

Antibabypille, Gleichgewichtszinsen und andere Argumente für ein anhaltendes Tiefzinsumfeld

Der langfristige Rückgang der Zinsen seit den 80er-Jahren und die Einführung von Negativzinsen in gewissen Ländern führten zu intensiven politischen und akademischen Debatten. Dabei geht es hauptsächlich um die Frage, ob die Zinsen bald wieder steigen werden, oder ob das Tiefzinsumfeld als neue wirtschaftliche Gegebenheit von Dauer betrachtet werden muss.

Manche Experten machen die ultra-expansive Geldpolitik der Zentralbanken der vergangenen Jahre für das Tiefzinsumfeld verantwortlich. Andere sehen die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage seit der letzten Finanzkrise als Grund für das derzeitige tiefe Zinsniveau. Einige akademische Stimmen schreiben das niedrige Zinsumfeld sogar demographischen Ursachen und der Einführung der Antibabypille zu.

Der Gleichgewichtszins als Indikator zur Bestimmung der Zinspolitik

Seit jeher versuchen Ökonomen den Gleichgewichtszins (auch neutraler oder natürlicher Zins genannt) zu bestimmen. Der schwedische Ökonom Knut Wicksell prägte im Jahr 1898 erstmals diesen Begriff und definierte ihn als „jene Rate des Darlehenszinses, bei welcher dieser sich gegenüber den Güterpreisen durchaus neutral verhält, sie weder zu erhöhen noch zu senken die Tendenz hat“. Gemeint ist der Zins, der auf lange Sicht mit nachhaltigem Produktivitätswachstum bei Vollbeschäftigung und stabiler Inflation vereinbar ist. Für Zentralbanken ist der neutrale Zins von höchster Bedeutung: werden Leitzinsen über (unter) dem neutralen Zinssatz festgelegt, hat dies eine dämpfende (stimulierende) Wirkung auf die Wirtschaft. In der Praxis kann dieser nominale Gleichgewichtszins nur geschätzt werden, als Summe des erwarteten neutralen Realzinses und der zu erwartenden Inflationsrate. Ein weitverbreitetes Modell ist jenes der amerikanischen Ökonomen T. Laubach und J. Williams. Sie modellieren den neutralen Realzins auf Basis aktueller Schätzungen der Wachstumsrate des Gleichgewichts-BIP. Aktuell liegen die effektiven US-Zinsen unweit der Modellschätzung von Laubach & Williams, was gegen einen größeren Zinsanstieg in naher Zukunft spricht (vgl. Grafik 1).

Taylor-Regel als Verhaltensmodell

Zentralbanken haben bei der Festlegung der Leitzinsen viele Faktoren zu beachten. Definiertes Ziel der amerikanischen Zentralbank (US Federal Reserve, Fed) ist es, die Geldpolitik derart zu leiten, dass die Arbeitslosenquote bei möglichst stabilen Preisen (Inflationsziel um zwei Prozent) und langfristig moderatem Zinsniveau minimiert wird. Professor J. Taylor

der Universität Stanford hat die Gesetzmässigkeiten der Fed-Entscheidung in eine mathematische Formel gefasst, die sogenannte Taylor-Regel. Sie hängt vom neutralen Realzinssatz (s. oben), der Inflation im Verhältnis zum Inflationsziel (zwei Prozent) und der „Produktivitätslücke“ (also der Differenz zwischen aktuellem realen BIP und dem Gleichgewichts-BIP) ab. Setzt man die Laubach & Williams Schätzung als neutralen Realzins in die Taylor-Regel ein so wird ersichtlich, dass die Zinsen gemäß der Formel und die effektiven Leitzinsen nahe beieinander liegen (vgl. Grafik 2). Auch diese Tatsache spricht dafür, dass die aktuell rekordtiefen Zinsen weiterhin bestehen bleiben.

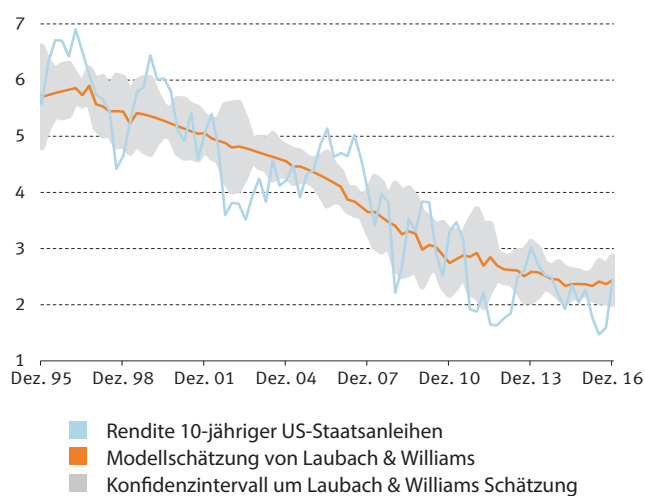
Antibabypille als Ursache für tiefe Zinsen

Professor C. Teulings von der Universität Cambridge vertritt die These, dass die Einführung der Antibabypille in den 60er-Jahren und der daraus folgende demographische Wandel für die fallenden Realzinsen mitverantwortlich sein könnten. Die Pille führte z.B. in Deutschland fast zu einer Halbierung der Geburtenziffer innerhalb weniger Jahre (2.5 in 1967 auf 1.4 Kinder je Frau in 1970). Dies hat eine veränderte Altersstruktur zur Folge mit deutlich mehr über als Unter-50-Jährigen. Teulings verknüpft die Veränderung der Alterspyramide mit der Lebenszyklushypothese. Diese besagt, dass man in den ersten 25 Jahren des Lebens vor allem auf Kredit lebt, von 25 bis 65 Jahren Vermögen anspart, um nach der Pensionierung von den Ersparnissen zu leben. Bei Kombination der Lebenszyklushypothese mit der tatsächlichen Alterspyramide kommt man zu dem Schluss, dass sich aktuell mehr Menschen in der „Sparphase“ des Lebens befinden als in der „Kreditphase“. Dies wiederum führt zu einem Überangebot an Ersparnissen, welches auf den Preis des Kredits (also die Zinsen) drückt. Teulings Modellierungen für die nächsten Jahre sagen unverändert tiefe Zinsen voraus.

Grafik 1:

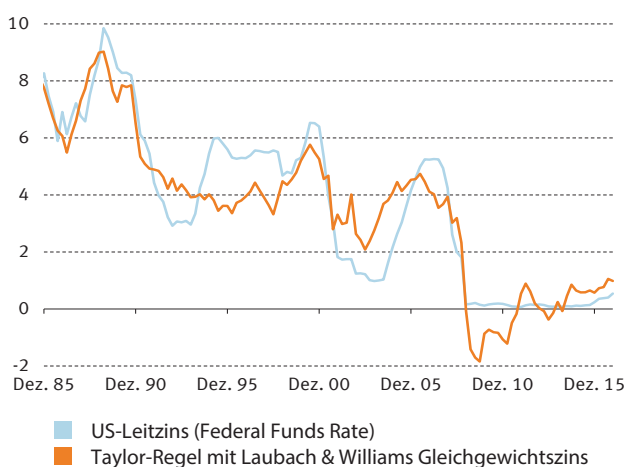
Quelle: Bloomberg

Prozent p. a.

**Grafik 2:**

Quelle: Bloomberg

Prozent p. a.



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers