

SNB sucht Heil in neuem Instrument

Negativzinsen und kein Ausweg

Peter A. Fischer 27.2.2015



Die Schweizerische Nationalbank nutzt die Negativzinsen als neues Instrument. (Bild: Peter Klaunzer / Keystone)

Die Nationalbank spürt Gegenwind. Während die Realwirtschaft unter der Frankenstärke leidet, stört sich der Finanzsektor an den Negativzinsen. Deren Umsetzung ist effektiv und zurzeit wohl ein kleines von vielen denkbaren Übeln.

War und ist die ultraexpansive unkonventionelle Geldpolitik nun ein Segen oder ein Fluch? Noch ist es für ein abschliessendes Urteil zu früh. Die Notenbank der grossen Währungsräume nehmen für sich in Anspruch, die Welt mit ihren unkonventionellen Massnahmen vor einer grossen Depression wie in den 1930er Jahren bewahrt zu haben. Doch inzwischen treten auch die Gefahren und Nebenwirkungen der präzedenzlosen Geldschwemme immer klarer zutage. Sie hat Notenbankbilanzen aufgebläht, das Zinsniveau auf null oder sogar in den negativen Bereich gedrückt, was Sparer und Vorsorgesysteme plagt und in höhere Risiken drängt sowie Schuldner zu leichtsinnigem Leben auf Kredit verführt. Zudem setzt das viele zu billige Geld Währungen von Ländern mit einer weniger expansiven Geldpolitik unter Druck. Dem kann sich auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) nicht entziehen.

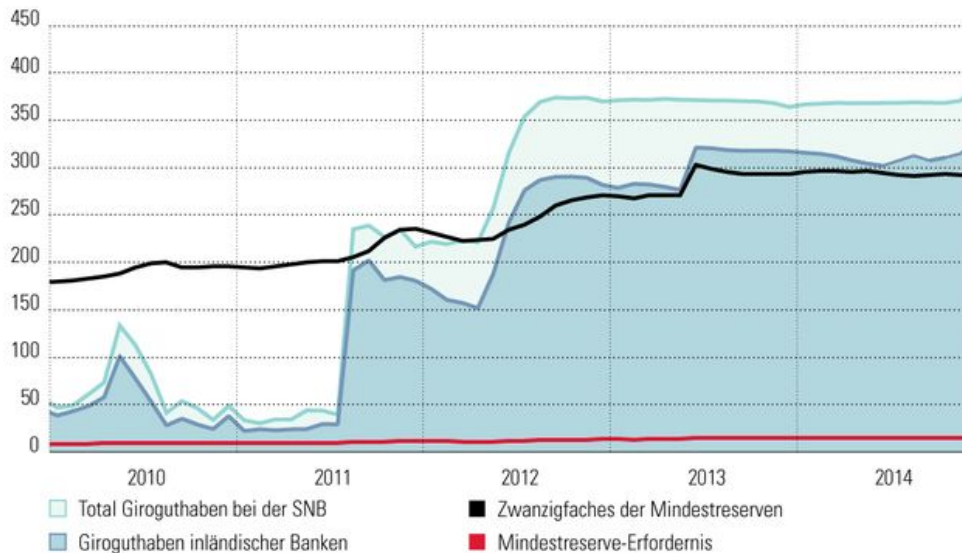
Mehr und teurere Franken

Wie die aufgeführte Grafik eindrücklich zeigt, hat auch die SNB die Versorgung der Märkte mit Frankenliquidität seit 2011 stark ausgedehnt. Sie tat dies vor allem, um der für die Realwirtschaft bedrohlichen schockartigen Erstarkung des Frankens entgegenzusteuern. Der Frankenkurs für einen Euro war 2011 in nur vier Monaten zwischen April und August von über 1.30 kurzzeitig auf die Parität gefallen. Dies geschah, weil

ausländische und Schweizer Anleger dem Euro und teilweise auch dem Dollar nicht mehr trauten und im Franken einen «sicheren Hafen» suchten.

Negativzinsen: Entwicklung der Giro Guthaben und Mindestreserven

In Mrd. Fr.



QUELLE: SNB

NZZ-INFOGRAFIK/efl.

Am 6. September 2011 verkündete die SNB die Einführung eines Mindestkurses von Fr. 1.20 zum Euro. Um diesen zu verteidigen, musste sie in mehreren Wellen Fremdwährungen kaufen und so das Angebot an Franken weiter ausdehnen. Ihre Devisenanlagen verdoppelten sich in drei Jahren fast von 280 Mrd. Fr. im August 2011 auf 510 Mrd. Fr. Ende 2014. Als die Nachfrage nach dem Franken Anfang 2015 nochmals stark wuchs, weil Anleger seine Koppelung an den Euro und dessen immer expansivere Geldpolitik nicht mehr für glaubwürdig hielten, entschied sich die SNB am 15. Januar, den Mindestkurs aufzugeben und zu einer eigenständigen Geldpolitik mit flexiblen Wechselkursen zurückzukehren.

