

Oktober 2019

Negativzinsen: von der Notfallmassnahme zur «neuen Normalität» – und zurück?

Eine Studie der SBVg zu der Wirksamkeit und den Folgen der
Negativzinspolitik

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----------|
| Vorwort | 4 |
| Executive Summary | 6 |
| 1. Ausgangslage der heutigen Negativzinspolitik | 8 |
| 1.1 Negativzinsen sollen die Nachfrage nach Schweizer Franken dämpfen | 8 |
| 1.2 Der Schweizer Franken ist nicht mehr überbewertet | 10 |
| 1.3 Das Tiefzinsumfeld ist strukturell bedingt | 12 |
| 2. Negativzinsen sind weder wirksam noch notwendig | 16 |
| 2.1 Heutige Geldpolitik hat geringen Einfluss auf Teuerungsrate | 16 |
| 2.2 Positive Zeichen im Aussenhandel | 18 |
| 3. Negativzinsen mit Nebenwirkungen | 22 |
| 3.1 Fehlallozierte Ressourcen führen zu Verzerrungen auf dem Immobilienmarkt | 22 |
| 3.2 Akzentuierte Probleme bei Vorsorgewerken | 24 |
| 3.3 Fehlinvestitionen verzögern den Strukturwandel | 26 |
| 3.4 Erhöhte Anreize für Risikonahme | 28 |
| 3.5 Anhaltendes Negativzinsumfeld schafft generelle Unsicherheit | 29 |
| 4. Fazit: Ausstieg aus dem Krisenmodus einleiten | 30 |
| Literaturverzeichnis | 32 |

Vorwort

Wir leben in einer verkehrten Welt – zumindest was die Zinsen in der Schweiz angeht.

War der Zins einst die Basis des Sparens, des Kreditgeschäfts und der Altersvorsorge, so funktioniert diese Logik heute nicht mehr. Der risikofreie Zinssatz ist negativ. «Time is money» scheint ein geflügeltes Wort zu sein, das die Zeit überholt hat.

Negativzinsen sind nur schwer mit Schweizer Werten vereinbar. Das Wort «Schuldner» ist nicht nur zufällig verwandt mit dem Begriff «Schuldiger»; eine wirtschaftliche Schuld liegt deshalb auch immer nahe am moralischen und juristischen Schuld-begriff. Heute leben wir jedoch in der kuriosen Situation, dass Schuldenmachen teilweise sogar belohnt wird. Was aus Bürgersicht seltsam, unmoralisch oder gar widersinnig anmutet, ist auch für Ökonomen nur schwierig zu fassen.

Angesichts signifikanter Deflationsrisiken und im Hinblick auf die Abschaffung des Euro-Mindestkurses hat die SNB Ende 2014 den Schritt unter die Nullzinsgrenze gewagt. Mit dieser ausserordentlichen Massnahme hat sie wohl grossen wirtschaftlichen Schaden von der Schweiz abgewehrt. Die Negativzinsen bestehen bald seit fünf Jahren. Das Kuriosum hat sich somit längst von der Notmassnahme zur neuen Normalität gewandelt.

Es ist deshalb an der Zeit für eine eingehende Analyse. Risiken und Folgeschäden der Negativzinspolitik sind unübersehbar. Kleinsparer werden für ihr Kontoguthaben bestraft und sorgen sich um ihre Altersvorsorge. Vorsorgewerke leiden unter dem Anlagenotstand und sorgen sich um ihr Rentenversprechen. Behörden sorgen sich um die Hauspreisentwicklungen und ergreifen regulatorische Massnahmen im Hypothekarmarkt. Finanzinstitute sorgen sich um die Risiken der schrumpfenden Zinsmarge – und generell macht man sich Sorgen, weil Negativzinsen signalisieren, dass die Krise anscheinend zum Dauerzustand geworden ist.

All diese Sorgen sollten nur dann in Kauf genommen werden, wenn die wirtschaftlichen Risiken negative Zinssätze unabdingbar erforderlich machen und diese die erwünschte Wirkung tatsächlich auch erzielen. Aus unserer Sicht ist es angesichts von Konjunktur, Wechselkurs und Inflationsaussichten zweifelhaft, ob die Negativzinsen erforderlich sind und noch Wirkung erzielen. Negativzinsen dürfen nicht als alternativlos betrachtet werden.

Wir sind überzeugt, dass es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht notwendig ist, den Weg für den Ausstieg aus dem Krisenmodus zu ebnen. Die vorliegende Studie beleuchtet hierzu relevante Aspekte von Wirkung und Folgen der Negativzinsen im Detail. Die Unabhängigkeit der SNB ist ein zentraler Pfeiler unserer Wirtschaftsordnung und wird mit dieser Studie nicht in Frage gestellt. Aus volkswirtschaftlicher und gesellschaftlicher Sicht sind wir aber davon überzeugt, dass ein öffentlicher Diskurs und eine kritische Überprüfung der Negativzinspolitik notwendig sind. Die Schweizerische Bankiervereinigung leistet mit dieser Analyse einen Beitrag für eine öffentliche Diskussion über den optimalen Rahmen für unsere Gesellschaft und Wirtschaft.

Jörg Gasser

CEO
Schweizerische Bankiervereinigung

August Benz

Stv. CEO
Schweizerische Bankiervereinigung

Martin Hess

Chefökonom
Schweizerische Bankiervereinigung

Executive Summary

Die Negativzinsen erfüllen heute ihren wirtschaftspolitischen Zweck nicht mehr: Der Schweizer Franken ist nicht überbewertet, die Preise sind stabil und die Wirtschaft hat sich den aktuellen Bedingungen angepasst. Seit ihrer Einführung vor knapp fünf Jahren hat die Wirkung der Negativzinsen auf die Wechselkurse und die Wirtschaftsentwicklung stark nachgelassen.

Gleichzeitig haben Negativzinsen zahlreiche nachteilige Folgen für die Wirtschaft. Dazu zählen Asset Inflation, Anlagenotstand in den Vorsorgewerken, Verschuldungsanreize, übermässiges Sparen trotz negativer Realzinsen, Umverteilungseffekte von Sparern zu Schuldern und vom Finanzsektor zum Exportsektor. Diese Nachteile verstärken sich zunehmend, während gleichzeitig der Nutzen der Negativzinsen kontinuierlich abnimmt.

Verschiedene Gründe sprechen für ein auf lange Zeit hinaus deutlich tieferes Zinsniveau als früher. Negativzinsen müssen aber eine ausserordentliche, temporäre geldpolitische Massnahme bleiben.



1. Ausgangslage der heutigen Negativzinspolitik

Das heutige Tiefzinsumfeld ist strukturell begründet. Die Einführung der negativen Zinsen hingegen war ein Politikentscheid der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zur Verhinderung einer übermässig restriktiven Geldpolitik nach der Aufhebung des Euro-Mindestkurses. Es beunruhigt, dass fünf Jahre später diese «Notfallmassnahme» zu einer «neuen Normalität» geworden ist.

1.1 Negativzinsen sollen die Nachfrage nach Schweizer Franken dämpfen

Die Einführung der Negativzinsen auf Giro Guthaben bei der SNB vor knapp fünf Jahren war nachvollziehbar. Die SNB hat angesichts der damaligen Divergenz der grossen Währungsräume, der expansiven Massnahmen ausländischer Zentralbanken und der reduzierten Überbewertung des Schweizer Frankens die Aufhebung des Mindestkurses von CHF 1,20 pro EUR beschlossen. Sie hat darauf abgezielt, eine unangemessene Straffung der monetären Rahmenbedingungen nach der Aufhebung des Mindestkurses zu verhindern und so die hohe Nachfrage nach Schweizer Franken zu dämpfen. Zur Abfederung der Folgen der Negativzinsen hat die SNB einen Freibetrag für Banken eingeführt, der ein 20-faches der Mindestreserven,

aber mindestens CHF 10 Mio. beträgt. Gemäss SNB «... soll erreicht werden, dass das Bankensystem nicht die volle Zinsbelastung aus dem hohen Bestand an Sichtguthaben tragen muss».¹

Seither hat die SNB am angestrebten Zinsniveau unverändert festgehalten und hat bei Bedarf am Devisenmarkt interveniert. Ihre Interventionen haben seit Ende 2014 zu einem Anstieg der Devisenanlagen von rund CHF 500 Mrd. auf rund CHF 800 Mrd. im Juli 2019 geführt.

