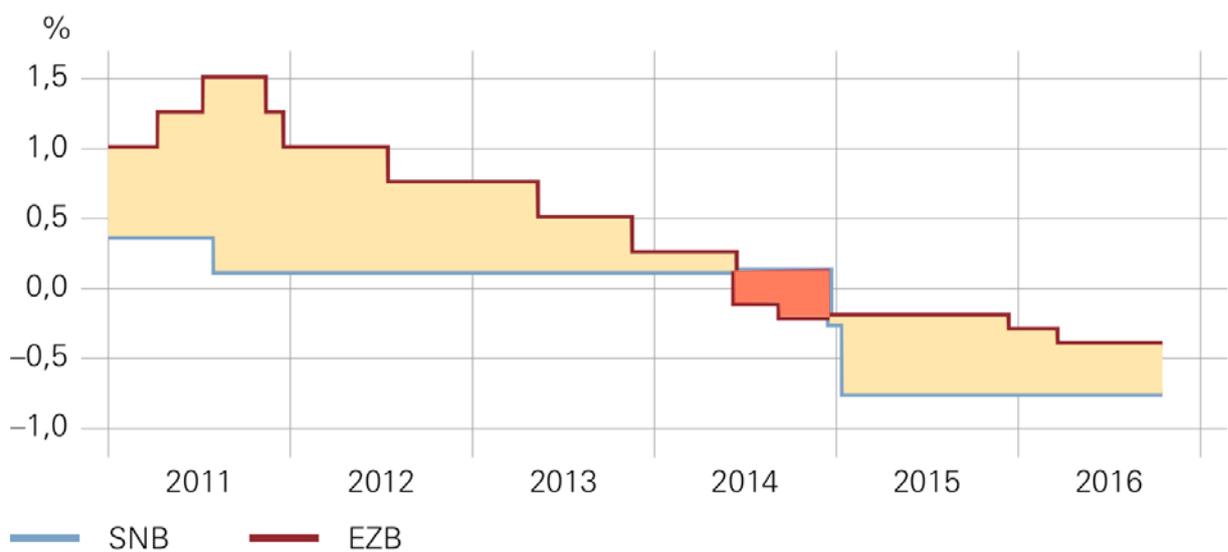
Anteil der über 64-Jährigen an der Arbeitsbevölkerung (15-64 Jährige)



Quelle: Weltbank WDI

Abbildung 4

GELDPOLITISCHE ZINSEN

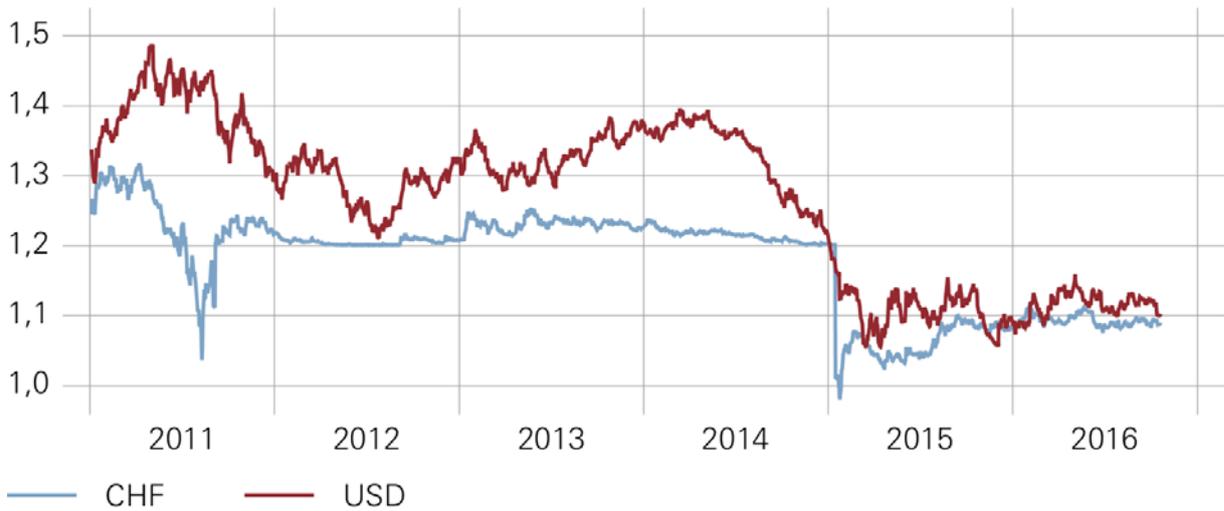


Quellen: Bloomberg, SNB

Abbildung 5

NOMINALE WECHSELKURSE

CHF und USD pro EUR



Quellen: BIZ, SNB

Abbildung 6

REALER EFFEKTIVER WECHSELKURS DES FRANKENS

Exportgewichtet

Index, Dezember 2014 = 100

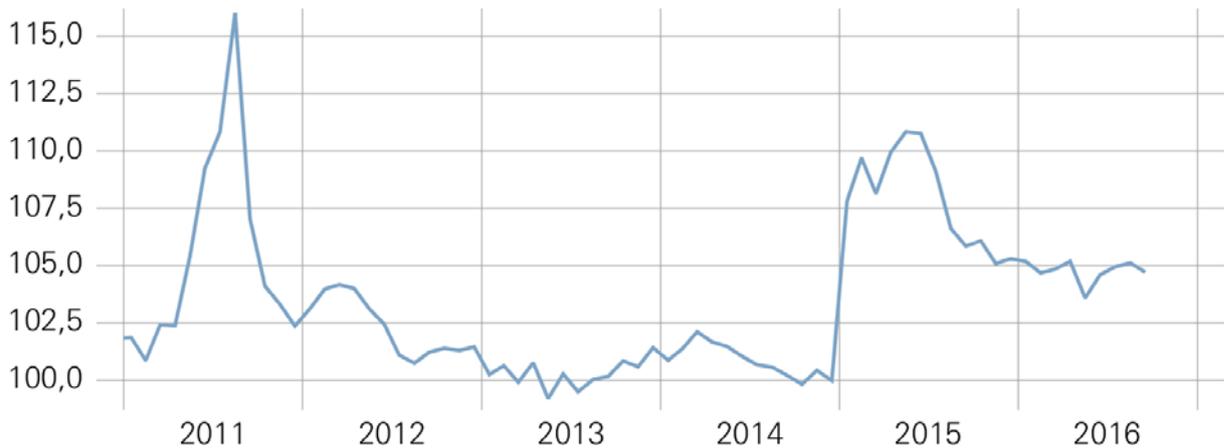
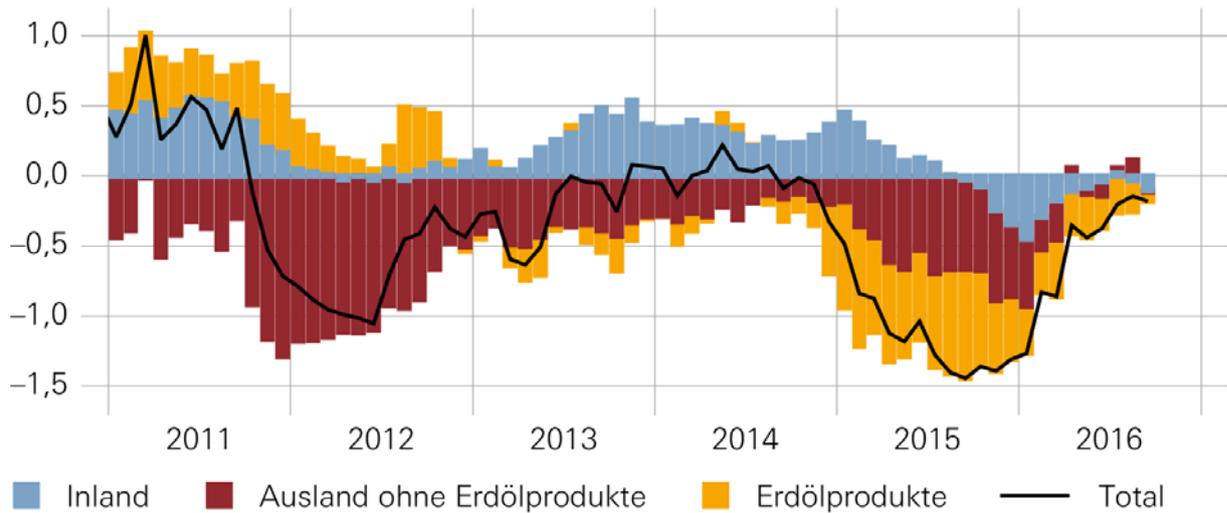


