

**Zeitschrift:** Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur  
**Band:** 95 (2015)  
**Heft:** 1031

**Artikel:** Auch keine gute Idee : Negativzinsen  
**Autor:** Schiltknecht, Kurt  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-736209>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

**Download PDF:** 15.03.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# Auch keine gute Idee: Negativzinsen

Die Schweizerische Nationalbank agiert souverän. Doch Negativzinsen auf Schweizer Franken sind wirtschafts- und sozialpolitisch mehr als fragwürdig. Sie treffen die Falschen und gehören darum abgeschafft.

von Kurt Schiltknecht

In einem sind sich die Notenbankbeobachter einig: Je besser die Geldpolitik ist, desto weniger Beachtung findet sie. Wenn heute die Zeitungen fast täglich über die Aktivitäten der Notenbanken berichten, die Pressekonferenzen der Notenbanken zu medialen Grossereignissen und viele Vorträge über Geldpolitik gehalten werden, dann zeigt das vor allem eines: im monetären Bereich liegt vieles im Argen.

Eigentlich sollte es das Ziel jeder Notenbank sein, eine für jedermann voraussehbare und verständliche Politik zu verfolgen. Davon sind wir seit einigen Jahren meilenweit entfernt. Niemand weiss, wie lange die Liquiditätsschwemme in den USA und im Euroraum noch anhält und wann und wie sie wieder abgebaut werden soll. Auch wenn die Europolitiker nicht mehr über einen Grexit sprechen wollen, bedeutet dies noch lange nicht, dass die Frage einer Aufspaltung des Euroraums vom Tisch ist. Gift für die Entwicklung der Weltwirtschaft ist zudem die seit einiger Zeit zu beobachtende kompetitive Abwertung der wichtigsten Währungen – die Effekte sind längst für alle spürbar (und für die Aufmerksamsten unter den Betroffenen auch nachvollziehbar).

## SNB: Gut gefahren

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) war und ist – soweit ich deren Äusserungen in den letzten Jahren richtig interpretiere – der Überzeugung, dass eine unabhängige nationale Geldpolitik trotz der grossen Wechselkursschwankungen die beste Lösung sei. Die verbreitete Vorstellung, dass die Schweiz vor strukturellen Problemen gefeit sei und deshalb auf eine unabhängige Geldpolitik verzichten könne, ist in der Tat falsch. Seit der Einführung flexibler Wechselkurse vor vierzig Jahren war die Schweiz unter anderem mit einer Uhren-, Textil-, Immobilien- und Bankenkrise konfrontiert. Diese Krisen konnten nicht zuletzt dank eines flexiblen Vorgehens der Nationalbank gut gelöst werden. So schloss beispielsweise die Nationalbank im Jahr 1976 mit der Textil- und Uhrenindustrie eine Vereinbarung über vergünstigte Devisentermingeschäfte ab. Oder bei der Bankenkrise im Jahr 2008 sorgte die Nationalbank für ausreichende Liquidität im Bankensystem und übernahm illiquide Vermögenswerte der UBS.

## Kurt Schiltknecht

war Chefökonom der Schweizerischen Nationalbank. Er ist emeritierter Professor für Ökonomie an der Universität Basel und Verwaltungsrat verschiedener Gesellschaften.

## Die Lektion aus früheren Negativzinsen

Von einem theoretischen Gesichtspunkt aus gesehen, fühlte sich die SNB bei ihrer Entscheidung für eine eigenständige Geldpolitik auf einem sicheren Pfad. Doch zeigte sich rasch, dass es in einem instabilen weltwirtschaftlichen Umfeld kein geldpolitisches Konzept gibt, an dem man unbesehen festhalten kann. Immer wieder treten Ereignisse auf, die eine Notenbank zwingen können, vorübergehend vom eingeschlagenen Weg abzuweichen. Dabei ist entscheidend, dass das Ziel nicht aus den Augen verloren geht.

Nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1978 waren selbst die glühendsten Befürworter des Systemwechsels vom Ausmass der Wechselkursschwankungen überrascht. Vor allem die Länder, die wie die Schweiz oder Deutschland eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik verfolgten, waren mit Aufwertungen konfrontiert, die alle Vorstellungen sprengten. Die Aufwertungen gingen oft weit über das aufgrund der Kaufkraftparitätentheorie erwartete Ausmass hinaus. Entsprechend laut war die Kritik der Exportindustrie. Anfänglich hatten die Ökonomen keine plausiblen Erklärungen für die enormen Schwankungen. Die Nationalbank versuchte die Aufwertung durch verschiedene Massnahmen zu bändigen. So wurde versucht, mit Interventionen am Devisenmarkt die Wechselkursentwicklung zu glätten. Anfänglich schienen die Interventionen Wirkung zu zeigen, doch bereits nach kurzer Zeit verpufften sie. Spätere Untersuchungen zeigten, dass Devisenmarktinterventionen keine längerfristige Wirkung haben, wenn der Devisenmarkt nicht davon überzeugt ist, dass die Interventionen von einer dauerhaften Änderung in der Geldpolitik begleitet sind. Trotz dieser Erkenntnisse intervenierte die Nationalbank weiter. Sie wollte damit dem Devisenmarkt signalisieren, dass nach ihrer Meinung der Wechselkurs in

diesem Zeitpunkt den wirtschaftlichen Gegebenheiten nicht entsprechen würde.

Bei der Wechselkurskrise von 2011 glaubte die Nationalbank aus mir unverständlichen Gründen, mit geheimen Interventionen rund um die Welt und die Uhr eine grössere Wirkung erzielen zu können. Doch auch mit dieser Taktik konnte keine nachhaltige Wirkung erzielt werden. Beliebte, aber unwirksam waren die regulatorischen Massnahmen gegen den Zufluss von Kapital aus dem Ausland. Doch weder Anlage- oder Verzinsungsverbot noch Negativzinsen zeigten eine bleibende Wirkung. Die früheren Negativzinsen auf Bankeinlagen lassen sich allerdings nicht mit den heutigen Negativzinsen auf den Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank vergleichen. Die Ausländer konnten den früheren Negativzinsen problemlos ausweichen, indem sie beispielsweise Frankeneinlagen bei Banken im Ausland tätigten oder Schweizer-Franken-Wertpapiere im Ausland kauften. Hätte man versuchen wollen, auch solche Geschäfte zu unterbinden, so hätte man eine Devisenbewirtschaftung einführen müssen. Eine Idee, die bei der Wechselkurskrise Ende 1978 sogar bei einigen Leuten in der Nationalbank auf offene Ohren stiess.

#### Abwertung ist nicht Resultat von Negativzinsen

Den heutigen Negativzinsen auf den Girokonten der SNB kann das Bankensystem als Ganzes nicht ausweichen. Das Bankensystem kann seine Guthaben bei der Nationalbank nur reduzieren, indem sie diese in Banknoten umtauschen würde. Ob die Negativzinsen den ohnehin schon extrem hohen Notenbestand noch mehr in die Höhe treiben werden, bleibt abzuwarten. Mit Sicherheit kann nur gesagt werden, dass ein Notenbestand von über 65 Milliarden Franken zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs nicht notwendig ist. Viele Noten, vor allem die 1000er Noten, werden gehalten, weil die Banken nicht mehr als sicher gelten oder weil man Gelder entziehen will. Die Kosten der Negativzinsen geben die Banken an die Einleger weiter, indem sie Einlagen nicht mehr verzinsen oder ihrerseits sogar Negativzinsen einführen. Die Wirkung der Negativzinsen auf das allgemeine Zinsniveau ist deshalb viel grösser als diejenige der früheren Massnahmen. Allerdings ist nicht einzusehen, weshalb die inländischen Sparer, die Pensionskassen und Versicherten einen grossen Teil der Kosten der Negativzinsen tragen sollen. Die einseitige Belastung eines Teils der Bevölkerung ist wirtschafts- und sozialpolitisch fragwürdig.