Die SNB hat vor fünf Jahren **negative Zinsen** auf den Giroguthaben der Banken eingeführt. Vor dem Hintergrund einer stärkeren Nachfrage nach sicheren Anlagen in den Tagen zuvor, strebte sie an, dass der Dreimonats-Libor in den negativen Bereich fällt und so das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv macht. Bei der Ankündigung am 18. Dezember 2014 wurden die Zinsen auf Giroguthaben auf -0,25 Prozent festgelegt. Zeitgleich mit der Abschaffung des Euro-Franken-Mindestkurses hat die SNB am 15. Januar 2015 die Zinsen auf Giroguthaben auf die bis heute gültigen -0,75 Prozent reduziert (siehe Abbildung 1).

An der geldpolitischen Lagebeurteilung im September 2019 hat die SNB die Berechnung der Freigrenzen für Negativzinsen auf den Girokonten der Banken angepasst. Dies führt einerseits zu einer Entlastung der Banken als Ganzes, nicht jedoch in jedem Einzelfall. Andererseits hat die SNB damit den Spielraum für zukünftige Zinssenkungen vergrössert.

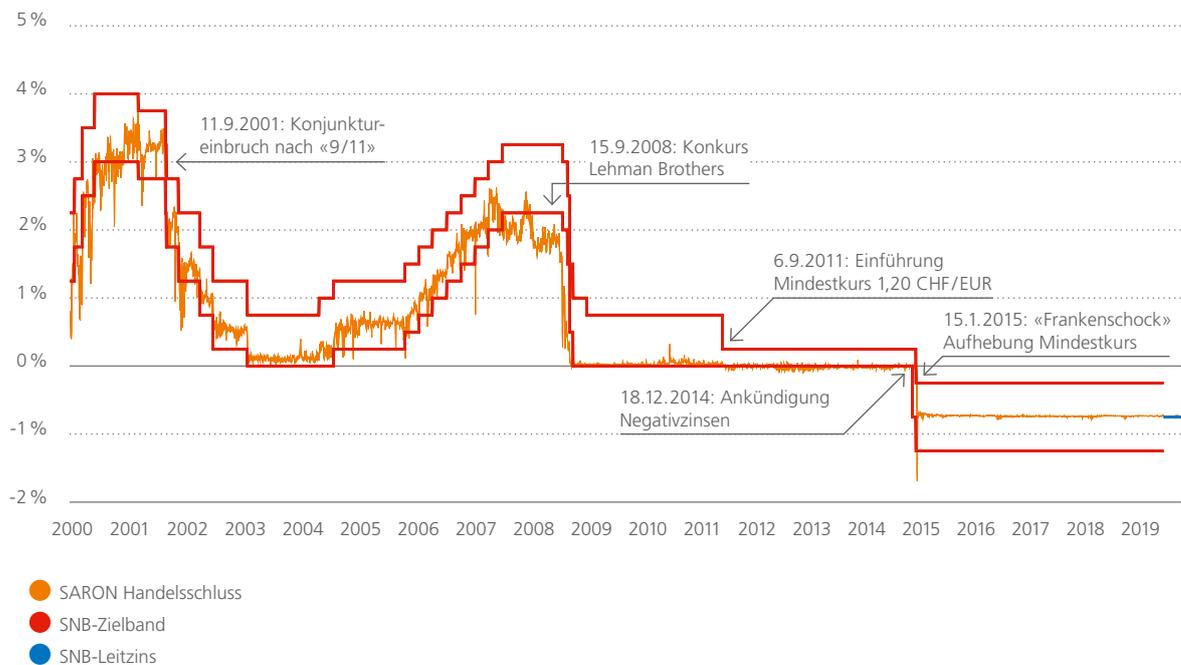
Aufgrund der jüngsten geldpolitischen Entscheide der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Federal Reserve (Fed) dürfte die Tiefzinsphase in den wichtigsten Währungszonen noch lange Zeit andauern. Um eine Zinsdifferenz aufrechtzuerhalten, erwarten die meisten Beobachter, dass auch die SNB mittelfristig an ihrer Negativzinspolitik festhält.

¹ Quelle: SNB Medienorientierung vom 18.12.2014: Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan.

Abb. 1

Geldmarktzinsen und geldpolitische Ziele seit 2000

SARON: Swiss average overnight rate zum Handelsschluss



1.2 Der Schweizer Franken ist nicht mehr überbewertet

Was den Aussenwert des Frankens anbelangt, liegt der kaufkraftbereinigte Wechselkurs gemäss Schätzung der UBS im Bereich bei CHF/EUR 1,20. Andere Banken kommen zu ähnlichen Resultaten (z. B. ZKB bei 1,15 CHF/EUR). Aus dieser Sicht ist der Franken gegenüber dem Euro gegenwärtig eher hoch bewertet. Die Bank Pictet erachtet den Franken gegenüber dem Euro bereits als leicht unterbewertet. Kaum bestritten ist allerdings, dass der Franken gegenüber dem US-Dollar eher tief bewertet ist (siehe Abbildung 2).

Handelsgewichtet liegt der Frankenkurs im Bereich seines langjährigen Trends und somit nahe des Gleichgewichtskurses. Abbildung 2 zeigt, dass der Franken seit Jahrzehnten einen Aufwärtstrend aufweist, der in den letzten Jahren gebrochen wurde. Heute liegt er auf dem gleichen Niveau wie vor neun Jahren. Der Franken ist damit seit mindestens zwei Jahren schwächer als vom Trend impliziert.

Abb. 2

Wechselkursentwicklung EUR/CHF und USD/CHF

EUR/CHF



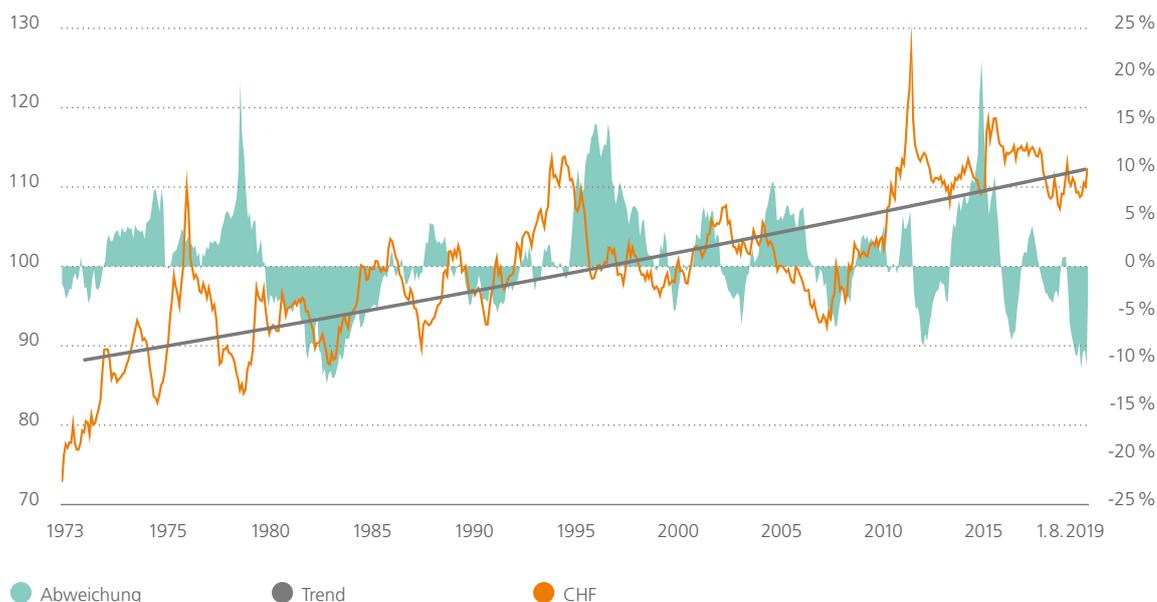
- EUR/CHF
- EUR/CHF Kaufkraftparität

USD/CHF



- USD/CHF
- USD/CHF Kaufkraftparität

Handelsgewichteter CHF-Wechselkurs



Quellen: Macrobond, SNB

Weitere Modelle zur Bestimmung eines Gleichgewichtswechsellkurses berücksichtigen die Leistungsbilanz eines Landes. Diese Modelle ergeben für den Franken eine Unterbewertung, da die Schweiz anhaltend hohe Handelsbilanzüberschüsse erwirtschaftet.

