

Negativzinsen: bisherige Erkenntnisse

Nach der wegweisenden Londoner CEPR-Konferenz vom Mai 2015 (s. Fairconomy 3/15) veranstaltete nun die amerikanische Denkfabrik Brookings am 6. Juni 2016 eine weitere Konferenz, die als Meilenstein der Negativzinspolitik gesehen werden kann. Ihr Titel: »Negative interest rates: Lessons learned ... so far« – Welche Lehren können aus den bisherigen Erfahrungen gezogen werden?



Es ist wirklich ein außergewöhnlicher historischer Augenblick, eine Zeit, in der wir Texte von Irving Fisher und John Maynard Keynes über Schuldendeflation und Liquiditätsfallen lesen, die vor dem Zweiten Weltkrieg geschrieben wurden, um uns einen Reim auf unsere ökonomischen Probleme zu Beginn des 21. Jahrhunderts zu machen«, sagte David Wessel zur Eröffnung. Der Direktor des Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy griff dann eine Zeitungs-Story auf, wonach eine dänische Familie 248 Kronen von ihrer Bank *bekommt* für ihre Hypothek, die negativ verzinst ist. Zwar zahle die Familie auf Grund von Gebühren netto noch an die Bank, aber »es ist doch eine sehr merkwürdige Sache, die die meisten von uns niemals für möglich gehalten hätten«, so Wessel. Daher sollte sich die Konferenz folgenden Fragen widmen: Funktionieren negative Zinsen? Wir funktionieren sie? Sind Negativzinsen eine Option für die USA? Was ist die Rolle der Finanzpolitik, wenn die Zinsen so niedrig sind? Sind Negativzinsen nicht tatsächlich ein Symptom eines größeren Problems, einer Weltwirtschaft mit überschießenden Sparguthaben und einem Mangel an Investitionen, wodurch die Gleichgewichtszinsen gedrückt wurden?

Nullzinsgrenze behindert Geldpolitik

Zunächst gab Signe Krogstrup, Vizedirektorin der Abteilung für Geldpolitische Analysen bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB), einen Überblick über die Thematik. Grund zur Sorge sei, dass Zentralbanken immer öfter mit der Nullzinsgrenze (Zero Lower Bound) konfrontiert und dadurch in ihrer Reaktion auf negative ökonomische Schocks eingeschränkt sind.

Die neutralen Realzinsen sind seit den 1980er Jahren gesunken. Dieses Konzept, das auf Knut Wicksell (1907) zurückgeht und in den letzten Jahren verstärkt Verwendung findet, beschreibt ein Zinsniveau, welches mit der vollen Ausnutzung des Produktionspotenzials

und stabiler Inflation im Einklang ist und daher als Richtwert für geldpolitische Entscheidungen angesehen wird.

Ebenso sind die Inflationserwartungen mit der Inflation seit der Disinflation in den 80er Jahren und der Verbreitung des Inflation-Targeting in den 90ern gesunken. Beide Faktoren resultierten darin, dass die nominalen Zinsen auch in normalen Zeiten viel näher an ihrer Untergrenze liegen und die Geldpolitik einengen. Die Liquiditätsfalle ist zur weitverbreiteten Realität geworden.

Während es bis zu den 1980ern keine geldpolitischen Einschränkungen gegeben hatte,

Disinflation =

Sinken der Inflationrate.

Disinflation darf nicht mit einem Absinken des allgemeinen Preisniveaus verwechselt werden (Deflation).

Inflation Targeting =

direkte Inflationssteuerung.

Geldpolitische Strategie, bei der das Endziel

Preisstabilität unmittelbar

angesteuert wird. Die

Deutsche Bundesbank hatte dagegen von 1975 bis 1998

eine bestimmte jährliche

Wachstumsrate der Geldmenge

als Zwischenziel verfolgt.

Die EZB verzichtete hierauf.

wurde zuerst Japan Mitte der 90er mit dem Zero Lower Bound (ZLB) konfrontiert, die USA 2001 und alle westlichen Industrienationen, mit Ausnahme von Australien, spätestens seit 2009.

Modellrechnungen hätten ergeben, dass schon wenn die USA nur von milden Rezessionen getroffen würde, sie zukünftig unmittelbar mit dem ZLB konfrontiert wären. Im Modell hätte der US-Leitzins, die Federal Funds Rate, bereits im Jahr 2009 auf -6 % abgesenkt werden müssen. Die Wirtschaftsleistung hätte ohne Restriktion durch den ZLB weit besser sein und die wirtschaftliche Erholung somit weit schneller verlaufen können, so Krogstrup.

Fünf Zentralbanken haben mittlerweile Negativzinsen eingeführt, um den ZLB zumindest aufzuweichen: die dänische, schwedische, europäische, schweizerische und zuletzt die japanische Notenbank. Die bisherigen Erfahrungen haben gezeigt, dass die Transmission zu den Marktzinsen und vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt gut funktioniert hat. Auch die Transmission zu den Wechselkursen hat sehr gut funktioniert, genau wie in »normalen« Zeiten.

Wie erreichen Negativzinsen die Realwirtschaft?

Anders verhält es sich mit den Bankzinssätzen. Es hat zwar eine Übertragung auf die Interbankenzinsen und auf die Zinsen für institutionelle Anleger und einen Teil der Firmenkunden gegeben – jedoch nicht auf die Zinsen für Privatkunden.

