

# SFI Public Discussion Note

## Tiefe Zinsen in der Welt nach der Pandemie



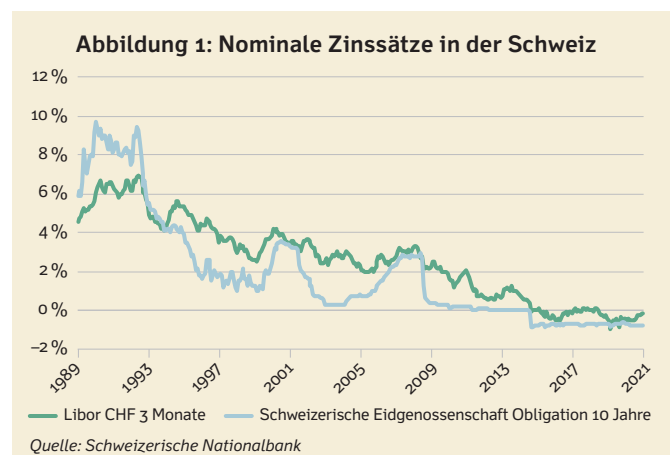
September 2021

# Einführung



**Prof. Philippe Bacchetta**  
SFI Senior Chair,  
Universität Lausanne

Als die Schweizerische Nationalbank (SNB) im Januar 2015 ihren Leitzins auf -0.75% festlegte, galt dies als aussergewöhnliche Massnahme. Mehr als sechs Jahre später liegt der kurzfristige Zinssatz immer noch auf diesem Niveau, und auch die langfristigen Zinsen sind negativ geworden. Wann wird die Schweizer Volkswirtschaft zu positiven Zinsen zurückkehren? Und welche Auswirkungen haben negative Zinssätze? Diese und weitere Fragen wurden in der letzten SFI Public Discussion Note behandelt, die im März 2020, kurz vor Beginn der Pandemie, veröffentlicht wurde.



Inwieweit wirkt sich die COVID-Krise auf die Entwicklung der Zinssätze aus? In dieser SFI Public Discussion Note werden die mit den niedrigen Zinssätzen verbundenen Fragen für die Zeit nach der COVID-Krise erörtert. Wir bieten auch neue Perspektiven, die in der vorherigen SFI Public Discussion Note nicht behandelt wurden. Diese Publikation gestaltet sich daher als Ergänzung zur vorjährigen.

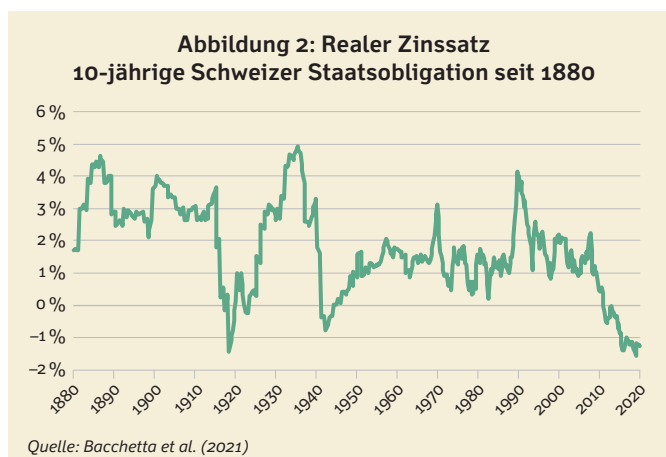
Mit den Public Discussion Notes fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv eine fundierte Diskussion von Themen, die für die Finanzindustrie, Politik und Wissenschaft relevant sind. Darüber hinaus macht das SFI die gewonnenen Erkenntnisse mittels Forschung, Publikationen, Master Classes, Konferenzen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

Zuerst wird eine breitere Perspektive auf die Schweizer Zinssätze aufgezeigt, woraus ersichtlich ist, dass diese nicht so stark gesunken sind wie in anderen Ländern. Die schweizerischen Realzinsen korrelieren nun auch stärker mit den globalen Zinssätzen, sodass man nicht mehr von einer "Zinsinsel Schweiz" sprechen kann. Anschliessend werden die Auswirkungen der COVID-Krise auf die mögliche Entwicklung der Zinssätze und der Inflation erörtert. Ebenfalls diskutiert wird die Rolle der Geld- und Fiskalpolitik. Zuletzt werden die wissenschaftlichen Erkenntnisse über die Auswirkungen der tiefen Zinsen auf den Bankensektor zusammengefasst.