Aufgrund dieser Analysen und unter Berücksichtigung von Modellunsicherheit (Unsicherheit über die Wahl des richtigen Modells) und Schätzunsicherheit (Fehler bei der Spezifikation und Schätzung eines Modells) kann heute die Aussage, der Franken sei überbewertet, eindeutig verworfen werden. Die SNB erachtet den Schweizer Franken ebenfalls seit längerer Zeit als nicht mehr überbewertet.²

1.3 Das Tiefzinsumfeld ist strukturell bedingt

Die nominalen Zinsen sind seit den 1980er Jahren in allen Industrieländern deutlich gefallen. Dahinter stehen bedeutende fundamentale ökonomische und demografische Veränderungen, die struktureller Natur sind. So haben namentlich die Wachstums- und Inflationsraten deutlich abgenommen (siehe Abbildung 3 und 4). Das Potenzialwachstum in den Industrieländern ist gemäss Internationalem Währungsfonds (IWF) von rund drei Prozent auf 1,5 Prozent gefallen und die durchschnittliche Inflation von über fünf Prozent in den 1980er Jahren auf 1,5 Prozent seit der Finanzkrise.

In der Literatur werden das geringere Wachstum, demographische Faktoren – die zum verstärkten Sparen für die Altersvorsorge anregen –, tiefere Risikoprämien und relative Kapitalkosten sowie die steigende Ungleichheit im Einkommen als wichtigste Ursachen für den Rückgang des Zinsniveaus angesehen (siehe Abbildung 5). Die Vermögens- und Einkommensanteile der wohlhabendsten Bevölkerungsgruppe wachsen stetig. Aufgrund deren höheren Sparquoten steigt das Angebot an Kapital stärker als die Nachfrage. Dagegen sind die Investitionen aufgrund der geringeren Kapitalintensität der Wirtschaft (zum Beispiel infolge der Digitalisierung) und der stärkeren Zurückhaltung des Staates bei Investitionen gefallen. Gleichzeitig hat auch

² Seit der geldpolitischen Lagebeurteilung im September 2017 betrachtet die SNB den Franken als «hoch» bewertet, nachdem sie ihn mehrere Jahre als «überbewertet» betrachtet hat (siehe SNB, Chronik der Geld- und Währungspolitik 1848–2019).

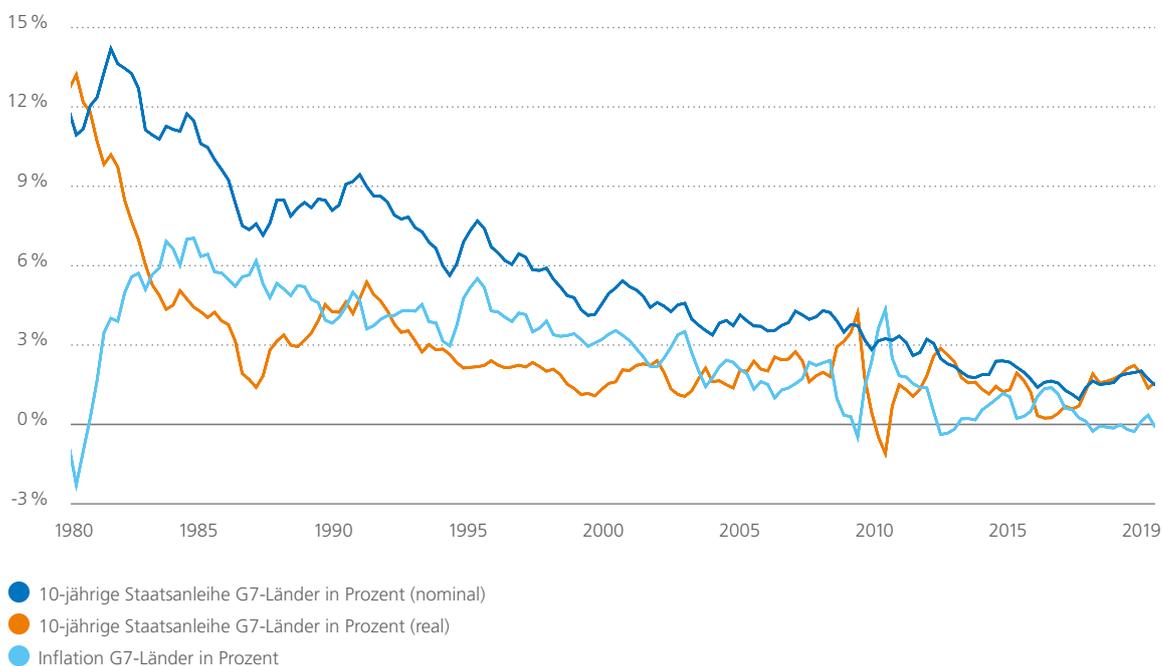
die Nachfrage nach Staatsanleihen der Industrieländer aufgrund von regulatorischen Änderungen im Zuge der Finanzkrise zugenommen, da die Banken die Risiken ihrer Anlagen reduzieren mussten. Alle diese Faktoren haben zu tieferen Zinsen beigetragen.

Angesichts dieses latenten, strukturell bedingten Tiefzinsumfelds sind die politisch bestimmten Negativzinsen vergleichbar mit der Spitze des Eisbergs, die aus dem Wasser ragt. Als ein Element der expansiven Geldpolitik verstärken sie teilweise die Auswirkungen der generell tiefen Zinsen. Da es sich bei Negativzinsen um einen bewussten Politikentscheid handelt, ist es jedoch unumgänglich, dass Notwendigkeit und Wirkungen gesondert analysiert werden.