Die Kreditzinsen sind zwar im Euroraum, in Dänemark und Schweden gesunken, nicht aber in der Schweiz, einige langlaufende Hypothekenzinsen sind sogar gestiegen. Dass sich die negativen Zentralbankzinsen übertragen, heißt also noch nicht, dass sie schon die Realwirtschaft erreichen. Doch Krogstrup meinte: »Es gibt keinen Grund, warum sie dies nicht tun sollten. Dies ist ganz normale Geldpolitik. Eine Senkung der nominalen Zinsen führt zu einer Reduktion der realen Zinsen und zu einer Reduktion internationaler

Zinsdifferenziale. Und diese relativen Preise entscheiden über Investitions- oder Sparentscheidungen oder über Konsum, und nicht der Nominalzins als solcher.«

Kritiker argumentieren, dass Negativzinsen zu Verhaltensänderungen führen, dass etwa noch mehr gespart würde, um einmal gesteckte Sparziele zu erreichen. Die Geldillusion könne aber auch genau das Gegenteil bewirken, so Krogstrup, nämlich dass »wenn wir eine weitaus stärkere Zinssenkung erleben, der Konsum angeregt wird, aufgrund von Substitutionseffekten.« Nur die Empirie könne dies zeigen.

Wie viel Feuerkraft die Geldpolitik noch habe, hänge davon ab, wo genau die Zinsuntergrenze liege. Die Untergrenze ist definiert als der Punkt, an dem im großen Maße Bargeld gehortet wird (welches einen Ertrag

iteziele infrage. Und es gibt praktische Bedenken, ob die Infrastrukturen der (Finanz-) Märkte technisch »mit der Umkehrung der Zinsströme« zurecht kommen – Frau Krogstrup scheute sich nicht, deutlich zu werden! Im Großen und Ganzen funktionieren dies aber. Die Sorgen würden überbewertet.

Neben der Nullzinsgrenze ist für Krogstrup die größte Herausforderung, dass die Bevölkerung die Negativzinsen nicht versteht und toleriert. Hierbei spiele die sogenannte Geldillusion eine Rolle: Die Bevölkerung verstehe den Unterschied zwischen nominalen und realen Zinsen nicht – weshalb es die Notenbanken schwer hätten, wenn sie nominale Negativzinsen bräuchten, um die Geldpolitik zu lockern. Die Frage sei daher, wie sie ihre Maßnahmen kommunizieren könnten, wie der Unterschied zwischen nominalen und realen Zinsen und die Auswirkungen ihrer Maßnahmen

im Hinblick auf die Zinsen, die von den Kunden verlangt werden?« Immerhin habe es in den USA schon ewig unverzinsliche Girokonten gegeben, für die Gebühren verlangt wurden, also seien die Bürger an Negativzinsen de facto schon lange gewöhnt. Theoretisch sei auch nicht nachvollziehbar, warum sich die Kritik gegen Negativzinsen richte, wo diese doch am kurzen Ende die Zinsstruktur steiler machten, während großangelegte Anleihenkäufe (Quantitative Easing) sie am langfristigen Ende flacher machten. Eine flache Zinsstrukturkurve gilt als sehr schlecht für die Nettozinsspannen der Banken, eine steile dagegen als besser.

Carpenters spannendste Frage betraf jedoch die Position der USA: Sind die USA anders? Interessanterweise hat die Federal Reserve Bank noch keine Negativzinsen eingeführt. Sie hat noch nicht einmal ihren Leitzins bis auf null gesenkt, sondern blieb im positiven Bereich. »Da so viel Kritik an den Negativzinsen die Effekte auf die Ertragslage der Banken betrifft«, so Carpenter, »ist es – zumindest aus meiner Sicht – eine Ironie der Geschichte, dass in dieser Diskussion genau der Staat, der noch keine Negativzinsen eingeführt hat, die am wenigsten bankenzentrierte Wirtschaft hat.« Tatsächlich ist die US-Wirtschaft viel stärker kapitalmarktorientiert. Negativzinsen müssten daher immer im Zusammenhang mit den begleitenden Kreditlockerungsmaßnahmen gesehen werden, die ja anderswo durch Banken implementiert werden.

Bisherige praktische Erfahrungen

Die Diskussion wurde dann anhand der Erfahrungen dreier Notenbanken weitergeführt, die bereits Negativzinsen ausprobierten: die schweizerische, dänische und europäische.

Die Hauptbotschaft von Jean-Pierre Danthine, dem früheren Vizepräsidenten der SNB, lautete: »Negativzinsen sind unbeliebt.« Die Schweiz habe den Zero Lower Bound bereits erreicht. Um die Zinsen weiter senken zu können, bräuchte man Maßnahmen, die aus seiner Sicht heute »nicht auf demokratischem Weg durchsetzbar« wären.

Auch Danthine thematisierte die bisherige asymmetrische Transmission: Die Negativzinsen hätten sich auf die Finanzmärkte übertragen, aber in der Schweiz fast gar nicht auf die Zinsen der Banken. Privatkundeneinlagen wären nicht betroffen (die vorbildliche ABS-Bank erwähnte er leider nicht, B.B.), Kreditzinsen nur minimal. Eine symmetrische Weitergabe der Negativzinsen könne dagegen weitere Zinssenkungen ermöglichen.