Ein Teil des Inhalts dieser SFI Public Discussion Note basiert auf einer Studie, die für das Schweizerische Sekretariat für Wirtschaft (SECO) erstellt wurde. Leser, die an einer detaillierteren Analyse interessiert sind, werden auf die folgende Publikation verwiesen: Bacchetta Philippe, Benhima Kenza und Renne Jean-Paul (2021), "Understanding Swiss Real Interest Rates in a Financially Globalized World", Grundlagen für die Wirtschaftspolitik Nr. 25. Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Bern, Schweiz [im Folgenden Bacchetta et al. (2021)].

# Niedrige und negative Zinssätze: ein Doppelphänomen

Die Auswirkungen negativer Zinssätze wurden in der vorangegangenen SFI Public Discussion Note ausführlich erörtert, aber es ist wichtig, auf ein grundlegendes Problem einzugehen. Da die Inflation sehr niedrig ist, verzeichnet die Schweiz sowohl negative *Nominal-* als auch negative *Realzinsen* (Realzins = Nominalzins - erwartete Inflation). Dieses Phänomen ist ein historisches Novum. In der Vergangenheit, nach den beiden Weltkriegen, waren die Realzinsen negativ, wie aus Abbildung 2 hervorgeht. Die Nominalzinsen waren jedoch noch nie negativ.



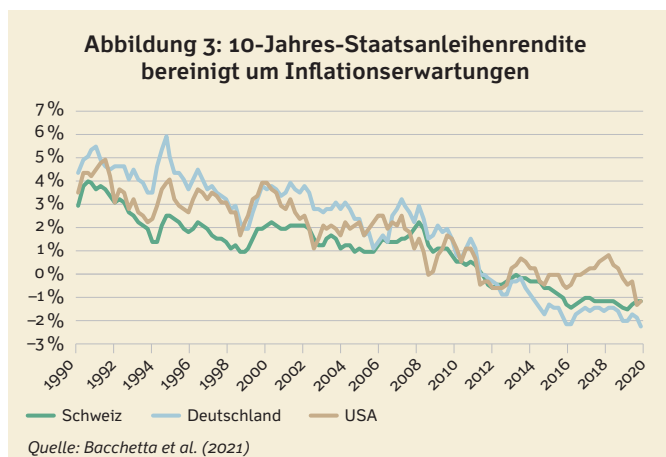
Es ist sinnvoll, zwischen den unterschiedlichen Auswirkungen von nominalen und realen Zinssätzen zu unterscheiden. Sehr niedrige oder negative *Nominalzinsen* wirken sich negativ auf das Zinsdifferenzgeschäft aus, z. B. im Bankensektor, da es schwierig ist, negative Zinsen auf Kundeneinlagen zu verlangen. Sie sind auch für die Geldpolitik problematisch, weil sie die Möglichkeit einschränken, niedrigere Zinssätze zur Ankurbelung der Wirtschaft anzuwenden. Diese Einschränkungen entstehen in einer Situation, die von Analysten als Zero Lower Bound (ZLB) oder Effective Lower Bound (ELB) bezeichnet wird. Die Zentralbanken müssen dann auf unkonventionelle geldpolitische Massnahmen wie die quantitative Lockerung zurückgreifen. Die SNB stützt sich bei ihrer Geldpolitik hauptsächlich auf Devisenmarktinterventionen.

Sehr niedrige oder negative *Realzinsen* haben weitreichendere Folgen, die nicht nur die Banken oder die Geldpolitik betreffen. Sie kommen insbesondere Kreditnehmern zugute, die sich billiger finanzieren können, und schaden Sparern, die mit geringeren künftigen Erträgen rechnen müssen. Dies kann dazu führen, dass Anleger auf der Suche nach Rendite risikoreichere Anlagen in Betracht ziehen, was die Finanzstabilität gefährden könnte. Es könnte auch die Aufnahme von Hypothekenkrediten fördern und zu einem Immobilienboom führen. Die jüngsten Erfahrungen zeigen auch, dass ein Niedrigzinsumfeld Ungleichheiten verschärfen kann: Haushalte mit höherem Vermögen profitieren von höheren Renditen dank ihren Investitionen an Finanzmärkten, z. B. Aktien, während Haushalte mit geringerem Vermögen keine Rendite auf ihre Einlagen erhalten.

