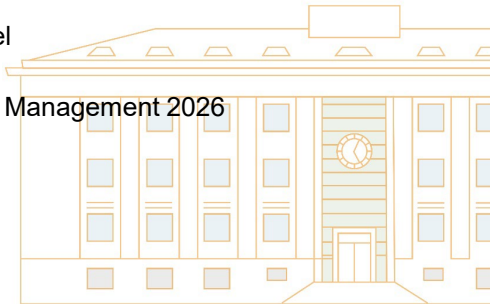


Tiefzinsumfeld: historische Trends und aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik

Daniel Kaufmann
Universität Neuchâtel

VSKB-Tagung für Controlling und Risk Management 2026
26. August 2026



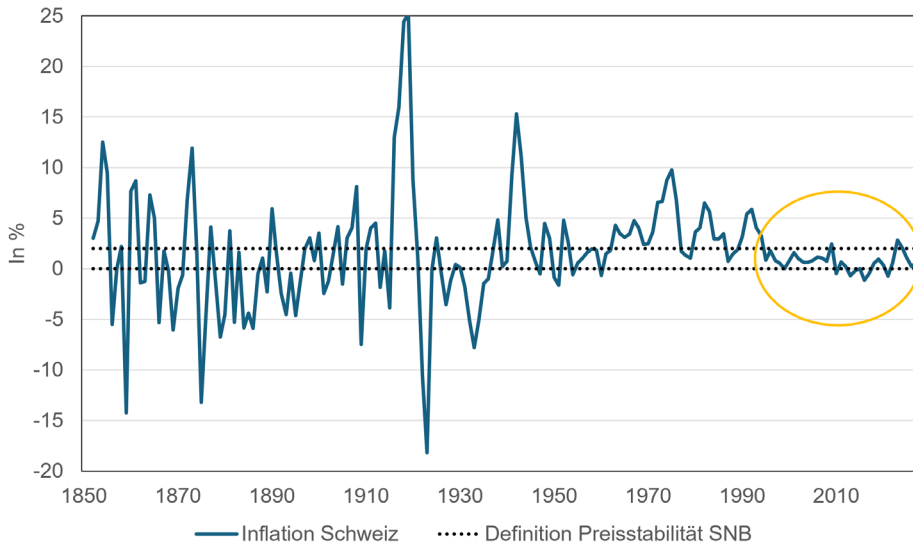
- Ziel: Stabile und tiefe Inflation; Vermeidung von Rezessionen
- Voraussetzung: Unabhängigkeit
- Kommunikation: Inflationsziel (seit den 1990er Jahren)
- Umsetzung: Kurzfristige Geldmarktzinsen
- Bemerkenswerte Erfolge (*Great Moderation*)

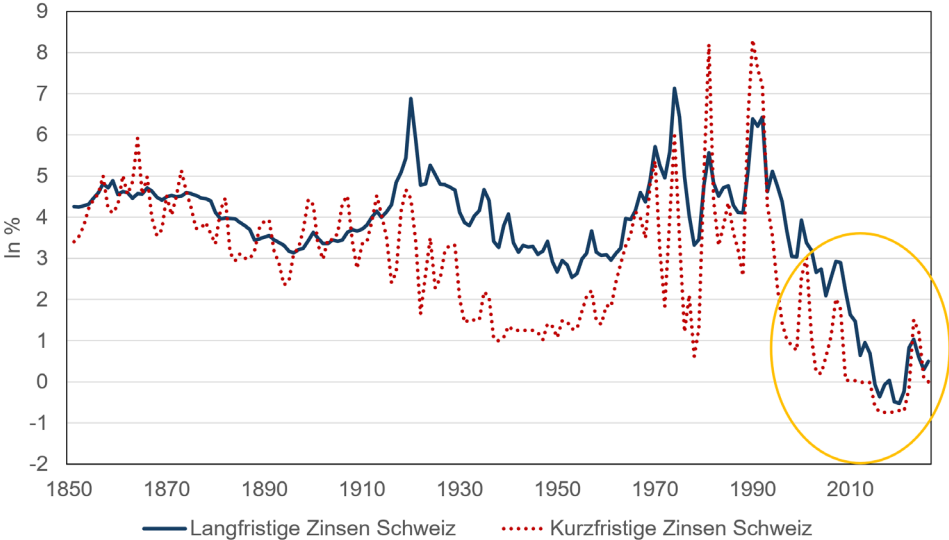
- Performance wird seit der Finanzkrise kontrovers diskutiert
- Probleme, die Inflation zu stabilisieren (in beide Richtungen)
- Null- und Negativzinspolitik
- Vernachlässigung der Finanzstabilität und realwirtschaftlicher Probleme