Abb. 3

Rückgang der Nominalzinsen stark getrieben von der tieferen Inflation

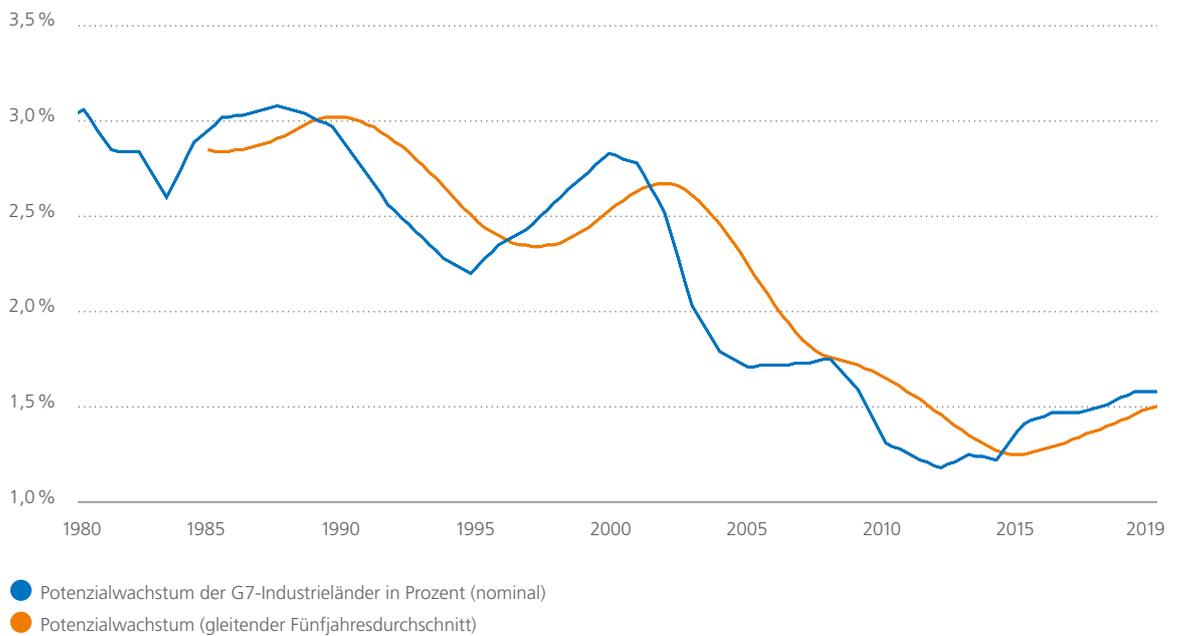
Prozent



Quellen: IWF, OECD, Thomson Reuters

Abb. 4

Realzinsen wegen tieferem Wachstum um rund 150 Basispunkte gefallen
Prozent

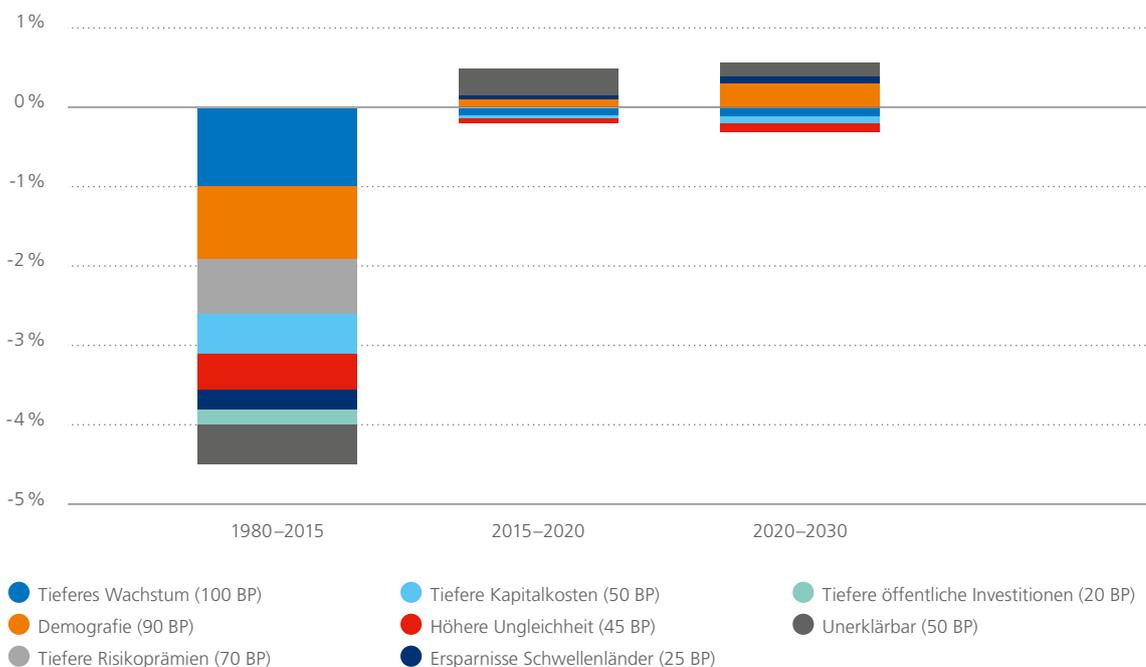


Quellen: IWF, OECD, Thomson Reuters

Abb. 5

Treiber des Realzinsrückganges um 450 Basispunkte seit den 1980er Jahren

Veränderungen des globalen neutralen Zinssatzes in Basispunkten (BP) in %



Quellen: Rachel, L. and Smith, T.D. (2017). Are Low Real Interest Rates Here To Stay? IJCB.

2. Negativzinsen sind weder wirksam noch notwendig

Die bei der Einführung der Negativzinsen massgebenden Rahmenbedingungen haben sich seit 2015 verändert. Der Einfluss der Negativzinsen auf Inflation, Wechselkurse und Anlageinvestitionen hat deshalb stark nachgelassen. Die Negativzinsen verursachen jedoch eine beträchtliche Umverteilung von Sparern zu Schuldern und von Banken zur Exportwirtschaft.

2.1 Heutige Geldpolitik hat geringen Einfluss auf Teuerungsrate

Die Deflationsrisiken sind weitgehend gebannt, der Schweizer Franken ist nicht mehr überbewertet und die exportorientierte Wirtschaft hat sich seit dem Frankenschock erholt. Die Rahmenbedingungen, die bei der Einführung der Negativzinsen massgebend waren, haben sich verändert. Die Teuerungsraten verharren aber auf tiefem Niveau (siehe Abbildung 6) und die Wachstums- und Inflationsaussichten im Ausland haben sich jüngst abgeschwächt.

Die Erfahrungen der letzten Jahre in der Schweiz, der Eurozone und in Japan haben gezeigt, dass die Zielgrössen trotz der ausserordentlich expansiven Geldpolitik nur

knapp erreicht werden. Der geringe Effekt der Geldpolitik auf die Inflation wurde auch durch Ökonomen der EZB gezeigt.³ Es ist eine zweifelhafte Behauptung, dass ohne Negativzins die Inflation langfristig noch tiefer gewesen wäre. Die Inflationsraten in den Industrieländern sind hoch korreliert, unabhängig davon, ob die jeweilige Notenbank Negativzinsen eingeführt hat oder nicht. Aufgrund der strukturellen Entwicklungen wird eine tiefe Inflation je länger je mehr als globales Phänomen anerkannt. Diese ursächlichen Treiber sind mit geldpolitischen Massnahmen weitgehend unbeeinflussbar. Eine längerfristige Fortsetzung der aussergewöhnlichen Geldpolitik gegen einen strukturellen Trend ist somit kaum nachhaltig.

Aufgrund des weitgehend inexistenten Einflusses der Negativzinsen auf die Teuerungsrate im In- und Ausland fällt ein wesentlicher Pfeiler weg, auf dem die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und dem Ausland bislang beruhte.

Die **Teuerungsrate** der Konsumentenpreise beträgt aktuell 0,3 Prozent, die Kerninflationsrate 1 liegt bei 0,4 Prozent. Für 2019 erwartet die SNB eine Inflation von 0,4 Prozent, 0,2 Prozent für 2020 und 0,6 Prozent für 2021. Damit liegt die Teuerung auf absehbare Zeit im Zielband der SNB («zwischen null und zwei Prozent»). Die Phase negativer Inflation von 2011 bis 2016 ist überwunden und die Konsumentenpreise steigen seit 2017 wieder.

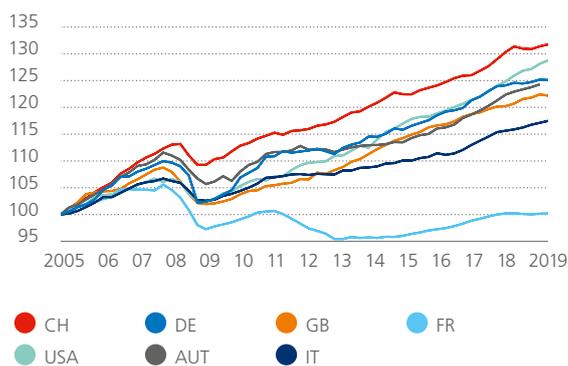
Seit Aufhebung des Mindestkurses 2015 ist die SNB-Bilanz um CHF 300 Mrd. gestiegen. Dies entspricht ungefähr der Zunahme über die ähnlich lange Zeitperiode des Mindestkurses und der turbulenten Periode der Währungskäufe vor dem Mindestkurs. Die Tatsache, dass die SNB in beiden Phasen in ähnlichem Umfang interveniert hat, könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Interventionen als Instrument wirksam waren, die negativen Zinsen dagegen kaum. Die Banken haben die Privatsparer weitgehend vor den Negativzinsen geschützt. Sie haben negative Zinsen auf Einlagen, die über die Freibeträge hinausgingen, in den vergangenen Jahren praktisch nicht weitergegeben.

3 vgl. Hammermann et. al. 2019.

Abb. 6

BIP Wachstum

Reales BIP,
Index 1Q 2005 = 100



Teuerung Schweiz

Konsumentenpreise,
Veränderung in Prozent



Quelle: Macrobond

2.2 Positive Zeichen im Aussenhandel

Die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft ist stark abhängig vom Aussenhandel. Der ehemalige Mindestkurs von 1,20 CHF pro Euro sowie die nach dessen Aufhebung von der SNB getroffenen geldpolitischen Massnahmen konnten die massive Überbewertung des Frankens sehr bald abbauen. Die SNB hat so die Preise im Aussenhandel und letztlich die Konjunktur erfolgreich stabilisiert.

