

Schweizer Zinssätze: Ein Überblick von 1852 bis 2020

Eine Studie hat die Entwicklung der Zinssätze, Wechselkurse und Inflationsraten seit Mitte des 19. Jahrhunderts untersucht. Der Realzins in der Schweiz befindet sich heute auf einem sehr tiefen Niveau, doch historisch gesehen ist das nichts Ungewöhnliches.

Niko Hauzenberger, Florian Huber, Daniel Kaufmann, Rebecca Stuart, Cédric Tille

Abstract Wie haben sich die Zinssätze, Wechselkurse und Inflationsraten seit der Mitte des 19. Jahrhunderts entwickelt? Anhand einer neuen Datenbank lässt sich die Entwicklung der letzten Jahrzehnte in einer langfristigen historischen Perspektive untersuchen. Korrigiert um temporäre Schwankungen und unter Berücksichtigung struktureller Veränderungen, die sich auf die Wirtschaftsdynamik auswirken, erhält man den Trend für Zinssätze, Wechselkurse und Inflationsraten. Der inflationsbereinigte Realzins in der Schweiz befindet sich heute historisch gesehen auf einem sehr tiefen Niveau. Doch das ist nichts Ungewöhnliches, namentlich für den kurzfristigen Zinssatz. Dieser folgt zwar der Zinsentwicklung in den anderen Ländern, weicht manchmal aber auch davon ab. In den letzten 20 Jahren war diese Abweichung allerdings sehr gering. Ein weiterer Einflussfaktor für die Schweizer Zinsen ist die demografische Entwicklung, denn die Bevölkerungsalterung drückt auf die Zinssätze

Seit mehreren Jahrzehnten ist der Zinsrückgang ein zentraler Faktor des wirtschaftlichen Umfelds. Teilweise ist dieses Phänomen auf die schwächere Inflation zurückzuführen. Doch beim aktuellen Rückgang handelt es sich um eine tieferegreifende langfristige Entwicklung, die sich in mehreren Ländern beobachten lässt und nichts Neues ist.¹

Wie ist die Situation in der Schweiz? Das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) hat mehrere Studien in Auftrag gegeben, um die Ursachen für das Tiefzinsumfeld und dessen Auswirkungen besser zu verstehen. Im Rahmen dieser Studien ermöglicht es unsere Analyse², unter anderem die Situation in der Schweiz mit jener ihrer wichtigsten Handelspartner zu vergleichen – und zwar aus einer langfristigen historischen Perspektive seit der Mitte des 19. Jahrhunderts. Die Schwierigkeit liegt jedoch darin, dass nur begrenzt Daten vorhanden sind und sich die Wirtschaftspolitik im Laufe der Zeit strukturell verändert hat.

Daten zur Nachkriegszeit sind einfach zu finden; bei einer längerfristigen Analyse stösst man jedoch auf verschiedene Hindernisse. Einerseits sind die Daten nur begrenzt verfügbar, und ihre Qualität ist mit Vorsicht zu genießen, ansonsten riskiert man, falsche Schlüsse zu ziehen.³ Andererseits ist die Datenlage für die Schweiz besonders dünn, im Gegensatz zu grossen Ländern wie Grossbritannien, für die im Rahmen mehrerer Studien bereits die erforderlichen Datenbanken erstellt wurden.

Schweizer Nominalzins stabilisiert

Für unsere Studie haben wir die verfügbaren Zins- und Wechselkursdaten – die bis zum Anfang des 20. Jahrhunderts zurückreichen – zunächst mit den Zahlen aus den Archiven der Basler Börse, der Genfer Wertschriftenbörse oder auch der «Neuen Zürcher Zeitung» ergänzt. Da die Zinssätze und Wechselkurse seit Langem wichtige Parameter für die Geschäftswelt darstellen, sind sie in diesen Archiven und Publikationen zuverlässig erfasst. Anschliessend haben wir die Daten so miteinander verknüpft, dass sich für die Zeit seit 1852 jeweils Quartalswerte ermitteln liessen. Dabei wurden mehrere technische Aspekte berücksichtigt, wie etwa die genauen Rückzahlungsverfahren für Obligationen.