Signe Krogstrup, Vizedirektorin der Abteilung für Geldpolitische Analysen bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB), hält es für wichtig, die Bevölkerung über Negativzinsen aufzuklären.

von null bringt). Eine Hortung sei bislang in den Negativzins-Staaten nicht in großem Stil beobachtbar, meinte Krogstrup. Studien hätten gezeigt, dass die Lagerkosten höchstens bei 50 Basispunkten lägen.

Bedenken gegen Negativzinsen überbewertet

Krogstrup kam auch auf die Bedenken gegenüber den Negativzinsen zu sprechen. Diese betreffen vor allem die sinkende Profitabilität der Banken durch sinkende Margen im Zinsgeschäft, bedingt v.a. durch die Starrheit der Guthabenzinsen. Es gibt auch die Sorge, dass Geldmarktfonds destabilisiert werden könnten. Im Hinblick auf Versicherungen und Pensionsfonds stehen deren Geschäftsmodelle und hohen nominalen Ren-

auf die realen Lebenseinkommen und Ersparnisse normaler Bürger besser vermittelt werden könnten.

Seth Carpenter, zuvor stellv. Finanzmarktstaatssekretär im US-Finanzministerium, unterstützte Krogstrups Sicht und meinte, es sei zu einfach zu sagen, Negativzinsen wären nicht effektiv, nur weil es noch keinen großen Nachfrageanstieg in den Ländern gäbe, die sie eingeführt hätten. Reiche das theoretische Verständnis überhaupt schon aus? Hätten die Negativzinsen den Banken tatsächlich geschadet? Oder könnten eine bessere Kommunikation der Zentralbanken und mehr Erfahrung bewirken, dass »sowohl Banken als auch Bürger neu darüber nachdenken, wie Banken funktionieren und was akzeptabel ist

»Wir sind also noch nicht von der Nullzinsgrenze befreit«, so Danthine, jedenfalls nicht die Zentralbanken, die eine monetäre Stimulierung bewirken wollen, wohl aber – in einem etwas eingeschränkteren Sinn – kleine offene Wirtschaftsräume wie die Schweiz, die als »sichere Häfen« gelten und wo Zinsdifferenziale ausgenutzt werden.

Es gibt diese beiden unterschiedlichen Motivationen für eine Negativzinspolitik. Dänemark und die Schweiz wollten ursprünglich mit den Negativzinsen ihren Mindestkurs zum Euro sichern. Nach Aufhebung des Mindestkurses versuchte die SNB dann, durch eine weitere Absenkung ihres Einlagenzinses die Zinsdifferenz zum Euro wiederherzustellen und die beginnende Aufwertung des Schweizer Frankens abzuschwächen.

Die Frage, warum es keine Negativzinsen auf Kundeneinlagen gebe, beantwortete Danthine damit, dass die Negativzinsen so unpopulär seien. Banken hätten daher Angst, ihre Kunden auf Dauer zu verlieren, insbesondere die guten, durch die sie in »normalen« Zeiten verdienten. Die SNB hilft ihnen nun, ihre Kundschaft weiter pflegen zu können, da sie sehr hohe Freibetragsgrenzen gewährt, die den Banken erlauben, die Negativzinsen nicht an die Passivseite der Bilanz weiterzugeben.

Und warum sind die Negativzinsen beim Publikum unbeliebt? Erstens würden sie nicht verstanden, meinte Danthine ebenso wie seine Vorredner. Er behauptete sogar, sie seien »nicht intuitiv erfassbar, unnatürlich, gegen die Natur« – eine Unterstellung, die für Anhänger der Natürlichen Wirtschaftsordnung einem Affront gleichkommt. Die Negativzinsen würden nach einer sowieso schon langen Zeit niedrigster Zinsen als schreckliche Sache empfunden, betonte Danthine. Insbesondere die Pensionsfonds-Lobby klage, und da quasi jeder eine Pension habe, fühle sich auch jeder irgendwie »betrogen«.

Ein weiteres Problem in der Schweiz sei auch, dass die Zentralbankgeld-Einlagen dort sehr ungleichmäßig verteilt sind. Vor Einführung der Negativzinsen hat die SNB massiv Euros aufgekauft und so die Liquidität im Bankensystem massiv erhöht. Die Bilanz der SNB liegt inzwischen bei fast hundert Prozent des BIP. Nicht die Großbanken und Kantonalbanken, sondern die restlichen Banken seien vorrangig die Vermögensverwalter und nunmehr trotz der Freibetragsgrenze stark betroffen. Daher würden diese Banken auch am stärksten protestieren, da sie sich ungerecht behandelt fühlten.