Ein Blick auf die Aussenhandelszahlen zeigt, dass sich die Exporte vom Aufwertungsschock im Jahr 2015 erholt haben und dynamisch wachsen. Die Warenexporte haben in den vergangenen zwei Jahren real durchschnittlich um fünf Prozent jährlich zugenommen. Nominal wuchsen sie in den vergangenen zwei Jahren durchschnittlich mit 5,8 Prozent jährlich. Die Überschüsse im Warenhandel weisen einen ungebrochen steigenden Trend auf und liegen mittlerweile bei rund zwei Mrd. Schweizer Franken pro Monat. Auch die Handelsbilanz der Schweiz weist einen steigenden Überschuss auf, der mittlerweile bei über CHF 7 Mrd. pro Quartal liegt.

Die Exporte chemisch-pharmazeutischer Produkte wachsen seit langem schneller als die Exporte der restlichen Waren und haben diese im Juni 2019 erstmals übertroffen. Sie machen mittlerweile mehr als die Hälfte aller Schweizer Warenexporte aus und weisen eine geringe Wechselkurselastizität auf. Der Anteil der Exporte mit höherer Sensitivität auf den Wechselkurs – etwa unspezifische, massenproduzierte Güter – nimmt stetig ab, was auf einen seit längerem anhaltenden Strukturwandel auf dem Werkplatz Schweiz hin zu wissensintensiven und wertschöpfungsstarken Produkten zurückgeht. Der Tourismus hat sich in den vergangenen drei Jahren klar erholt. Die Anzahl der Hotelübernachtungen ist ab 2017 rasant angestiegen (siehe Abbildungen 7 und 8). Auch die Leistungsbilanz zeigt eine Erholung bei den Tourismusdienstleistungen für ausländische Gäste. Dagegen stagnieren Dienstleistungsexporte seit 2017.

Betrachtet man die Zusammensetzung des BIP nach Wirtschaftssektoren (siehe Abbildung 7) beziehungsweise deren Entwicklung seit dem 1. Quartal 2009, so fällt der hohe Beitrag der Branche «Immobilien, sonstige Dienstleistungen» sowie der Baubranche auf. Beide Branchen profitieren von tiefen Zinsen. Die Industrie leistete absolut gesehen den zweitgrössten Beitrag zum BIP-Wachstum – trotz der Frankenaufwertung. Die einzige bedeutende Branche, die seit 2009 real eine Schrumpfung aufwies, war die Finanzbranche – deren Wertschöpfung ist heute um eine Mrd. CHF pro Quartal bzw. elf Prozent niedriger als vor zehn Jahren. Die Negativzinsen sind ein wesentlicher Grund für das schwache Resultat der Finanzbranche.

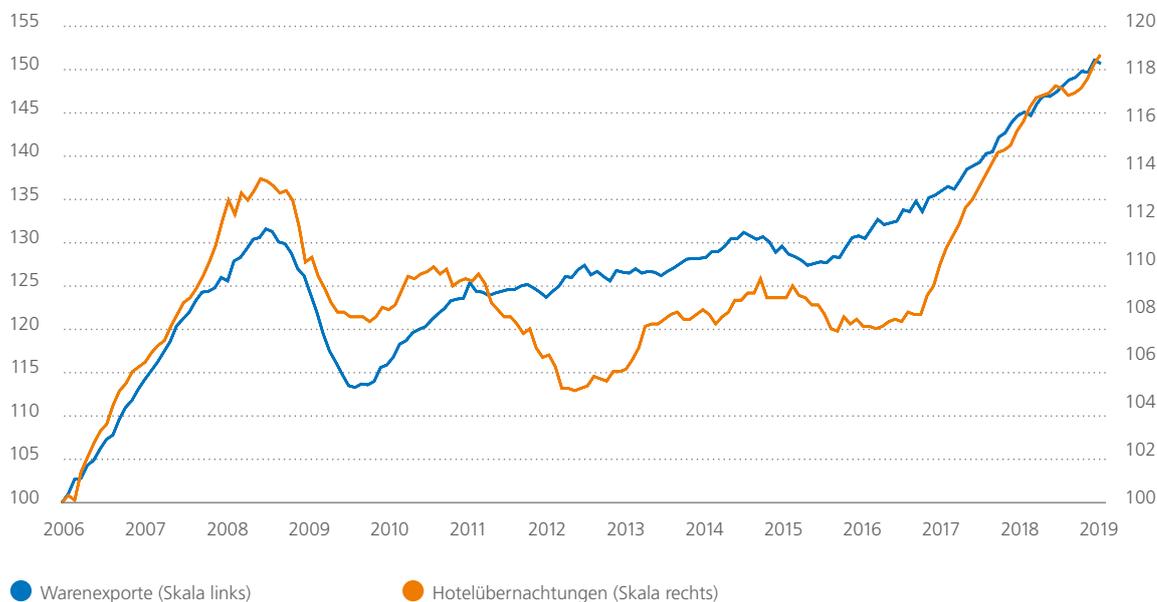
Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt seit dem 1. Quartal 2009 zeigt den grössten relativen Stellenverlust bei den Finanzdienstleistungen (-16 %, -20'500 Vollzeitäquivalente). Teilweise zeigen sich hier die Effekte der Verlagerung von rein administrativen Tätigkeiten in Branchen ausserhalb der Finanzdienstleistungen, ein Grossteil dürfte jedoch auch auf den Strukturwandel auf dem Finanzplatz zurückgehen. Zwar gingen in der Industrie absolut gesehen noch mehr Stellen verloren (-28'000), relativ entspricht dies jedoch nur einem Minus von vier Prozent und dürfte zumindest teilweise durch das hohe Produktivitätswachstum bedingt sein. Seit 2009 wurden in der Schweizer Wirtschaft gesamthaft über 400'000 neue Stellen (+11 %) geschaffen.

Insgesamt zeigt sich, dass die exportorientierten Branchen auf Wachstumskurs sind. Die Deflationsrisiken sind weitgehend gebannt und die Inflation liegt innerhalb des SNB-Zielbands. Aktuell zeigen sich Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung, die jedoch nicht mit der Situation bei der Einführung der Negativzinsen vergleichbar ist. Die Negativzinsen bewirken eine Umverteilung vom Sparer und von einem stagnierenden Bankensektor zur Exportwirtschaft. Diese profitiert von günstigen Bedingungen, während die Sparer kaum Rendite erwirtschaften und die Banken stark rückgängige Zinsmargen erleiden. Der Druck auf die Zinsmargen rührt auch daher, dass die Banken die Einlagen der Sparer vor den Negativzinsen schützen. Neben den Sparern tragen aktuell auch die Schweizer Konsumenten und Importeure die Kosten der expansiven Geldpolitik, weil ihre internationale Kaufkraft geschwächt wird. Die Notwendigkeit der Negativzinsen kann aus gesamtwirtschaftlicher Sicht daher in Frage gestellt werden.

Abb. 7

Warenexporte und Hotelübernachtungen auf Rekordniveau

(Index, 2006 = 100)

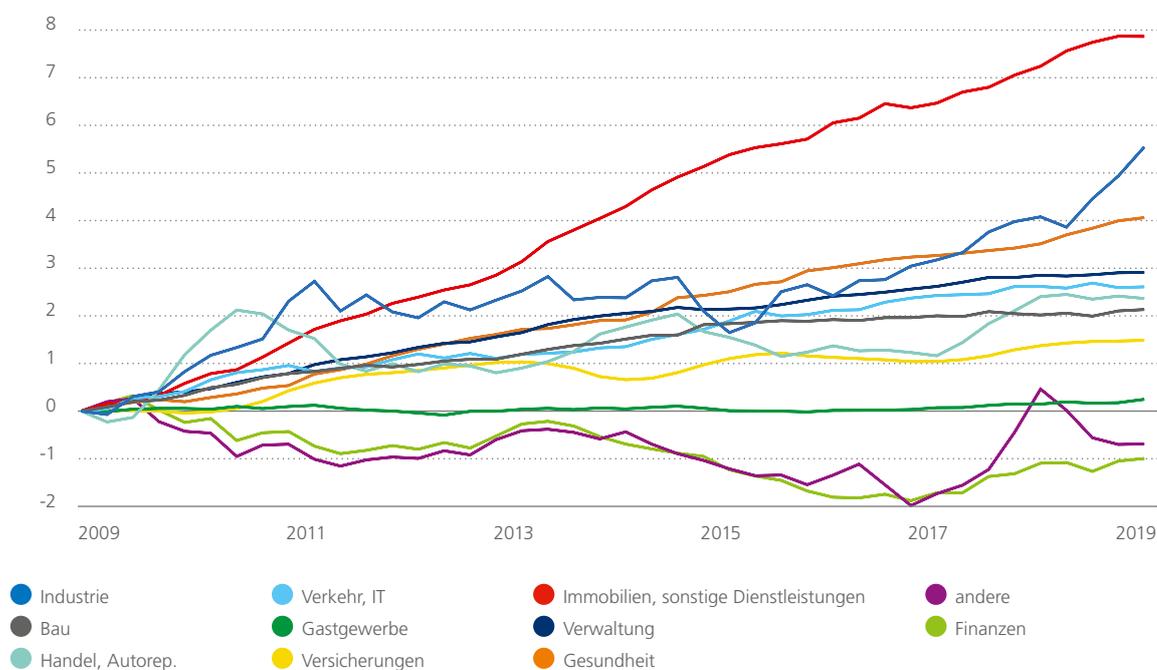


Quelle: Macrobond

Abb. 8

Bruttowertschöpfung nach Sektoren

Veränderung seit 1Q 2009, nominal, Mrd. CHF/Quartal



Bemerkung: Die Branche «Immobilien, sonstige Dienstleistungen» umfasst das Wohnungswesen, sowie Freiberufliche, wissenschaftliche, technische und sonstige Dienstleistungen.

Quelle: Macrobond

3. Negativzinsen mit Nebenwirkungen

Negativzinsen haben signifikante Risiken und wirtschaftliche Verzerrungen zur Folge. Sie führen zu einer Fehlallokation von Kapital, schwächen so die Wettbewerbsfähigkeit und beeinträchtigen den Vermögensaufbau der Sparer von heute und der Rentner von morgen. Die zunehmenden Kollateralschäden fallen in einer Güterabwägung immer stärker ins Gewicht.

3.1 Fehllallozierte Ressourcen führen zu Verzerrungen auf dem Immobilienmarkt

Das Tief- und Negativzinsumfeld hat markante Verzerrungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt bewirkt. Der Anlagenotstand aufgrund der tiefen Renditen von festverzinslichen Anlagen hat dazu geführt, dass die realen Preise von Immobilien in der Schweiz inzwischen auf deutlich höhere Niveaus angestiegen sind, als sie Ende der 80er Jahre beim Höhepunkt der letzten grossen Immobilienblase waren (siehe Abb. 9). Die Leerstände sind von vor zehn Jahren unter einem Prozent auf inzwischen 1,7 Prozent angestiegen (rund eine Verdoppelung um ca. 40'000 Einheiten), und sie dürften weiter steigen.

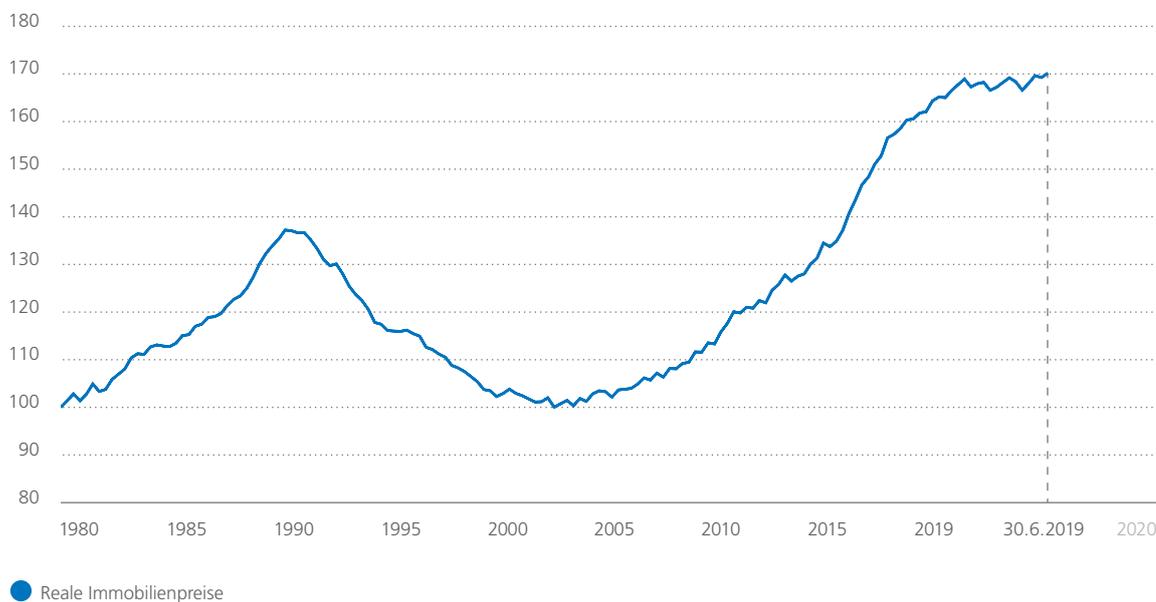
Ein nicht unwesentlicher Teil dieser Leerstände dürfte aufgrund des extremen Anlagenotstandes entstanden sein. Es wird als rentabler angesehen, in ein möglicherweise leerstehendes Gebäude zu investieren, als Bargeld oder Anleihen zu halten. Mit anderen Worten: Die Negativzinsen haben zu einer Fehlallokation von Ressourcen in der Wirtschaft geführt und das Risiko von Abschreibungen auf leerstehende Objekte erhöht. Gemäss SNB bleiben die Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt bestehen.⁴

Bankenseitig haben diese Entwicklungen nicht nur eine Verengung der Zinsmarge zur Folge, sondern zudem auch zusätzliche Regulierungen im Hypothekarbereich als Korrekturmassnahme. Die Banken tragen somit die Kosten einer Regulierung, die massgeblich auf die Auswirkungen der übermässig expansiven Geldpolitik zurückgeht.

Abb. 9

Reale Immobilienpreise

Durchschnitt aller verfügbaren Preisindizes, Index 1980 = 100



Quelle: UBS

4 SNB: Geldpolitische Lagebeurteilung vom 19. September 2019.

Noch viel gewichtiger könnten die Spätfolgen dieser Entwicklung sein. Die Immobilienrenditen haben getrieben durch die Negativzinsen ein derart tiefes Niveau erreicht, dass im Falle einer Rezession kaum mehr Handlungsspielraum vorhanden ist, um eine allfällige Korrektur abfedern zu können. Eine solche Korrektur kann auch ohne inländischen Zinsanstieg ausgelöst werden, etwa durch einen Nachfrageeinbruch in wichtigen Schweizer Branchen oder durch eine konjunkturelle Krise im Ausland.

3.2 Akzentuierte Probleme bei Vorsorgewerken

Ein lang andauerndes Tiefzinsumfeld führt zu verschiedenen Umverteilungswirkungen von den Sparern und Anlegern zu den Schuldern. Bei umfangreichen Sparguthaben mit Rentenversprechen wie dem Schweizer Altersvorsorgesystem akzentuieren negative Zinsen die latenten Herausforderungen des langandauernden Tiefzinsumfelds.

Lagen die Renditen der Schweizer Pensionskassen auf deren Obligationenbestände aufgrund des stetig sinkenden Zinsniveaus zwischen Anfang 2009 und Ende 2018 bei etwa 2,5 Prozent (in CHF) bzw. drei Prozent (in Fremdwährungen), so dürften diese Renditen in den kommenden Jahren bei nahe Null liegen oder gar negativ ausfallen. Angesichts des regulatorisch bedingten hohen Anteils der Obligationen in den Anlageportfolios der Pensionskassen (in der Regel 20 bis 50 Prozent) dürfte das stetig absinkende Zinsniveau der vergangenen Jahre den Reformbedarf in den Pensionskassen zunächst durch besonders gute Obligationenrenditen verdeckt haben. Zudem halten Schweizer Pensionskassen einen grossen Anteil ihrer Vermögen in Immobilien. Die Negativzinsen verstärken somit den Aufwärtsdruck auf die Immobilienpreise.

Die negativen Zinsen verschärfen die Problematik des bereits tiefen Zinsniveaus für die Vorsorgewerke zusätzlich in zweierlei Hinsicht. Einerseits geben die Banken die negativen Zinsen zum Teil an ihre Grosskunden wie eben Pensionskassen weiter. Der Pensionskassenverband ASIP geht davon aus, dass die Vorsorgeeinrichtungen durch die Negativzinsen mit etwa 400 Millionen Franken pro Jahr belastet werden.