Es zeigte sich, dass sich der Schweizer Nominalzins von Franken-Obligationen (mit Laufzeiten von fünf oder mehr Jahren) anders entwickelte als in verschiedenen Ländern. Konkret lag der Schweizer Zinssatz bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs nämlich höher. Besonders hoch war er in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg von

1 Del Negro et al. (2019).
2 Hauzenberger et al. (2021).
3 Kaufmann (2020).

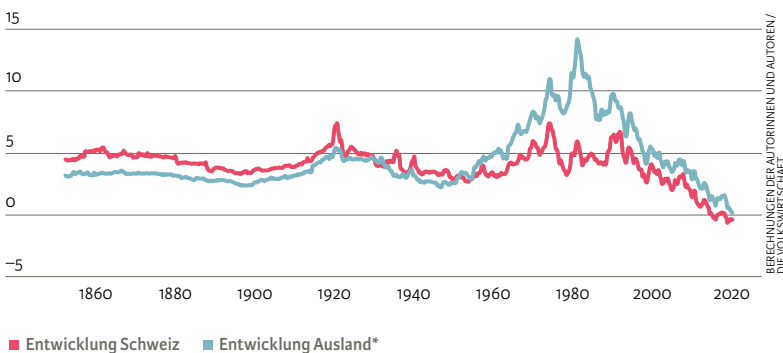
1914 bis 1918 (siehe *Abbildung 1*). Damals galt der Schweizer Franken noch nicht als sogenannte Flucht- oder «Safe Haven»-Währung. Nach 1945 ändert sich die Situation. Die Schweizer Zinsschwankungen sind fortan moderater und das Zinsniveau tiefer als im Ausland.

Die Ermittlung der Inflationsdaten ist hingegen komplizierter. Während die Konsumentenpreise ab 1921 verfügbar sind, liegen für die Zeit davor lediglich jährliche Zahlen für die Produzentenpreise vor. Da die Produzentenpreisdizes aber nur eine beschränkte Anzahl Preise enthalten, sind Messfehler hier wahrscheinlicher als bei den oben genannten Zinswerten aus den Finanzmarktdaten.

- 4 Der Schätzwert wurde mithilfe der von Schorfheide und Song (2015) entwickelten Methode ermittelt.
- 5 Gerlach und Stuart (2021).
- 6 Weitere Einzelheiten zu diesem Modell in Laubach und Williams (2016).
- 7 Weitere Einzelheiten zu dieser Methode in Beveridge und Nelson (1981).

Abb. 1. Entwicklung des Nominalzinses von Obligationen (1852–2020)

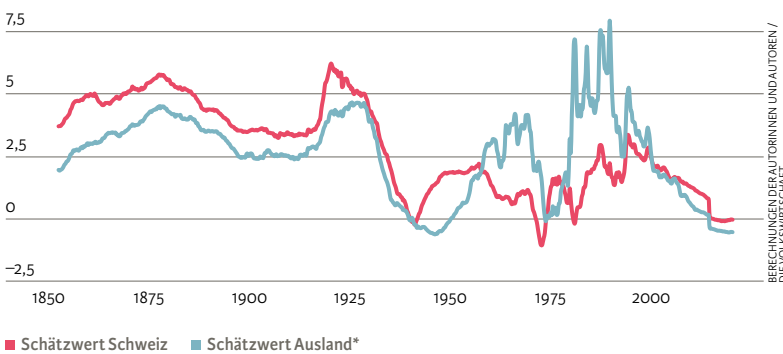
20 Nominalzins (Laufzeit: 5 oder mehr Jahre), in %



BERECHNUNGEN DER AUTORINNEN UND AUTOREN / DIE VOLKSWIRTSCHAFT

Abb. 2. Entwicklung des realen Trendzinssatzes (1852–2020)