Bargeldhortung wird verharmlost

Wer also weiter gehen wolle als minus 75 Basispunkte, der müsse radikal sein und entweder das Bargeld ganz abschaffen oder einen Wechselkurs zwischen Bargeld und elek-

tronischem Geld einführen. Solange die Bevölkerung eine Stimme habe, sei eine Bargeldabschaffung nicht durchsetzbar, beteuerte der Notenbanker. Nur in Schweden nehme die Bargeldhaltung ab. In der Schweiz sei das Verhältnis von Bargeldumlauf zum BIP bis 1990 rückläufig gewesen, doch seither nicht mehr, und seit Ausbruch der Krise nehme das Bargeld in Relation zum BIP sogar wieder stark zu. Dies steht im Widerspruch zu der Aussage, dass die sinkenden Zinsen noch nicht zu massiver Hortung geführt hätten – auf diesem Auge sind Notenbanker immer schon blind. Danthine sprach auch nicht von Hortung, sondern von »vorsorgendem Sparen« in Bargeld – genau hierin liegt jedoch für Gesellianer der Fehler im System! Seit dem Zusammenbruch von Lehman 2008

Nominalzins =

der Zinssatz, der von der Bank angegeben wird.

Der Nominalzins gibt den Zinssatz ohne Zinseszins-effekt und ohne Abzug der Inflationsrate an.

Realzins =

Der Realzins ergibt sich rechnerisch aus dem Nominalzins abzüglich der Inflationsrate. Er gibt somit die Verzinsung unter Berücksichtigung des Geldwertverlusts an.

»boome« die Nachfrage, musste Danthine geben. Eine Bargeldabschaffung sei daher nicht zu vermitteln.

Aber auch der weniger radikale Weg des Wechselkurses zwischen Bar- und Buchgeld ließe sich seiner Einschätzung nach nicht durchsetzen, da dafür rechtliche Anpassungen nötig seien, die zu Diskussionen führen würden. Danthine schlug als gangbaren Weg die Konsolidierung der Schweizer Situation vor: Die Geschäftsbanken sollten weiterhin hohe Freigrenzen haben, so dass nur die Geldmarktzinsen betroffen wären, die privaten Einlagen jedoch verschont blieben. Bei einem Einlagenzins von null hätten die Kunden noch keinen Anlass, massiv Bargeld zu horten.

Damit können wir Freiwirte uns natürlich nicht zufrieden geben, denn so erlebt die reale Wirtschaft und mit ihr die Menschen nicht die segenreichen Auswirkungen einer umlaufgesicherten Währung. Immerhin kann sich auch Danthine eine zusätzliche Gebühr vorstellen, die übermäßige Bargeldabhebungen institutioneller Kunden bei der Notenbank verhindern soll. Dadurch könnten die Negativzinsen noch weiter sinken. Und in der späteren Diskussion machte er nochmals deutlich: »Es steht für die Schweiz sehr viel auf dem Spiel. Wir brauchen diese Negativzinsen unbedingt.« Bei einem weiteren Schock könne man die Bevölkerung und die Politik möglicherweise doch überzeugen, die Zinsen noch weiter zu senken. »Ich hoffe, es ist möglich, die Menschen umzustimmen.«

Problem:

Asymmetrie der Weitergabe

Jamie McAndrews, Research Director der New York Fed, hob auch die Asymmetrie der Weitergabe der Negativzinsen als auffallend hervor. Darin unterscheide sich die bisherige Negativzinspolitik noch von der im positiven Bereich. Die sehr hohen Freigrenzen von 20 Prozent der erforderlichen Reserven dürften für die Zielsetzung, die aggregierte Nachfrage durch Portfolio-Anpassungen zu erhöhen, nicht förderlich sein, folgerte McAndrews richtigerweise, »Diese Vorgehensweise läuft der Negativzinspolitik zumindest teilweise zuwider.« Somit sei es schwierig, die Auswirkungen auf die Bankprofitabilität korrekt einzuschätzen.

Da langfristige Hypotheken sogar einen Zinsaufschlag bekommen hätten, seien in der Schweiz die Nettozinsspannen der Banken sogar gewachsen. Man müsse sich daher fragen, wie effektiv die Schweizer Politik darin war, die finanziellen Bedingungen zu lockern, losgelöst vom Wechselkursziel. Wie Krogstrup und Carpenter zuvor, stellte auch McAndrews die richtigen, kritischen Fragen hinsichtlich der bisherigen Ausführung der Negativzinspolitik.

Bei den 10-jährigen Schweizer Bonds hätten die negativen Zentralbankzinsen die Zinsstrukturkurven gespreizt, die Bonderträge im Verhältnis zu den Sparzinsen zeigten jedoch eine verengte Ertragskurve. »Wenn eine Bank nichts anderes machen würde, als Spareinlagen hereinzunehmen und in 10-Jahres-Bonds anzulegen, würde sie Geld verlieren«, so McAndrews. Die Banken hätten daher nach Möglichkeiten gesucht, ihre Erträge zu sichern, und deshalb die Hypothekenzinsen, eventuell auch andere Kreditzinsen, erhöht. Andererseits träten andere Banken oder Versicherungsgesellschaften neu in Konkurrenz, die sich nicht über (Nullzins-) Einlagen, sondern zu Negativzinsen über den Markt refinanzierten, und könnten durch diesen Vorteil günstigere Hypothekenzinsen anbieten.

Insbesondere in den Negativzins-Staaten mit hohen Freigrenzen könne die Differenz zwischen Markt- und Einlagenzinsen ausgenutzt werden.