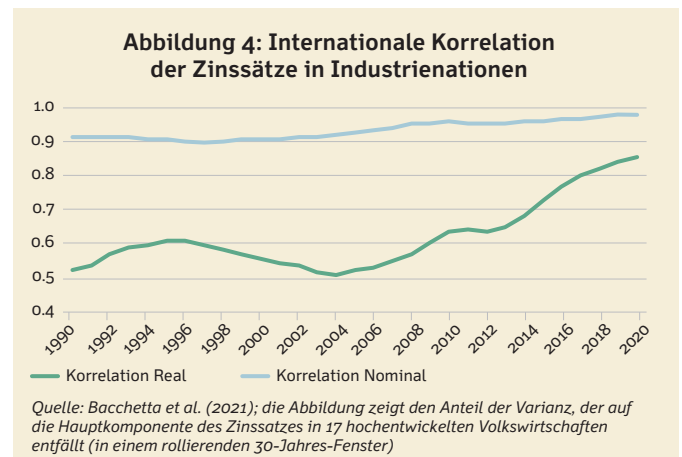
Um den Unterschied zwischen Nominal- und Realzinsen zu verdeutlichen, stellen Sie sich eine Situation vor, in der die Inflation stark ansteigt, die Realzinsen aber niedrig bleiben. Die Nominalzinsen würden steigen, was die Zinsmargen für die Banken verbessert und es der SNB ermöglichen würde, ihren Zinssatz anzuheben und zur Standardzinspolitik zurückzukehren. Andererseits wären wir immer noch mit den Auswirkungen der niedrigen Realzinsen konfrontiert. Dies verdeutlicht auch die Vorteile einer etwas höheren Inflation. In der Tat haben die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitlinien mit dem Ziel geändert, die Inflationserwartungen zu erhöhen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hält die SNB eine Änderung ihrer geldpolitischen Strategie nicht für sinnvoll.

# Der Rückgang der weltweiten Zinssätze

In vielen Ländern begannen die Nominalzinsen in den 1980er Jahren stark zu sinken, insbesondere in den USA nach der Volcker-Deflation, d. h. nach der sehr restriktiven Geldpolitik der Federal Reserve. Der Rückgang der realen Zinssätze begann in den 1990er Jahren. Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der realen 10-jährigen Staatsanleihenrenditen in der Schweiz, Deutschland und den USA.



Aus Abbildung 3 lassen sich interessante Schlüsse ziehen. Erstens ist der Rückgang der Realzinsen beträchtlich: 3 Prozentpunkte in den letzten zwei Jahrzehnten. Vor der globalen Finanzkrise lag die reale Rendite auf Schweizer Staatsobligationen bei etwa 2%, während sie in den letzten Jahren unter -1% lag. Zweitens ist der Rückgang der Realzinsen ein globaler Trend, der in allen Industrieländern zu beobachten ist. Tatsächlich ist eine Konvergenz der realen Zinssätze zu beobachten, die insbesondere durch die finanzielle Globalisierung verursacht worden ist. Die Konvergenz lässt sich mit einem Index für gemeinsame Bewegungen zeigen, da sich Zinssätze in der Regel viel stärker zusammen bewegen. Ein solcher Index wird in Abbildung 4 dargestellt. Die Konvergenz war bei den realen Zinssätzen stärker als bei den nominalen Zinssätzen, die bereits eine hohe Korrelation aufwiesen. Der Rückgang der realen Zinssätze in der Schweiz kann daher nicht auf schweizspezifische Faktoren zurückgeführt werden, sondern ist Teil eines globalen Phänomens.



Eine dritte Erkenntnis ist, dass der Rückgang der Realzinsen in der Schweiz geringer ausgefallen ist als in den meisten anderen Ländern. Der Grund dafür ist, dass die Nominalzinsen und die Inflation in der Schweiz ursprünglich niedriger waren, sodass es weniger Spielraum für einen Rückgang gab. Die Schweiz mit ihren traditionell niedrigen Zinssätzen galt lange Zeit als "Zinsinsel". Dies ist nun nicht mehr der Fall. Abbildung 3 zeigt, dass der Schweizer 10-Jahres-Zins bis 2011 systematisch niedriger war als der deutsche, in den letzten zehn Jahren aber höher lag.

