



# Lernen vom Ameisenbär

**Negativzinsen** Die Dänen experimentieren damit. Die Europäische Zentralbank arbeitet daran. Doch die Schweizerische Nationalbank fürchtet sich davor.

ARMIN MÜLLER

Schwere Krisen rufen nach radikalen Lösungen. Der Harvard-Professor und einflussreiche US-Ökonom Gregory Mankiw schlug vor einiger Zeit eine Lotterie vor, um Banknoten aus dem Verkehr zu ziehen. In regelmässigen Zeitabständen würde die Zentralbank per Los die Banknoten mit einer Endziffer zwischen 0 und 9 für ungültig erklären. Das wirkt wie ein Strafzins auf Geldhaltung.

Negativzinsen, die bis vor kurzem noch ein Gedankenspiel für Ökonomen waren, stehen plötzlich auf den Traktandenlisten der Notenbanker. Die Europäische Zentralbank (EZB) sei «technisch bereit», die Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB mit einer Gebühr zu belasten, erklärte Ignazio Visco, Chef der italienischen Zentralbank und Gouverneur der EZB, diese Woche am G7-Treffen in London. Statt einen Zins zu erhalten, müssten die Banken dafür bezahlen, Geld bei der EZB zu deponieren.

EZB-Chef Mario Draghi hatte die Spekulationen Anfang Mai an einer Pressekonferenz angeheizt. Visco geht nun bereits weiter. Er glaube an die Wirksamkeit von Negativzinsen. Man müsse die Auswirkungen sorgfältig abklären. Der Entscheid hänge davon ab, ob die Wirtschaft weitere Unterstützung brauche.

Davon sind immer mehr Ökonomen überzeugt. Die Euro-Zone steckt in der Rezession. Die Wirtschaft Spaniens, Italiens und wohl auch Frankreichs wird dieses

Jahr schrumpfen.

Die EZB hat die Notenbank-Geldmenge seit Ausbruch der Finanzkrise praktisch verdoppelt, die US-Fed mehr als verdreifacht. Und die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat sie im Kampf gegen die Franken-Aufwertung gar mehr als versiebenfacht. Die Zinsen fielen in der Folge bis nahe an den Nullpunkt. Trotzdem nehmen die Kredite an Unternehmen und Haushalte kaum zu (siehe Grafik). Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ist zusammengebrochen.

## Die heisse Kartoffel weiterreichen

In der Euro-Zone sind die Notenbanker deshalb bereit, ökonomisches Neuland zu betreten. Negativzinsen sollen die Banken dazu zwingen, statt ihre Liquiditätsreserven bei der EZB zu parkieren, die Kreditvergabe zu forcieren und so die Wirtschaft anzukurbeln. Die Wirkungen sind jedoch umstritten, unbeabsichtigte Konsequenzen wahrscheinlich – und für die Schweizerische Nationalbank gefährlich.

Ein Negativzins auf den Einlagen der Banken bei der Zentralbank wirkt wie eine Gebühr oder Steuer. Die Banken werden versuchen, ihr überschüssiges Notenbankgeld loszuwerden – indem sie zum Beispiel mehr Kredite vergeben, wie von der EZB beabsichtigt. Sie können aber auch Wertpapiere kaufen. Der Negativzins wird die Banken dazu verleiten, das teure Notenbankgeld wie eine heisse Kartoffel weiterzureichen (siehe Kasten). Die Flucht in andere Anlagen lässt deren Preise steigen beziehungsweise Renditen sinken.

Gute Schuldner wie die Schweizerische

Eidgenossenschaft oder der deutsche Staat profitieren schon länger von negativen Zinsen auf ihren Anleihen. So erzielen die Geldbuchmarktforderungen der Eidgenossenschaft seit August 2011 negative Renditen. Das ist jedoch etwas ganz anderes als Negativzinsen auf den Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Das wurde bisher kaum getestet.

Die Schweiz kennt Negativzinsen aus den 1970er-Jahren. Die Nationalbank versuchte damit, den Zufluss von ausländischen Geldern und damit die Franken-Aufwertung zu bremsen – vergeblich.

Die schwedische Notenbank führte Mitte 2009 für ein Jahr einen Negativzins ein. Betroffen war jedoch nur ein kleiner Teil der Einlagen. Entsprechend gering waren die Auswirkungen.

Das erste echte Feldexperiment für Negativzinsen betreibt derzeit Dänemark. Die Notenbank führte im Juli 2012 einen Einlagensatz von –0,2 Prozent ein, um den Kapitalzufluss aus der Euro-Zone abzuwehren und die Wechselkursbindung der dänischen Krone an den Euro aufrechtzuerhalten. Seither reduzierte die Notenbank den Negativzins auf –0,1 Prozent.