Ebenso hinterfragte Andrews die Wirkung der beabsichtigten Wechselkurspolitik, wenn ausländische Kunden von schweizerischen Vermögensverwaltern immer noch null Prozent Guthabenzinsen bekommen könnten. Hätten

Dänemarks positive Erfahrungen

Als nächster stellte Niels Hansen, Chefökonom der Dänischen Nationalbank (DNB), die Situation in Dänemark dar. Die Dänen führten 2012 als erste Negativzinsen ein. Wenn er die Erfahrungen in einem Satz zusammenfassen sollte, so Hansen, so sei es dieser: »Sie sind eine Fortführung niedriger, aber positiver Zinsen.« Dänemark hat seit 1982 ei-

auch die Kreditzinsen sanken nicht so stark wie die Geldmarktzinsen. Zwar seien die Negativzinsen an Großkunden, Finanzfirmen, Versicherungen und Pensionsfonds weitergereicht worden und »das ist tatsächlich etwas, das wir begrüßen, weil das Teil unseres Transmissionsmechanismus ist, der wichtig für die Transmission auf den Wechselkurs ist«, so Hansen. Doch gerade in der letzten Zeit

zeige sich deutlich, dass die Guthabenzinsen durch den Zero Lower Bound nach unten begrenzt sind, insbesondere was kleine Firmen und Privathaushalte betrifft, während die Kreditzinsen im letzten Jahr wohl parallel zu den Geldmarktzinsen gesunken sind. Da Immobilien in Dänemark mittels Pfandbriefen finanziert werden, werden die Hypothekenzinsen an den Finanzmärkten bestimmt und sind nicht durch den ZLB begrenzt. Kurzlaufende Hypotheken rentieren daher inzwischen genauso negativ wie kurzlaufende Staatsanleihen. Das bedeutet auch, dass Hypothekenzinsen negativ werden können.

Bei alledem sei die Zinsmarge der Banken de facto größer als vor der Krise.

2015 hatten die dänischen Banken das beste Ergebnis seit Ausbruch der Krise vorzuweisen, auch weil sich die Wirtschaft erholte und weniger faule Kredite abgeschrieben werden mussten.

Was technische Fragen anging, so mussten in Dänemark Lösungen gefunden werden, wie man mit Situationen umgehen kann, in denen Gläubiger an Kreditnehmer zahlen müssen. Vertragsanpassungen waren erforderlich. Bei den Steuerbehörden waren Konten einzurichten, auf die Steuern im Voraus bezahlt werden können. Die Steuergesetze wurden entsprechend angepasst. Auch IT-Probleme konnten gelöst werden.

Bargeldhortung habe es in Dänemark keine gegeben, zumal auf allen Ebenen eine Präferenz für unbare Transaktionen herrsche. Außerdem hat der größte Schein nur einen Wert von umgerechnet 135 Euro.

Alex Roever, Zinsstrategie bei J.P. Morgan Securities, reagierte aus Sicht der Finanzmärkte skeptisch auf diese positiven Erfahrungen in Dänemark. Geld sei vergleichbar mit Zahnpasta. Wenn mitten auf die Tube gedrückt wird, weicht der Inhalt zu den Seiten aus. Wenn also (liquide) Firmen durch Negativzinsen unter Druck geraten, könnten sie mit



Niels Lynggård Hansen, Chefökonom der Dänischen Nationalbank, zog ein sehr positives Fazit aus den bisherigen Erfahrungen mit Negativzinsen.

nicht alternativ die ausländischen Anleger direkt besteuert werden können, um den Wettbewerbsdruck zu vermeiden, der die Vermögensverwalter daran hindert, die negativen Zinsen weiterzugeben?

Fragwürdig seien auch die Vertragsanpassungen der Schweizer Banken, die bereits ein Jahr vor der Negativzinseinführung die variablen Hypothekenzinsen von der üblichen LIBOR-Bindung entkoppelt und sich untereinander vorsorglich auf minimal null Prozent Zinsen plus Aufschlag geeinigt hatten.

In der anschließenden Diskussion musste Danthine zugeben: »Die Wirtschaftsleistung ist zurückgegangen, da der Wechselkurs zu stark angestiegen ist. Weil wir bei den Zinsen nach unten durch den Lower Bound begrenzt sind, können wir keine ausreichende Zinsdifferenz wiederherstellen (...).«

Seth Carpenter meinte zu den politischen Implikationen, die Danthine schilderte: »Die Menschen sind sauer. Die Zinsen sind niedrig und sie bekommen nicht den Ertrag, den sie sich wünschen. Dann zu sagen: Ja, ja, aber der Ertrag, den Sie bekämen, wenn wir die Zinsen einen Prozentpunkt höher lassen würden, der wäre noch geringer ... das macht nicht wirklich Sinn.« – Warum eigentlich nicht?!

nen festen Wechselkurs, erst zur D-Mark, dann zum Euro (seit 1987: 7,5 Kronen = 1 Euro). Geldpolitik beschränkt sich auf dieses Wechselkursziel. Die dänische Wirtschaft muss mit anderen Mitteln, v.a. fiskalpolitisch, stabilisiert werden. Auch Druck auf die Dänische Krone äußert sich anders, nämlich in Deviseninterventionen sowie in Zinsdifferenzen zur EZB.

