

Ursachen und Folgen der Niedrigzinsen: Enteignung der Sparer?

Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen auf null gesenkt und verlangt von Banken inzwischen Negativzinsen für Gelder, die diese bei ihr parken. Die Welt des Geldes scheint aus den Fugen zu sein. Wer ist verantwortlich für die niedrigen Zinsen, und welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik für Sparer und für Kunden von Versicherungen?

Die Bilanz der unkonventionellen Geldpolitik: Wenig Wachstum und einschneidende Nebeneffekte

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat am 10. März 2016 den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf das historische Tief von 0% gesenkt. Das Aufkaufprogramm von Wertpapieren (Staatspapiere und Unternehmensanleihen) wurde auf 1 740 Mrd. Euro bis März 2017 ausgeweitet. Viele verstehen diese außergewöhnlich expansive Geldpolitik als vorübergehend. Doch sie ist vielmehr die Fortsetzung einer asymmetrischen Geldpolitik, die seit Mitte der 1980er Jahre anhält: In Krisen haben die großen Zentralbanken (Federal Reserve, Bank von Japan, EZB) die Zinsen stärker gesenkt, als sie diese in der Erholung nach der Krise angehoben haben. Seitdem die Nullzinsgrenzen erreicht sind, ist das Volumen der Zentralbankbilanzen stark angewachsen.

Die kontinuierliche geldpolitische Expansion in den großen Industrieländern geht seit Mitte der 1980er Jahre mit einem Rückgang der Investitionen, sinkenden Produktivitätsgewinnen und schrumpfenden Wachstumsraten einher. Die Korrelation beider Trends scheint offensichtlich, aber die Richtung der Kausalität ist unklar. Zwingt das strukturelle Absinken von Investitionen und Wachstum die Zentralbanken zu immer neuen monetären Impulsen? Oder führen die strukturellen Zinssenkungen der Zentralbanken zum Rückgang von Produktivitätsgewinnen und Wachstum?

Weithin anerkannt erscheinen Hypothesen der säkularen Stagnation, die alternde Gesellschaften und einen strukturellen Rückgang der (Grenzleistungsfähigkeit) der Investitionen mit einem sinkenden re-

alen Zinsniveau in Verbindung bringen. John Maynard Keynes ging bereits in seiner General Theory (1936) davon aus, dass die Ersparnis fortan immer über den Investitionen liegen würde. Er argumentierte, dass mit steigendem Sachkapitalstock die zu erwartende Rendite von Investitionen strukturell abnehme. Geldkapital würde aber aufgrund einer Liquiditätspräferenz nur dann für Investitionen zur Verfügung gestellt, wenn die erwartete Rendite ausreichend hoch liege. Er sah die Welt in einer Liquiditätsfalle, in der die Zinsen immer nahe null liegen, deflationäre Tendenzen entstehen und nur eine Ausweitung der Staatsausgaben die Konjunktur beleben kann. Alvin Hansen (1939), der maßgeblich zur Verbreitung der Theorien von Keynes beitrug, war der Meinung, dass das hohe Wachstum der USA für immer vorbei sei, weil die wichtigsten Innovationen gemacht seien und das Bevölkerungswachstum zurückgehe.

Obwohl die Hypothese der säkularen Stagnation in der Nachkriegszeit durch das Wirtschaftswunder widerlegt wurde, ist sie heute zurück. Nach Larry Summers (2014) und Carl Christian von Weizsäcker (2014) reduzieren die Unternehmen ihre Investitionen, weil eine neue Art von »virtuellen Innovationen« nur noch geringe Investitionen in Sachkapital nötig machte. Gleichzeitig werde in den alternden Bevölkerungen der Industrieländer mehr für den Ruhestand gespart, so dass ein wachsendes Kapitalangebot auf eine sinkende Kapitalnachfrage treffe.

Der daraus resultierende Sparüberschuss lasse den realen Gleichgewichtszins sinken. Dies verleite die Geschäftsbanken dazu, mehr in den Finanzmärkten zu investieren, was Finanzmarktblasen begünstige. Die Zentralbanken werden unter diesen Annahmen zu Zinssenkungen gezwungen. Dieser Prozess wird nach Summers (2014) durch die fortschreitende Globalisierung verstärkt, die zur einer hö-



Gunther Schnabl*

* Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

heren Ersparnisbildung aufgrund wachsender Einkommens- und Vermögensungleichheit beitrage.