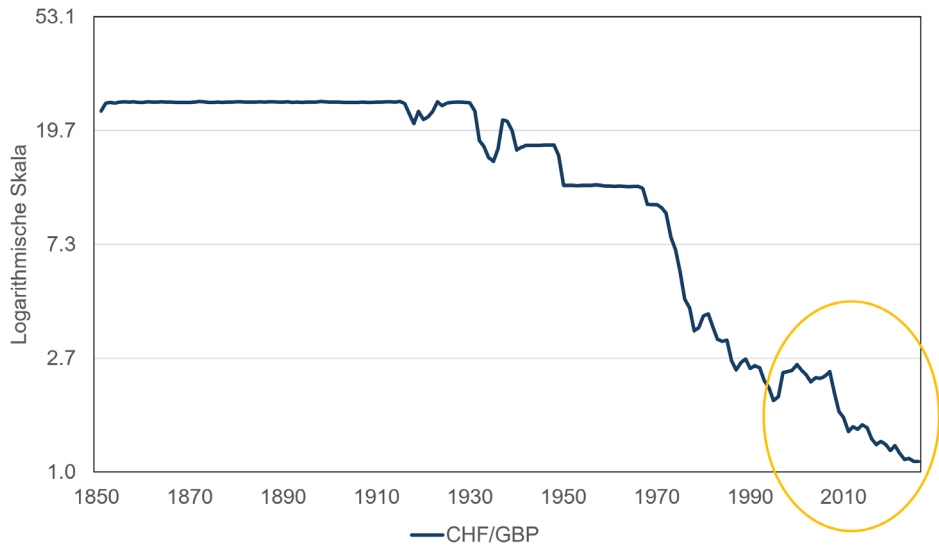
- Historische Einordnung
- Ursachen des Tiefzinsumfeldes in der Schweiz
- Herausforderungen für die Schweizerische Nationalbank
- Schlussfolgerungen

Historische Einordnung

- Vor der Gründung der SNB (1850 – 1906)
 - Hohe Zinsen; stabiler Wechselkurs; stark schwankende Inflation
- Fixer Wechselkurs (1907 – 1972)
 - Relativ hohe Zinsen; stabiler Wechselkurs (mit wichtigen Ausnahmen); hohe Inflation
- Geldmengenziele (1973 – 1999)
 - Sinkende Zinsen; Aufwertung des Schweizer Frankens; sinkende Inflation
- Neues geldpolitisches Konzept (2000 – heute)
 - Tiefe Zinsen; Aufwertung des Schweizer Frankens; tiefe Inflation