Dänemark erlebte Anfang 2015, als die Schweizerische Nationalbank ihren Mindestkurs zum Euro aufgab, einen Kapitalzustrom in ungekannter Höhe und war zu massiven Devisenaufkäufen sowie zu starken Zinssenkungen gezwungen. In vier Schritten wurde der Einlagenzins auf -0,75 % gesenkt. Außerdem wurde die Ausgabe dänischer Staatsanleihen ausgesetzt. Nach der letzten Zinssenkung und der Ankündigung unbegrenzter Devisenaufkäufe stoppte der Kapitalzufluss wieder und nun floss Kapital ab.

Die drei Phasen der Zinssenkungen der DNB seit 2008 wirkten sich so aus: Die Geldmarktzinsen sanken parallel signifikant ab. Die Guthaben- und Kreditzinsen der Banken sanken zwar ebenfalls, aber langsamer und sie wurden nicht voll weitergegeben. Schon seit 2009 liegen die Guthabenzinsen – was sehr unüblich ist – über den Leitzinsen. Und



Geld ist wie Zahnpasta. Wenn mitten auf die Tube gedrückt wird, weicht der Inhalt aus. D.h.: Wird Geld effektiv unter Druck gesetzt, wird es verlagert und findet neue Verwendungsmöglichkeiten ... auch ohne positive Rendite.

höheren Dividendenausschüttungen oder Aktienrückkäufen reagieren. Dänische Daten belegten dies. Bargeld würde so mehr in Richtung private Haushalte bewegt. In der Tubenmitte befände sich der Finanzsektor, Versicherungen und Pensionsfonds, die am meisten unter den Negativzinsen litten. Das sei auch so beabsichtigt. Sie hätten Schwierigkeiten, noch ausreichend Erträge zu erzielen. So würden zwar Privatleute heute noch nicht mit Negativzinsen konfrontiert, die Folgen bekämen sie jedoch zu spüren, wenn sie ins Rentenalter kämen. Roever verschwieg dabei, dass dagegen die umlagefinanzierte Rente stark von den Negativzinsen profitiert. Seitdem die Negativzinsen sich bei Notenbanken ausbreiteten, ist die Nachfrage nach festverzinslichen Anlagen immer stärker geworden. Bereits 28 Prozent der Staatsanleihen im J.P. Morgan Global Government Bond Index brächten negative Erträge, insgesamt Anleihen im Wert von rund 6 Billionen US-Dollar, wovon die dänischen Anleihen nur ein Prozent ausmachten. In Japan sei quasi die gesamte Renditenkurve (über alle Laufzeiten) negativ und Japan mache 3,2 Billionen der 6 Billionen aus. Investoren hätten es immer schwerer, die Renditen zu finden, die sie sich vorstellten. Nahezu die Hälfte der noch positiv verzinsten Anlagemöglichkeiten weltweit, die sich nicht in den Händen von Zentralbanken befänden, seien nur mehr US-Staatsanleihen (48 %).

Negativzinsen sind natürliche Fortsetzung

Massimo Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik bei der EZB, unterstrich gleich zu Anfang, dass die Negativzinspolitik, die seine Kollegen und er verfolgten, ein Teil eines größeren Kreditlockerungspaketes sei. Die Politik sei auf dem Hintergrund des seit längerer Zeit verfehlten Inflationsziels von unter aber nahe 2 Prozent zu sehen. Zunächst machte man sich noch keine großen Sorgen, da die Disinflation durch fallende Öl- und Benzinprei-

se importiert wurde. Aber ab einem bestimmten Punkt wurde die zu niedrige Kerninflation deutlich, die sich in dauerhaft niedrigen Inflationserwartungen niederschlagen könnte, zumal die Wirtschaft sich von dem Kriseneinbruch noch nicht vollständig erholt hatte. In einer solchen Situation sei »Negativzinspolitik geradezu die natürliche Fortsetzung von dem, was man auch unter anderen Umständen tun würde, wenn die Wirtschaft stärker stimuliert werden muss«, zitierte Rostagno, »man senkt einfach die Zinsen.« Nur vier kleine Zinssenkungen seit Juni 2014 haben bewirkt, dass das Zentralbankgeld zwischen den Banken stabil im negativen Bereich gehandelt wird (EONIA). Rostagno und seine Kollegen sind zu dem Schluss gekommen: »Die Negativzinspolitik ist nicht ein verhängnisvolles Missgeschick«, wie die Presse in zahllosen Kommentaren kritisierte, »sondern sie gibt der Geldpolitik in sehr schwierigen Situationen ihre Schlagkraft zurück.« Eine solche Situation besteht, wenn die kurzfristigen Zinsen bei null liegen und die Investoren lieber flüssig bleiben, statt langfristig zu investieren, weil sie fürchten, nicht mehr ausreichend für Investitionen und deren Risiken kompensiert zu werden.