Gleichentags senkte die Nationalbank das Zielband des Drei-Monate-Libor mit $-1,25\%$ bis $-0,25\%$ deutlich in den negativen Bereich, um den Franken unattraktiver zu machen. Seit dem 22. Januar verlangt die SNB deswegen auf bei ihr gehaltenen Girokonten von Finanzinstituten einen Zins von $-0,75\%$. Statt unbegrenzt Fremdwährungen zu kaufen und die Geldversorgung weiter aufzublähen, gestaltet sie nun die Möglichkeiten von Anlagen in Franken unvorteilhafter, indem sie mit den Negativzinsen den Renditeunterschied zu Engagements in anderen Währungen vergrößert hat.

Girokonti als effizienter Hebel

Mit der Erhebung von Negativzinsen auf ihren Girokonten hat die SNB dazu nun ein wesentlich effektiveres Instrument im Einsatz als früher. Die deutlich gestiegenen Guthaben widerspiegeln den Gegenpart der Interventionen der SNB. Als die Notenbank Fremdwährungen kaufte, erhöhte sie damit die Franken-Guthaben entsprechend. Belastet die SNB Giro Guthaben nun mit Negativzinsen, kann der Finanzsektor als Ganzes diesen nicht einfach «entfliehen»: Zieht ein Institut beispielsweise Überschussliquidität ab, um sie in Anleihen hoher Bonität zu investieren, so erhöhen sich im Gegenzug die Guthaben derjenigen Bank, welche die Anleihen verkauft. Wesentlich vermindern wird sich die Höhe der Giro Guthaben erst, wenn und falls die SNB dem System wieder Franken entzieht (z. B. indem sie Devisenanlagen verkauft).

Die Höhe der Giro Guthaben von derzeit 443 Mrd. Fr. zeigt auch, welchen Belastungen der Finanzsektor ausgesetzt wäre, wenn die SNB den Negativzins gleich auf allen Guthaben erhoben hätte. Ein Zins von derzeit $-0,75\%$ würde die Inhaber der SNB-Girokonti, summarisch betrachtet, 3,3 Mrd. Fr. im Jahr kosten. 2013 hatten Banken in der Schweiz laut SNB-Statistik einen Gewinn von aggregiert 10,5 Mrd. Fr. erwirtschaftet. Die Nationalbank hat deshalb offensichtlich nach Wegen gesucht, die Banken dazu zu bringen, für Neuzuflüsse und grosse Frankenanlagen Negativzinsen zu verlangen, ohne den Sektor als Ganzes allzu sehr zu belasten. Sie entschied sich dafür, Freibeträge zu gewähren. Diese betragen für die inländischen Finanzinstitute das

Zwanzigfache der von ihnen im Zeitraum Oktober bis November 2014 geforderten gesetzlichen Mindestreserven von damals 14,7 Mrd. Fr. – also im Maximum, wenn alle das voll ausschöpften, 293 Mrd. Fr.

Weil aber nicht alle Banken so viel Liquidität bei der SNB halten, dass sie ihren Freibetrag voll ausnutzen, müssen inländische Banken den Negativzins insgesamt auf etwas mehr als der Differenz zwischen den Guthaben auf den Girokonten und dem Freibetrag bezahlen. Diese Differenz beträgt derzeit 383 Mrd. Fr. minus 293 Mrd. Fr., also 90 Mrd. Fr. Das wird inländische Banken bei einem Zins von $-0,75\%$ mit jährlich knapp 700 Mio. Fr. belasten.

Es verwundert deshalb nicht, dass viele Finanzinstitute bereits zumindest grössere Anleger ihrerseits mit negativen Zinsen auf Sichtguthaben belasten. Kleinanleger wiederum dürften über Gebühren stärker zur Kasse gebeten werden. Die Kursentwicklung des Frankens deutet weiter darauf hin, dass die abschreckende Wirkung von Negativzinsen vorerst Erfolg hat: Der Euro ist von einem Kurs unter Parität wieder auf rund Fr. 1.07 gestiegen; der Dollar hat sich noch stärker erholt, von Fr. 0.86 auf Fr. 0.95. Selbst die Griechenland-Krise hat anscheinend kaum zu einer neuerlichen Flucht in den Franken geführt.

Umstrittene Freibeträge

Dennoch ist die SNB seit der Aufhebung des Mindestkurses von zwei Seiten unter Druck gekommen: Die Realwirtschaft stört sich am stärkeren Franken und die Finanzwirtschaft an den angeblich diskriminierenden Negativzinsen. Besonders prononcierte Kritik äussern dabei Privatbanken. Sie fühlen sich diskriminiert, weil die von ihnen bei der SNB gehaltenen Giroguthaben deutlich höher seien als der Freibetrag, während die Guthaben der Grossbanken und vieler Kantonalbanken unter dem Freibetrag lägen. Tatsache ist allerdings, dass die SNB die Freibeträge nicht willkürlich festgelegt hat, sondern als das Zwanzigfache der Mindestreserveerfordernis.

