

Abkehr von den Negativzinsen

Die Schweiz müsste weniger tugendhaft sein

Gastkommentar

von PHILIPPE BACCHETTA

Bis vor kurzem war die Schweiz stolz auf ihre tiefen Zinsen. Sie waren Zeichen politischer Stabilität sowie einer soliden Geld- und Fiskalpolitik. In der Debatte um den Beitritt zur Euro-Zone im Jahr 2000 waren sie überdies ein gewichtiges Argument der Gegnerschaft, die auf die tieferen Realzinsen in der Schweiz verwiesen – die damalige Differenz des inflationsbereinigten langfristigen Zinssatzes belief sich auf etwa 1,5 bis 2 Prozentpunkte.

Der Stolz auf die niedrigen Zinssätze ist angesichts der heutigen Negativzinsen einer grossen Ernüchterung gewichen. Inzwischen mehren sich die Stimmen, die eine Abkehr von der helvetischen Negativzinspolitik fordern. Damit steigt auch der Druck auf die SNB, die sich zunehmend mit Begehrlichkeiten von verschiedenen Seiten konfrontiert sieht.

Was genau ist passiert? Nun, die langfristigen Zinssätze sind in den letzten Jahren weltweit gesunken, weil die Sparquote privater Anleger massiv zugenommen und die Wirtschaft ihre Investitionstätigkeit weiter reduziert hat. Die Gründe hierfür sind vielfältig, aber die empirischen Daten deuten auf vier wichtige Faktoren hin.

Zum einen sehen wir einen allgemeinen Rückgang der Produktivität. Die Fachwelt spricht in diesem Zusammenhang von einer säkularen Stagnation. Gemeint ist damit eine lange Phase mit keinem oder zumindest nur einem schwachen Wirtschaftswachstum sowie einem wirtschaftliche Umfeld, das sich durch tiefe Realzinsen und eine niedrige Inflation auszeichnet.

Gleichzeitig hat die Unsicherheit in Bezug auf die künftige Wirtschaftsentwicklung deutlich zugenommen. In der Folge verzichten Unternehmen auf Investitionen, während die privaten Haushalte ihre Sparquote vorsorglich erhöhen.

Dazu gesellt sich die demografische Entwicklung der Bevölkerung – wir werden immer älter. Damit steigt das Bedürfnis nach sicheren Anlagen, und private Vermögenswerte fliessen vermehrt in defensive Anlageklassen. In der Summe haben die vier genannten Faktoren die Realzinsen um schätzungsweise drei Prozentpunkte nach unten gedrückt.

Tiefere Inflationserwartungen akzentuieren die Situation zusätzlich. So erstaunt denn auch nicht, dass an den globalen Finanzmärkten auf lange Sicht weiterhin sehr tiefe Zinssätze erwartet werden. Angesichts der hohen Kapitalmobilität sowie der ungebrochenen Attraktivität der

Schweizer Währung ist es für unser Land vor diesem Hintergrund nahezu unmöglich, sich von diesem globalen Negativtrend abzugrenzen.

Auch wenn die Schweiz in der Vergangenheit immer wieder negative Realzinsen zu vergegenwärtigen hatte, sind negative Nominalzinsen doch ein Alarmzeichen. Höchste Zeit also, das Zinsniveau in der Schweiz zu erhöhen, möchte man meinen – was wohl aber zu kurz gedacht sein dürfte.

Die Schweiz kann die globalen Faktoren, die zum allgemeinen Zinsrückgang geführt haben, nicht im Alleingang egalisieren. Würde die SNB heute ihren Leitzins erhöhen, hätte dies lediglich Auswirkungen auf die kurzfristigen nominalen Zinssätze, nicht aber auf die langfristigen realen Zinssätze, die letztlich von Bedeutung sind.

Bleibt noch der Appell an die Schweiz, eine etwas weniger tugendhafte makroökonomische Politik anzustreben. So könnte beispielsweise die SNB ihre Inflationserwartungen überdenken – andere Zentralbanken, insbesondere die Europäische Zentralbank, prüfen diese Option bereits. Der Schweizer Staat wiederum könnte seine Fiskalpolitik lockern und sich selber eine weniger strenge Schuldenbremse verordnen, wie das vom Ausland bereits vielerorts angemahnt wird.

Die letzte Dekade war allerdings durch einen gegenläufigen Trend geprägt: Bund und Kantone haben das Volumen ausstehender Staatsanleihen deutlich reduziert, gleichzeitig ist die Nachfrage nach Anlagen in Schweizerfranken gestiegen.

Eine Abkehr von der Negativzinspolitik ist sicher wünschenswert – dass die SNB dies im Alleingang umsetzen kann, ist aber illusorisch. Erst wenn die politische Schweiz sich von ihren traditionellen Werten wie einer tiefen Inflation oder einer möglichst niedrigen Staatsverschuldung verabschiedet, wird der Weg frei für eine neue Zinsgestaltung.

Aber ist die Schweiz wirklich bereit, ihre traditionelle Inflations- und Schuldenpolitik zu überdenken? Eine tiefe Inflation sowie eine geringe Staatsverschuldung mögen in normalen Zeiten wünschenswert sein, das derzeitige Negativzinsumfeld darf aber gewiss als aussergewöhnlich bezeichnet werden. Höchste Zeit also, eine fundierte und konstruktive Debatte darüber zu führen.

Philippe Bacchetta ist Professor für Makroökonomie am Swiss Finance Institute (SFI) der Universität Lausanne und Vorsitzender ihrer Abteilung für Wirtschaftswissenschaften.