Torsten Slok von der Deutschen Bank brachte als Vertreter der Finanzmärkte wieder kritische Töne ein. Es höre sich alles so an, als könne man sagen: »Mission erfüllt« – doch er spreche jährlich mit Hunderten von Kunden und habe noch keinen einzigen Portfolio-Manager getroffen, der die Negativzinsen für eine gute Idee halte. Für die meisten sei es schlichtweg ärgerlich und problematisch. Er gehe davon aus, dass es Vertrauensverluste gebe. »Warum sind die Konsumenten so vorsichtig?«, fragte er. »Warum braucht es einen deutlichen Anstieg der Vermögenswerte, vor allem bei den Aktien- und Immobilienpreisen, bevor wir den positiven Effekt auf die Realwirtschaft sehen?« Slok fragte: »Warum senken wir nicht einfach morgen die

Zinsen auf -5 % und die Wirtschaft erholt sich dann ganz schnell und alles ist gut?«. Er kritisierte vor allem den Rückgang fiskal- und strukturpolitischer Bemühungen. Er bezweifelte den Nutzen der Negativzinsen auch deswegen, weil 80 Prozent der Banken im Euroraum angegeben hätten, dass ihre Kreditvergabe dadurch nicht beeinflusst wurde (genauso wenig im Übrigen durch das Quantitative Easing). Die Kreditlockerungsmaßnahmen greifen also noch nicht ausreichend. Hier kann aus Sicht der INWO die Bargeldgebühr weiterhelfen, weil sie die Risiken der Banken verringert.

Inflationspotenzial ernst nehmen

Für die EZB möge der Anblick von Ertragskurven, die mehr und mehr im roten Bereich lägen, als »Lockerung« ein erfreulicher Anblick sein, für Investoren sei dies jedoch ein Grund abzuwandern: Inzwischen sei schon rund 600 Mrd. Euro an Kapital aus Europa abgeflossen und vornehmlich in US-Staatsanleihen, aber auch in US-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade investiert worden, egal wie die Aussichten für die amerikanische Wirtschaft aussähen. Und was, wenn erst in den USA und in 1-2 Jahren auch in Europa die ersten Anzeichen von Inflation aufträten? Dann würden die Zinsen wieder erhöht und die Finanzstabilität geriete in extreme Gefahr. David Wessel übersetzte Sloks düstere Perspektive mit: »die EZB, die mit der amerikanischen und der europäischen Wirtschaft Russisches Roulette spielt« – machte aber gleichzeitig klar: »Es geht nicht darum, Portfolio-Manager glücklich zu machen. Der Sinn der Geld- und Finanzpolitik sollte es sein, die Output-Lücke weiter zu schließen und Investitionen zu ermutigen.«

Jemand aus dem Publikum stellte die berechtigte Frage, ob nicht Bankenregulierung und Negativzinspolitik sich teilweise widersprächen. Einerseits gebe es höhere Kapital- und Liquiditätsanforderungen durch die Regulierung, andererseits immer weniger – und weniger ertragreiche – Anlagemöglichkeiten.

Perspektiven der Negativzinspolitik

Für Miles Kimball stand fest: »Die Tatsache, dass wir die Basel-Vorschriften noch weiter werden verschärfen müssen, bedeutet, dass wir besser noch weitere Methoden in petto haben sollten, um die Gesamtnachfrage zu stimulieren.« Am Nachmittag konnte der Ökonom der Universität Michigan seine Perspektive auf die Möglichkeiten der Negativzinspolitik zum Besten geben. Kimball ist einer der Vordenker auf dem Gebiet. Er vermisste eine Diskussion über die Breite der Palette an Transmissionsmechanismen der Geldpolitik. De facto sei jede Gläubiger-Schuldner-Beziehung ein solcher Übertragungsmechanismus. So bedeuteten die sinkenden Renditen

der Staatsanleihen auf der anderen Seite, dass die Haushaltsdefizite zurückgingen und die Staaten mehr investieren könnten. Kimball ist überzeugt, dass die negativen Zinsen viele positive Auswirkungen haben, weshalb er auch nach Möglichkeiten sucht, mit den Zinsen noch weiter heruntergehen zu können. Dafür müsse aber eine Lösung für das Bargeldproblem gefunden werden, da Bargeld ja bisher die Zinsuntergrenze bestimmt.

In der Vergangenheit hätten die Zentralbanken die Zinsen um ca. 600 Basispunkte gesenkt, um Rezessionen zu bekämpfen. Also solle man auf das nächste Mal gut vorbereitet sein. Selbst wenn es der Fed gelänge, die Zinsen bis zur nächsten Rezession auf 1,5 % anzuheben, die Zinsen müssten dann immer noch auf -4,5 % gesenkt werden. Die Nullzinsgrenze stelle daher tatsächlich ein großes Problem dar, insbesondere in den meisten OECD-Staaten, aber auch darüber hinaus. Es bräuchte weltweit neue Instrumente, um stärkere Zinssenkungen zu ermögli-

chen und dabei spielten jeweils politische und rechtliche Fragen eine Rolle. Von den Experimenten in anderen Währungsräumen könne man lernen. Der »saubere Ansatz« ist für Kimball dabei ein elektronisches Geldsystem, das durch einen Wechselkursmechanismus einen negativen Bargeldzins ermöglicht (dargestellt in »Negativzinspolitik als konventionelle Geldpolitik« in ZfSÖ, Mai 2016). Die Bargeldausgabestellen der Notenbanken sind dafür zentrale Punkte, weil dort der Wechselkurs zwischen Bargeld und Zentralbankreserven bestimmt wird.

