

---

# Wie man negative Zinsen bekämpft

Die Politik des billigen Geldes muss aufhören – richtig? Nun, es ist kompliziert. Teil 2: Was gegen Minuszinsen wirklich helfen würde.

Von [Simon Schmid](#), 05.09.2019

«Dieses Meeting könnte eines der besten aller Zeiten werden»: So lautete eine Schlagzeile zum Treffen der Zentralbankgouverneure in Jackson Hole im August. «Zentralbanker überdenken alles» war eine weitere.

Der mediale Aufruhr um das jährliche Symposium nahe dem Grand-Teton-Nationalpark in Wyoming ist verständlich – denn Mario Draghi und Co. haben den Anlass des Öfteren für spektakuläre Ankündigungen genutzt. Wenn die «Herren des Geldes» sprechen, hängt die Finanzwelt an ihren Lippen.

So wichtig es ist, was die Zentralbanker zu sagen haben, so nötig ist es aber auch, den Fokus weg von der Aktualität zu lenken – auf die fundamentale Frage, an der sich Ökonomen die Zähne ausbeissen: ob die Wirtschaft je wieder aus der negativen Zinswelt findet, in die sie hineingeschlittert ist.

Viele Kommentatoren sind der Ansicht: Die Zentralbanken sind schuld. Teil 1 dieses Doppeltext hat jedoch aufgezeigt, dass tief greifende demografische und wirtschaftliche Veränderungen für diese Entwicklung verantwortlich sind – und nicht die Zentralbanken. Teil 2 wird argumentieren, dass Auswege folglich nicht von der Geldpolitik, sondern von anderswo kommen müssen.

Doch bevor wir zu diesen Auswegen kommen, nochmals die Schuldfrage im Schnelldurchlauf: Sind Zentralbanken wirklich nicht das Problem?

## Rückblende

Die Geldpolitik der letzten Jahrzehnte lässt sich – für die Schweiz, aber auch global – etwas vereinfacht auf einem Chart mit zwei Linien zusammenfassen:

- Eine Linie zeigt das allgemeine Zinsniveau (dunkel); es sank stetig. So lag etwa die Rendite von zehnjährigen eidgenössischen Anleihen um die Jahrtausendwende noch bei 4 Prozent, momentan liegt sie bei –1 Prozent.
- Die andere zeigt den Leitzins (hell); er sank schubweise. Dieser Zins, den die Schweizerische Nationalbank (SNB) steuert und zu dem sich Banken Geld leihen, lag einst bei 3 Prozent. Nach der Finanzkrise ging die SNB auf 0 Prozent, in der Eurokrise führte sie schliesslich Negativzinsen von –0,75 Prozent ein.

Man sieht, die beiden Linien stehen offensichtlich in einem Zusammenhang.

Dieser Zusammenhang zwischen Leitzins und allgemeinem Zinsniveau verläuft – da sind sich Ökonomen weitgehend einig – wechselseitig:

- Kurzfristig beeinflusst die Geldpolitik das Zinsniveau. Dies vor allem über Erwartungen: Wenn die Finanzmarktteilnehmer etwa sinkende Leitzinsen erwarten, dann zieht dies auch die langfristigen Anleiherenditen nach unten. Negative Zinsen auf Schweizer Staatsanleihen kann es insofern nur geben, wenn auch der geldpolitische Leitzins negativ ist, das heisst: wenn Banken auf Barguthaben bei der SNB einen Zins bezahlen müssen.
- Langfristig beeinflusst das Zinsniveau die Geldpolitik. Sinkt aufgrund von demografischen oder wirtschaftlichen Trends der Gleichgewichtszins, so passen die Zentralbanken ihre Leitzinsen entsprechend an. Die Bedeutung der Leitzinsen verändert sich gewissermassen mit dem Zinsniveau: Um die Jahrtausendwende wäre ein Leitzins von 0 Prozent noch sehr expansiv gewesen. Heute ist ein solcher Leitzins neutral oder sogar restriktiv – wenn die Befunde stimmen, wonach der natürliche Gleichgewichtszins in den Industrieländern inzwischen unter null gefallen ist (siehe dazu Teil 1).