Andererseits haben die Negativzinsen das gesamte Zinsniveau in der Schweiz nochmals abgesenkt und damit den Versicherten bei den Pensionskassen fast flächendeckend die bisherigen Erträge gekürzt. Umso herausfordernder wird die künftige Finanzierung der Renten, die vermutlich auf Kosten der jüngeren Generationen erreicht werden wird.

Bereits unmittelbar nach der Einführung der Negativzinsen 2015 äusserte sich der Bundesrat in seiner Antwort auf eine parlamentarische Anfrage besorgt zu deren Folgen für das Vorsorgesystem: «Generell stellen die seit längerer Zeit bestehenden tiefen Zinsen für die Vorsorgeeinrichtungen eine grosse Herausforderung dar. Die Negativzinsen verschärfen die Situation für die Vorsorgeeinrichtungen zusätzlich. Die Vorsorgeeinrichtungen müssen entweder mehr Risiken eingehen, um trotzdem noch positive Renditen (z. B. im Bereich der Forderungen, der Obligationen) zu erreichen, oder sie müssen negative Zinsen in Kauf nehmen. Diese höheren Risiken können mittel- bis langfristig – zusätzlich zur direkten Negativverzinsung der für die Rentenzahlungen benötigten liquiden Mittel – weitere Verluste verursachen.»

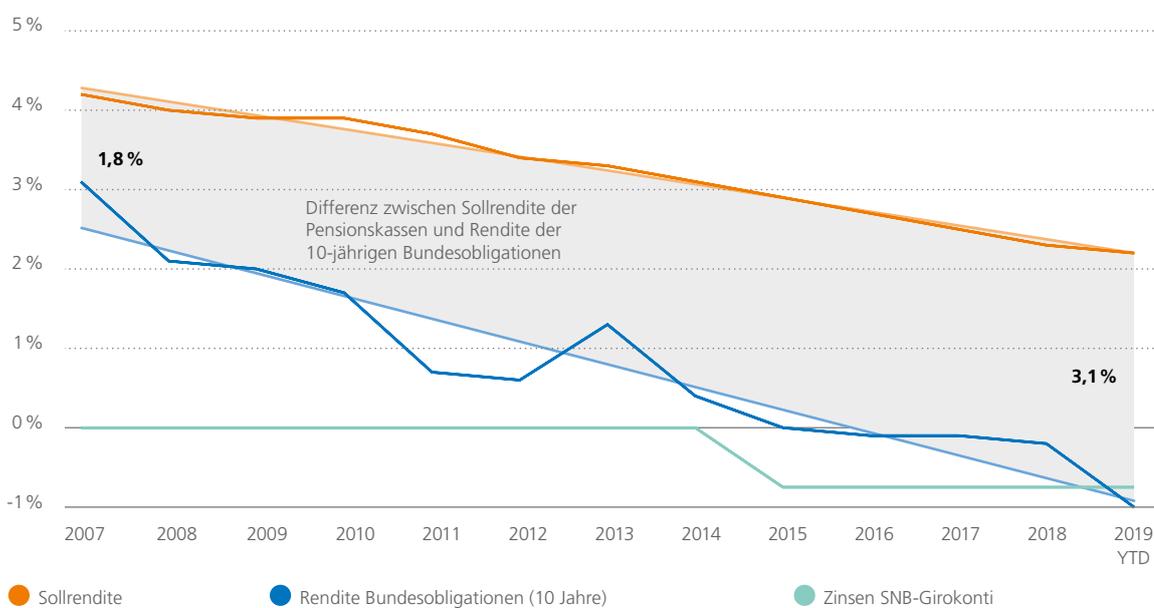
Der Anlagenotstand der Vorsorgesysteme zeigt sich eindrücklich an der gestiegenen Zinsdifferenz zwischen der Sollrendite von Pensionskassen und den Renditen von risikolosen Anlagen (siehe Abbildung 10): Die Sollrendite ist derjenige Ertrag, den eine Pensionskasse aus den Finanzanlagen erwirtschaften muss, um ihren Deckungsgrad konstant zu halten. Erwirtschaftet sie einen tieferen Ertrag, sinkt die Deckung. Abhängig von geänderten Vorschriften zum Rentenalter, zu den Beiträgen der Versicherten, zum Umwandlungssatz und zu weiteren Kerngrössen haben sich die Sollrenditen seit 2007 reduziert.

Die risikolosen Renditen (am Beispiel von 10-jährigen Bundesobligationen) sind jedoch deutlich stärker gesunken. Die Differenz hat sich in der Trendbetrachtung von 1,8 Prozent im Jahr 2007 auf 3,1 Prozent im Jahr 2019 erhöht. Um die Deckung der Versicherungsleistungen zu gewähren, müssen Pensionskassen – also wie vom Bundesrat bestätigt – deutlich höhere Renditen erwirtschaften. Der einzige Weg ist die Verschiebung der Vermögensallokation in Richtung von riskanteren und daher auch renditestärkeren Anlagen. Da in den vergangenen Jahren auch die Entschädigung für das Risiko gesunken ist, bedarf es einer überproportionalen Risikonahme. Häufig stehen hier Schweizer Immobilien und Renditeliegenschaften im Fokus.

Abb. 10

Anlagenotstand der Pensionskassen

Prozent



Bemerkungen: Die Sollrendite entspricht der Rendite, die eine Pensionskasse erreichen muss, damit der Deckungsgrad stabil bleibt. Die Differenz zwischen der Sollrendite und der Rendite von risikoarmen Anlagen muss durch zusätzliche Risikonahme erreicht werden.

Quellen: SBVg, SNB, Swisscanto

Negativzinsen beeinträchtigen auch in der Säule 3a und bei den Freizügigkeitsstiftungen die Entwicklung des Vorsorgevermögens massiv.

3.3 Fehlinvestitionen verzögern den Strukturwandel

Negativzinsen tragen zu Fehlinvestitionen bei, was Wachstum und Preisentwicklung in naher Zukunft beeinträchtigt. Im aktuellen Zinsumfeld werden auch Investitionen getätigt, die sich unter gewöhnlichen Rentabilitätsbedingungen nicht rechtfertigen liessen. Neben den erwähnten Verzerrungen im Anlagebereich betrifft dies auch die Realwirtschaft.

In verschiedenen Branchen besteht somit das Risiko, dass übermässige Produktionskapazitäten aufgebaut werden. Dies führt dazu, dass sich die Teuerung rigid unter dem gewünschten Niveau befindet und so zusätzliche Impulse entstehen, an Negativzinsen festzuhalten. Dieses Phänomen ist unter dem Stichwort Japanisierung bekannt.

Mit Negativzinsen sinken die Zinskosten für Unternehmen markant. Dadurch verliert die für eine Marktwirtschaft zentrale Konkursdrohung bei einer Überschuldung an Bedeutung. Der Innovationsdruck nimmt ab, was sich negativ auf die Produktivitätssteigerung und die Wettbewerbsfähigkeit auswirkt. Die Zunahme der Anzahl von sogenannten «Zombie-Firmen», die unter normalen Umständen aufgeben müssten, kann in einigen Ländern bereits beobachtet werden.

Insgesamt ist offensichtlich, dass durch den Negativzins kein nachhaltiges Wachstum herbeigeführt werden kann. Er bietet Anreize zu Überinvestitionen und Vorconsumation – sprich das potentiell zukünftige Wachstum wird zeitlich nach vorne verschoben.

Negativzinsen bestrafen Sparer und setzen gleichzeitig starke Anreize für den Staat, für Firmen und für Haushalte, sich stärker zu verschulden. Bei den Schweizer Haushalten hat der Schuldenstand für Autoleasing, Bar- und Konsumkredite seit 2004 um 60 Prozent zugenommen und lag Ende 2018 bei CHF 23,5 Mrd.⁵ Die Verschuldung ist im Zuge der Finanzkrise in fast allen Industrieländern stark angestiegen. Insbesondere die Staatsverschuldung und die Verschuldung der Unternehmen hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Damit nimmt der Druck ab, Sparprogramme umzusetzen und die Schulden sukzessive abzubauen.

