

Blickpunkt Volkswirtschaft Nr. 1

Warum sind die Zinsen so niedrig?

Seit der globalen Finanzkrise 2008/09 haben die wichtigsten Zentralbanken der Welt die Zinsen drastisch gesenkt, Null- oder sogar Negativzinsen sind zu einer neuen Realität geworden. Dieses Niedrigzinsumfeld ist mit grossen Herausforderungen für die gesamte Finanzindustrie verbunden, nicht nur für Banken, sondern auch für Versicherungen, Vermögensverwalter und Vorsorgeeinrichtungen. Was jedoch steckt hinter den global niedrigen Zinsen? Werden diese tatsächlich von den Zentralbanken bestimmt? Und was bedeutet dies für die mittel- bis langfristige Zukunft? Die vorliegende Ausgabe von „Blickpunkt Volkswirtschaft“ widmet sich den verschiedenen Gründen, die zum aktuellen Niedrigzinsumfeld geführt haben, und unterscheidet dabei insbesondere zwischen zyklischen und strukturellen Faktoren. Aufgrund dieser Analyse kann erwartet werden, dass die Zinsen in den nächsten Jahren mit der konjunkturellen Erholung zwar wieder ansteigen, dass jedoch relativ hohe Renditen auf sichere Wertpapiere wie in den 1980er- und 1990er-Jahren aufgrund der längerfristigen strukturellen Faktoren nicht mehr zu erwarten sind.

Executive summary

Economics Focus No. 1

Why are interest rates so low?

Following the global financial crisis and the associated deep recession, major central banks around the world have drastically decreased interest rates. Zero or even negative interest rates have become a new and unexpected reality. The low interest rate environment is associated with significant challenges for the financial industry, not only for banks, but also for insurers, asset managers and pension funds. What are the drivers of these ultra-low interest rates? Are interest rates really determined by central banks' monetary policy decisions? And what does it mean for the medium to long term? This issue of "Economics Focus" examines the various drivers of the low interest rate environment, and particularly distinguishes between cyclical and structural factors. From a long term perspective, demographic and other factors have led to an increase in the propensity to save at the global level, which is often referred to as the "global savings glut". At the same time, the digital transformation of the economy, changes in relative prices and the decline in population growth have dampened global investment growth. This persistent savings-investment imbalance at the global level has put significant downward pressures on natural interest rates. While some cyclical increase of interest rates seems likely in the next few years driven by the ongoing economic recovery, long-run structural factors therefore suggest that interest rates will remain relatively subdued going forward.

Dr. Martin Gächter

Leiter Makroprudenzielle Aufsicht / Head of Macroprudential Supervision

martin.gaechter@fma-li.li

22. August 2017

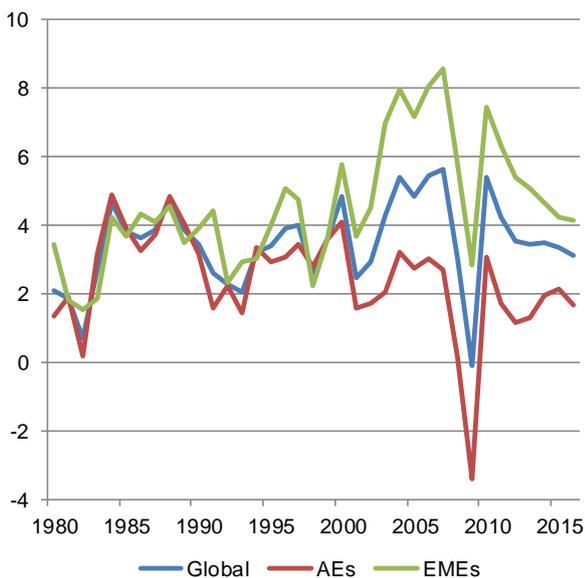
1. Hintergrund

Nach einer Boomperiode in den frühen 2000er-Jahren, insbesondere in den Schwellenländern (EMEs), schlitterte die globale Volkswirtschaft als Folge der Subprime-Krise im US-Immobilienmarkt 2008/09 in die schlimmste Rezession seit der Grossen Depression in den 1930er-Jahren (Abb. 1). Die grossen Zentralbanken reagierten schnell und bestimmt, indem sie die Leitzinsen stark senkten und den Finanzmärkten ausreichend Liquidität zur Verfügung stellten. Trotz dieser starken geldpolitischen Intervention verläuft die konjunkturelle Erholung seither sehr verhalten, die Wachstumsraten blieben sowohl in den Industrie- wie auch den Schwellenländern deutlich hinter jenen der Vorkrisenperiode zurück.

