



## Die erweiterte Perspektive: Die positiven Auswirkungen negativer Nominalzinssätze

---

Von [Jose Viñals](#), [Simon Gray](#), und [Kelly Eckhold](#)

10. April 2016

Angesichts der signifikanten Risiken für die Wachstums- und Inflationsaussichten, unterstützen wir die Einführung negativer Leitzinsen durch einige Zentralbanken. Solch geldpolitische Maßnahmen sind gewiss beispiellos, und ihre Auswirkungen im Laufe der Zeit werden in den verschiedenen Ländern unterschiedlich ausfallen. In einer Reihe von Ländern hat es immer mal wieder negative *Realzinsen* gegeben; negative *Nominalzinsen* jedoch sind etwas völlig Neues. Wir analysieren die jüngsten Maßnahmen aus einem breiteren Blickwinkel mit Hinblick auf was wirklich neu ist, die bisherigen Erfahrungen der Länder, die Wirksamkeit, sowie Grenzen und unbeabsichtigten Folgen. Obwohl die Erfahrung mit negativen Nominalzinssätzen begrenzt ist, kommen wir zu dem Schluss, dass sie insgesamt gesehen zu weiteren Finanzanreizen und leichteren Finanzierungsbedingungen verhelfen können, was wiederum eine Stütze für Nachfrage und Preisstabilität darstellt. Allerdings gibt es Grenzen, wie weit ins Negative Leitzinssätze gehen können und wie lange dies andauern kann.

### Warum setzen Zentralbanken negative Leitzinssätze ein?

Wenn die Leitzinssätze einmal die Nulluntergrenze erreicht haben, können Zentralbanken unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zur weiteren Konjunkturbelebung einsetzen, solange die Realzinssätze noch über dem Wert liegen, der mit Preisstabilität und Vollbeschäftigung vereinbar ist. Negative nominelle Leitzinssätze sind das neueste Element in diesem unkonventionellen Instrumentarium. Bis heute haben sechs Zentralbanken negative Zinsen eingeführt, die für einen Teil der Barguthaben gelten, die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten (Tabelle 1). Mit negativen Zinsen soll der Privatsektor durch eine weitere Lockerung der Geld- und Finanzkonditionen zu mehr Ausgaben motiviert und so die Preisstabilität gefördert werden. In kleineren offenen Volkswirtschaften können negative Zinsen auch dazu beitragen Kapitalzuflüsse und den Aufwertungsdruck des Wechselkurses zu mindern.

Tabelle 1. Zentralbanken, die negative Leitzinssätze eingeführt haben

Land	Datum der Ersteinführung negativer Zinssätze	Letzte Leitzinssätze, Basispunkte		
		(März 2016)		
		Vergabe zins	Leitzins	Einlagenzins
Dänische Nationalbank (DNE)	Juli 2012 bis April 2014; ab September 2014	5	0	-65
Europäische Zentralbank	ab Juni 2014	25	0	-40
Schweizer Nationalbank	Dezember 2014	50	-	-75
Swedish Riksbank	Februar 2015	25	-50	-125
Bank of Japan	Januar 2016	10	0	-10
Ungarische Nationalbank	März 2016	145	120	-5

Quelle: Zentralbanken  
Hinweis: Die blau schattierten Zahlen beziehen sich auf die Zinssätze, die für kurzfristige Geldmarktsätze am relevantesten sind. Für Dänemark gilt der Einlagenzins jetzt als Leitzins.

Es gibt Synergien zwischen negativen Leitzinssätzen und dem der bewussten Geldmengenausweitung, dem sogenannten „Quantitative Easing“. Negative Leitzinssätze werden bisher mit erweiterten Zentralbankbilanzen als Folge von Quantitative Easing oder großvolumigen Devisenkäufen assoziiert. Quantitative Easing komprimiert Renditen und Laufzeit-Prämien, hat aber auch gewisse Grenzen, da dadurch im Lauf der Zeit auch die Verfügbarkeit von Aktiva für weitere Käufe durch die Zentralbank reduziert wird. Die Verlagerung der Leitzinssätze ins Negative zielt hingegen auf niedrigere Geldmarktsätze und eine weitere Senkung der Renditekurve ab. So sollen Portfoliosubstitutionseffekte verstärkt und dadurch die Wirksamkeit der Geldpolitik gesteigert werden. Negative Einlagenzinsen sind denn auch tendenziell wirksamer wenn große Mengen an Geschäftsbankenreserven zum negativen Satz gepreist werden.

