

Zinswende: Ein Jahr positive Zinsen

Die ökonomischen Gesetze gelten weiterhin

Leben wir auf längere Sicht in einem inflationären Umfeld mit steigenden Zinsen? Grundlegende Faktoren sprechen für ein Sinken der Zinsen, wenn die Zentralbanken den Kampf gegen die Zinsen gewonnen haben.

Öffentliche Hand und Zentralbanken schufen mit Post-Covid-Fiskalprogrammen und geldpolitisch aggressiven Zinssenkungen einen preistreibenden Nachfrageboom, besonders in den USA. Putins Kriegstreiberei befeuerte den zunächst angebotsgetriebenen Preisschock. Steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise erhöhten Konsumenten- und Produzentenpreise im Jahr 2022 um über 9%.

Diese Abfolge von fiskal- und geldpolitischer Überstimulierung, einem Energiepreisschock und hochschissenden Inflationsraten erwischte die Zentralbanken auf dem falschen Fuss. Sie erhöhten die Zinsen 2022 aggressiv. Die US-Fed erhöhte den Leitzins von 0.25% auf heute 4.75%, gefolgt von der SNB von -0.75% auf 1% und schliesslich der EZB von -0.5% auf 3% (siehe erste Grafik).

Zehnjährige Staatsanleihen in den USA stiegen 2022 von 1.6% auf 3.5%, in Europa von -0.2% auf 2.2% und in der Schweiz von -0.1% auf 1.3%. Je nach Laufzeit resultierten doppelstellige Kapitalverluste; die Manifestation eines Risikos, auf das wir seit Jahren – von passiv Investierenden weitgehend ignoriert – hinweisen.¹

Ein Index ist kein Anlageziel, sondern ein Bündel von Wertschriften mit spezifischen Risikoeigenschaften. Blind indexorientierte Investorinnen und Investoren erlitten massive Kapitalverluste:

Der Swiss Bond Index verlor 12% (in Franken), der BBG Barclays Global Aggregate verzeichnete gar ein Minus von 15.8% (in Dollar) – in Lokalwährung mehr als der Schweizer Aktienindex SMI (-14.7%) und leicht weniger als der SPI (-16.9%).

Wie weiter mit den Zinsen?

Aktuell verbreitet ist die Meinung, nicht mehr zu tiefen Zinsen zurückzukehren. Nur gemach; mit Ernst Jandl (lichtung, 1966) gesprochen:

«manche meinen – lechts und rinks – kann man nicht velwechtern – werch ein Illtum!»

Die Zinsen waren schon vor Covid sehr tief und kannten drei Jahrzehnte nur die Richtung Süden.

Die erhöhte Inflation wird nicht dauerhaft sein, wie ökonomische Grossmeister argumentieren, auch wenn die Rückführung dauert. Anhaltend niedrige Zinsen sind eine ökonomisch fundierte Erwartung, wie folgend u. a. basierend auf Analysen von Krugman («New York Times», 10/2022) und Blanchard («Fiscal Policy Under Low Interest Rates», MIT 01/2023) argumentiert wird.

Ist die säkulare Stagnation vorbei?

2013 erklärte Lawrence H. Summers, fortgeschrittene Volkswirtschaften befänden sich in einer säkularen Stagnation, ein 1938 von Ökonom Alvin Hansen entwickeltes Konzept. Es bezieht sich auf Volkswirtschaften, die unter einer