Verschärft wird das Problem, weil die reichen und risikofähigeren Sparer den Wirkungen durch Anlagen im Aktienmarkt zumindest teilweise ausweichen können – eine Möglichkeit, die den Pensionskassen und Versicherungen wegen der Anlagevorschriften nur beschränkt zur Verfügung steht. Der Versuch, mit Negativzinsen auf den Girokonten die Aufwertung zu verringern, verkennt die Tatsache, dass die kurzfristige Wechselkursentwicklung im heutigen Umfeld nicht durch die Zinsdifferenz, sondern in erster Linie durch die Erwartungen über die künftige Wirt-

schafts- und wirtschaftspolitische Entwicklung in den wichtigsten Industrieländern bestimmt wird. Die jüngste Abwertung des Schweizer Frankens beispielsweise hat mit den Negativzinsen wenig, mit der Stabilisierung und dem Wirtschaftsaufschwung im Euroraum wesentlich mehr zu tun. Mit den Negativzinsen wird die Last der Anpassung vor allem auf die Sparer, Pensionskassen und Unternehmen mit einer hohen Liquidität verlagert. Zudem werden die relativen Preise auf den Finanzmärkten und in der realen Wirtschaft falsch festgesetzt.

Der Beitrag, den die Negativzinsen zur Verbesserung der Wechselkurssituation leisten können, wird meiner Meinung nach weit überschätzt. Solange das weltwirtschaftliche Umfeld instabil bleibt und keine zuverlässigen Wechselkurerwartungen gebildet werden, spielt der Negativzins für die Wechselkursentwicklung eine untergeordnete Rolle und sollte deshalb möglichst schnell aufgehoben werden. Die Zinsen können erst dann wieder erfolgreich zur Beeinflussung der Wechselkurse eingesetzt werden, wenn die Wirtschaftsentwicklung und die Geld- und Wirtschaftspolitik in den wichtigsten Partnerländern einigermaßen zuverlässig vorausgesagt werden können. Doch dann wird sich der Schweizer Franken auch ohne Negativzinsen deutlich abschwächen.

Die schweizerische Wirtschaft wird sich an die jüngste Aufwertungswelle rascher als von den meisten Politikern und Medien erwartet anpassen. Dass dabei einige Unternehmen auf der Strecke bleiben, die Arbeitslosigkeit vorübergehend zunimmt oder das Volkseinkommen etwas weniger wächst, lässt sich kaum vermeiden. Doch jede Betriebsschliessung, jeder Arbeitsplatzabbau oder jeder Gewinnrückgang als Vorwand für eine Änderung in der Geldpolitik zu verwenden, ist fehl am Platz. Es ist das Schicksal eines kleinen, mit dem Ausland eng verflochtenen Landes, dass auch mit der besten Politik sich nicht alle Auswirkungen der wirtschaftlichen Probleme im Ausland vermeiden lassen. Die negativen Folgen sind umso geringer, je grösser die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft ist. Damit diese gross bleibt, sollte der Staat möglichst wenig in die Märkte eingreifen und nicht versuchen, mit einer aktivistischen Geld- und Fiskalpolitik jedes kleine Problem zu lösen. Eine erfolgreiche Wirtschaftspolitik zeichnet sich dadurch aus, dass sie ihre Bemühungen auf die Lösung der grossen Probleme ausrichtet und sich nicht im Dschungel der vielen, von der privaten Wirtschaft besser zu lösenden Probleme verstrickt. ◀

---

Dieser Essay ist Bestandteil einer Serie, in der wir uns gemeinsam mit unseren Autoren mit den nachhaltigen Risiken und konkreten Nebenwirkungen des aktuellen Geldregimes befassen. Stichworte lauten: Geldschwemme, Negativzinsen, Inflation, Deflation, Bargeldverbot.