

Niedrige Zinsen ohne Ende. Was sind die Ursachen und Folgen? Elf Fragen und Antworten

Seit Jahren hat Geld kaum noch einen Preis. Eine Änderung der extrem niedrigen Zinsen zeichnet sich nicht ab. Um die Folgen für die Schweiz abzuschätzen, hat das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) mehrere Studien in Auftrag gegeben. Wie lauten die wichtigsten Erkenntnisse?

Thomas Fuster

30.06.2021, 18.22 Uhr



Immer mehr Geld, immer weniger Zins. Im Bild ein Meer von 5-Rappen-Stücken, ausgeschüttet auf dem Bundesplatz im Rahmen einer politischen Aktion.

Peter Klaunzer / Keystone

In den vergangenen Jahrzehnten ist das Zinsniveau in den meisten Ländern der Welt deutlich gesunken. Das gilt in ausgeprägtem Mass auch für die Schweiz, wo der geldpolitische Leitzins seit über sechs Jahren sogar im negativen Bereich liegt. Zwar tut man sich noch immer schwer mit dem Gedanken, dass Geld keinen Zins mehr trägt. Derzeit deutet aber wenig darauf hin, dass sich an dieser Situation bald etwas ändern wird.

Inhaltsverzeichnis

War die Schweiz stets eine Zinsinsel mit besonders niedrigen Sätzen? ↓

Warum nähern sich die in- und ausländischen Zinsen an? ↓

Was ist die Rolle der Zentralbanken beim Zusammenrücken der nationalen Zinssätze? ↓

Wie reagieren die Unternehmen auf die sinkenden Realzinsen? ↓

Sind alle Firmen ähnlich betroffen von sinkenden Zinsen? ↓

Wie wirken sich die tiefen Zinsen auf das Konsum- und Sparverhalten der Haushalte aus? ↓

Geben die Haushalte bei tiefen Zinsen mehr Geld aus für grössere Anschaffungen? ↓

Wie wirken sich die tiefen Zinsen auf die Investitionen der Gemeinden und Kantone aus? ↓

Werden öffentliche Investitionen durch Schuldenbremsen stark eingeschränkt? ↓

Investiert der Staat angesichts der Niedrigzinsen zu wenig?



Führen die öffentlichen Investitionen dazu, dass die Wohlfahrt im Land steigt?



Wie einzigartig ist das gegenwärtige Tiefzinsumfeld aus historischer Sicht? Mit welchen negativen und positiven Auswirkungen ist zu rechnen, wenn dieses Umfeld noch lange anhalten wird? Und was sind die Folgen für den Staat, die Unternehmen, die Haushalte? Diese und viele weitere Fragen hat das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) an Forscher aus dem In- und Ausland gestellt. Deren Antworten sind am Mittwoch der Öffentlichkeit präsentiert worden. Im Folgenden die wichtigsten Aussagen in Form von elf Fragen und Antworten.

War die Schweiz stets eine Zinsinsel mit besonders niedrigen Sätzen?



Nein, noch im 19. Jahrhundert lagen die Zinsen in der Schweiz über denjenigen im Ausland. Dies deshalb, weil die Schweiz damals ein Schwellenland war. Auch der Ruf als preisstabiles Land war in jener Zeit noch wenig ausgeprägt. Erst ab dem Zweiten Weltkrieg wurde die Schweiz zur Zinsinsel. Die hiesigen Realzinsen – also die um die Inflation bereinigten Zinsen – wurden im Vergleich mit anderen Ländern deutlich niedriger.

Diese Besonderheit hat seit den 1980er Jahren zwar an Bedeutung verloren. Dennoch sind die hiesigen Zinsen weiter zurückgegangen. Und zwar nicht zuletzt aufgrund der geringeren Inflation in der Schweiz und der auch im Ausland tendenziell gesunkenen Zinssätze.

Warum nähern sich die in- und ausländischen Zinsen an? ↑

In den letzten drei Jahrzehnten sind die Unterschiede zwischen den globalen Realzinsen tatsächlich kleiner geworden. Entsprechend an Bedeutung verloren haben die länderspezifischen Faktoren zur Erklärung des Zinsniveaus. Hinter diesem Phänomen steht zum einen die wachsende Integration der verschiedenen Staaten in die internationalen Finanzmärkte.

Zum anderen ist auch ein Anstieg der globalen Ersparnisse zu beobachten. Letzteres hat nicht zuletzt mit der demografischen Entwicklung zu tun. So wird die Bevölkerung immer älter und legt aus Gründen der Vorsorge mehr Geld beiseite. Gleichzeitig sinken die globalen Investitionen, etwa aufgrund geringerer Produktivität und höherer Unsicherheit. Dies führt zu sinkenden Zinsen.

Was ist die Rolle der Zentralbanken beim Zusammenrücken der nationalen Zinssätze? ↑

Die Zentralbanken der grossen Währungsräume haben ihre Leitzinsen in den vergangenen Jahren in die Nähe von null gesenkt. Die Streuung der Sätze ist auf diese Weise zwangsweise kleiner geworden. Weil die Nominalzinsen in der Schweiz von einem niedrigeren Niveau aus gesunken sind, sind hierzulande die Sätze im letzten Jahrzehnt weniger stark zurückgegangen als andernorts. Entsprechend kleiner geworden ist auch die Zinsdifferenz zwischen dem In- und dem Ausland.