10 Realer Basiszinssatz (Laufzeit: 5 oder mehr Jahre), in %



BERECHNUNGEN DER AUTORINNEN UND AUTOREN / DIE VOLKSWIRTSCHAFT

* Grossbritannien diente bis 1914 als Vergleichsreferenz für das «Ausland». Bis 1963 wurde der Durchschnitt von Grossbritannien und den USA und ab 1963 der aussenhandelsgewichtete Durchschnitt von neun Ländern (Grossbritannien, USA, Österreich, Frankreich, Deutschland, Indien, Italien, Japan und Niederlande) berücksichtigt.

Seit 1852 basieren die Quartalswerte für die Konsumentenpreise auf zwei Komponenten. Erstens auf den Schweizer Preisen: Ab 1921 sind zuverlässige Angaben dazu verfügbar. Und zweitens auf den Preisen in Grossbritannien sowie den Zinssätzen und Wechselkursen in Grossbritannien und der Schweiz, die eine solide Datenbasis bilden. Wir nutzen das Verhältnis zwischen den verschiedenen Variablen seit 1921 aus, um anschliessend mit den zuverlässigen Variablen der vorangehenden Jahrzehnten vierteljährliche Schweizer Konsumentenpreise zu extrapolieren.⁴ Daraus werden die vierteljährlichen Schweizer Konsumentenpreise extrapoliert. Dieser Ansatz ist besonders zielführend, da die verschiedenen Länder im 19. Jahrhundert sehr ähnliche Inflationsraten aufweisen.⁵

Tiefer Schweizer Realzins

Für die Analyse des Trends mussten die Daten zudem um temporäre Schwankungen korrigiert werden. Für das gewöhnlich verwendete theoretische Modell⁶ hätte das Verhältnis zwischen den Variablen stabil sein müssen, was aber für einen Zeitraum von 170 Jahren wenig wahrscheinlich ist. Daher kam ein anderer empirischer Ansatz⁷ zum Einsatz, mit einigen Anpassungen, um allfällige (auch abrupte) strukturelle Veränderungen berücksichtigen zu können. Auf diese Weise konnte für jede Variable ein Trendwert berechnet werden. Dieser entspricht dem Wert, auf dem sich die einzelnen Variablen langfristig und ohne temporäre Schocks jeweils eingependelt hätten. Dieser Ansatz bietet den Vorteil, dass der Wert im zeitlichen Verlauf variieren kann. Dadurch trägt er strukturellen Veränderungen – beispielsweise des Wechselkurssystems – besser Rechnung.

Der reale (also inflationsbereinigte) Zinssatz stellt die interessanteste Variable dar. Der für die Schweiz geschätzte Trendwert ist bis 1930 stabil, bevor er deutlich zurückgeht. Danach verharrt er bis 1980 auf tiefem Niveau und steigt dann bis Mitte der Neunzigerjahre wieder an, allerdings ohne sein ursprüngliches Niveau zu erreichen. Schliesslich sinkt er wieder und ist aktuell auf einem historisch sehr tiefen Niveau angekommen.

Ähnlich ist die Entwicklung im Ausland, allerdings mit einigen interessanten Unterschieden: Im Vergleich zur Schweiz ausgeprägter sind vor allem der Anstieg des realen Trendzinssatzes in den Achtzigerjahren sowie der darauffolgende Rückgang (siehe *Abbildung 2*).

Neben den Zinsen für Obligationen mit langer Laufzeit wurde auch der kurzfristige Zinssatz analysiert. Die Differenz zwischen diesen zwei Zinssätzen ist die sogenannte Laufzeitprämie. Sie lag im 19. Jahrhundert bei null, es bestand also kein langfristiges Inflationsrisiko. Die hohe Inflation während des Ersten Weltkriegs sorgte für einen Anstieg der Laufzeitprämie, die bis zum Rückgang der Trendinflation in den Neunzigerjahren bei rund 2 Prozent verharrte. Diese Entwicklung verdeutlicht das Inflationsrisiko, das bis vor Kurzem vorhanden war.