Zu einem bestimmten Zeitpunkt X kann man sich insofern nie ganz sicher sein: Ob die Leitzinsen das allgemeine Zinsniveau stärker beeinflusst haben oder umgekehrt, wird man auf kurze Sicht nie eindeutig sagen können.

Auf lange Sicht bestreiten jedoch nur die wenigsten Ökonomen: Da gibt das allgemeine Zinsniveau den Ausschlag. Und der Leitzins richtet sich danach.

## Geldpolitik

Die Zentralbanken sind also trotz der Negativzinsen höchstwahrscheinlich nicht das Problem. Doch können sie nicht gleichwohl die Lösung sein?

Vor allem in Deutschland wird diese Ansicht vertreten. Die Negativzinsen der Europäischen Zentralbank stehen dort unter Beschuss: Sie würden Sparer unnötig belasten und seien wirtschaftlich kontraproduktiv. Manche deutschen Politiker wollen Negativzinsen sogar gesetzlich verbieten.

Andere Ökonomen warnen vor einem solchen Schritt und sagen, höhere Leitzinsen würden die Wirtschaft definitiv abwürgen. Um das Wachstum aufrechtzuerhalten, fordern sie von den Zentralbanken das Gegenteil: noch energischere geldpolitische Massnahmen, um die Konjunktur anzukurbeln.

Massnahmen wie die Ansage eines höheren Inflationsziels: Statt 1 Prozent könnte die SNB im Schnitt zum Beispiel eine Teuerungsrate von 2 Prozent anstreben. Das hätte den Vorteil, dass bei gleichbleibenden Bedingungen auch das gesamte Zinsgefüge nach oben verschoben würde. Der Leitzins läge nicht bei  $-0,75$  Prozent, sondern bei  $0,25$  Prozent, und zehnjährige eidgenössische Anleihen würden nicht  $-1$  Prozent, sondern  $0$  Prozent Rendite abwerfen. Wie man genau an diesen Punkt kommt, ist offen. Denkbar wäre es aber allemal.

Der Streit ist brisant und interessant – aber auch ein Stück weit irrelevant.

Warum, das hat der Ökonom und frühere US-Präsidentenberater Larry Summers kürzlich beschrieben. Die Zentralbanken seien an einem Punkt angelangt, wo es weder vorwärts- noch zurückgehe. Es sei fraglich, ob ihre Politik bei Zinsniveaus unter null überhaupt noch etwas bewirken könne.

Weitere Debatten über die Geldpolitik sind frei nach Summers im Moment also etwa so sinnvoll wie Diskussionen über Antifaltencremes. Machen sie die Haut straffer, ist zu viel Creme gefährlich? Die Meinungen dazu gehen auseinander. Klar ist: Alt wird man früher oder später sowieso. Es sei denn, man findet einen Weg, wie sich der körperliche beziehungsweise volkswirtschaftliche Alterungsprozess selbst aufhalten oder umkehren lässt.

## Alternativen

Gibt es einen solchen Weg? Analog zu den Ursachen negativer Zinsen lässt sich eine Handvoll Möglichkeiten herauschälen.

### 1. Mehr Kinder

Seit den 1970er-Jahren kriegen Paare in Industrieländern weniger Kinder. Der Fertilitätsrückgang ist eine wesentliche Ursache des tiefen Zinsniveaus: Statt in eigene Kinder investieren Menschen lieber auf dem Kapitalmarkt. Dort trifft ein Überhang an Spargeldern auf eine langsamer wachsende Wirtschaft.

Würden die Menschen in Industrieländern wieder mehr Babys in die Welt setzen, so würden mit der Zeit auch die Zinsen wieder steigen. Wie genau die Politik dies konkret bewerkstelligen würde, ist a priori nicht ganz klar – die Familienplanung ist auch abhängig von der Kultur eines Landes. Nahe liegt aber, dass die Sozialpolitik bei diesem Anliegen im Vordergrund stünde.