Bei sehr hohen Schuldenbeständen wird ein Ausstieg aus der ausgesprochen expansiven Geldpolitik aber noch unrealistischer, weil ein deutlicher Zinsanstieg zu einer tiefen Rezession führen würde (Stichwort Bilanzrezession). Der Negativzins bleibt in Kraft, um die schädlichen Auswirkungen von Zahlungsausfällen und Pleiten zu vermeiden.

⁵ NZZ vom 8.10.2019: Die private Verschuldung steigt markant.

Eine **Bilanzrezession** beschreibt einen Zustand, in dem nicht nur die privaten Haushalte sparen, sondern auch die Unternehmen und Banken. Diese zielen darauf ab, durch Sparen die Wertverluste von Aktiven auszugleichen. Bilanzrezessionen können insbesondere nach Finanzkrisen auftreten und können längere Stagnation zur Folge haben. Als Fallbeispiel für dieses Szenario wird oft die Rezession in Japan nach 1990 genannt.

3.4 Erhöhte Anreize für Risikonahme

Der Negativzins der Notenbanken belastet die Banken direkt: 2018 hat die SNB CHF 2 Mrd. an Negativzinsen eingenommen, die EZB EUR 7,5 Mrd. Dies schmälert die Profitabilität der Banken signifikant. Mit der Erhöhung der Freibeträge auf SNB-Girokonten in der Geldpolitischen Lagebeurteilung vom 19. September 2019 hatte die SNB die Absicht, diesem Punkt Rechnung zu tragen. Die Einnahmen der SNB durch Negativzinsen dürften sich damit knapp halbieren, bleiben jedoch eine grosse Belastung für die Finanzbranche.

Die Neuberechnung der Freibeträge betrifft die individuellen Geschäftsmodelle der Banken unterschiedlich. Dies zeigt die Schwierigkeit, solche Regelungen wettbewerbsneutral auszugestalten. Da die Banken insbesondere die Retailkunden vor Negativzinsen schützen, müssen sie mit ihrem Aktivgeschäft (d. h. Kreditvergabe) die Zinsen auf Kontoeinlagen quersubventionieren. Ökonomisch betrachtet sind Negativzinsen eine Steuer. Die Erträge der SNB werden damit zu einem Spielball der Politik.

Mit dem Negativzins sinken die Zinsmarge und das Ertragspotenzial der Banken. Die Banken haben weniger Anreize, riskantere Geschäfte zu tätigen und risikoarme Kredite zu reduzieren. In gewissen Ländern Europas sind die Banken teilweise immer noch schwach kapitalisiert und verfügen über einen hohen Bestand an notleidenden Krediten, was zu einer Kreditklemme führen kann.

Die Wirtschaft in Europa und der Schweiz ist in höherem Ausmass von der Kreditvergabe der Banken abhängig als jene in den USA oder Grossbritannien. Um der Margenerosion entgegenzuwirken, steigen die Anreize für Banken zur Ausweitung ihres Kreditvolumens. Mit Blick auf mögliche Beeinträchtigungen der Finanzstabilität könnte dies zu weiteren Interventionen der Notenbanken im makroprudenziellen Bereich führen.

Die Flucht in Risiko und Volumen kann – etwa in einem zyklischen Abschwung – die Stabilität gefährden. In der Schweiz ist diese Gefahr heute relativ klein. In der Tendenz jedoch wirkt die Negativzinspolitik dem Beitrag der SNB zur Finanzstabilität entgegen.

3.5 Anhaltendes Negativzinsumfeld schafft generelle Unsicherheit

Bleiben die Negativzinsen über Jahre in Kraft und ist auf absehbare Zeit keine Änderung erkennbar, hat dies eine nicht zu unterschätzende psychologische Wirkung auf Firmen und Haushalte. Anhaltende Negativzinsen werden mit einem «Krisenszenario» gleichgesetzt. Sie wirken dadurch nicht stimulierend, sondern hemmen die Wirtschaftsaktivitäten und dämpfen die Inflation.

Der suggerierte Ausnahme- oder Krisenzustand erhöht die Zahlungsbereitschaft für Sicherheit. Die Nachfrage nach Staatsanleihen nimmt zu, was das Tiefzinsumfeld perpetuiert. Zu beobachten ist eine hohe und weiter stark zunehmende Sparnachfrage von Privatpersonen. Dies gerade in einer Periode, in der die realen Zinsen negativ sind. Dadurch vergrössert sich das Vermögensdelta zwischen den Vermögenden, die von der Preiszunahme auf Wertschriften profitieren und denjenigen Bevölkerungsschichten, die bei ihren Ersparnissen nicht risikofähig sind. Beispiele aus dem Ausland zeigen, dass solche Entwicklungen soziale und politische Risiken bergen. Diese Problematik würde sich massiv verstärken, sofern die Banken gezwungen wären, die Negativzinsen in grösserem Umfang an Kunden weiterzugeben.

4. Fazit: Ausstieg aus dem Krisenmodus einleiten

Empirische Untersuchungen zeigen, dass die erwünschten Wirkungen von Negativzinsen auf die Wirtschaft abgenommen haben. Während sich die wirtschaftlichen Eckpunkte verbessert haben, nehmen die Risiken und Kollateralschäden durch die Negativzinsen zu. In einer Gesamtabwägung sind die Bedingungen für Negativzinsen heute nicht mehr gegeben.

Angesichts der jüngsten Zinssenkungsschritte der EZB und des Fed stand die SNB im September 2019 unter Druck, mit den anderen Zentralbanken mitzuziehen. Es ist zu begrüßen, dass die SNB die Zinsen nicht weiter gesenkt hat und gleichzeitig die Banken mit der Erhöhung der Freibeträge entlastet hat. Sie hat damit ihre Unabhängigkeit bewiesen und weiteren Schaden für die Schweizer Volkswirtschaft abgewendet.

Gleichwohl stellt sich die Frage, wie die SNB die Geldpolitik zukünftig gestalten will. Sowohl aus der Eurozone als auch aus den USA sind kaum Signale der Abkehr von der bisherigen Politik erkennbar; der Druck auf die SNB zur Weiterführung der

Negativzinspolitik dürfte also bestehen bleiben. Andererseits ist die Schweizer Wirtschaft nicht im Krisenmodus: Die Inflation liegt aktuell klar innerhalb des als Preisstabilität definierten Bandes von null bis zwei Prozent. Ausserdem hat sich der Franken seit Einführung des Negativzinses relativ zum kaufkraftbereinigten Gleichgewichtskurs deutlich abgewertet. Die Exportwirtschaft hat sich nach dem Frankenschock erholt. Das wirtschaftliche Umfeld, das die Negativzinsen in der Schweiz begründet hat, hat sich verändert. Mit zunehmender Dauer erhöhen sich aber die Risiken und die Kollateralschäden der Negativzinspolitik für die Volkswirtschaft: die Blasenbildungen in den Märkten, der Anlagenotstand und die geringeren Renditen für Vorsorgewerke, die Belastung von Sparern und des Finanzsektors sowie die Krisenstimmung bei Konsumenten und Investoren.

Negativzinsen sind vergleichbar mit einem Notfallmedikament: Kurzfristig können sie trotz bedeutender Risiken und Nebenwirkungen einen grossen Nutzen bewirken. Langfristig verlieren sie jedoch an Wirkung, während die unerwünschten Nebenwirkungen und die Abhängigkeiten, die eine Absetzung des Medikaments erschweren, immer grösser werden. Die Verlängerung des Krisenmodus der Zentralbanken ist nicht mehr notwendig.

Literaturverzeichnis

Europäische Zentralbank (EZB)

Hammermann, F., Leonard, K., Nardelli, S. & Landesberger, J. (2019).
Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of
net asset purchases, Economic Bulletin Vol. 2, 69–92.

Rachel, L. and Smith, T.D.

Are Low Real Interest Rates Here To Stay? IJCB, 2017.

Schweizerische Nationalbank (SNB)

SNB Medienorientierung vom 18.12.2014: Einleitende Bemerkungen
von Thomas Jordan.

Geldpolitische Lagebeurteilung vom 19. September 2019.

Chronik der Geld- und Währungspolitik 1848–2019.

Swisscanto

Schweizer Pensionskassenstudie 2019.



•SwissBanking

Schweizerische Bankiervereinigung
Association suisse des banquiers
Associazione Svizzera dei Banchieri
Swiss Bankers Association

Aeschenplatz 7
Postfach 4182
CH-4002 Basel

office@sba.ch
www.swissbanking.org