Diese definiert die Liquidität, die eine Bank bei der SNB mindestens vorhalten muss, als Bruchteil (2,5%) der von ihr eingegangenen reservepflichtigen Verbindlichkeiten, wobei kurzfristige stärker gewichtet werden als langfristige. Wenn nun beispielsweise Privatbanken relativ zum Freibetrag besonders hohe Giroguthaben halten, bedeutet dies, dass sie einen verhältnismässig hohen Anteil der ihnen anvertrauten Gelder nicht anders investierten, sondern bei der SNB in Franken sicher und bisher gratis parkiert haben.

Die Nationalbank will an Anleger und damit auch an Kunden der Privatbanken wohl das Signal aussenden, dass es sich nicht lohnt, möglichst viel Liquidität in Franken zu horten. Da ist es auch nichts anderes als konsequent, wenn Halter von viel Frankenliquidität stärker zur Kasse gebeten werden. Hätte die SNB beispielsweise einfach 80% der vor Einführung der Negativzinsen bestehenden Giroguthaben vom Negativzins befreit, wären diejenigen «belohnt» worden, die zuvor besonders viel Geld bei ihr deponiert hatten.

Auch das Argument, die geltende Regelung verleite Banken zu unvorsichtiger Kreditvergabe, um die Mindestreserveerfordernis hochzutreiben, wirkt wenig stichhaltig: Der Freibetrag wurde aufgrund der in der Periode Oktober bis November 2014 erforderlichen Mindestreserven festgelegt und soll nicht dynamisch angepasst werden. Hingegen versucht die SNB dem Anreiz, Guthaben in Bargeld umzuwandeln, entgegenzusteuern, indem sie den Freibetrag einer Bank um das Wachstum ihrer Bargeldbestände reduziert. Befremdlich wirkt dabei, dass Guthaben von Bundesbetrieben einschliesslich der Bundespensionskasse Publica und des AHV-Ausgleichsfonds (im Gegensatz zu denjenigen internationaler Institutionen) bisher von der Erhebung eines Negativzinses ausgenommen worden sind. Immerhin ist diese Freistellung mit der Auflage verbunden, nicht für Umgehungsgeschäfte Hand zu bieten und deshalb ihre Giroguthaben zu erhöhen.

Wieder höhere Realzinsen

Kritik an den Negativzinsen der SNB greift auch deswegen etwas zu kurz, weil die Schweiz eine kleine offene Volkswirtschaft mit einem wichtigen international ausgerichteten Finanzplatz ist, die sich Entwicklungen an den übrigen Märkten nicht einfach verschliessen kann. Solange der Franken eine besonders stabile Währung bleibt und von der SNB ein dezidiertes Einschreiten gegen Inflation erwartet wird als etwa von der Europäischen Zentralbank, braucht es ein negatives Zinsdifferenzial zum Euro-Raum, wenn der Franken nicht noch stärker werden soll. Sonst würden ausländische Anleger wohl noch mehr in den Franken drängen.

Die Nationalbank steht somit vor der Wahl, entweder ihre Leitzinsen tiefer – damit derzeit negativ – anzusetzen als im Euro- und Dollarraum oder den Franken gegenüber diesen Währungen weiter an Wert gewinnen zu lassen. Bei aller berechtigten Kritik an negativen Zinsen sollte dabei nicht ganz vergessen gehen, dass für das

ökonomische Wohlergehen letztlich die realen Zinsen von zentraler Bedeutung sind. Schlägt die mit der Aufgabe des Mindestkurses und der Erstarkung des Frankens verbundene Vergünstigung der Importpreise auf die Konsumentenpreise durch, dürfte es 2015 zu einer – in dieser Situation erwünschten – einmaligen Senkung des Preisniveaus um vielleicht 1,5% kommen. Damit wäre die reale Verzinsung von Guthaben in der Schweiz selbst bei nominal negativen Zinsen höher als auch schon.

Schlechte Alternativen

Um sich gegen das weitere Erstarren des Franken zu stemmen, könnte die SNB alternativ zu Negativzinsen höchstens noch mehr Fremdwährungen kaufen, was die Geldmenge weiter aufblähen würde, oder sie könnte Kapitalverkehrskontrollen einführen. Das wären für die Schweiz noch grössere Übel.

Eine Zinswende ist mittelfristig dringend wünschenswert. Zu hoffen ist, dass die USA ihr schon bald den Weg bahnen werden. Vorerst aber gilt, dass Negativzinsen in der Schweiz von der SNB möglichst marktgerecht und ohne Ausnahmen durchgesetzt werden sollten, um Verzerrungen zu vermeiden. Mit der negativen Verzinsung ihrer Girokonten und an Mindestreserven orientierten Freibeträgen hat sie dafür ein einigermaßen effizientes Regime geschaffen – das allerdings kaum mehr funktioniert, sobald das Horten von Bargeld attraktiver wird als das Halten von Sichtguthaben. Auch die ultra-unkonventionelle Geldpolitik stösst, und zwar weltweit, an Grenzen. Nicht alles steht in der Macht von Zentralbanken. Verschliessen sie sich zu lange einer Normalisierung ihrer Geldpolitik, steigen die Kollateralschäden und werden zentrale Pfeiler der Marktwirtschaft untergraben.