# Zinssätze und der Status des Schweizer Frankens als Fluchtwährung

Die tiefen Zinssätze in der Schweiz wurden traditionell mit dem Status des Schweizer Frankens als Fluchtwährung erklärt. Aber die Realzinsen sind in der Schweiz inzwischen höher als in Deutschland. Hat die Schweiz diesen Status verloren? Ganz und gar nicht. Die Stärke des Schweizer Frankens zeigt seine Attraktivität. Auf der Grundlage von Umfragen zu Wechselkurs-erwartungen können wir die erwarteten Renditedifferenzen berechnen. Die Ergebnisse zeigen, dass die Risikoprämie oder Sicherheitsprämie des Schweizer Frankens in den letzten Jahren sogar zugenommen hat.

Wenn der Schweizer Franken immer noch als sicherer Hafen gilt, wie ist es dann zu erklären, dass die Realzinsen in der Schweiz höher sind? Dafür gibt es zwei Erklärungen. Erstens sind die Inflationserwartungen in der Schweiz in der Regel niedriger, während die Nominalzinsen auf einem ähnlichen Niveau wie in Deutschland liegen (, da sie nicht stark sinken können). Daher ist der Realzins höher. Die zweite Erklärung hängt mit der Realzinsparität zusammen. In den letzten Jahren war der Schweizer Franken sehr stark und es wurde erwartet, dass er real abwerten würde. Um diese erwartete reale Abwertung des Schweizer Frankens auszugleichen, sollten die Anleger durch höhere reale Zinssätze in Schweizer Franken entschädigt werden.



# Die Auswirkungen von COVID auf die aktuellen und zukünftigen Zinssätze

Bei Ausbruch der Krise im März 2020 waren die Finanzmärkte erheblich destabilisiert. Die schnelle und starke Reaktion einiger Zentralbanken verhinderte jedoch eine grössere Instabilität. So intervenierte zum Beispiel die Federal Reserve schnell auf dem Markt für US-Schatzpapiere und kaufte massive Mengen auf, um umfangreiche Verkäufe verschiedener Anleger auszugleichen. Ausserdem stellte sie anderen Zentralbanken Swap-Linien zur Verfügung. Schliessungen und gesundheitsbezogene Störungen beeinträchtigten ebenfalls erheblich die Realwirtschaft und führten zu einer tiefen Rezession im Jahr 2020. Erfreulicherweise kam es 2021 zu einer raschen Trendwende, aber aufgrund der Entwicklung der Pandemie und des Auftretens neuer Varianten des Virus besteht nach wie vor ein hohes Mass an Unsicherheit in Bezug auf das Ausmass der Erholung.

Überraschenderweise wurden die Zinssätze durch den Pandemieschock nicht stark beeinflusst. Zu Beginn der COVID-Pandemie waren die Zinssätze in der Schweiz bereits negativ und in den meisten Ländern sehr niedrig, und sie sind es auch geblieben. Mitte 2021 lagen die nominalen Obligationrenditen in etwa auf dem Niveau von Anfang 2020.

Während sich das Zinsniveau nur geringfügig bewegte, hat die Unsicherheit über die künftigen Zinssätze zugenommen. Ungewissheit herrscht sowohl über die realen Zinssätze als auch über die künftige Inflation. Angesichts der durch die Pandemie ausgelösten Rezession gibt es mehrere fundamentale Faktoren, die sowohl auf die Realzinsen als auch die Inflation einen Abwärtsdruck ausüben. Es gibt aber auch einige Faktoren, die zu höheren Zinssätzen und höherer Inflation führen können.

Wie bereits erwähnt, ist die Entwicklung der Realzinsen zu einem globalen Phänomen geworden. Daher kommt es auf die globalen Ersparnisse und die globalen Investitionen an: Niedrige Investitionen und hohe Ersparnisse üben Abwärtsdruck auf die Realzinsen aus. Die jüngste Literatur weist auf

verschiedene Faktoren hin, die darauf hindeuten, dass die privaten Ersparnisse hoch und die Investitionen niedrig bleiben. Wenn die Impfraten steigen und sich die Wirtschaft erholt, erhöhen viele Haushalte ihren Konsum. Die COVID-Krise dürfte sich jedoch nachhaltig auf die Sparquote der Haushalte auswirken: Die dramatische Situation während der Krise könnte die Risikoaversion oder die Wahrnehmung künftiger extremer negativer Schocks beeinflussen. Die Literatur weist auch auf eine Zunahme der Ungleichheit hin. Da Haushalte mit hohem Einkommen eine geringere Konsumfreudigkeit haben, verringert ein höheres Mass an Ungleichheit die Gesamtkonsumneigung und erhöht somit die Sparquote. In der Literatur werden auch mögliche langfristige Veränderungen erwähnt, die durch die Pandemie verursacht wurden und die Investitionen schwächen oder das Sparen fördern könnten. Zu diesen Veränderungen gehören insbesondere der Verlust von Humankapital aufgrund der pandemiebedingten Unterbrechungen, die Umstrukturierung von Unternehmen in verschiedenen Sektoren und eine Verlagerung hin zu Technologie-/Dienstleistungssektoren. All diese Faktoren würden in der Schweiz und den meisten anderen Ländern eine anhaltende Periode sehr niedriger Realzinsen bedeuten. Zum jetzigen Zeitpunkt wissen wir jedoch nicht, wie gross und anhaltend diese Auswirkungen sein werden.

