

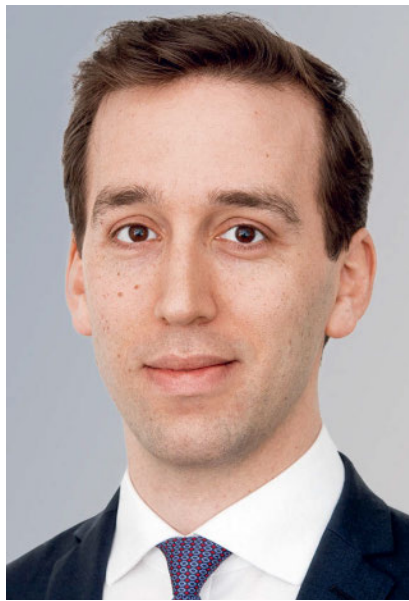
# Die Antibabypille, Gleichgewichtszinsen und andere Argumente für ein anhaltendes Tiefzinsumfeld



*Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA  
Chief Investment Officer (CIO)  
Mitglied der Geschäftsleitung  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

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 wiederum sehen die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage seit der letzten Finanzkrise als Grund für das derzeitige tiefe Zinsniveau. Einige akademische Stimmen schreiben das niedrige Zins-



*und Philippe Blum  
Investmentstrategie  
und Portfoliomanager  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

umfeld sogar demographischen Ursachen und der Einführung der Antibabypille zu.

## **Der Gleichgewichtszins – ein wegweisender 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 Pro-

duktivitätswachstum bei Vollbeschäftigung und stabiler Inflation vereinbar ist.

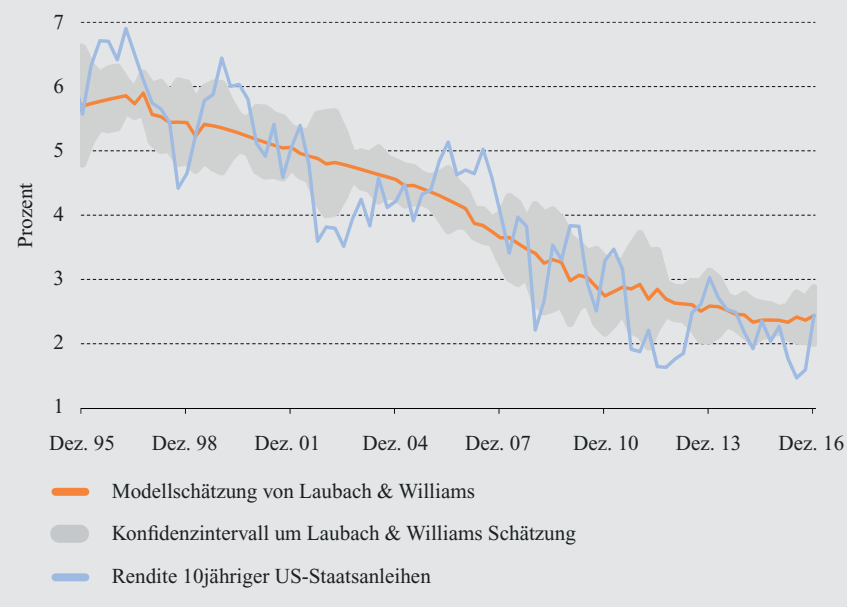
Für Zentralbanken ist der neutrale Zins von höchster Bedeutung: Werden Leitzinsen über (unter) dem neutralen Zinssatz festgelegt, hat dies eine dämpfende (stimulierende) Wirkung auf die Wirtschaft. In der Praxis kann dieser nominale Gleichgewichtszins nur geschätzt werden, und zwar als Summe des erwarteten neutralen Realzinses und der zu erwartenden Inflationsrate. Ein weit verbreitetes Modell ist jenes der beiden amerikanischen Ökonomen Thomas Laubach und John C. Williams. Sie modellieren den neutralen Realzins auf Basis aktueller Schätzungen der Wachstumsrate des GleichgewichtsbIP. Aktuell liegen die effektiven US-

Zinsen unweit der Laubach & Williams Modellschätzung, was gegen einen grösseren Zinsanstieg in naher Zukunft spricht (siehe Grafik 1).

### Taylor-Regel als Verhaltensmodell

Zentralbanken haben bei der Festlegung der Leitzinsen viele Faktoren zu beachten. Definiertes Ziel der amerikanischen Zentralbank (U.S. Federal Reserve Board, Fed) ist es, die Geldpolitik derart zu leiten, dass die Arbeitslosenquote bei möglichst stabilen Preisen (Inflationsziel um 2%) und langfristig moderatem Zinsniveau minimiert wird. Professor John B. Taylor der Universität Stanford hat die Gesetzmässigkeiten der Fed-Entscheide in eine mathematische Formel gefasst, die sogenannte Taylor-Regel. Sie hängt vom neutralen Realzinsatz (s. oben), der Inflation im Verhältnis zum Inflationsziel (2%) und der «Produktivitätslücke» (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 (siehe Grafik 2). Auch diese Tatsache spricht dafür, dass die aktuell rekordtiefen Zinsen weiterhin bestehen bleiben.

## Grafik 1: Laubach & Williams Gleichgewichtszins mit Konfidenzband verglichen mit der Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen



### Antibabypille als Ursache für tiefe Zinsen

Professor Coen 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 mitverantwort-

lich sein könnten. Die Pille führte z.B. in Deutschland fast zu einer Halbierung der Geburtenziffer innerhalb weniger Jahre (von 2,5 Kindern je Frau im Jahr 1967 auf 1,4 im Jahr 1970). Dies hat eine veränderte Altersstruktur zur Folge mit deutlich mehr Über- als Unter-50jährigen. 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 der Kombination der Lebenszyklushypothese mit der tatsächlichen Alterspyramide kommt man zum 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.

*daniel.witschi@dreyfusbank.ch*  
*philippe.blum@dreyfusbank.ch*  
*www.dreyfusbank.ch*

## Grafik 2: Zinsschätzung gemäss Taylor-Regel und effektiver Leitzins der amerikanischen Zentralbank

