

Inflation bleibt erneut unter der Erwartung: Die Nationalbank gerät in Erklärungsnot

Nullteuerung im November Die Währungshüter rechneten mit steigenden Inflationsraten – doch zum Jahresende fallen die Preise weiter. Werden nun Negativzinsen wieder ein Thema?

Simon Schmid

Kurz nach Monatsbeginn gibt das Bundesamt für Statistik jeweils bekannt, wie sich die Inflation zuletzt entwickelt hat. Seit August trägt die Mitteilung denselben Titel: «Konsumentenpreise sind gefallen». Die neueste Messung bezieht sich auf den November und enthält den Zusatz: «um 0,2 Prozent».

Zum Jahresende hin hält sich die Inflation damit hartnäckig tief. Gegenüber dem Oktober sind die Preise leicht gefallen; im Vergleich zum November 2024 sind sie unverändert geblieben. In der Schweiz herrscht Nullteuerung.

Für sich allein betrachtet, ist das keine Tragödie. Eine jährliche Inflation von 0,0 Prozent ist kompatibel mit dem Ziel der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die Inflation mittelfristig im Bereich von 0 bis 2 Prozent zu halten. Doch die jüngsten Entwicklungen werfen die Frage auf, ob Präsident Martin Schlegel und seine Kollegen im Direktorium der SNB die Lage richtig einschätzen.

SNB-Prognosen für Inflation lagen öfters daneben

Im September gingen die Nationalbankverantwortlichen davon aus, dass die Teuerung anziehen würde. Fürs vierte Quartal prognostizierten sie eine Inflation von 0,4 Prozent. Nach den Oktober- und Novemberdaten zeichnet sich aber ab, dass die Inflation mehr oder weniger bei 0 Prozent liegen wird. Auch das ist für sich allein genommen nicht tra-



Nationalbank-Präsident Martin Schlegel will Negativzinsen vermeiden. Foto: Claudio Thoma (Keystone)

gisch. Man kann nicht alles vorhersehen, was in der Wirtschaft passiert.

Im November sind laut dem Bundesamt für Statistik etwa die Preise in der Hotellerie und für Pauschalreisen ins Ausland stark gefallen, auch Autos und Gemüse sind billiger geworden. Im Oktober waren die Preise von Mietwagen gesunken.

Trotzdem fällt auf, dass die Nationalbank mit ihren Inflationsprognosen wiederholt daneben gelegen ist – und zwar meistens in dieselbe Richtung: Stets hat sie die Teuerung überschätzt. So dachte sie etwa im März, dass die Preise im zweiten Quartal um 0,3 Prozent steigen würden. Wie sich im Verlauf des Sommers zeigte, ging die Inflation bis auf 0 Prozent zurück.

Bereits 2023 und 2024 lag die SNB mit ihren Inflationsprognosen regelmässig zu hoch. 2025 wurde die Treffsicherheit zwischenzeitlich etwas besser – doch nun scheint sich das alte Muster zu wiederholen. Mit der Folge, dass die Nationalbank an ihrer Konferenz vom 11. Dezember wohl gezwungen sein wird, ihren Ausblick für 2026 nach unten zu korrigieren.

Gemäss der letzten SNB-Prognose dürfte die Inflation bis zum Ende des kommenden Jahres wieder auf 0,6 Prozent steigen. Die Ökonomen von Capital Economics halten das für unrealistisch. «Wir erwarten, dass die Inflation sich in den kommenden zwölf Monaten um null bewegt.» Auch Pantheon Economics, ein weiteres Forschungsbüro, erwartet über weite Strecken des kom-

menden Jahres Teuerungsraten um den Nullpunkt.

Konkret erwartet Capital Economics, dass zwar die Energiepreise und die Preise von importierten Waren wieder etwas anziehen. Demgegenüber dürfte die Teuerung der Mieten aber weiter nachlassen, und auch der schwache Lohndruck im Inland dürfte kaum zur Teuerung beitragen.

Die Wahrscheinlichkeit für Negativzinsen steigt

Relevant sind diese Diskrepanzen, weil die Nationalbank ihren Leitzins im Juni auf null gesenkt hat – und seither darauf hofft, dass eine weitere Senkung in den negativen Bereich nicht nötig ist, weil die Wirtschaft wieder Fahrt aufnimmt und die Inflation in der Folge wieder anziehen wird.

Ob sich diese Hoffnung erfüllt, ist offen. Zwar erwartet am Finanzmarkt zurzeit fast niemand, dass die SNB schon am nächsten Donnerstag den Leitzins unter null senkt. Doch es gibt laut Finanzdaten eine reale Wahrscheinlichkeit, dass sie sich in drei oder sechs Monaten doch noch gezwungen sehen könnte, diesen Schritt zu tun. «Wir erwarten, dass die Nationalbank bis im März oder, noch wahrscheinlicher, bis im Juni wartet, um den Zins senken», schreibt Capital Economics.

Mit dieser Einschätzung ist das Büro zwar momentan in der Minderheit – SNB-Präsident Martin Schlegel hat die Hürde für Negativzinsen hoch ange setzt. Doch die hartnäckig tiefe Inflation wird auch ihm zu denken geben.