Andererseits können die realen Zinssätze und die Inflation steigen, wenn die wirtschaftliche Erholung sehr stark ist. Der Wirtschaftsaufschwung hat sich tatsächlich schneller vollzogen als ursprünglich erwartet. Allerdings ist er in einzelnen Ländern und Sektoren ungleichmässig ausgefallen. Ausserdem besteht aufgrund des Auftretens neuer Varianten grosse Unsicherheit über die Entwicklung der Pandemie. Die Ungewissheit über die Stärke und Dauer des Aufschwungs führt daher zu Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Zinssätze. Bis zum Sommer 2021 gab es keine Anzeichen für einen starken Aufschwung, sodass der Aufwärtsdruck auf Zinssätze schwach ist.

Im Frühsommer 2021 gab es eine interessante Debatte über die Inflation. Zwischen April und Juni stieg die Inflation in den USA an und erreichte mehr als 5%, was weit über den Erwartungen lag. Die Frage ist, ob es sich dabei um ein vorübergehendes Phänomen handelt, das auf einen Basiseffekt und einer Reihe von Engpässen infolge der COVID-Krise zurückzuführen ist, oder um den Beginn einer Periode höherer Inflation. Bislang herrscht Einigkeit darüber, dass dieser Anstieg der Inflation vorübergehend ist und die langfristigen Zinssätze davon nicht betroffen sind. Diese jüngste Debatte zeigt jedoch die grosse Unsicherheit und wie schwierig es ist, künftige Entwicklungen vorherzusagen.

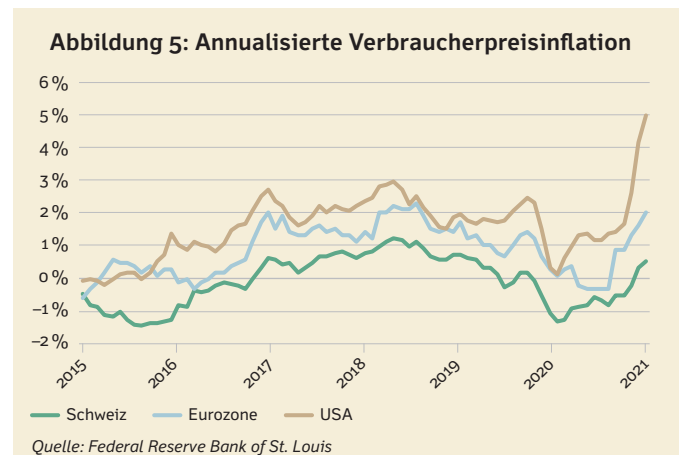
Ein weiteres Element, das auf eine Periode niedriger Zinssätze hindeutet, ist eine historische Untersuchung früherer Pandemien. Bei der Analyse von Pandemien in früheren Jahrhunderten (z. B. die Spanische Grippe oder der Schwarze Tod im 14. Jahrhundert) beobachteten Forscher einen Rückgang der Realzinsen über mehrere Jahrzehnte hinweg. Sie beobachteten auch Inflationsraten, die ein Jahrzehnt lang unter dem Trend lagen. Natürlich waren die historischen Ereignisse in vielerlei Hinsicht anders. So gab es beispielsweise keine aktive Steuer- und Geldpolitik wie in der aktuellen Krise. Daher lassen sich aus diesen Erkenntnissen keine genauen Vorhersagen ableiten, aber eine lange Periode niedriger Zinssätze und Inflation nach der COVID-Pandemie entspräche den historischen Präzedenzfällen.



# Die Rolle der Geldpolitik

Mehrere Zentralbanken spielten eine Schlüsselrolle bei der Stabilisierung der Auswirkungen des Pandemieschocks. Vor allem die Federal Reserve senkte ihren Leitzins und kaufte in grossem Umfang inländische Vermögenswerte auf. Die SNB spielte eine begrenztere Rolle, da sie ihren Zinssatz nicht weiter senken konnte und keine inländischen Vermögenswerte kauft. Sie war jedoch in der Lage, den Schweizer Franken durch Devisenmarktinterventionen zu stabilisieren. Die SNB empfahl auch eine Lockerung der schweizerischen makroprudenziellen Politik, indem sie die Eigenkapitalanforderungen für Banken im Rahmen des antizyklischen Puffers reduzierte. Sie implementierte auch die Fiskalpolitik durch COVID-Darlehen (COVID-19-Refinanzierungsfazilität).

Was die künftigen Zinssätze betrifft, so hat die nationale Geldpolitik kaum Auswirkungen auf die langfristigen Realzinsen, da diese global durch reale Faktoren bestimmt werden. Sie könnte jedoch die Inflationserwartungen beeinflussen. In diesem Sinne haben die Federal Reserve und die EZB kürzlich ihre geldpolitischen Strategien geändert. Die Federal Reserve strebt nun eine durchschnittliche Inflationsrate von 2% an. Das bedeutet, dass die Fed eine Inflation von über 2% zulassen wird. Die EZB strebt ebenfalls eine Inflation von etwa 2% an und wird symmetrisch reagieren, wenn die Inflation über oder unter diesem Ziel liegt. Andere Zentralbanken könnten folgen, aber die SNB zieht eine solche Änderung derzeit nicht in Betracht. Sie hat sich skeptisch über die Auswirkungen einer solchen Änderung auf die Inflationserwartungen geäussert. Sollten andere Zentralbanken zu einer weniger restriktiven Geldpolitik übergehen, könnte dies natürlich Druck auf den Schweizer Franken ausüben.

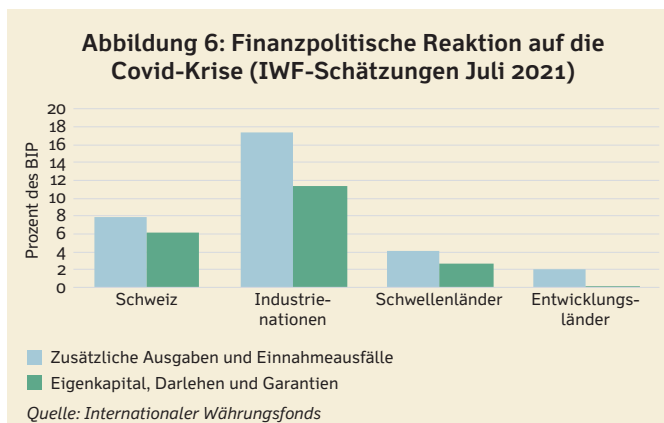


Wenn die Zinssätze steigen, werden die Zentralbanken zu ihrer Standardzinspolitik zurückkehren können. Dies wird jedoch auch eine Herausforderung im Zusammenhang mit ihren grossen Bilanzsummen darstellen. In welchem Umfang und mit welcher Geschwindigkeit sollten die Zentralbanken ihre quantitativen Lockerungsmassnahmen rückgängig machen und ihre Vermögenswerte verkaufen? Die Antwort auf diese Fragen wird die Märkte definitiv beeinflussen, wenn die Zinssätze zu steigen beginnen.



# Niedrige Zinssätze und Finanzpolitik

In vielen Ländern spielte die Finanzpolitik eine Schlüsselrolle bei der Reaktion auf die COVID-Krise. Länder, die über fiskalischen Spielraum verfügten, waren in der Lage, Unterstützungsmassnahmen in Form von Transfers und Darlehen durchzuführen. Verlängerte Arbeitslosenunterstützung und Kurzarbeitergeld spielten eine wichtige Rolle. Diese Massnahmen wurden im schweizerischen Kontext breit diskutiert. Obwohl diese fiskalischen Massnahmen noch grosszügiger hätten ausfallen können, trugen sie dazu bei, die Rezession zu dämpfen. Abbildung 6 zeigt, dass die finanzpolitischen Gegenmassnahmen auf COVID in den Industrienationen im Durchschnitt beträchtlich waren (insbesondere in den USA), während sie in der Schweiz deutlich unter dem Durchschnitt lagen. In den Schwellenländern und den weniger entwickelten Ländern waren sie jedoch noch geringer.