Abbildung 7

INFLATION UND KOMPONENTEN

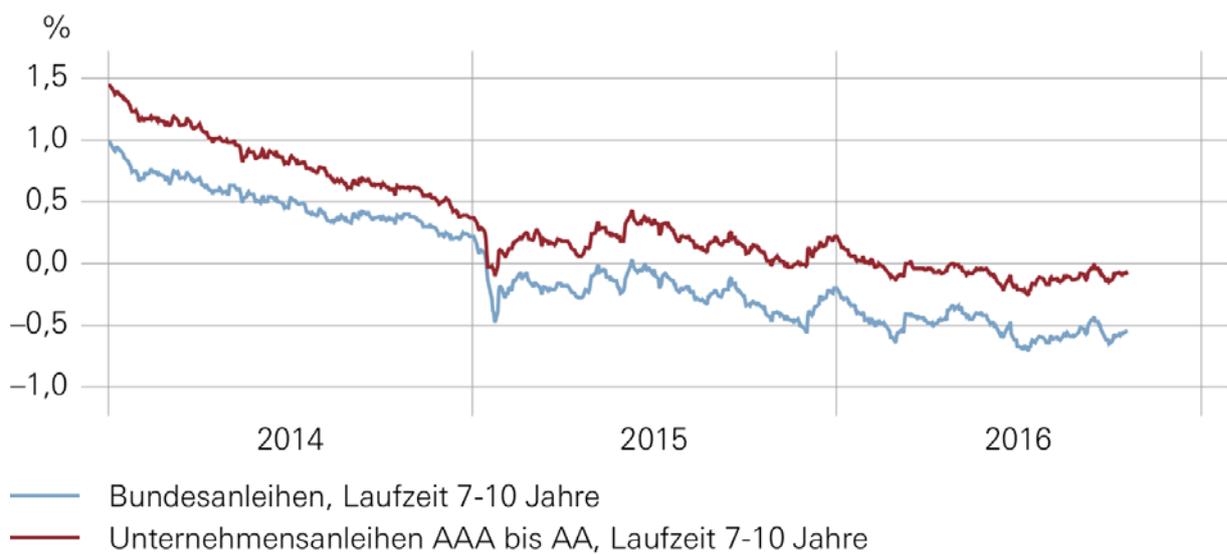
%, Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten



Quellen: BFS, SNB

Abbildung 8

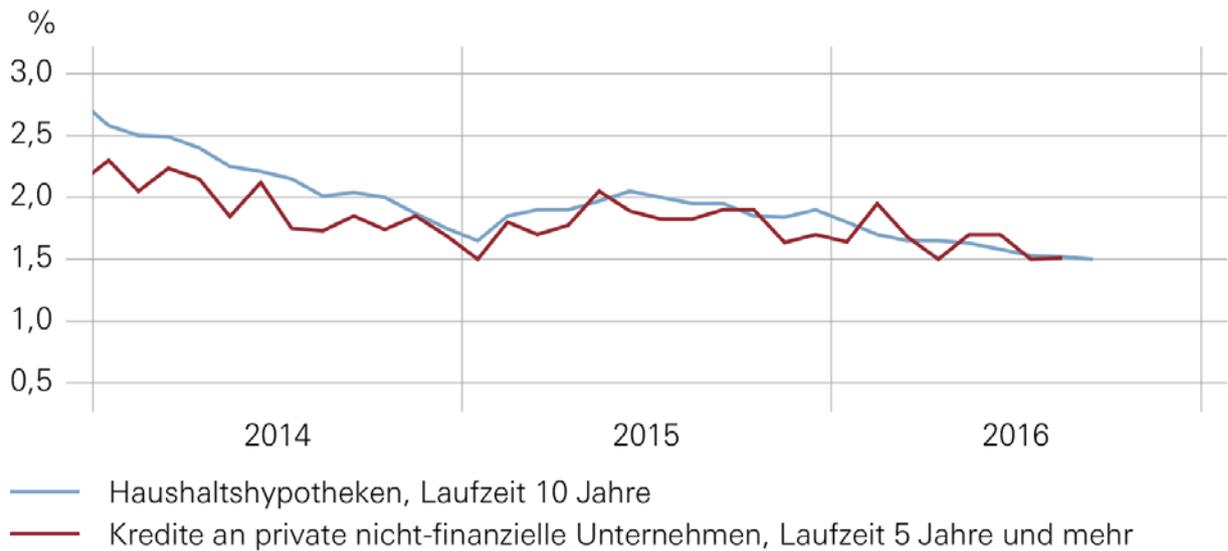
RENDITEN AUF UNTERNEHMENS- UND BUNDESANLEIHEN