Die geringere Zinsdifferenz – traditionell ein Mass für Kreditrisiken – kann aber nicht mit einer sinkenden Attraktivität des Frankens erklärt werden. Vielmehr gilt der Franken nach wie vor als «sicherer Hafen», der vor allem in Krisenzeiten viel Kapital aus dem Ausland anzieht.

Wie reagieren die Unternehmen auf die sinkenden Realzinsen?



Niedrige Zinsen bedeuten günstigere Kredite. Und bei günstigeren Krediten können sich die Unternehmen mehr Investitionen leisten. Neuere Umfragen zu Investitionen in der Schweiz deuten darauf hin, dass ein Rückgang der realen Zinsen um einen Prozentpunkt zu einer durchschnittlichen Erhöhung der Investitionen um mehr als 10% führt. Bei Ausrüstungs- und Bauinvestitionen liegt der Wert gar bei 12% beziehungsweise 13%.

Hingegen zeigt sich bei den Ausgaben für die Forschung und Entwicklung kein sichtbarer Zusammenhang mit dem realen Zinsniveau. Der Grund: Ob Unternehmen viel forschen, hat in erster Linie mit den langfristigen Zukunftsaussichten der jeweiligen Firmen zu tun und nur nachrangig mit dem Zinsniveau.

Sind alle Firmen ähnlich betroffen von sinkenden Zinsen?



Nein, eine Analyse der 2015 in der Schweiz eingeführten Negativzinsen zeigt ein komplexeres Bild. So profitierten kleine Firmen, die finanziell eingeschränkt sind, stärker und schneller von sinkenden Zinsen, was sich bei diesen Unternehmen auch positiv auf die Beschäftigung auswirkt.

Ein weiterer Befund: Finanziell schwächere Unternehmen haben ihre Investitionen nach dem «Zinsschock» von 2015 stärker erhöht als solide Firmen. Diese angeschlagenen und risikoreicheren Unternehmen – unter ihnen auch einige «Zombies», also hochverschuldete Firmen mit unprofitablem Geschäft – konnten sich dank günstigeren Krediten über Wasser halten, so dass sich deren Anteil an der Gesamtzahl der Unternehmen erhöhte. Die strukturelle Erneuerung der Volkswirtschaft wird dadurch gebremst.

Wie wirken sich die tiefen Zinsen auf das Konsum- und Sparverhalten der Haushalte aus?



Die verfügbaren Daten zeigen keine eindeutige Auswirkung des Realzinses auf die Konsum- und Sparquote, also auf jenen Teil des Einkommens, der für Konsumausgaben oder Ersparnisse verwendet wird. Zwar legen Umfragen zur Konsumentenstimmung den Schluss nahe, dass die privaten Haushalte bei niedrigeren Zinsen den Konsum erhöhen, weil die alternative Verwendung des Geldes, also das Sparen, bei niedrigen Zinsen ja wenig Ertrag verspricht.

Sind die sinkenden Zinsen aber mit schlechteren Zukunftsaussichten verbunden, geht der Effekt gemäss Konsumentenbefragung rasch in die andere Richtung. Es kommt in diesem Fall zu erhöhtem (Angst-)Sparen.

Geben die Haushalte bei tiefen Zinsen mehr Geld aus für grössere Anschaffungen?



Das könnte man meinen, in Analogie zum Verhalten der Unternehmen. Umfragen zeigen aber, dass die Haushalte bei niedrigeren Realzinsen (und somit höheren Inflationserwartungen) grössere Anschaffungen etwa für Haushaltgeräte, Möbel oder Haushaltelektronik hintanstellen. Sie erwarten in solchen Zeiten nämlich, dass sie in naher Zukunft weniger sparen können.

Das mag widersprüchlich tönen, weil weniger Anschaffungen ja mehr Ersparnis bedeuten. Offenbar erwarten die Haushalte aber bei steigenden Inflationserwartungen einen Rückgang ihres teuerungsbereinigten Einkommens, weil das (nominale) Einkommen ja kurzfristig fixiert ist und nicht alle paar Monate angepasst wird. Diesen Rückgang kompensiert man am einfachsten, indem man grössere Anschaffungen verschiebt.

Wie wirken sich die tiefen Zinsen auf die Investitionen der Gemeinden und Kantone aus?



Was für die Unternehmen gilt, gilt im Grundsatz auch für den Staat: Bei niedrigeren Zins- und Fremdkapitalkosten wird mehr investiert. Das zeigt eine Analyse der Investitionstätigkeit der Kantone und Gemeinden zwischen den Jahren 2009 und 2018. Bei den Gemeinden reagieren vor allem die Investitionen in Grundstücke und Hochbauten stark auf sinkende Zinsen. Bei den Kantonen ist dies beim Hoch- und Tiefbau der Fall. Sowohl bei den Kantonen als auch bei den Gemeinden fliesst bei sinkenden Zinsen besonders viel Geld in den Bildungsbereich. Der Effekt höherer Bauinvestitionen im Bildungssektor spiegelt sich übrigens in den Berggemeinden am deutlichsten.