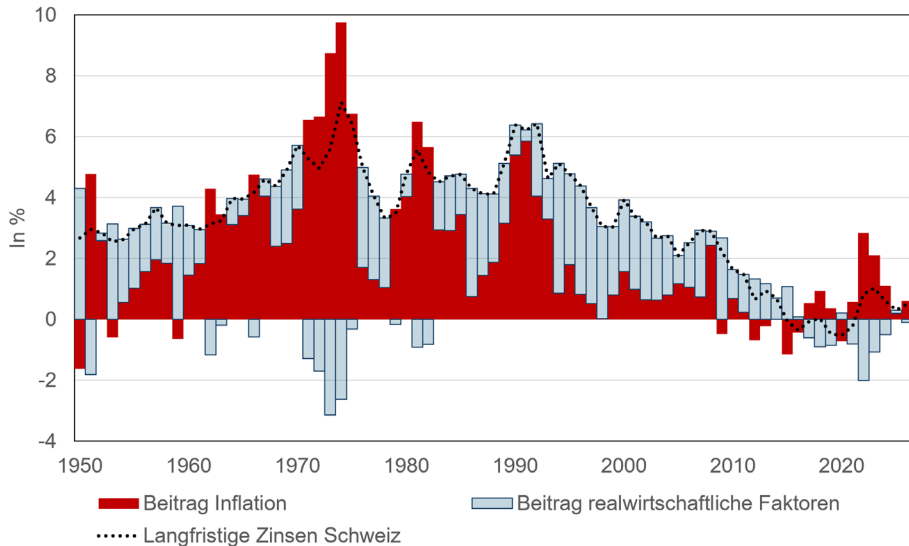
- Mit fixem Wechselkurs hängt die Inflationsentwicklung stark vom Ausland ab (eine unabhängige Geldpolitik ist unmöglich)
- Eine tiefe und stabile Inflationsentwicklung geht mit tiefen Zinsen einher
- Eine tiefe und stabile Inflationsentwicklung (relativ zum Ausland) geht mit einer Aufwertung der Währung einher

Quellen: Kaufmann (2019), Kaufmann (2020), Hauzenberger et al. (2022), Gerlach und Stuart (2024)

Ursachen des Tiefzinsumfeldes in der Schweiz

- Inflation = Geldentwertung
- Kaufkraftbereinigt verliert eine Geldanlage durch Inflation an Wert (z.B. Banknoten)
- Falls Kreditgebende höhere Inflation erwarten, verlangen sie daher eine höhere Rendite (z.B. Bundesanleihen, Sparkonten, Hypotheken)
- Höhere Inflationserwartungen führen zu einem Anstieg des generellen Zinsniveaus
- Tiefere Inflationserwartungen führen zu einem Rückgang des generellen Zinsniveaus
- Der Fokus der SNB auf die Inflationsstabilisierung hat zum Zinsrückgang beigetragen

- Tiefere Zinsen
 - Demografische Entwicklung
 - Globaler Ersparnis-Überschuss
 - Präferenz für sichere Anlagen
 - Tiefes Produktivitätswachstum
 - Tiefe Verschuldung
- Unklar
 - Geopolitische Spannungen
 - Generative KI



- Viele der genannten Ursachen ändern sich kurzfristig kaum; Das Tiefzinsumfeld dürfte länger anhalten
- Ein Grossteil des Renditerückgangs beruht auf Erfolgen bei der Inflationsstabilisierung; kaufkraftbereinigt ist der Rückgang der Renditen weniger ausgeprägt
- Der Rückgang betrifft besonders sichere Anlagen; höhere Renditen sind mit höherem Risiko behaftet
- Margendruck bei Banken dürfte anhalten (Stichwort: effektive Zinsuntergrenze, Negativzinsen)

Herausforderungen für die SNB

Die Nationalbank belässt den **SNB-Leitzins unverändert bei 0%**. Sichtguthaben der Banken bei der SNB werden bis zu einer bestimmten Limite zum SNB-Leitzins verzinst. Der **Zinsabschlag auf Sichtguthaben oberhalb dieser Limite beträgt unverändert 0,25 Prozentpunkte**. Bei Bedarf ist die Bereitschaft der Nationalbank am **Devisenmarkt zu intervenieren** erhöht. Damit wirkt die Nationalbank einer raschen und **übermässigen Aufwertung** des Frankens entgegen, welche die **Preisstabilität in der Schweiz gefährden** würde.