Einflüsse auf Schweizer Zinssätze

Anhand einer einfachen ökonometrischen Analyse lassen sich einige Faktoren ermitteln, die für die Schwankungen des Trendzinssatzes in der Schweiz verantwortlich sind. Einerseits bildet dieser – wenig überraschend – den globalen Zinszyklus ab, der auch die Trendzinsen in den anderen Ländern beeinflusst. Andererseits spielt auch die demografische Entwicklung eine Rolle. Denn bei einem geringen Anteil junger

Leute oder einem hohen Anteil Pensionierter an der Bevölkerung ist der Zinssatz tiefer. Dieser Einfluss der Bevölkerungsalterung wird auch in mehreren Studien zu anderen Ländern erwähnt.⁸

Unsere Analyse zeigt zudem, dass der Schweizer Trendzinssatz (im Vergleich zu den ausländischen Zinssätzen) nach dem geldpolitischen Kurswechsel der Schweiz im Jahr 2000 höher war. Der Grund dafür ist wahrscheinlich, dass die anderen Zentralbanken während dieser Zeit ihre politischen Rahmenbedingungen ebenfalls angepasst und die Preisstabilität stärker gewichtet haben. Damit näherten sie sich der Schweiz an, womit diese kein «Sonderfall» mehr war. Auch auf diesen Aspekt wird in anderen Studien hingewiesen.⁹

8 Siehe insbesondere Fiorentini et al. (2018).
9 Siehe insbesondere Engel und Wu (2018).

Niko Hauzenberger

Post-Doc Researcher, Universität Salzburg (Ö)

Florian Huber

Professor für Empirische Makroökonomie, Universität Salzburg (Ö)

Daniel Kaufmann

Professor für Angewandte Makroökonomie, Universität Neuenburg, und Research Fellow, KOF Konjunkturforschungsinstitut der ETH Zürich

Rebecca Stuart

Post-Doc Researcher, Universität Neuenburg

Cédric Tille

Professor für Wirtschaftswissenschaften, Graduate Institute of International and Development Studies (Iheid), Genf

Literatur

Beveridge, S. und Nelson, C. R. (1981). A New Approach to Decomposition of Economic Time Series into Permanent and Transitory Components with Particular Attention to Measurement of the «Business Cycle». *Journal of Monetary Economics*, 7(2): 151–174.
Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P. und Tambalotti A. (2019). Global Trends in Interest Rates. *Journal of International Economics*, 118(C): 248–262.
Engel, C. M. und Wu, S. P. Y. (2018). Liquidity and Exchange Rates – An Empirical Investigation. CEPR Discussion Papers, 13401.

Fiorentini, G., Galesi, A., Pérez-Quirós, G. und Sentana, E. (2018). The Rise and Fall of the Natural Interest Rate. CEPR Discussion Papers, 13042.
Gerlach, S. und Stuart, R. (2021). International Co-movements of Inflation, 1851–1913. IRENE Working Papers 21-02, Wirtschaftsforschungsinstitut, Universität Neuenburg.
Hauzenberger, N., Huber, F., Kaufmann, D., Stuart, R. und Tille, C. (2021). Interest Rates in Switzerland 1852–2020. Grundlagen für die Wirtschaftspolitik, Nr. 24. Staatssekretariat für Wirtschaft, Bern.

Kaufmann, D. (2020). Is Deflation Costly After All? The Perils of Erroneous Historical Classifications. *Journal of Applied Econometrics*, 35(5): 614–628.
Laubach, T. und Williams, J. C. (2016). Measuring the Natural Rate of Interest Redux. Finance and Economics Discussion Series, 2016-11, Board of Governors des US-Federal Reserve System.
Schorfheide, F. und Song, D. (2015). Real-time Forecasting with a Mixed-frequency Var. *Journal of Business & Economic Statistics*, 33(3): 366–380.