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 9

KREDITZINSEN



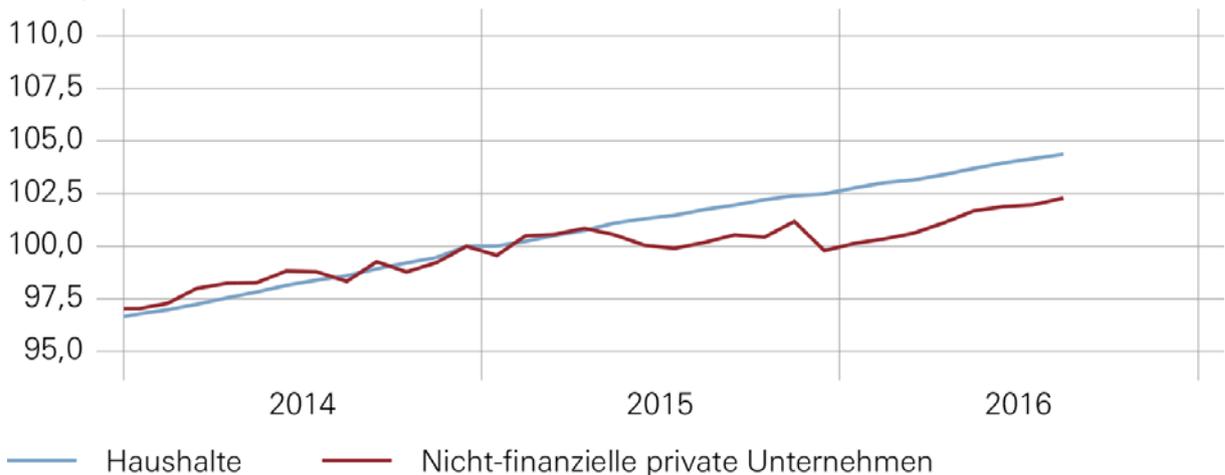
Quelle: Bloomberg, SNB

Abbildung 10

KREDITVOLUMEN NACH SEKTOREN

Hypothekarkredite und andere Kredite

Index, Dezember 2014 = 100



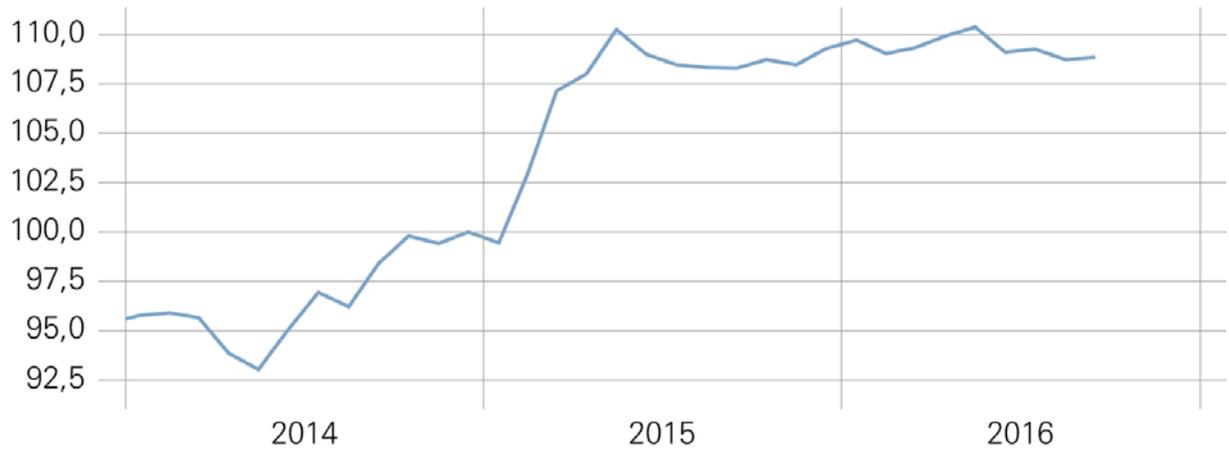
Quelle: SNB

Abbildung 11

CHF-ANLEIHEN NICHT-FINANZIELLER UNTERNEHMEN

Nominalwertkapitalisierung

Index, Dezember 2014 = 100



Quelle: SIX