Werden öffentliche Investitionen durch Schuldenbremsen stark eingeschränkt?



Kritiker von Fiskalregeln betonen oft, dass in Phasen niedriger Zinsen die öffentlichen Ausgaben durch kantonale Schuldenbremsen in unnötig hohem Mass eingeschränkt werden. Empirisch lässt sich dieser Einwand jedoch nicht erhärten. Kantonale Fiskalregeln stellen demnach keine Hürde dar, um auf unerwartete Zinssenkungen mit einer Ausweitung öffentlicher Investitionen reagieren zu können.

Eine Gegenüberstellung von Kantonen mit unterschiedlich strengen Schuldenbremsen liefert vielmehr Hinweise für den gegenteiligen Befund: So weiten nach einer unerwarteten Zinssenkung vor allem jene Kantone, die besonders strenge Fiskalregeln kennen, ihre öffentlichen Investitionen stark aus, zumal sie in aller Regel den entsprechenden fiskalischen Spielraum haben.

Investiert der Staat angesichts der Niedrigzinsen zu wenig?



In Deutschland und den USA wird bisweilen beklagt, dass der Staat die Chance niedriger Zinsen ungenutzt lasse und zu wenig investiere. Das Resultat sei eine öffentliche Infrastruktur, die überlastet und in schlechtem Zustand sei. Gilt dieser Kritikpunkt auch für die Schweiz? Nein. Analysen lassen für die Schweiz keine Investitionslücke erkennen.

Zwischen 1995 und 2019 lagen die staatlichen Anlageinvestitionen netto immer im positiven Bereich, was teilweise auch mit dem starken Bevölkerungswachstum zu erklären ist. Der öffentliche Kapitalstock wuchs stetig an, und auch die staatliche Investitionsquote (Investitionen in Relation zum Bruttoinlandprodukt) hat sich erhöht. Die Gefahr, dass der Staat von der Substanz lebt und den öffentlichen Kapitalstock quasi aufzehrt, scheint nicht gegeben.

Führen die öffentlichen Investitionen dazu, dass die Wohlfahrt im Land steigt?



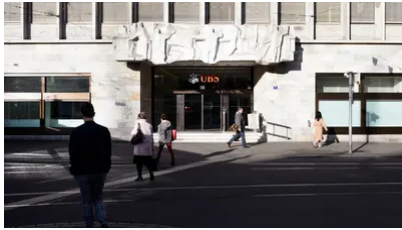
Das niedrige Zinsumfeld hat mehr staatliche Investitionen zur Folge. Doch entfalten diese Investitionen auch eine positive Wirkung für die Wohlfahrt? Das scheint tendenziell der Fall zu sein. So ist die Rendite des öffentlichen Kapitals zwischen 1995 und 2017 gestiegen, und zwar von schätzungsweise 12 auf 15%. Zeitlich parallel zum Sinken der realen Langfristzinsen (von 3,4 auf -0,4%) haben also die positiven Effekte der staatlichen Investitionen leicht zugenommen.

Damit ist auch gesagt, dass sich der Unterschied zwischen der Rendite des öffentlichen Kapitals und der Rendite von staatlichen Schuldpapieren ausgeweitet hat, nämlich von rund 9 auf zuletzt zirka 14 Prozentpunkte. Diese Ausweitung ist aber kein Freipass für mehr Staatsinvestitionen. Denn nicht jede öffentliche Ausgabe stärkt die Produktivität oder sorgt für eine höhere

gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt.

Die Aussagen beziehen sich auf Studien, welche das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) in Auftrag gegeben hat. Sämtliche Studien sind hier abrufbar.

Mehr zum Thema



Negativzinsen: Die Schlinge legt sich immer enger um das Portemonnaie der Schweizer Bankkunden

Banken reichen Negativzinsen zunehmend an ihre Kunden weiter. Den zusätzlichen Kosten auszuweichen, wird schwieriger, und es ist nicht immer transparent, welche Regeln die Institute anwenden.

Michael Schäfer 15.06.2021



Bankiervereinigung fordert Abkehr von Negativzinsen

Der Verband der Schweizer Banken befürchtet, dass Negativzinsen längerfristig die Schweizer Wirtschaft schädigen. Er verlangt, dass die Nationalbank Gegensteuer gibt.

Ermes Gallarotti 12.09.2019





Schulden-Zeitbombe bedroht Ersparnisse – wie man sich vor einer drohenden «schleichenden Enteignung» schützen kann

Der durch die Corona-Krise beschleunigte Schuldenanstieg wirkt wie eine Art Zeitbombe. Sparern und Anlegern drohen Verluste durch Negativzinsen und Inflation. Wie sie sich wehren können und warum eine Null-Risiko-Strategie nicht der richtige Weg ist.

Michael Ferber 07.01.2021



Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.