Ob die Grundannahmen der säkularen Stagnationshypothese alle empirisch belegbar sind, ist fraglich. Insbesondere die Annahme, dass in alternden Gesellschaften die Haushalte mehr sparen, ist falsch. In allen großen Industrieländern sind die Sparquoten der Haushalte seit Mitte der 1980er Jahre im Trend stetig gefallen. In Japan, das am schnellsten altert, liegt die Sparquote der Haushalte inzwischen nahe null. Die österreichische Konjunkturtheorie kann erklären, warum als Krisentherapie gedachtes billiges Geld sowohl konjunkturelle Überhitzungen als auch eine lang anhaltende Stagnation bewirken kann (vgl. Hoffmann und Schnabl 2016).

Bereits Wicksell (1898) hatte argumentiert, dass das Absenken des Zinses unter einen »natürlichen Zins« (der ein Gleichgewicht zwischen Sparen und Investieren ohne Inflationsdruck repräsentiert) eine übermäßige Kreditschöpfung der Geschäftsbanken und damit einen nicht nachhaltigen Überinvestitionsboom nach sich zieht. Hayek (1929) brachte Abweichungen des von der Zentralbank gesetzten Zinses vom (langfristig konstanten) natürlichen Zins mit Verzerrungen in der Produktionsstruktur (Überinvestition) in Verbindung. Er war der Meinung, dass in den (goldenen) 1920er Jahren eine zu expansive Geldpolitik Ungleichgewichte in Güter- und Finanzmärkten ausgelöst hatte, die schließlich in die Weltwirtschaftskrise führten.

In Hayeks Überinvestitionstheorie lassen Zinssenkungen unter den natürlichen Zins die Investitionen über die Ersparnisse steigen. Erste Investitionen ziehen in einem kumulativen Prozess nach oben weitere Investitionen nach sich. Da im Aufschwung die Spareinlagen gering verzinst werden und die Gewinne der Unternehmen wachsen, steigt die Nachfrage nach Aktien. Der Überinvestitionsboom wird von einem Finanzmarktboom begleitet. Sind schließlich die freien Kapazitäten auf dem Arbeitsmarkt geräumt, dann steigen Löhne und Preise. Die Zentralbank muss den Zins erhöhen, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Investitionsprojekte, die bei geringen Leitzinsen noch rentabel erschienen, müssen bei höheren Zinsen abgebrochen werden. Die Blase auf dem Aktienmarkt platzt. Es kommt zur Krise.

Die österreichische Konjunkturtheorie liefert nicht nur einen Erklärungsansatz dafür, dass in den letzten zweieinhalb Dekaden geldpolitische Rettungsaktionen in Reaktion auf platzende Finanzmarktblasen neue Blasen nach sich gezogen haben. Denn das billige Geld ermunterte zu neuen Spekulationen. Sie kann auch erklären, warum die Geldschwemme der Zentralbanken in Reaktion auf platzende Blasen Investitionen, Wachstum und Produktivitätsgewinne lähmen kann. Denn die Krise ist in der österreichischen Konjunkturtheorie nicht nur mit sozialen Härten wie wachsender Arbeitslosigkeit verbunden, sie hat auch eine Reinigungsfunk-

tion. Schumpeter (1911) spricht von »schöpferischer Zerstörung«. Es werden Produktionsfaktoren freigesetzt, die für neue Investitionsprojekte zur Verfügung stehen. Fallende Löhne, Preise und Zinsen bilden die Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung.

Hayek (1933, S. 20) argumentierte, dass der Versuch, die Krise mit einer erneuten Kreditexpansion zu bekämpfen, vergeblich ist: »*To combat the depression by a forced credit expansion is to attempt to cure the evil by the very means which brought it about; because we are suffering from a misdirection of production, we want to create further misdirection.*« Durch die erneute Kreditexpansion werden alte Investitionsprojekte mit niedriger Grenzleistungsfähigkeit am Leben erhalten und neue Investitionsprojekte mit niedriger oder sogar negativer Rendite angestoßen. Die Produktivitätsgewinne und das Wachstum werden gehemmt. Antizipieren die Unternehmen die anhaltende Stagnation, dann gehen die Investitionen zurück.