Die Kosten für die Geschäftsbanken sind beträchtlich, wie Analysten der Nordea Bank berechneten. Doch gemäss Einschätzung der Notenbank blieben die Auswirkungen bescheiden. Vor der Finanzkrise wurden Zinsänderungen praktisch vollständig an Haushalte und Unternehmen weitergegeben. Das hat sich seither geändert. Die Kreditzinsen für



Haushalte sind trotz Negativzinsen nicht gesunken, jene für Firmenkredite nur leicht. Die Nachfrage nach Krediten blieb schwach. Nach zehn Monaten bleiben die Wirkungen des dänischen Experiments bescheiden.

Ob sich die dänischen Erfahrungen auf die Euro-Zone übertragen lassen, ist umstritten. Das sei, wie wenn man aus dem Studium von Ameisenbären etwas über Wirbelstürme lernen wolle, spottet Mike Shedlock vom Vermögensverwalter Sitka Pacific Capital Management. Die Situation der Euro-Zone sei mit dem kleinen Dänemark nicht zu vergleichen.

#### Geld abziehen und Bargeld horten

Für die schleppende Kreditvergabe in der Euro-Zone sind kaum störrische Banker verantwortlich. Ihre Vorsicht ist angesichts der schlechten Wirtschaftsaussichten und der dünnen Kapitaldecke nachvollziehbar. Der Anteil der notleidenden Kredite in den Bankbilanzen der Euro-Peripherie stieg seit Ausbruch der Krise von 3 auf 12 Prozent. Die Zinsen für Firmenkredite sinken deshalb kaum mehr, wie das Beispiel Spaniens zeigt (siehe Grafik). Zudem ist die Kreditnachfrage schwach, weil die Unternehmen der Euro-Zone lieber Schulden abbauen, als zusätzliche Risiken einzugehen.

Die rekordtiefen Zinsen führen bereits heute zu Funktionsstörungen am Geldmarkt, weil sie das kurzfristige Verleihen von überschüssigen liquiden Mitteln unattraktiv machen. Negativzinsen würden diese Wirkung verstärken.

Wie die dänischen Erfahrungen nahelegen, genügt ein nur leicht negativer Zins möglicherweise nicht, um das Verhalten der Banken wirksam zu beeinflussen. Doch dürfen die Zinsen auch nicht beliebig weit in negatives Territorium gedrückt werden. «Minus ein viertel Prozent ist wohl schon das Ende der Fahnenstange», schätzt der UBS-Ökonom Caesar Lack. Denn stark negative Zinsen auf Einlagen bei der Zentralbank hätten auch sinkende und schliesslich ins Negative drehende Zinsen bei den Kundeneinlagen der Banken zur Folge. Die Kunden würden dann das Geld abziehen und Bargeld horten.

Ab etwa einem halben Prozent Negativzins befürchten Kenneth Garbade und Jamie McAndrews von der New York Fed einen «epochalen Ausbruch von sozial unproduktiven Finanzinnovationen» zur Vermeidung der Kosten. Das bringe neue, unvorhergesehene Risiken für Kunden, Banken und Regulatoren, warnen sie.

Fürchten muss sich auch die Schweize-

rische Nationalbank. Führt die EZB Negativzinsen ein, müsste die SNB nachziehen – oder die Wechselkurs-Untergrenze von 1.20 Franken zum Euro aufgeben. Denn die Zinsdifferenz zum Euro würde einen massiven Zustrom in den Franken auslösen. «Die SNB kann nicht beides haben», ist Caesar Lack überzeugt.

Negativzinsen hätten in der Schweiz schwerwiegendere Folgen als in der Euro-Zone. Zur Verteidigung des Mindestkurses hat die SNB die Notenbank-Geldmenge massiv erhöht. Die Sichtguthaben der Banken bei der SNB betragen 371 Milliarden Franken, fast zwei Drittel des Bruttoinlandsprodukts.

Die von Negativzinsen betroffene Liquidität wäre damit wesentlich höher als in der Euro-Zone. «Die unerwünschten Wirkungen könnten in der Schweiz deshalb viel grösser sein», sagt Caesar Lack.

Ein Zins von –0,25 Prozent würde die Banken mit jährlich rund 900 Millionen Franken belasten. Auf der Flucht vor diesen Kosten würde die Liquidität in andere Anlagen drängen und die Preise von Immobilien, Aktien und anderen Anlagen in die Höhe treiben.