Wenn bei negativen Zinsen auf allen elektronischen Konten alle Kapitalanlagen einen Wertverlust hinnehmen müssten, böte nur das Bargeld eine sichere Zuflucht, weil hier ein Zins von null garantiert ist und die Regierung den jederzeitigen Umtausch zum Nennwert sicherstellt. Da die moderne Finanzwelt primär auf elektronischem Geld basiert, müssten bestimmte Bedingungen erfüllt sein, damit sie von einer Arbitrage profitieren könnte: Sie müsste Bargeld kostenfrei und zum Parikurs abheben können, große Mengen davon legal und sicher lagern können, es später auch wieder kostenfrei zu pari wieder einzahlen können, und das Ganze in Mengen, die den Gleichgewichtszins verändern.

Um dies zu verhindern, sind nach Kimball verschiedene kurzfristigere Ansätze denkbar (»dirty approach«):

1. Verbot der »Elektronisierung« von Bargeld, v.a. durch Geldmarktfonds
2. Spezielle Einlagenzins-Mechanismen der Zentralbanken, die einen Nullzins für Privatkunden-Einlagen subventionieren (Freigrenzen, wie sie zum Beispiel die SNB und die BoJ einsetzen)

Schwierigkeiten habe, das Inflationsziel überhaupt zu erreichen. Auch Narayana Kocherlakota, früherer Präsident der Minneapolis Fed, hielt die von Kimball präsentierten kurzfristigeren Möglichkeiten (»dirty approach«) für keine gute Idee. Dagegen unterstützte er ihn bei seinem sauberen Ansatz (»clean approach«) des Wechselkurses zwischen Bargeld und elektronischem Geld: »Ich finde, dieser saubere Ansatz ist eine sehr gute Ausgangsbasis für eine Diskussion.«

Ausgeben statt Sparen

Kocherlakota war es auch, der in der abschließenden Podiumsdiskussion die Zielsetzung der Negativzinsen wunderbar auf den Punkt brachte. Als ein Teilnehmer einwarf, dass das System möglicherweise an einem Punkt angekommen sei, an dem sinkende Zinsen nicht mehr wie bisher neue Investitionen anregen würden, sagte Kocherlakota: »Es geht nicht nur darum, die Kreditaufnahme anzuregen, es geht darum, den aktuellen Konsum anzuregen, im Gegensatz zum Sparen. Ich bekomme oft E-Mails von Leuten, die mir schreiben: »Sie zwingen mich zum Geldausgeben, weil die Renditen so niedrig sind« – Ja, genau! Das ist die Taktik. Darum dreht sich die Geldpolitik. Sie wirkt, wenn Sie lieber ausgeben, anstatt zu sparen.«

Investment sei nicht gleich Investment. »Der springende Punkt der aktuellen Geldpolitik ist es doch, den Kauf von Wertpapieren als richtig, richtig schlecht erscheinen zu lassen – das lässt dagegen Unternehmen attraktiv erscheinen, ohne dabei jedoch deren Erträge in irgendeiner Weise geldpolitisch zu beeinflussen. (...) Die Tatsache, dass es momentan nicht mehr Investitionen gibt, rührt daher, dass

Miles Kimball seine negativen Ertragsraten noch nicht erfolgreich im gesamten Finanzsystem verbreiten konnte.«

Sogar Ben Bernanke, der als Fed-Chef auf großangelegte Anleihenkäufe (QE) statt auf Negativzinsen gesetzt hatte, räumte ein: »Es gibt tatsächlich Grund genug anzunehmen, dass, wenn die Zinsen ausreichend negativ sind, fast alles einen Ertrag bringt.« – Danke für diese Zustimmung, jetzt geht es um die Umsetzung!

Beate Bockting

Die Dokumentation der Konferenz ist hier zu finden: www.brookings.edu/events/negative-interest-rates-lessons-learned-so-far/



Narayana Kocherlakota erklärte den eigentlichen Sinn der Negativzinspolitik.
V.l.n.r.: David Wessel, Ben S. Bernanke, Narayana Kocherlakota, Beth Hammack und Jamie McAndrews

chen und dabei spielten jeweils politische und rechtliche Fragen eine Rolle. Von den Experimenten in anderen Währungsräumen könne man lernen. Der »saubere Ansatz« ist für Kimball dabei ein elektronisches Geldsystem, das durch einen Wechselkursmechanismus einen negativen Bargeldzins ermöglicht (dargestellt in »Negativzinspolitik als konventionelle Geldpolitik« in ZfSÖ, Mai 2016). Die Bargeldausgabestellen der Notenbanken sind dafür zentrale Punkte, weil dort der Wechselkurs zwischen Bargeld und Zentralbankreserven bestimmt wird.

Wenn bei negativen Zinsen auf allen elektronischen Konten alle Kapitalanlagen einen Wertverlust hinnehmen müssten, böte nur

3. Kostenbelastung von Geschäftsbanken, die große Mengen Bargeld bei der Notenbank abheben wollen
4. Abschaffung der großen Geldscheine
5. Verbot der kommerziellen Bargeldeinlagerung
6. Beschränkung von Bargeldabflüssen ins Ausland

Donald Kohn, früherer Vizepräsident der Fed, hielt dies alles für etwas, das »theoretisch funktionieren könnte, aber nie in die Praxis umgesetzt werden wird«, weil zu komplex und schwierig. Allerdings erteilte er auch dem Gegenvorschlag der Erhöhung des Inflationsziels eine Absage, da man ja schon jetzt