Länder wie Schweden oder Frankreich haben es über längere Zeit geschafft, dass die Geburtenziffer im Bereich von 1,8 bis 2 Kindern pro Frau bleibt und damit nur knapp unter der Schwelle für eine konstante Bevölkerung. Der Grund dafür wird einem Mix aus progressiven Einstellungen hinsichtlich der Rolle von Frauen und grosszügigen Familienleistungen zugeschrieben.

In der Schweiz lag die Geburtenziffer im Schnitt der letzten 15 Jahre dagegen nur bei 1,5 Kindern pro Frau. In Deutschland lag sie lange Zeit sogar nur bei 1,3 Kindern pro Frau, stieg jedoch im Zuge des Wirtschaftsbooms und nach der Einführung langer Vaterschafts- und Mutterschaftsurlaube auf 1,6 Kinder.

Die Unterschiede sind ein Indiz dafür, dass die Politik die Fertilität durchaus beeinflussen kann – sofern sie die nötigen finanziellen Mittel dafür freigibt.

## **2. Mehr Immigration**

Ungefähr eine Milliarde Menschen leben in Ländern mit hohem Einkommen. Über sechs Milliarden Menschen leben in den restlichen Ländern. Wer als Sparer eine hohe Rendite will – in eigener Währung, möglichst risikolos –, sollte eine erhöhte Zuwanderung aus diesen Ländern ins Auge fassen.

Denn höhere Zuwanderungsraten bewirken auf zwei Wegen höhere Zinsen:

- über das Bevölkerungswachstum;
- über die höheren Fertilitätsraten.

Als Richtschnur für den ersten Punkt bieten sich die Bevölkerungsszenarien der Uno an. Im «mittleren Szenario» rechnet sie über alle reichen Länder

hinweg mit einer durchschnittlichen Zuwanderungsquote von 0,9 Prozent. Trotzdem dürfte die Arbeitsbevölkerung in diesen Ländern zurückgehen.

Um die Arbeitsbevölkerung in den nächsten 30 Jahren konstant zu halten, wäre (bei sonst unveränderten Bedingungen) eine Zuwanderung von 1,6-Prozent pro Jahr nötig. Auf die Schweiz umgemünzt entspricht dies einem Unterschied von 50'000 Personen. Diese Zahl führt die Grössenordnung vor Augen, um die es bei der Tiefzinsproblematik und möglichen Lösungen geht.

Zuwanderer würden darüber hinaus das Bevölkerungswachstum erhöhen. Die Fertilitätsrate von Ausländerinnen liegt im hiesigen Schnitt bei 1,9 Kindern pro Frau. Schweizerinnen bekommen typischerweise nur 1,4 Kinder.

### **3. Länger arbeiten**

Ein weiterer Ausweg aus dem Tiefzinsumfeld ist ein höheres Rentenalter. Wer nach der Pensionierung weniger lang vom Ersparten leben muss, braucht weniger Vermögen – und muss folglich bereits während seines Erwerbslebens weniger Geld beiseitelegen. Dadurch verringert sich der Anlagedruck auf dem Kapitalmarkt, was Raum für höhere Zinsen gibt.

Ein höheres Rentenalter bedeutet auch, dass es mehr Erwerbstätige gibt. Das wirkt der Schrumpfung der Arbeitsbevölkerung entgegen und erhöht obendrein den Wert von Sparkapital – und damit auch dessen Renditen.

So weit die Theorie. In der Praxis müsste das Rentenalter über alle reichen Länder hinweg zum Beispiel von 65 auf 68 Jahre steigen, um den absehbaren Rückgang der Erwerbsbevölkerung zu kompensieren. «Drei Jahre länger arbeiten» ist in diesem Sinn die Alternative zu «50'000 Zuwanderern».

Die ernüchternde Nachricht ist allerdings, dass diese drei Jahre nur zu einem unmerklichen Zinsanstieg führen würden. Denn in Zukunft wird auch die Lebenserwartung weiter steigen – sie ist ein Haupttreiber, der in der jüngeren Vergangenheit für Abwärtsdruck auf die Zinsen gesorgt hat. Um das generelle Zinsniveau wieder um einen Prozentpunkt anzuheben, bräuchte es demnach nicht nur drei, sondern ganze zehn zusätzliche Arbeitsjahre: Zu diesem Schluss kam eine Studie, die brasilianische Ökonomen erstellt haben.