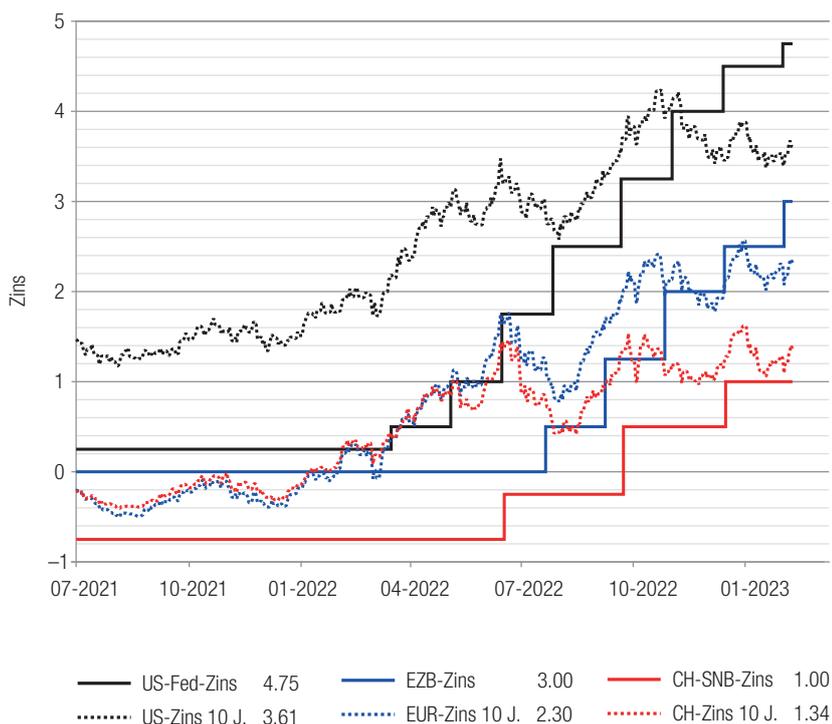


Roman von Ah

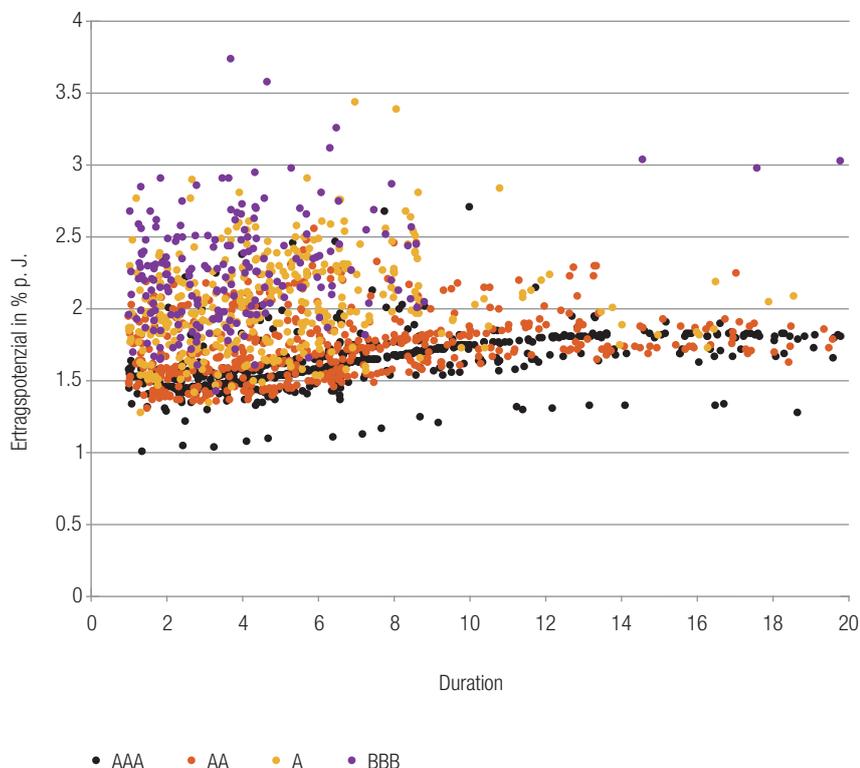
Dr. rer. pol., Gründer und Verwaltungsratsdelegierter Swiss Rock Asset Management

¹ Siehe z. B. «Bond-Index-Kolchosen», Roman von Ah, Schweizer Personalvorsorge 01/14.

Zentralbankzinsen und Zinsen risikolose Anleihen 10 Jahre



Swiss Bond Index SBI: Zukünftige Erträge p. a.



TAKE AWAYS

- Die Zentralbanken werden den Inflationenkampf gewinnen.
- Die Zinsen bleiben nach Abflachen der Inflation tief.
- Es gibt strukturelle makroökonomische Gründe für tiefe Realzinsen.

strukturell niedrigen privaten Nachfrage leiden, die tiefe Zinssätze erfordert, um sie aufrechtzuerhalten und das Produktionspotenzial zu erreichen – und zwar so niedrig, dass die sicheren Zinssätze (r) unter der Wachstumsrate der Wirtschaft (g) liegen: $r < g$.

Die Evidenz dazu war für die meisten Volkswirtschaften überwältigend: Inflationsbereinigte reale Zinssätze sanken seit Mitte der 1980er Jahre und lagen unter den Wachstumsraten, die in der Regel sogar negativ waren. Blanchard meint erstens, dass es vielleicht keine wichtigere Variable für die makroökonomische Politik als $(r-g)$ gäbe. Zweitens werde die weltweite säkulare Stagnation von tiefgreifenden strukturellen Faktoren angetrieben, an denen weder Covid noch Inflation etwas geändert habe.

Zinsen werden niedrig bleiben

Die Zentralbanken werden den Inflationenkampf gewinnen. Sinkende Realzinsen sind auf einen Abwärtstrend grundlegender ökonomischer Faktoren zurückzuführen. Uns erwartet ein makroökonomisches Umfeld, das sich nicht dramatisch von dem vor Covid unterscheidet. Sichere Zinssätze für Vermögenswerte ohne Ausfallrisiko werden wieder niedrig sein und $r < g$ wahrscheinlich noch einige Zeit vorherrschend bleiben.