Der globalen Krise war zuvor eine lange Periode von stabilem Wachstum und niedriger Inflation vorausgegangen. Nach dem Ölpreis-Schock in den 1970er-Jahren und der Phase der „Stagflation“ in den Folgejahren verzeichneten die wichtigsten Volkswirtschaften ab Mitte der 1980er-Jahren relativ stabiles Wachstum, das von niedriger (und stabiler) Inflation gekennzeichnet war (siehe Abb. 2 am Beispiel der USA). Diese Phase bezeichnet man auch als die „Grosse Moderation“, und einige prominente Ökonomen vertraten in den frühen 2000ern die Meinung, dass die makroökonomische Forschung so weit fortgeschritten sei, dass langfristiges Wachstum bei niedriger Inflation dauerhaft sichergestellt werden könne.¹

Abb. 1: Die Erholung nach der globalen Finanzkrise verläuft nur zögerlich

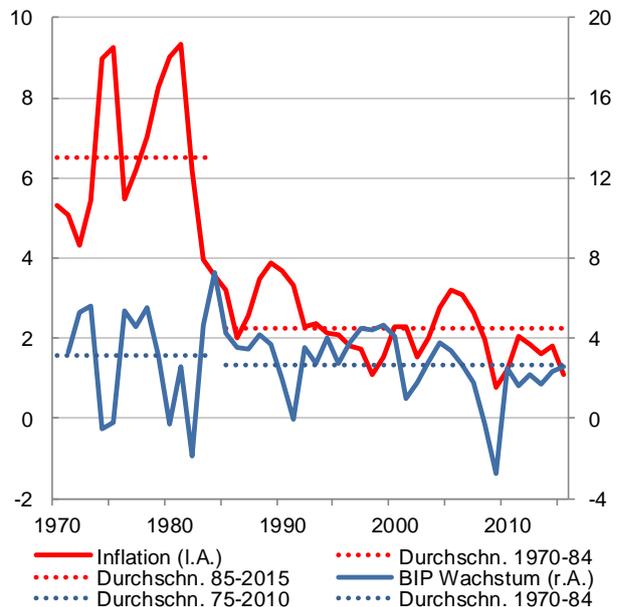
(jährliches BIP-Wachstum in Prozent)



Quellen: Nationale Zentralbanken, IMF, Bloomberg.

Abb. 2: Reales BIP-Wachstum und Inflation in den USA

(jährliches BIP-Wachstum in Prozent; Prozent)



Quelle: AMECO.

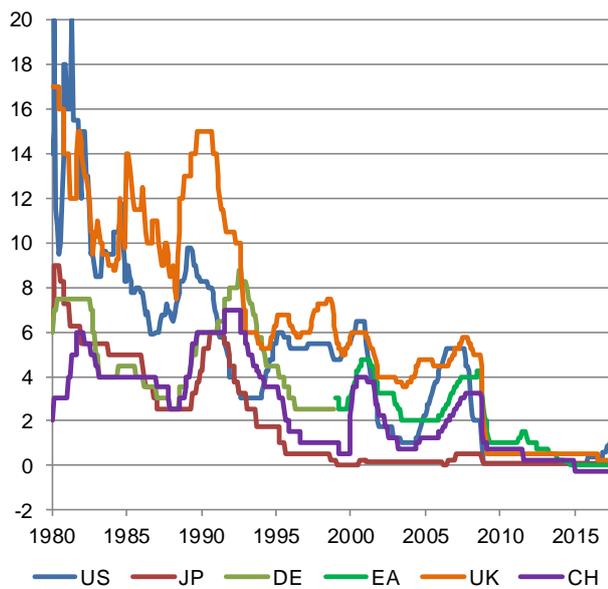
¹ Robert Lucas, einer der wichtigsten Vertreter der Neuen Klassischen Theorie und Nobelpreisträger 1995, vertrat diese These in seiner Rede als Präsident der American Economic Association im Jahr 2003: „Macroeconomics was born as a distinct field in the 1940s, as part of the intellectual response to the Great Depression. ... My thesis in this lecture is that macroeconomics in this original sense has succeeded: its central problem of depression prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades.“

2. Der Rückgang der Zinsen seit den 1980er-Jahren

Eine längerfristige Perspektive zeigt jedoch, dass die Phase der Grossen Moderation von einem stetigen Abwärtstrend der von den Zentralbanken festgelegten kurzfristigen Nominalzinsen begleitet war (Abb. 3). Nachdem die Zinsen in den 1980er-Jahren teilweise noch im zweistelligen Bereich lagen, wurden diese seit dem Ausbruch der Krise von allen grossen Zentralbanken nahe an die Null-Linie gesenkt.² Für Investitions- und Sparentscheidungen ist jedoch nicht der Nominal-, sondern vor allem der Realzins von Bedeutung. Dieser errechnet sich aus dem Nominalzins abzüglich der erwarteten Inflation und gibt daher die preisbereinigte zukünftige Kaufkraft einer entsprechenden Investition an. Ein erheblicher Teil des Zinsrückgangs kann daher mit dem Rückgang der Inflation in den letzten drei Jahrzehnten begründet werden (Abb. 4).