- Die SNB kann die Zinsen in einem Wirtschaftsabschwung nicht unbegrenzt senken
 - Bargeldhortung
 - Negativzinsen sind unpopulär
 - Risiken für die Finanzstabilität
 - Unbekannte Auswirkungen
- Dies führt zu einer asymmetrischen geldpolitischen Zinsreaktion
 - Zinserhöhungen sind ohne weiteres möglich
 - Zinssenkungen, z.B. zur Bekämpfung einer Deflation, Rezession, oder Aufwertung, werden zögerlich eingesetzt
 - Daher greift die SNB zu alternativen geldpolitischen Massnahmen

- Negativzinsen bedeuten, dass Geschäftsbanken auf einem Teil ihrer SNB-Giroguthaben einen Zins bezahlen müssen
- Die Nachfrage nach Schweizer Franken nimmt ab, wodurch sich der Wechselkurs abschwächt
- Die Auswirkung auf die Konjunktur hängt jedoch auch davon ab, ob die Negativzinsen auf Kreditzinsen durchschlagen
- Diese Überwälzung findet nur beschränkt statt; manche Kreditzinsen steigen sogar
- Für die SNB ist die Hürde für eine Zinsreduktion mit Negativzinsen höher als üblich

Quellen: Abadi, Brunnermeier und Koby (2023) und Basten und Mariathasan (2023), Berichterstattung zur Lagebeurteilung vom 19. Juni 2025

- Durch Käufe und Verkäufe von Fremdwährungsanlagen versucht die SNB den Wechselkurs zu beeinflussen
- In einer Rezession mit Deflationstendenzen möchte die SNB den Franken schwächen
- Stützt die Konjunktur (z.B. Exportwirtschaft)
- Stützt die Inflation
 - Erhöht Preise von importierten Gütern
 - Erhöht Inflationserwartungen

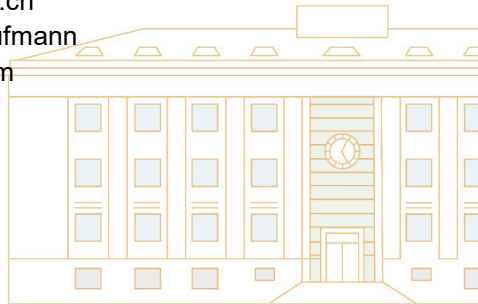
- Der Wechselkurs wurde jüngst explizit der geldpolitischen Strategie der SNB hinzugefügt
- Die Geldpolitik ist *effektiv*. Die SNB kann die Inflation und den Wechselkurs über Devisenmarktinterventionen steuern
- Die Geldpolitik ist *wenig effizient*. Die SNB greift auf gross angelegte Devisenmarktinterventionen zurück, was zu einer Vergrösserung der Bilanz führt
 - 2005: 21% des BIP
 - 2021: 138% des BIP
 - 2025: 103% des BIP

Schlussfolgerungen

- Die Zentralbank beeinflusst sowohl die Kurz- als auch die Langfristzinsen
- Tiefe Zinsen sind jedoch nicht immer ein Zeichen einer expansiven Geldpolitik
- Tiefe Inflation oder Deflation, möglicherweise eine Konsequenz einer zu straffen Geldpolitik, führt ebenfalls zu tieferen Zinsen
- Zinsprognosen sind schwierig, aber langfristige Trends sprechen für relativ tiefe Zinsen in der Schweiz
- Die wichtigsten Gründe sind die tiefe Inflation, die tiefe Verschuldung, die Alterung der Gesellschaft und das tiefe Produktivitätswachstum

Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

daniel.kaufmann@unine.ch
www.linkedin.com/in/dankaufmann
www.dankaufmann.com



Abadi, J., M. Brunnermeier, and Y. Koby. 2023. "The reversal interest rate," *American Economic Review* 113 (8): 2084–2120.