### Was ist neu?

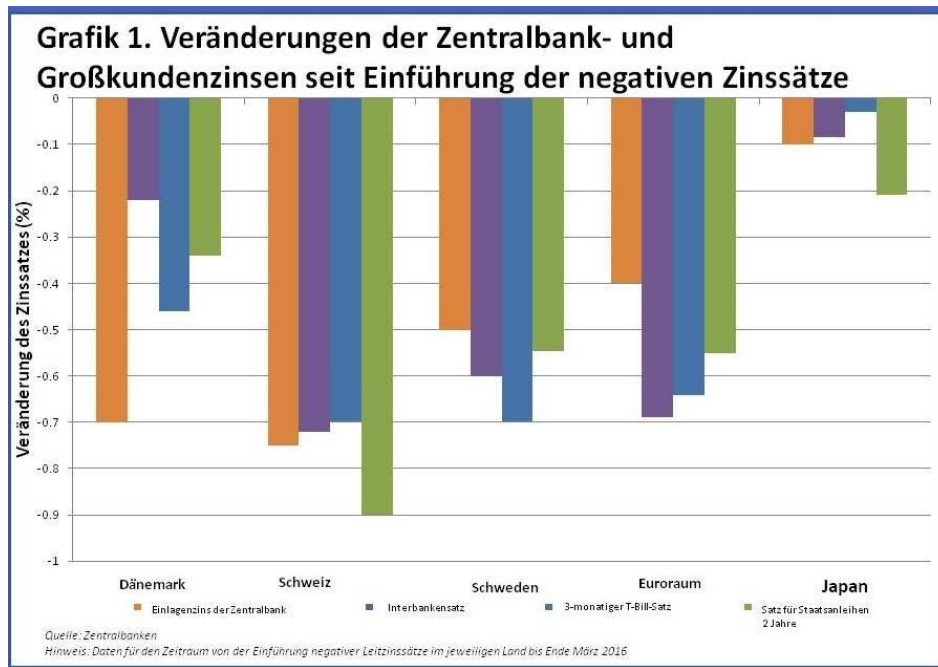
Negative *Real*zinsen sind nichts Neues. Es gab sie bereits in fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch Schwellenmärkten und Entwicklungsländern, und zwar immer dann wenn die Inflation höher ausfiel als die Nominalzinssätze. Neu sind negative *Nominal*zinssätze. Wenn Nominalzinssätze negativ werden, kann auch der Übertragungsmechanismus der Geldpolitik anders ausfallen, weil sich die Einlagenzinsen bei Privatkunden oft nur schwer unter Null senken lassen und es so zu Nicht-Linearitäten kommt. Der Grund ist dass Privatkunden mit ihren Einlagen auf Bargeld umschwenken könnten um die negativen Zinsen zu vermeiden.

### Wie funktionieren negative Leitzinssätze? Die bisherigen Erfahrungen

Es gibt mehrere Übertragungskanäle für negative Zinsen: über Portfolioanpassung, Bankkredite und über den Wechselkurs.

Der Kanal der Portfolioanpassung scheint bisher bei negativen Zinsen normal funktioniert zu haben. Die Zinsen im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft sind mit den Einlagenzinsen der Zentralbanken gefallen (siehe Grafik 1). Geldmarktgeschäfte gehen wie es scheint zurück; es ist aber unklar, ob diese Entwicklungen auf die negativen Zinssätze als solche zurückzuführen sind oder auf den erheblichen Liquiditätsüberschuss infolge des Quantitative Easing, was die Nachfrage nach Handelsgeschäften dämpft. Niedrigere risikofreie Zinssätze im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft motivieren Anleger tendenziell dazu, von Staatspapieren mit niedriger Rendite auf riskantere Vermögenswerte wie Aktien, Unternehmensanleihen oder Immobilien umzusteigen.