Abb. 3: Offizielle Zinssätze der Zentralbanken befinden sich auf Abwärtstrend

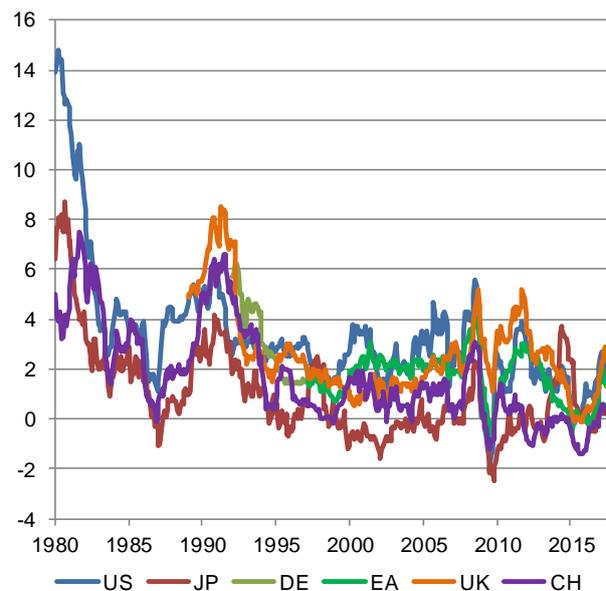
(Prozent)



Quellen: Nationale Zentralbanken, IMF, Bloomberg.

Abb. 4: Höhere Inflationsrate erklärt teilweise den Rückgang der Nominalzinsen

(Prozent)



Quellen: Nationale Quellen, Bloomberg.

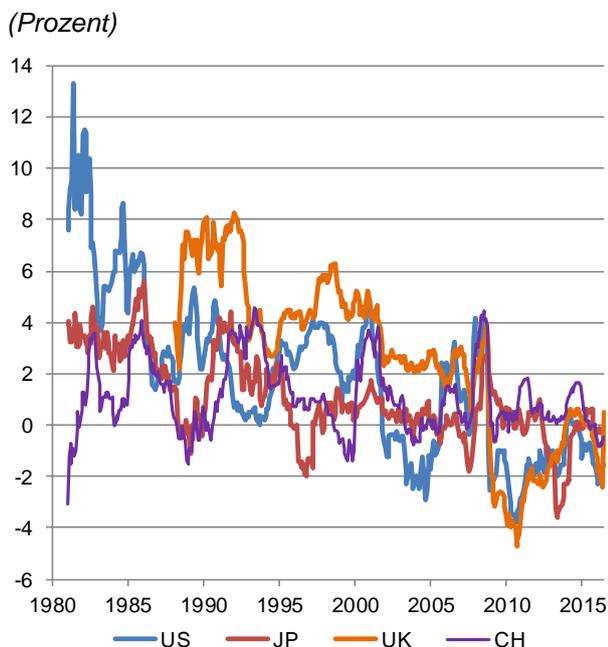
Jedoch auch wenn man den Rückgang der Inflation berücksichtigt und die relevanten Realzinssätze betrachtet, ist ein klarer Abwärtstrend seit den 1980er-Jahren erkennbar (Abbildung 5).³ Grundsätzlich werden die Nominalzinsen, die in der Folge auch die Realzinsen bestimmen, von den Zentralbanken festgelegt. Die Mandate der Zentralbanken fokussieren typischerweise auf ein Preisstabilitätsziel, teilweise zusätzlich auch auf ein Wachstums- bzw. Beschäftigungsziel (z.B. SNB, Fed). Das Ziel der Geldpolitik ist dabei, dass das BIP möglichst dem „natürlichen“ Produktionspotenzial entspricht. Das bedeutet, dass damit auch die Ar-

² Man spricht in diesem Zusammenhang auch oft von der sogenannten „zero lower bound“, da die Zinsen nicht (oder zumindest nicht weit) unter null gesenkt werden können.

³ Unter den dargestellten Volkswirtschaften stellt die Schweiz eine Ausnahme dar: Zwar ging auch hier der Realzinssatz etwas zurück, jedoch war dieser bereits in den 1980er- und 1990er-Jahren relativ niedrig.