Basten, C. and M. Mariathasan. 2023. "Interest rate pass-through and bank risk-taking under negative-rate policies with tiered remuneration of central bank reserves," *Journal of Financial Stability*, 68(C).

Gerlach, S. and R. Stuart. 2024. "International co-movements of inflation, 1851–1913," *Oxford Economic Papers*, 76(4), 997-1013.

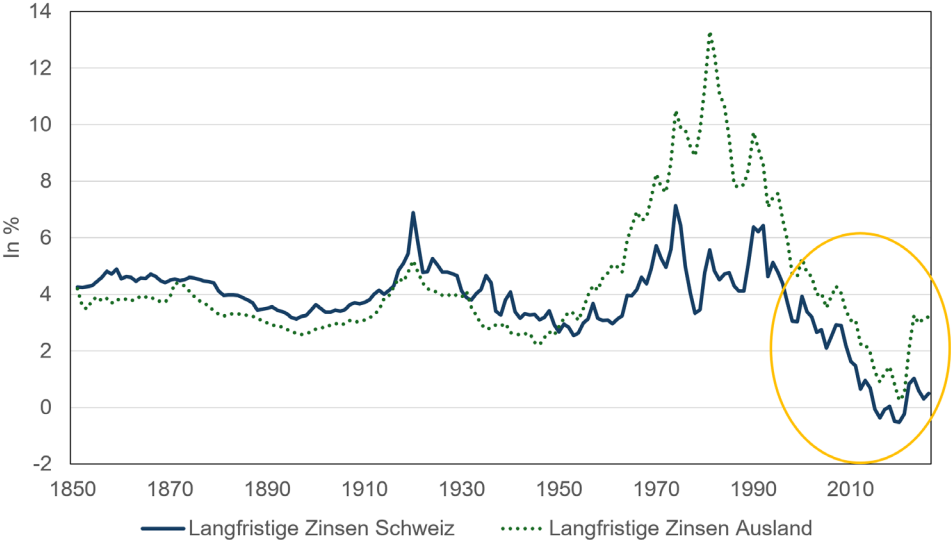
Hauzenberger, N., D. Kaufmann, R. Stuart, and C. Tille. 2022. "What drives long-term interest rates? Evidence from the entire Swiss franc history 1852-2020," IRENE Working Papers 22-03, University of Neuchâtel.

Kaufmann, D. 2019. "Nominal stability over two centuries," *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155(1), 1-23.

Kaufmann, D. 2020. "Wie weiter mit der Tiefzinspolitik? Szenarien und Alternativen," IRENE Policy Reports 20-01, University of Neuchâtel.

Kaufmann, D. 2025. "Die Nationalbank braucht neue Instrumente", Tages-Anzeiger, 6.11.2025

Anhang



- Die SNB könnte ihre Geldpolitik kommunikativ effizienter gestalten
 - Zeitvariierendes Wechselkursziel an der effektiven Zinsuntergrenze (ähnlich der Zinssteuerung in normalen Zeiten)
 - Zeitvariierendes Inflationsziel an der effektiven Zinsuntergrenze (Vermeidung eines unerwünschten Rückgangs der Inflationserwartungen)
- Beides wäre mit dem heutigen Mandat der SNB vereinbar

- Kurzfristig
 - Rohstoffpreise erhöhen Inflation (kurzfristig)
 - Leitzins bei 0%
 - Aufwertungsschübe
- Mittelfristig
 - Strukturelle Veränderungen durch raschen technologischen Fortschritt (Fintech, alternative Zahlungsmittel, generative KI)
 - Es ist nicht die Aufgabe der Geldpolitik, diesen Fortschritt zu fördern, bremsen, oder dessen Auswirkungen abzumildern
 - Es stellen sich technische und operative Fragen, wie eine Zentralbank mit den Auswirkungen umgeht