Die finanzpolitische Reaktion auf COVID erfolgt zeitgleich mit den üblichen Auswirkungen einer Rezession auf die öffentlichen Defizite, d.h. mit einem Rückgang der Steuereinnahmen und einem Anstieg der Transferleistungen. Dies hat in vielen Ländern zu erheblichen Haushaltsdefiziten in den Jahren 2020 und 2021 geführt. Dies führt auch zu einem starken Anstieg der öffentlichen Verschuldung, obwohl es noch zu früh ist, genaue Zahlen zu nennen. Ein Anstieg der weltweiten Staatsverschuldung führt zu einem Aufwärtsdruck auf Zinssätze. Bislang ist dieser Druck nicht entstanden, weil die Zentralbanken einen grossen Teil der neuen Schulden im Rahmen ihrer Massnahmen der quantitativen Lockerung aufgekauft haben. Wenn die Zentralbanken ihre Positionen auflösen, wird der Aufwärtsdruck durch die zunehmende Staatsverschuldung den anderen Faktoren entgegenwirken, die auf niedrige Zinssätze hindeuten.

Eine wichtige Frage ist, ob die Finanzpolitik angepasst werden sollte, um in den nächsten Jahren Überschüsse zu erzielen und die Staatsverschuldung zu verringern. Länder, die bereits vor der COVID-Krise eine hohe Staatsverschuldung aufwiesen, könnten Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zu verlängern, und müssen möglicherweise Anpassungen vornehmen oder sogar ihre Schulden umstrukturieren. Es ist zu hoffen, dass diese Situation nicht zu einer Welle von Staatsschuldenkrisen führt. Angesichts der ungleichen Erholung von der Krise ist dies ein echtes Risiko für weniger entwickelte Volkswirtschaften.

Für Länder, die wie die Schweiz mit einer niedrigen Staatsverschuldung gestartet sind, besteht keine Notwendigkeit, Überschüsse durch eine Senkung der öffentlichen Ausgaben oder Steuererhöhungen zu erzielen. Im Gegenteil: Sparmassnahmen werden die wirtschaftliche Erholung verlangsamen und die Zinssätze unter Abwärtsdruck setzen. Einige Ökonomen argumentieren sogar, dass Länder vernünftige Haushaltsdefizite beibehalten könnten. Um dies zu verdeutlichen, betrachten wir ein einfaches Beispiel. Nehmen wir an, dass die öffentliche Verschuldung in der Schweiz 50% des BIP ausmacht, dass das nominale BIP um 2% wächst und dass der Zinssatz für die Staatsverschuldung gleich Null ist. In diesem Szenario geht die öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP automatisch zurück, selbst wenn kein Haushaltsüberschuss besteht. Bei einem Primärüberschuss von Null würde der öffentliche Schuldenstand im Verhältnis zum BIP nach 10 Jahren auf 41% sinken. Alternativ könnte der öffentliche Schuldenstand bei 50% gehalten werden, selbst wenn die Regierung ein Defizit von fast 1% des BIP aufweist.

Manchmal wird befürchtet, dass eine hohe Staatsverschuldung zu einem Inflationsschub führen könnte, um die Schulden zu tilgen. Obwohl es in der Vergangenheit mehrere Episoden mit hoher Inflation und hoher Staatsverschuldung gab, ist es unwahrscheinlich, dass dies in der heutigen Zeit geschieht. In der Tat ist eine Explosion der Inflation schwer vorstellbar, da die Preise starr sind und die Zentralbanken ihr Bestes tun, um die Inflation zu kontrollieren. Wenn die Inflation schrittweise ansteigt, werden die Nominalzinsen steigen, sodass die realen Kosten der Neuverschuldung nicht gesenkt werden. Mit anderen Worten: Der Spielraum für eine inflationsbedingte Verringerung der Staatsverschuldung in den Industrienationen ist begrenzt.