Die Zahlen zeigen abermals, wie stark die Demografie als strukturelle Kraft auf die Wirtschaft eingewirkt hat – und dies in Zukunft weiter tun wird.

#### **4. AHV statt BVG**

Die Rentenpolitik definiert sich jedoch nicht nur übers Pensionierungsalter, sondern auch über die Rentenhöhe und über das Rentensystem. Je nach Gestaltung haben diese Faktoren unterschiedliche Wirkungen auf das Zinsniveau.

In der Schweiz hat die Altersvorsorge drei Säulen. Die 1. Säule ist die AHV. Sie beruht auf dem Umlageverfahren – aktive Erwerbstätige zahlen ein, das Geld wandert direkt zu den Rentnern, der Kapitalmarkt ist nicht involviert (ausser über den AHV-Fonds, der die Rentenzahlungen über ein Jahr sichern soll).

In der 2. und der 3. Säule ist dies anders. Hier wird Geld entweder kollektiv über die berufliche Vorsorge oder individuell über Banken und Fonds angelegt. Das gesamte Vermögen wird dabei in den Kapitalmarkt gesteckt. Dort entsteht ein Anlagedruck, der die Zinsen nach unten treibt – je nach Vorschriften sind davon besonders die sicheren Staatsobligationen betroffen.

Ein Umbau der Altersvorsorge – mit einem viel höheren Gewicht für die 1. Säule und einem geringeren Stellenwert der 2. und der 3. Säule – würde demnach den Anlagedruck mindern. Konkret heisst das: Höhere AHV-Renten und tiefere 2.-Säule-Beiträge würden zu höheren Zinsen führen. Wie viel höher, ist schwer abzuschätzen. Es gibt bloss eine Studie, die das Thema streift.

Sicher ist, dass ein solcher Umbau nicht nur in der Schweiz erfolgen müsste, sondern in vielen Industrieländern. Der Kapitalmarkt ist ein globaler Markt.

## **5. Staatliche Investitionen**

Neben all diesen indirekten Wegen können Staaten die Zinsen jedoch auch unmittelbarer beeinflussen – indem sie selbst am Kapitalmarkt eingreifen und dort um Kredit nachfragen. Verschuldet sich ein Staat, um Ausgaben zu tätigen, dann treibt dies die Zinsen nach oben, und zwar ungeachtet dessen, ob es sich um die Schweiz, um Deutschland oder um Griechenland handelt.

Was dies in der Vergangenheit bedeutete, haben Larry Summers und Łukasz Rachel in einer Studie berechnet. Die beiden Ökonomen kommen darin zu einem überraschenden Ergebnis: Hätten die G-7-Länder über die letzten rund 40 Jahre keine Schulden gemacht, so wäre das natürliche Zinsniveau in diesen Ländern um satte 7 Prozentpunkte gefallen – weit unter null.

Dass die tatsächlichen Zinsen nicht in diesem Ausmass, sondern nur um gut 3 Prozentpunkte gefallen sind, liegt laut Summers und Rachel teils an der zunehmenden Staatsverschuldung. Diese stieg im G-7-Schnitt seit 1980 von rund 20 auf 70 Prozent des BIP. Der Staat, so die Autoren, sei als Schuldner in die Bresche gesprungen, weil sich Private mit Investitionen zurückhielten.

Andere Forscher kommen zu ähnlichen Ergebnissen. Und folgern: Ein Weg, wie die Politik offensichtlich auch in Zukunft das Zinsniveau nach oben treiben könnte, wäre derjenige über die Aufnahme weiterer Kredite. Vieler Kredite.

Wozu die Staaten das Geld brauchen würden, wäre dabei nur in zweiter Linie entscheidend. Das Geld könnte in die Infrastruktur gesteckt werden oder einfach in Sozialausgaben – der Effekt auf das Zinsniveau wäre ähnlich.

## **6. Produktivität steigern**

Last, but not least: Strukturreformen.