Die Schweiz kann nur hoffen, dass das Beispiel Dänemark nicht Schule macht.

## GELDPOLITIK

### Die falsche Vorstellung, wonach Banken Geld horten, statt Kredite zu vergeben

**Vorwurf an die Banken** Die Zentralbanken der USA, Europas und der Schweiz haben zur Bekämpfung der Finanzkrise ihre Bilanzen massiv ausgeweitet und entsprechend die Notenbankgeldmenge erhöht (siehe Grafik). Damit sind die Reserven, welche die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten, auf mehrere Hundert Milliarden Dollar, Euro oder Franken förmlich explodiert. Gestiegen sind aber nicht die gesetzlich vorgeschriebenen Reserven, sondern die darüber hinausgehenden sogenannten Überschussreserven, welche die Banken freiwillig halten. Daraus leiten viele

Kommentatoren ab, die Banken würden die Milliarden untätig bei der Zentralbank horten, statt sie als Kredite an Unternehmen und Haushalte weiterzugeben und so die Wirtschaft anzukurbeln.

**Wie Reserven entstehen** Doch so funktioniert das moderne Geldsystem nicht. Banken verleihen nicht ihre Reserven. Ihre Kreditfähigkeit ist auch nicht durch die Reserven bei der Zentralbank begrenzt, sondern durch die Nachfrage der Kunden. Der massive Aufbau von Überschussreserven ist allein die Folge

der Assetkäufe der Zentralbanken. Nach der Lehman-Pleite 2008 froh der Interbankenmarkt völlig ein, die Banken verliehen sich gegenseitig keine Gelder mehr aus Angst vor weiteren Zusammenbrüchen. Deshalb mussten die Zentralbanken in die Lücke springen. Sie kauften im grossen Stil Wertpapiere auf und stellten Banken Kredite zur Verfügung. Auf diese Weise ermöglichten sie den Banken, ihre Kreditfähigkeit für die Realwirtschaft aufrechtzuerhalten. Die hohen Überschussreserven sind in den USA und in der Euro-Zone folglich ein



Nebenprodukt der Massnahmen zur Stabilisierung des Geldsystems. In der Schweiz sind sie ein Nebenprodukt der Bekämpfung der Frankenstärke.

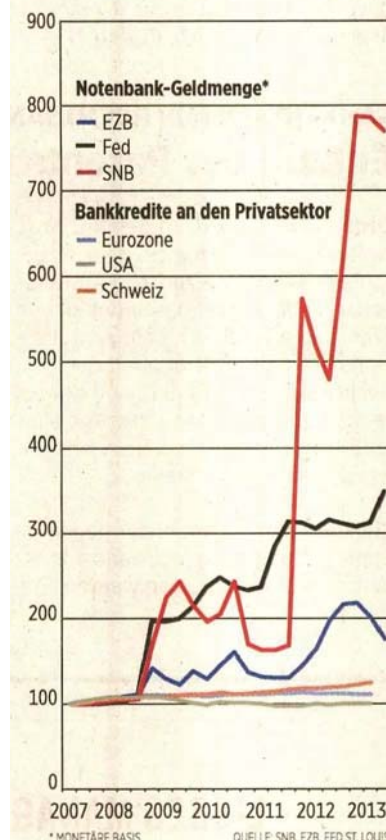
**Das grosse Missverständnis** Die Menge an Notenbankgeld im Bankensystem bestimmt allein die Zentralbank. Sie kann durch Kreditvergabe oder Transaktionen der Geschäftsbanken nicht verändert werden. Die einzelne Bank kann zwar ihre Überschussreserven

reduzieren, indem sie Kredite vergibt oder Wertpapiere kauft. Aber damit wechselt das Notenbankgeld nur von der Käufer- zur Verkäuferbank. Egal, wie oft es den Besitzer wechselt, im Gesamtbestand bleibt das Notenbankgeld unverändert. Aus der Höhe der Überschussreserven kann man deshalb keineswegs schliessen, die Banken würden Gelder horten statt Kredite verleihen. Nur die Zentralbank kann die Höhe

der Reserven im System beeinflussen – zum Beispiel, indem sie die in der Krise aufgekauften Wertpapiere abstösst und auf diese Weise dem Markt die von ihr zuvor geschaffenen Dollar, Euro oder Franken wieder entzieht.

### Viel Geld – aber kaum Kredit

Index Juni 2007 = 100



### Nullzins – aber nicht für alle

Euro-Zinssätze in Prozent