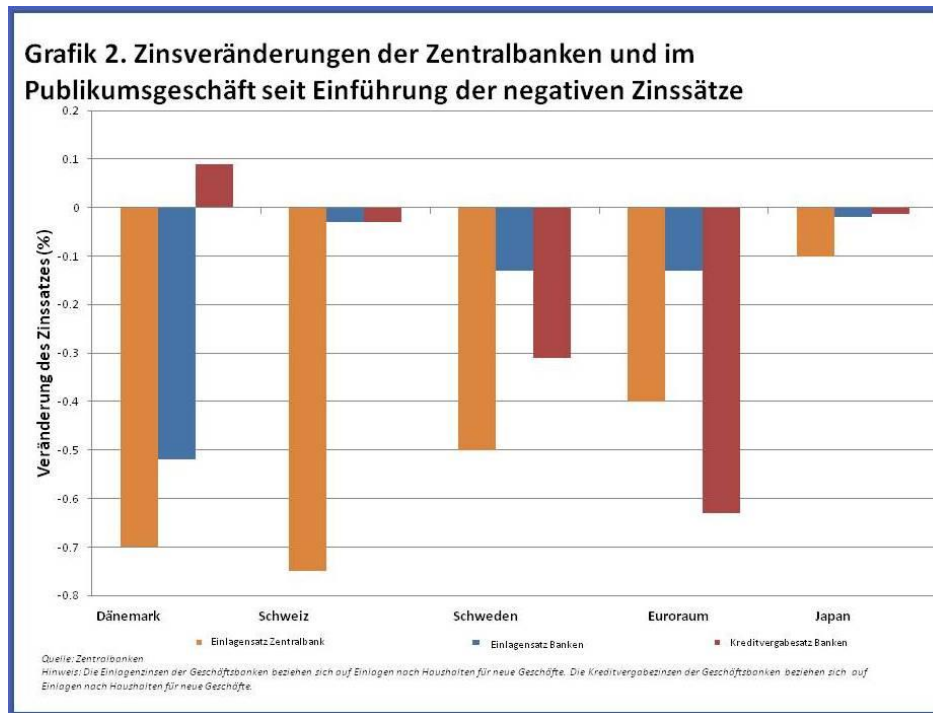
Darüber hinaus haben niedrigere Zinsen im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft die Kosten für Kreditnehmer wie große Unternehmen gesenkt, die sich direkt durch kurzfristige ungesicherte Schuldtitel und über Unternehmensanleihen finanzieren können.



Die Auswirkung negativer Zinsen auf Bankenkredite fällt von Bank zu Bank verschieden aus, was auf unterschiedliche Finanzierungsmodelle und Kreditvergabepraktiken zurückzuführen ist. Die Bankfinanzierungskosten im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft sind gefallen, Kreditzinsen aber sinken nur begrenzt wegen der Privatkundeneinlagen, die bei Null oder knapp darüber verankert bleiben. Banken, die ihre Mittel vermehrt aus Kundeneinlagen bestreiten, konnten ihre Kreditvergabebezinzen deshalb nicht so stark senken. In den meisten Fällen sind die Kreditvergabebezinzen seit der Einführung der negativen Leitzinssätze gesunken, aber das Bild gestaltet sich weniger einheitlich als auf dem Zwischenbanken- und Großkundenmarkt. Einige Kreditvergabebezinzen im Privatkundengeschäft sind sogar etwas gestiegen (siehe Grafik 2). Kreditvergabebezinzen fallen gewöhnlich stärker in Bankensystemen mit einem höheren Anteil an Krediten mit variablem Zins, kürzeren Fälligkeiten oder starkem Wettbewerb unter den Banken. Deshalb sind Zinsen für Unternehmensdarlehen augenscheinlich stärker gefallen als für Privatkundenkredite; dies ist zum Teil Ausdruck einer größeren Zahl von Krediten, die sich am Zwischenbankenmarkt orientieren. Was das Kreditvergabevolumen betrifft, so ist es noch zu früh, um endgültige Schlussfolgerungen zu ziehen. Zu bemerken ist jedoch dass das Kreditwachstum im Euroraum beispielsweise seit Einführung der negativen Zinsen zugelegt hat.