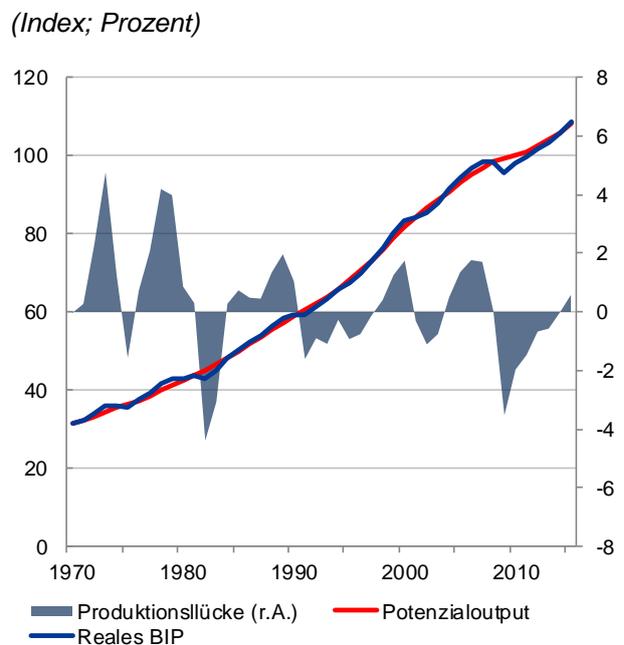
beitslosigkeit auf einem „normalen“ bzw. „natürlichen“ Niveau liegt, was wiederum die Erreichung des Preisstabilitätsziels begünstigt.⁴ Der Konjunkturzyklus bildet die Schwankungen um diesen langfristigen Trend ab. Abbildung 6 zeigt am Beispiel der USA den langfristigen Trend des BIPs, den Konjunkturzyklus um diesen Trend und die daraus resultierende Produktionslücke. Daraus ist klar ersichtlich, dass sich der Rückgang der Zinsen über mehrere Konjunkturzyklen hinweg gezogen hat, d.h. dass dieser Rückgang nicht konjunkturell, sondern strukturell bedingt sein muss. Daraus ergibt sich die Frage, welche – offensichtlich strukturellen – Gründe hinter diesem Zinsrückgang stehen, was mögliche Konsequenzen sind und was wir daraus für die zukünftige Zinsentwicklung lernen können.

Abb. 5: Auch die realen Zinssätze sind in den letzten Jahrzehnten deutlich gesunken



Quellen: Nationale Zentralbanken, IMF, Bloomberg, eigene Berechnungen. Der reale Zinssatz wird hier (vereinfacht) berechnet, indem vom Nominalzins die Inflationsrate in einem Jahr abgezogen wird.

Abb. 6: Produktionspotenzial, BIP und Produktionslücke in den USA



Quellen: AMECO, eigene Berechnungen.

⁴ Zur Bestimmung dieses „natürlichen“ Produktionsniveaus bzw. der „natürlichen“ Arbeitslosigkeit gibt es verschiedene methodische Ansätze. Grundsätzlich hängt das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft vor allem von strukturellen Faktoren ab, wie z.B. Bevölkerungswachstum, Kapitalintensität (Investitionen) und technischem Fortschritt. Tatsächlich wächst aber eine Volkswirtschaft manchmal schneller oder langsamer, woraus sich der typische Konjunkturzyklus ergibt. Bei langsamerem Wachstum steigt die Arbeitslosigkeit und damit sinkt die Inflationsrate (die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer nimmt ab), bei stärkerem Wachstum sinkt die Arbeitslosigkeit und der Preisdruck nimmt aufgrund höherer Löhne zu (es wird zunehmend schwieriger für die Unternehmen, geeignete Arbeitskräfte zu finden). Laut gängigen Definitionen in der Literatur dauert ein Zyklus mindestens ein Jahr und maximal zehn bis zwölf Jahre (siehe z.B. Burns und Mitchell, 1946).

3. Die Theorie der „säkularen Stagnation“: (Globales) Ungleichgewicht zwischen Sparen und Investieren

Ein zentrales Konzept in diesem Zusammenhang ist die Theorie der „säkularen Stagnation“, die erstmals von Hansen (1939) formuliert und in den letzten Jahren vor allem von Summers (2013, 2014, 2015) im Kontext der schwachen Erholung nach der Grossen Rezession 2008/09 vertreten wurde. Demnach leiden die entwickelten Volkswirtschaften an einem Ungleichgewicht, das sich aus einer erhöhten Spar- und einer niedrigeren Investitionsneigung ergibt. Die erhöhte Sparneigung verringert die Nachfrage, reduziert daher das Wachstum und übt einen Abwärtsdruck auf die Inflation aus. Wenn diese Nachfragerlücke nicht durch höhere Investitionen geschlossen wird, ist das Resultat ein dauerhaft niedrigeres Wachstum („Stagnation“).