In praktisch allen Industrieländern ist seit geraumer Zeit derselbe Trend zu beobachten: Die Produktivität wächst weniger rasch als früher. Vermochten Arbeitskräfte ihre Leistung einst von Jahr zu Jahr um 2 bis 3 Prozent zu steigern, sind es heute weniger als 1 Prozent. Unter all den Faktoren, die zum Zinsrückgang beigetragen haben, ist dies einer der wichtigsten.

Dementsprechend gelten produktivitätsfördernde Strukturreformen als eigentliche Wundermittel, die sowohl fürs Wirtschaftswachstum als auch fürs Zinsniveau förderlich wären – schliesslich hängt beides zusammen.

Das Problem in der Praxis ist, dass es nicht den einen, korrekten Weg gibt, um Strukturreformen umzusetzen, sondern Hunderte. Betroffen sind so unterschiedliche Bereiche wie Bildung, Verkehr, Arbeitsmarkt, Verwaltung. All diese Bereiche effizienter zu machen, wäre natürlich wünschenswert.

Allerdings probieren viele Länder genau dies schon seit Jahren – teils mit mehr, teils mit weniger Erfolg. Trotzdem blieb die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung auch in reformfreudigen Ländern oft schwach.

## Was schliessen wir daraus?

Mehr Kinder, mehr Ausländer, mehr Schulden, mehr Lebensarbeitszeit: Viele der potenziellen Massnahmen, die zu einem höheren Zinsniveau beitragen könnten, sind nicht populär – schon gar nicht bei den konservativen, eher älteren Bevölkerungsschichten, die üblicherweise höhere Zinsen fordern.

Das Dilemma verdeutlicht, dass in der Welt der Makroökonomie nichts gratis ist. Man kann aus der Volkswirtschaft nicht höhere Zinsen pressen, ohne gleichzeitig in diese Volkswirtschaft zu investieren – sei es in Form von Kindern, in Form von Zuwanderern oder in Form von zukunftsgerichteten Projekten. Das Abwägen zwischen mehreren wirtschaftlichen Unannehmlichkeiten gehört zu den definierenden Merkmalen von schnell alternden Gesellschaften.

Die Schweiz wird sich wie alle anderen Industrieländer entscheiden müssen, wie sie mit dem Dilemma umgehen will. Länger arbeiten, mehr Zuwanderung zulassen – oder die tiefen Zinsen einfach hinnehmen? Klar ist: Allein für sich navigiert kein Land durch das makroökonomische Umfeld. Auf den globalen Finanzmärkten wird das Zinsniveau letztlich global bestimmt. Wie die USA, Deutschland, Italien oder China mit der demografischen Alterung umgehen, betrifft die Schweiz indirekt mit. Sparen und Investieren, das betrifft uns alle.

Ob sich die ganze Mühe lohnt, dafür gibt es keine objektive Antwort. Hohe Zinsen sind kein Menschenrecht, sondern ein Marktergebnis. Man kann auch in einer Welt von Negativzinsen und negativen Renditen gut leben.

Was nicht geht, ist, den Zentralbanken die Schuld in die Schuhe zu schieben. Oder darauf zu hoffen, dass diese das Zinsniveau im Alleingang wieder in höhere Sphären lenken. Denn das wird mit Sicherheit nicht passieren.

Jackson Hole ist ein guter Ort, um sich zurückzulehnen und nachzudenken. Die Luft ist frisch, die Sicht ist klar, der Trubel weit weg. Auch Newsreporter animiert dies zu klaren Gedanken, selbst wenn sie gar nicht vor Ort sind.

«Zentralbanken können die Weltwirtschaft nicht retten», tippte einer von ihnen kürzlich in seinen Computer. Die Headline trifft genau ins Schwarze.

---

### Teil 1: Die Ausgangslage

Wie kann es überhaupt Kredite mit Minuszinsen geben? Das erfahren Sie im ersten Teil. Er erklärt ein kompliziertes Phänomen so, dass es auch Laien verstehen. Und zeigt, wieso nicht die Zentralbanken schuld sind an den negativen Zinsen, sondern demografische und wirtschaftliche Veränderungen.