Die Banken profitieren im allgemeinen von einer Geldpolitik die auf die Stützung von Preisstabilität und Wachstum ausgerichtet ist: durch höhere Bonität der Kreditnehmer, weniger notleidende Kredite, geringere Bereitstellungskosten, Kapitalerträge auf die gehaltenen Wertpapiere und niedrigere Kosten für Banken, die stärker auf Finanzierung im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft ausgerichtet sind. Und doch scheint die Kombination aus negativen Zinsen und Quantitative Easing Druck auf die Nettozinsspanne der Banken auszuüben. Allerdings wird dieser Druck teilweise von einer Anzahl mildernder Faktoren aufgefangen. Einige Banken konnten alternative Einkommensquellen in Form von Gebühren oder Provisionen finden. Viele Zentralbanken

nahmen einen Teil der Geschäftsbankensalden, die bei der Zentralbank gehalten werden, von den negativen Zinsen aus (das so genannte „Stufensystem“), und senkten damit potenziell schädliche Auswirkungen auf die Bankmargen.



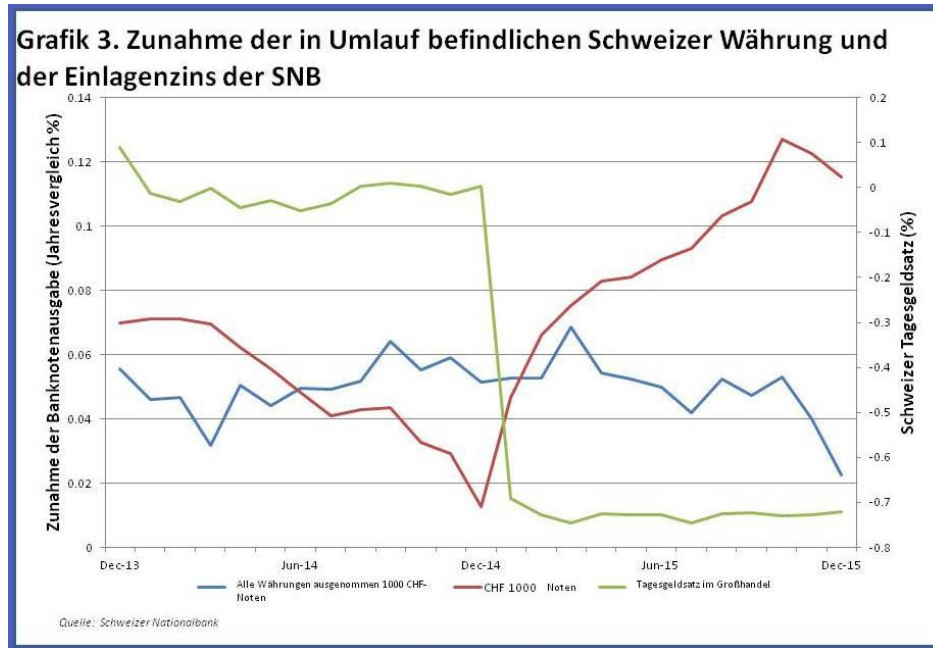
Der Einfluss der negativen Zentralbankzinsen auf den Wechselkurs zeigt sich unterschiedlich. Portfolioanpassung führte in manchen Fällen zu grenzüberschreitenden Kapitalabflüssen und einer Abwertung des Wechselkurses. Mancherorts zeigten die Maßnahmen der Zentralbank wohltuende Wirkung, etwas durch die Senkung der Kapitalzuflüsse (zum Beispiel in Dänemark), während andernorts zusätzliche Faktoren den Wechselkurs bestimmten.