Krugman weist auf den Ökonomen Knut Wicksell hin, der vor über 100 Jahren das Konzept des natürlichen Zinssatzes (Natural Rate of Interest) eingebracht hat. Dieser bringt das Sparen mit

dem Investieren zusammen. Es ist der Zinssatz, der mit Preisstabilität konsistent ist. Ein zu tiefer Zins führt zu Investitionsausgaben, die höher sind als das Angebot an Spargeld, mit dem Resultat zusätzlicher Inflation. Dass wir steigende Inflation im langen Zinstrend nach unten nicht beobachten konnten, deutet auf einen im Zeitablauf gesunkenen natürlichen Zins hin.

Gründe für die Reduktion des natürlichen Zinssatzes

Demografische und technologische Effekte führten zum trendmässigen Sinken der Investitionsnachfrage. Das Bevölkerungs- und Arbeitskräftewachstum hat sich verlangsamt, ebenso die technologische Entwicklung.

Eine wachsende Arbeiterschaft braucht mehr Fabrik- und Büroräumlichkeiten, mehr Wohnraum und mehr Infrastruktur (Strassen, öffentlicher Verkehr). Eine stagnierende Arbeiterschaft benötigt Erneuerungsinvestitionen zur Kompensation von Abnutzungseffekten auf langlebigen Gütern, Arbeits- und Wohnraum.

Das Wachstum der arbeitenden Bevölkerung (Prime Working Years) flachte seit 2005 mit dem Erreichen der Mitt-

zwanziger der Baby-Boomer in den USA ab. In Europa ist der Anteil der arbeitenden Bevölkerung seit 2010 am Sinken und fällt in Japan.

Technologischer Fortschritt (Ersatz überholter Technologien/Kapitalgüter), ein wesentlicher Treiber höheren Wohlstands, trägt ebenfalls zur Investitionsnachfrage bei. Verlangsamt sich der technologische Fortschritt, so sinken die Investitionsausgaben. Technologische Änderungen sind schwieriger zu messen, aber Faktorproduktivitätsschätzungen (Total Factor Productivity) zeigen eine deutliche Wachstumsverlangsamung seit Mitte 2000, besonders ausgeprägt in Europa.

Die Schweiz steuert auf ein realistisches Niveau zu

Der stetige Realzinsrückgang der letzten 40 Jahre, aber auch aus Marktdaten abgeleitete Zins- und Inflationserwartungen für die absehbare Zukunft, basieren auf ökonomischen Faktoren. Hohe Ersparnisbildung, niedrige(re) Investitionen und eine starke Nachfrage nach sicheren Anlagen führten insgesamt zu tieferen realen Gleichgewichtszinsen. Nach gewonnenem Inflationenkampf unterliegen Zinsen diesen Kräften weiterhin.

Mit etwas höherer Unsicherheit behafteter ist die Investitionsnachfrage. Die Eindämmung des Klimawandels benötigt Investitionen in grüne Technologien. Höhere Investitionen steigern das Wachstum und können zu höheren Zinsen führen. Eine technologische Explosion hat vielfältig begründet in den letzten 40 Jahren nicht stattgefunden (Vollrath, «Fully Grown», 01/2020 oder Gordon, «Rise and Fall of American Growth», 08/2017), weshalb das Wachstum wohl tiefer bleiben wird als in den Nachkriegsjahrzehnten.

Sinkende Realzinsen sind weltweit beobachtbar. Die Schweiz folgt globalen Zinsen weitgehend, auch wenn unsere Zinsen, bedingt durch tiefere Inflationserwartungen, etwas weniger betroffen sind. Bei einem Realzins von 0.5 und einer Inflation von 1% läge der neutrale Zins um 1.5%; zuzüglich einer Laufzeitprämie von 0.5% käme der längerfristige risikolose Zins auf 2% zu liegen. Wie die zweite Grafik zeigt, liegen wir in der Schweiz von diesem Zinsniveau gar nicht mehr so weit weg. Das ist eine gute Nachricht. |

WERBUNG

PUBLICITÉ

BVG-Tagung 2023

Mittwoch, 14. Juni 2023, Grand Casino Luzern

Die diesjährige BVG-Tagung widmet sich sowohl den Neuerungen in der Gesetzgebung als auch den Entwicklungen in der Praxis und Rechtsprechung.

Die Schwerpunkte sind:

- Entwicklungen in der Gesetzgebung, insbesondere AHV-21 Reform, und der Rechtsprechung
- Versicherungsmöglichkeiten bei Teilzeitbeschäftigung
- Transparenz in der beruflichen Vorsorge
- Auswirkungen höherer Zinsen auf Pensionsverpflichtungen
- Probleme bei Verjährung und Verwirkung

Auf Wunsch als Online-Veranstaltung buchbar

CHF 50.- Rabatt
für Abonnenten der
«Schweizer
Personalvorsorge»
unter Angabe
der Abonentennummer



Mitveranstalter

Universität St. Gallen
Institut für Rechtswissenschaft
und Rechtspraxis



Weitere Infos
und Anmeldung
auf have.ch