# Negative Zinssätze und der Bankensektor: Was wissen wir?

Wie bereits erwähnt, schaden negative Nominalzinsen den Banken, wenn sie keine Negativzinsen auf ihre Einlagen erheben. Die Banken leiden auch unter einem Rückgang der langfristigen Zinssätze, da sie in der Regel von positiv geneigten Zinsstrukturkurven profitieren, da ihre Aktiva langfristiger verzinst werden als ihre Passiva. In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu wissen, ob negative Zinssätze den Bankensektor destabilisieren können, indem sie die Gewinne schmälern, mit möglichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Etwas überraschend ist, dass die jüngsten internationalen Erfahrungen keinen systematischen Rückgang der Bankgewinne in Ländern mit negativen Zinssätzen zeigen. Dies ist insbesondere für die Schweiz der Fall. Tatsächlich gibt es eine wachsende Anzahl empirischer Studien, die die Auswirkungen von Negativzinsen auf Bankgewinne untersuchen. Das Gesamtergebnis ist, dass niedrigere Zinssätze insgesamt allenfalls einen geringen negativen Effekt auf Bankgewinne haben. Es gibt einige Hinweise darauf, dass kleinere Banken, die stärker auf Privatkundeneinlagen angewiesen sind, stärkere negative Auswirkungen zu verzeichnen hatten, aber dieses Ergebnis ist umstritten. Es gibt auch einige Hinweise darauf, dass Bankgewinne in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld sinken. Zwar können niedrige Zinsen zu einer Suche nach Rendite führen und das Risiko von Vermögenswerten erhöhen, doch hat sich ein Anstieg des Risikos bisher nicht auf die Gewinne ausgewirkt. Dies ist jedoch ein noch immer bestehendes Risiko.

Es gibt zahlreiche Faktoren, welche die begrenzten Auswirkungen negativer Zinssätze auf Bankgewinne erklären können. Dazu gehören:

- Die Banken erhalten nur auf einen Teil ihrer Aktiva negative Renditen, vor allem, wenn es wie in der Schweiz eine gestaffelte Reservevergütung gibt.
- Einlagen stellen nur einen Teil der Verbindlichkeiten der Banken dar (etwa die Hälfte im Durchschnitt der Schweizer Banken).
- Die Banken konnten Negativzinsen auf Unternehmenseinlagen erheben, so dass nur für Privatkundeneinlagen von begrenztem Umfang eine Untergrenze für Zinsen besteht.
- Die Banken haben ihre Gebühren für Einlagen erhöht.
- Banken setzen verstärkt auf Provisions- und Handelsgeschäfte.
- Die Banken haben von den Kapitalgewinnen profitiert.
- Niedrigere Zinssätze tragen zu einer stärkeren Wirtschaft und zu widerstandsfähigeren Kreditnehmern bei.

Es ist jedoch anzumerken, dass diese Studien nach wie vor nur auf einer geringen Anzahl von Jahren beruhen. Es bleibt abzuwarten, ob negative Zinssätze auch längerfristig nur begrenzte Auswirkungen auf Gewinne haben, insbesondere für Institute, die stärker von Einlagen abhängig sind.

# Fazit

Ziel dieser SFI Public Discussion Note ist es, einen aktualisierten Überblick über das Niedrigzinsumfeld zu geben. Negative Nominalzinsen sind ein neues Phänomen, und unser Verständnis wird mit der Zeit immer besser. Die künftige Entwicklung der Zinssätze ist mit grosser Unsicherheit behaftet, aber viele Faktoren deuten auf eine längere Periode niedriger Realzinsen hin. Ein Szenario mit noch vielen Jahren sehr niedriger Realzinsen ist durchaus möglich. Während sich die sehr niedrigen Zinssätze bisher offenbar nur begrenzt auf den Bankensektor ausgewirkt haben, könnte ein längerer Zeitraum weitreichendere Auswirkungen haben.

Ein Anstieg der Inflation erscheint mittelfristig wahrscheinlicher. Somit könnten die nominalen Zinssätze steigen. Dies würde es den Zentralbanken in vielen Industrienationen ermöglichen, zu ihrer traditionelleren Zinspolitik zurückzukehren. Bei der Federal Reserve und der EZB könnte diese Rückkehr länger dauern, da ihr neuer Rahmen potenziell eine höhere Inflation zulässt. Die Zentralbanken werden ihre durch massive Käufe von Aktiva gewachsenen Bilanzsummen verkleinern müssen. Die Auswirkungen dieser Operationen sind ungewiss, da wir ein solches Experiment noch nie erlebt haben. Auch die Finanzpolitik wird in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle spielen. Länder mit hoher Verschuldung haben nur einen begrenzten Handlungsspielraum, aber Länder mit niedriger Verschuldung können mit einer nicht restriktiven Finanzpolitik zur Beendigung der Negativzinsperiode beitragen. Es liegen interessante Zeiten vor uns.

## **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.

Diese Publikation wurde auf nachhaltigem "Refutura"-Papier gedruckt, welches mit dem Blauen Engel zertifiziert ist.