### Sind die Einsatzmöglichkeiten negativer Leitzinssätze begrenzt?

Die Einsatzmöglichkeiten negativer Leitzinssätze mögen begrenzt sein – sowohl in Bezug auf das Ausmaß, in dem Zentralbanken negative Zinssätze festlegen können, als auch in Bezug auf die Dauer, wie lange die Zinsen negativ bleiben können. Privatkunden und Unternehmen könnten den Einsatz von Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel – und sogar als Zahlungsmittel – stark erhöhen, wenn sie erwarten dass die Zinsen über lange Zeit negativ bleiben werden. Und so könnten die Geschäftsbanken statt bei der Zentralbank Guthaben zur Deckung von Zwischenbankengeschäften zu halten, Barbestände für Abrechnungen untereinander vorhalten.

Grobe Schätzungen des IWF Stabes zum Grenzpunkt, ab dem sich eine Umstellung auf Bargeld lohnen würde, reichen von minus 75 Basispunkten (bps) bis zu minus 200 bps. Einige der Kosten, die sich aus der Verwendung von Bargeld als Wertaufbewahrungsmittel oder für große Transaktionen ergeben, sind eine einmalige Angelegenheit: etwa die Vergrößerung der Tresorräume, Transport des Bargelds zu den Tresorräumen des Privatsektors und die Einrichtung einer Infrastruktur. Da diese Einmalkosten über einen gewissen Zeitraum verteilt sind, ist die erwartete Dauer der Negativzinsen wichtig sowohl für die Entscheidung, ob man die Kosten aufwenden soll oder nicht, als auch für die zinsäquivalenten Zusatzkosten der Transaktionen. Der Grenzpunkt fällt wohl von Land zu Land verschieden aus. Er würde auch beeinflusst vom höchsten Wert der Banknoten. Der physische

Raum, der zur Aufbewahrung des Gegenwerts von 1 Mio. US\$ benötigt wird, ist in Dänemark, Ungarn, Japan und in den USA ähnlich, aber kleiner im Euroraum und in der Schweiz, wo es höhere Geldscheine (500 EUR und 1000 CHF) gibt. In der Schweiz gibt es bereits erste Anzeichen einer Nachfrage nach hohen Banknoten (siehe Grafik 3).



Wichtiger als die oben beschriebenen physischen Grenzen sind wohl die maßgeblichen wirtschafts- und sozialpolitischen Grenzen für den Einsatz negativer Nominalzinssätze. Die Öffentlichkeit empfindet es womöglich als „Besteuerung“, wenn die Einlagenzinsen immer negativer werden. In der Folge könnte sich der Rückhalt für eine negative Zinspolitik abschwächen.

### Gibt es auch unbeabsichtigte Folgen?

Kommentatoren konzentrierten sich auf die potenziell unvorteilhaften Auswirkungen negativer Zinsen auf die Gewinne der Banken. Banken scheinen nicht gewillt oder nicht in der Lage zu sein, die Einlagenzinsen im Privatkundengeschäft ins Negative zu senken, und ihre Nettozinssmargen stehen möglicherweise unter Druck. Insgesamt jedoch werden die Banken wahrscheinlich, wie oben erwähnt, von höherer Kreditqualität, weniger notleidenden Krediten und höherer Kreditnachfrage profitieren, insoweit negative Zinsen die Nachfrage der Binnenwirtschaft stützen. Sie erzielen vielleicht sogar Kapitalerträge auf ihre Anleihebestande. Zugegebenermaen könnten negative Zinsen für solche Banken ein erhebliches Gewinnproblem darstellen, die keine größeren Einkünfte durch vermehrte Kreditvergabe oder die Erhebung von Gebühren für Einleger generieren können.

Wenn die Leitzinsen zu lange negativ bleiben, so eine weitere Sorge, könnte es vermehrt zu negativen Folgen für Sparer kommen, was jedoch auch bei niedrigen positiven Zinsen der Fall ist. Wenn niedrige oder negative Zinsen weiter anhalten, könnten sie die Tragfähigkeit von Lebensversicherern, Renten- und Sparinstrumenten untergraben. Niedrige Zinsen erschweren es Versicherern zu ihren vertraglich garantierten Renditen zu stehen, und bei erheblichen Laufzeitunterschieden mag dies letztendlich zu Verlusten für die Halter von Lebensversicherungen führen.

Es könnte auch zu unubermaiger Risikobereitschaft kommen. Da die Banken Druck auf ihre Margen spüren, könnten sie damit beginnen, Kredite an riskantere Kunden zu vergeben um ihre Gewinne

auf dem gewohnten Niveau zu halten. Banken könnten auch verleitet werden, sich stärker auf billigere, aber volatile Geldquellen im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft einzulassen. Schwache Kredite könnten schwieriger zu erkennen sein, und entscheidende Neustrukturierungen von Unternehmen würden eventuell verzögert. Und letztlich könnten negative Zinssätze zu Blasen in Vermögensmärkten führen. All diese potenziellen Risiken erfordern eine sorgfältige Überwachung. Die Finanzaufsichtsbehörden müssen eventuell mit stärkeren Maßnahmen als bisher eingreifen.

Obwohl die Erfahrung mit negativen Nominalzinssätzen begrenzt ist, kommen wir zu dem vorläufigen Schluss dass sie insgesamt gesehen zu weiteren Finanzanreizen verhelfen können. Die Zinsen im Zwischenbanken- und Großkundengeschäft sind wie die Kreditzinsen einiger Banken gefallen, was die Nachfrage und Preisstabilität stützen sollte. Eines muss jedoch betont werden: Geldpolitik ist zwar ein entscheidendes Instrument im Kampf gegen schwaches Wachstum und Deflationsdruck, aber es gibt offensichtliche Grenzen, wie weit und wie lange negative Leitzinssätze gehen können. Dies unterstreicht einmal mehr dass Geldpolitik nicht die alleinige Lösung sein kann. Sie muss Teil eines ausgewogenen und wirkungsvollen Ansatzes sein, der auch sorgfältig konzipierte Strukturreformen, wachstumsfreundliche und unterstützende Fiskalpolitik, sowie regulatorische Maßnahmen umfasst, die die Belastbarkeit des Finanzsektors stärken.

\*\*\*\*\*



**José Viñals** ist oberster finanzpolitischer Berater und Direktor der IWF-Abteilung Geld- und Kapitalmärkte. Zuvor war er Stellvertretender Gouverneur der Bank von Spanien und in mehreren Beratungs- und Politikausschüssen bei der Zentralbank und in der Europäischen Union vertreten, etwa als Vorsitzender des Ausschusses für Internationale Beziehungen der Europäischen Zentralbank. Er hat zahlreiche Beiträge zu makroökonomischen, geldpolitischen und finanziellen Fragen publiziert.



**Simon Gray** ist seit 2015 Leiter des Bereichs Technische Hilfe in der Abteilung Geld- und Kapitalmärkte (MCM); zuvor war er Leitender Finanzsektorexperte in der Abteilung MCM und befasste sich mit der Umsetzung der Geldpolitik von Zentralbanken und Devisenfragen. Nach einer 27-jährigen Karriere bei der Bank of England arbeitet er seit 2007 für den IWF. Simon Gray ist an einer Anzahl von IWF-Projekten beteiligt, darunter an den Teams im Programm zur Bewertung des Finanzsektors für die USA und China, und leistete technische Hilfe in mehreren Ländern.



und Schwellenländern.

**Kelly Eckhold** ist Leitender Finanzsektorexperte in der Abteilung Geld- und Kapitalmärkte des Internationalen Währungsfonds. Er arbeitet seit 2011 für den IWF, nachdem er zuvor 20 Jahre lang für die Reserve Bank of New Zealand tätig war. Seine Arbeit konzentriert sich auf die Umsetzung der Geldpolitik von Zentralbanken und Devisenfragen. Kelly Eckhold ist an einer Anzahl von IWF-Projekten beteiligt, darunter an mehreren Teams im Programm zur Bewertung des Finanzsektors für Korea und das Vereinigte Königreich, und leistete technische Hilfe in einer Reihe von Entwicklungs-