Die Gründe für die erhöhte Sparneigung sind vielseitig, und jeder der folgenden Punkte wurde auch empirisch bereits entsprechend untermauert (Summers 2015):

- In den letzten Jahrzehnten stieg in den Industrieländern die Lebenserwartung bei gleichzeitig fallender Geburtenrate. Beide Faktoren führen dazu, dass die Menschen für ihre Altersvorsorge bedeutend mehr sparen müssen. Die demographischen Entwicklungen spielten auch in der ursprünglichen Theorie von Hansen (1939) die zentrale Rolle, auch wenn seine demographischen Prognosen nach dem Zweiten Weltkrieg nicht zutrafen.
- Die Einkommensverteilung innerhalb der Industrieländer erhöht tendenziell ebenfalls die Sparneigung, da ein Anstieg der Einkommensungleichheit und des Kapitaleinkommens die Sparquote erhöht.
- Viele Schwellenländer haben auf die Asien-Krise Ende der 1990er-Jahre mit einem Anstieg der Währungsreserven reagiert, um für zukünftige drohende Krisen gewappnet zu sein. Im Aggregat erhöht dies die globalen Ersparnisse.

Neben dieser globalen „Ersparnisschwemme“⁵ führen andere Entwicklungen dazu, dass sich die Investitionen global deutlich abschwächen:

- Der Rückgang des Bevölkerungswachstums macht Investitionen tendenziell weniger rentabel.
- Investitionsgüter sind relativ zu anderen Gütern in den letzten Jahrzehnten deutlich billiger geworden, was die Investitionsquote am BIP senkt.
- Der Rückgang des Arbeitsproduktivitätswachstums senkt die Profitabilität neuer Investitionen.
- Viele digitale Technologien erfordern heutzutage weniger kapitalintensive Investitionen als zuvor in der Industrie, was auch zu weniger Investitionsnachfrage führt.

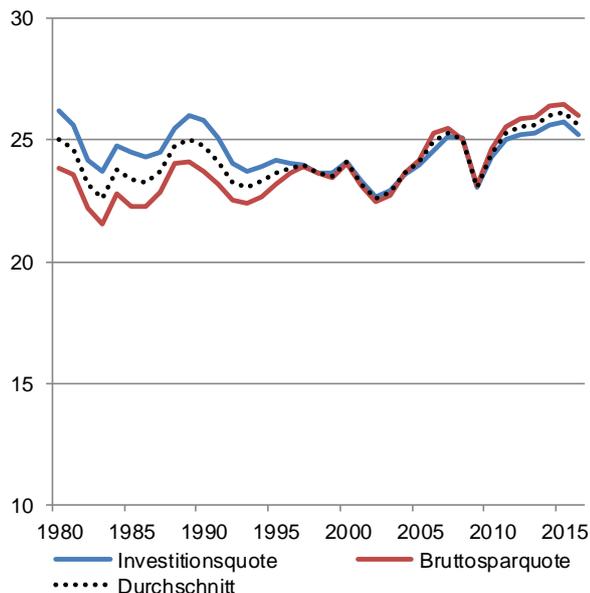
Aufgrund der obigen Ausführungen würde man nun erwarten, dass die Sparquote am globalen BIP in den letzten Jahrzehnten gestiegen, die Investitionsquote jedoch zurückgegangen ist. Abbildung 7 zeigt die zwei Variablen auf globaler Ebene. Aus theoretischer Sicht müssen sich die zwei Variablen ausgleichen, jegliche Abweichung zwischen den zwei Grössen ist also lediglich ein Resultat von Messfehlern. Nimmt man den Durchschnitt aus den beiden Zeitreihen, so ergibt sich eine relativ stabile Entwicklung seit den 1980er-

⁵ Bernanke (2005) bezeichnete den Anstieg der globalen Ersparnisse als „savings glut“.

Jahren. Die wichtigste Veränderung zeigt sich jedoch nicht anhand dieser zwei Variablen, sondern anhand des globalen Zinssatzes: Das dauerhafte Ungleichgewicht zwischen Sparen und Investitionen hat zu einem stetigen Rückgang des Realzinssatzes geführt. Der natürliche Realzinssatz, der in Abbildung 8 beispielhaft für die USA abgebildet ist, ist jener Zinssatz, der Sparen und Investitionen bei Vollbeschäftigung ausgleicht. Befindet sich die Volkswirtschaft in einer Rezession, so wird die Zentralbank den Zinssatz unter diesen „natürlichen“ Zinssatz senken, um die Wirtschaft anzukurbeln. Befindet sich die Volkswirtschaft in einem Boom, wird die Zentralbank den Zinssatz über diesen „natürlichen“ Wert anheben, um die Inflation wieder in Richtung des Inflationsziels zu bringen. Die Zentralbank kann also tatsächlich die kurzfristigen Zinsen abweichend von diesem natürlichen Zins festlegen, um die Konjunktur entsprechend zu beeinflussen. Der natürliche Zinssatz, der durchschnittlich über den Konjunkturzyklus hinweg vorherrscht, wird jedoch durch strukturelle Faktoren bestimmt, die (weitgehend) ausserhalb des Einflussbereiches von Zentralbanken stehen.

Abb. 7: Globale Spar- und Investitionsquote weitgehend stabil

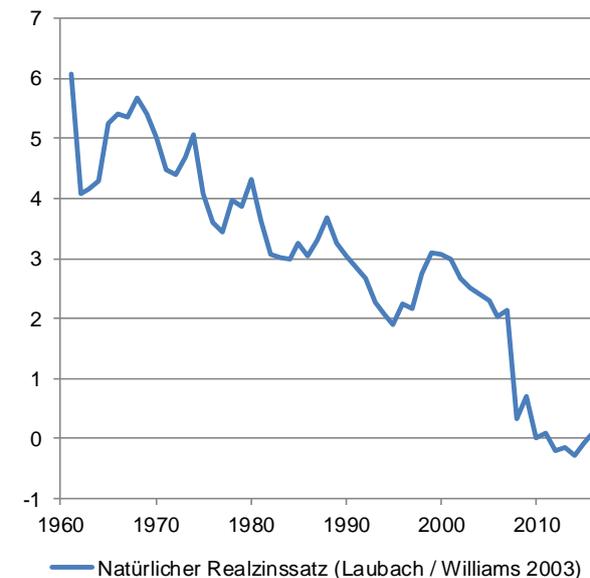
(Prozent des globalen BIPs)



Quelle: IMF WEO.

Abb. 8: Deutlicher Rückgang des natürlichen Realzinssatzes (Beispiel USA)

(Prozent)



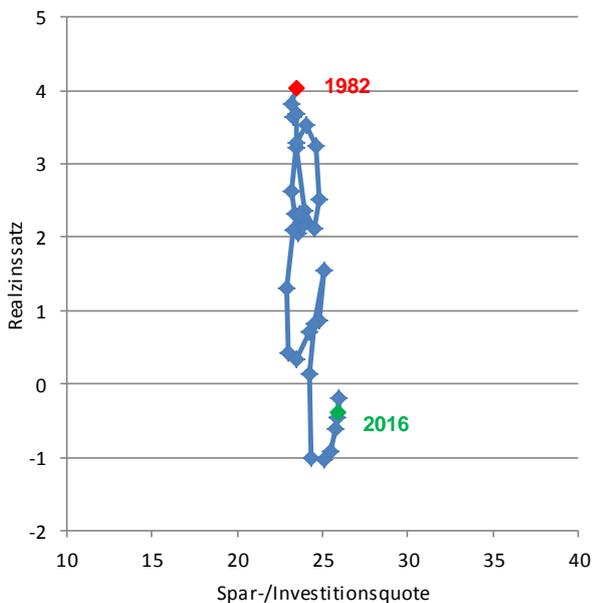
Quellen: Laubach und Williams (2003), Bloomberg. Der natürliche Zinssatz ist jener Zins, der Sparen und Investitionen bei Vollbeschäftigung ausgleicht.

Abbildung 9 zeigt den Verlauf der globalen Spar- bzw. Investitionsquote und den (durchschnittlichen) globalen Realzinssatz. Während der Realzinssatz seit Anfang der 1980er-Jahre um fast fünf Prozentpunkte zurückging, blieb die globale Spar- bzw. Investitionsquote mehr oder weniger stabil. Ohne strukturelle Veränderungen würde sich bei einem markanten Zinsrückgang eine erhebliche Lücke zwischen Investitionen und Ersparnissen aufbauen: Die Investitionen wären ceteris paribus erheblich gestiegen, die Ersparnisse hingegen gesunken. Abbildung 10 wagt nun den Versuch, eine Erklärung für diese Entwicklungen zu finden und die-

se schematisch darzustellen. Grundsätzlich ist das Sparen eine positive Funktion des Realzinssatzes. Die (orange) Sparkurve hat daher eine positive Steigung: Je höher der Zins, umso mehr wird gespart. Bei den Investitionen verhält es sich genau umgekehrt. Je niedriger die Zinsen, desto mehr wird investiert. Die (blaue) Investitionskurve hat daher eine negative Steigung: Je höher der Zins, umso weniger wird investiert. Die oben erwähnten strukturellen Faktoren haben jedoch – bei jedem gegebenen Zinssatz – die Investitionsquote gesenkt, wodurch die (blaue) Investitionskurve in der Grafik nach links gewandert ist. Gleichzeitig hat die erhöhte Sparneigung dazu geführt, dass die Menschen – wiederum bei jedem gegebenen Zinssatz – mehr sparen wollen, die (orange) Sparkurve hat sich gleichzeitig nach rechts verschoben. Das Resultat dieser Bewegungen ist eine nahezu unveränderte Spar- bzw. Investitionsquote am globalen BIP, jedoch hat sich der „Preis“ von Investitionen aufgrund nachlassender Nachfrage und höherem Angebot an Ersparnissen merklich gesenkt: Dies drückt sich im Rückgang des Realzinssatzes aus.

Abb. 9: Realzinssatz und Spar- bzw. Investitionsquote

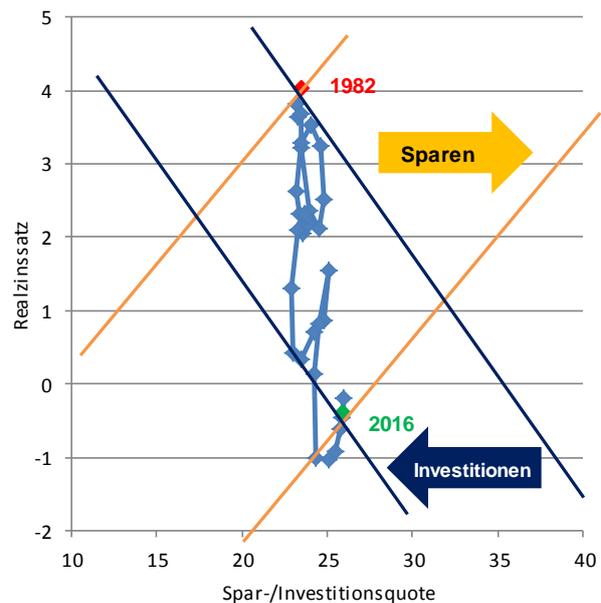
(Prozent; Prozent des globalen BIPs; Dreijahres-Durchschnittswerte)



Quellen: IMF WEO, Bloomberg, nationale Quellen, eigene Berechnungen. Der Realzinssatz ist ein einfacher Durchschnitt der Länder US, JP, UK und CH.

Abb. 10: Realzinssatz und Spar- bzw. Investitionsquote

(Prozent; Prozent des globalen BIPs; Dreijahres-Durchschnittswerte)



Quellen: Siehe Abb. 9. Schematische Darstellung.

4. Was lernen wir daraus?

Während Zentralbanken über geldpolitische Operationen den kurzfristigen Zinssatz beeinflussen können, um konjunkturelle Schwankungen auszugleichen, wird der langfristige Realzinssatz durch strukturelle Faktoren bestimmt, die die Spar- und Investitionsneigung beeinflussen. Die langfristige Entwicklung der Zinsen liegt daher (weitgehend) ausserhalb des Einflussbereiches der Zentralbanken, da sich das Mandat der

Zentralbanken insbesondere auf konjunkturelle Ziele beschränkt. Bestes Beispiel dafür ist Japan, wo die Zentralbank aufgrund des Deflationsdrucks trotz extremer geldpolitischer Massnahmen seit rund 25 Jahren kaum von den „Nullzinsen“, der sogenannten „zero lower bound“, wekommt.

Trifft die These der „säkularen Stagnation“ tatsächlich zu, so hat dies weitgehende Folgen für die zukünftige Wirtschaftspolitik, insbesondere für die Zentralbanken. Ein niedriger natürlicher Gleichgewichtszins führt dazu, dass Zentralbanken zukünftige Rezessionen nicht mehr entsprechend korrigieren können. Fällt die Produktionslücke in den negativen Bereich, sind sie immer häufiger in der Liquiditätsfalle gefangen, da die Zinsen nicht (oder zumindest nicht weit) unter null gesenkt werden können. Sparen und Investitionen können sich daher nicht ausgleichen, und die Nachfrangelücke droht lange bestehen zu bleiben.

In einer solchen Situation droht auch der typische „Teufelskreis“ in der Liquiditätsfalle: Die Rezession führt zu sinkender Inflation oder im Extremfall zu Deflation, was die Glaubwürdigkeit der Zentralbank unterminiert, dass sie das Inflationsziel auch tatsächlich erreichen kann. Wird das Inflationsziel länger nicht erreicht, sinken die Inflationserwartungen, was zu einem Anstieg des Realzinses führt. Dies kühlt die Wirtschaft weiter ab und erhöht den Deflationsdruck. Da die Zentralbank bei Nullzinsen nicht mehr reagieren kann („zero lower bound“), droht eine Abwärtsspirale, aus der man aufgrund der niedrigeren Inflationserwartungen nur mehr schwer herauskommt, wie dies z.B. in Japan der Fall ist.

Um eine solche Abwärtsspirale zu verhindern, haben die Zentralbanken reagiert und Instrumente eingesetzt, mit denen sie nicht nur die kurzfristigen Zinsen, sondern auch die längerfristigen Zinserwartungen beeinflussen können (z.B. Ankaufprogramme, „forward guidance“ etc.). Derzeit schaut es danach aus, dass die Zentralbanken die oben beschriebene Abwärtsspirale abgewendet haben, da global eine Aufhellung der Konjunktur zu beobachten ist. Gleichzeitig gehen die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) der Fed von einem langfristigen Nominalzins von gerade einmal drei Prozent aus, während die Zinserwartungen der Märkte diesen Wert noch einmal unterbieten. Der Spielraum für eine Zinssenkung bei der nächsten Rezession wäre daher entsprechend limitiert.

Trifft die Theorie der säkularen Stagnation tatsächlich zu, so könnte höheres Wachstum – so wie in der Boomphase zwischen 2003 und 2007 in den USA – nur mehr durch nicht nachhaltige „Exzesse“ an den Finanzmärkten erreicht werden, was aufgrund steigender Verschuldung zu weiteren Krisen führen könnte. Summers (2015) schlägt auch expansive Fiskalpolitik als Gegenmassnahme vor, um die Nachfrangelücke aufgrund der höheren Sparneigung zu schliessen. Das Grundprinzip bleibt jedoch immer dasselbe: Führt das höhere globale Sparvolumen zu einem Ungleichgewicht zwischen Sparen und Investitionen, und daher zu einem negativen Gleichgewichtszinssatz, so braucht es jemanden, der bereit ist, diese Ersparnisse zu investieren, um den Zinssatz wieder in den positiven Bereich zu bringen. Ob dies der private oder der öffentliche Sektor ist, wäre demnach zweitrangig. Allerdings impliziert ein solches Schliessen der Nachfrangelücke eine Erhöhung des Schuldenstandes, was im Gegenzug die Verwundbarkeit der Volkswirtschaft erhöht.

Was lernen wir nun daraus für die zukünftige Zinsentwicklung? Mit der konjunkturellen Erholung werden die Zinsen in den nächsten Jahren voraussichtlich etwas ansteigen.⁶ In den USA ist die Zinswende bereits vollzogen, wenngleich die Zinserhöhungen aufgrund der schleppenden Erholung sehr langsam erfolgen. Im Euroraum wird mit einem Ende des Ankaufprogramms im Laufe von 2018 gerechnet, was einen beginnenden Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik der EZB bedeutet. Die erste Zinserhöhung dürfte hingegen auch nach dem Ende des Ankaufsprogramms in weiter Ferne liegen. In der Schweiz wiederum ist mit einer verzögerten Normalisierung der Geldpolitik zu rechnen, da ein höheres Zinsdifferenzial zum Euro den Schweizer Franken schwächt und daher das Erreichen der Ziele der SNB begünstigt, da dies zu steigenden Importpreisen führt. Während also in naher Zukunft konjunkturell bedingt mit steigenden Zinsen zu rechnen sein wird, lassen die in diesem kurzen Beitrag diskutierten strukturellen Entwicklungen vermuten, dass mittel- bis langfristig mit deutlich niedrigeren Zinsen gerechnet werden muss, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre und die damit verbundenen Herausforderungen für den Finanzsektor könnten daher auch mittel- bis langfristig bestehen bleiben.

5. Referenzen

- Bernanke, B. (2005). 'The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit', Sandridge Lecture, April; <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.
- Burns, A. F. and Mitchell, W. C. (1946). '*Measuring Business Cycles*', New York: Columbia University Press, NBER.
- Hansen, A. (1939). 'Economic Progress and Declining Population Growth', *American Economic Review*, 29(1), 1–15.
- Laubach, T. and Williams, J. C. (2003). 'Measuring the Natural Rate of Interest', *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.
- Summers, L. (2013). Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, November; <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>.
- Summers, L. (2014). 'Reflections on the New Secular Stagnation', in Teulings, C. and Baldwin, R. (eds.): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, London: CEPR Press, 27–40.
- Summers, L. (2015). 'U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound', *Business Economics*, 49(2), 65-73.

⁶ Vieles hängt in diesem Zusammenhang natürlich von der Entwicklung der Inflationsrate ab. Eine weitere interessante Entwicklung ist in diesem Kontext die Abflachung der Phillipskurve, d.h. die Inflationsrate steigt bei sinkender Arbeitslosigkeit nicht mehr so stark, wie dies früher der Fall war.