Die Transmission einer als Krisentherapie gedachten ultralockeren Geldpolitik hin zu sinkenden Investitionen, schrumpfenden Produktivitätsgewinnen und müdem Wachstum lässt sich am deutlichsten in Japan beobachten, wo die geldpolitisch befeuerte Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten bereits 1989 geplatzt ist. Seitdem versucht die Bank von Japan, mit Zinssenkungen gegen null und einem immer größeren Arsenal von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen die Konjunktur wiederzubeleben. Leider vergeblich!

Eine wichtige Rolle für das Zusammenbrechen der Transmission von geldpolitischen Impulsen hin zu mehr Investitionen und Wachstum kommt dem Bankensektor zu. Die großzügige Liquiditätszufuhr der Bank von Japan hat die Geschäftsbanken von dem Zwang befreit, ihre Bilanzen von faulen Krediten zu bereinigen. Zombie-Banken, die ohne die billige Liquidität der Zentralbank kollabieren würden, finanzieren unabhängig von Renditeerwägungen Klein- und Mittelunternehmen, die auch ohne Streben nach Innovation und Effizienz auf die endlose Verlängerung von bestehenden Krediten hoffen können.

Die Großunternehmen reduzieren ihre Kreditnachfrage bei den Banken, weil die Niedrigzinspolitik ihre Fremdkapitalkosten schrumpft und über die Abwertung des Yen die Exporte florieren lässt. In beiden Fällen führen die nachsichtige Kreditvergabe bzw. die versteckten Subventionen dazu, dass die Produktivitätsgewinne nachlassen. Weil die ultralockere Geldpolitik Unternehmen systematisch subventioniert, findet der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis (Sparschwemme) im Unternehmens- und nicht im Haushaltssektor statt.

Während damit äußerst fraglich ist, ob die sehr expansiven Geldpolitiken das Wachstum nachhaltig beleben können,

steckt die Diskussion um deren unerwünschte Nebeneffekte noch in den Kinderschuhen. In Deutschland erregt die offensichtliche Enteignung der Sparer durch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank die Gemüter. Bundesbankpräsident Weidmann hat daraufhin angemerkt, dass Menschen nicht nur Sparer, sondern auch Arbeiter, Steuerzahler und Kreditnehmer seien und als solche auch von dem niedrigen Zinsniveau profitierten. In der Tat standen in Deutschland seit 2008 entgangenen Zinserträgen auf Spareinlagen und Staatspapiere steigende Immobilien- und Aktienpreise sowie Reallohn- und Rentensteigerungen gegenüber.

Ob die ultralockere Geldpolitik für den Einzelnen verteilungsneutral ist, hängt von der Struktur seines Portfolios und seiner persönlichen Lohnentwicklung ab. Geht man davon aus, dass risikoarme Spareinlagen überproportional von den unteren und mittleren Einkommensschichten sowie Aktien und Immobilien überwiegend von der oberen Einkommenschicht gehalten werden, dann hat die ultralockere Geldpolitik gesellschaftlich unerwünschte Umverteilungseffekte – nämlich von unten nach oben.

Zudem muss über die Verteilungswirkungen von geldpolitisch getriebenen Boom- und Krisen-Phasen über unterschiedliche reale Lohnentwicklungen nachgedacht werden. Es war in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten, dass im Verlauf von geldpolitisch befeuerten spekulativen Finanzmarkt euphorien die realen Löhne stark gestiegen sind. Am meisten profitierte in der Regel der Finanzsektor, wo im spekulativen Aufschwung die sprudelnden Gewinne in Form von himmlischen Boni bevorzugt an einige wenige Privilegierte ausgeschüttet wurden.

Der Staat profitierte in diesen Boomphasen von florierenden Steuereinnahmen, was die Regierungen zu höheren Vergütungen ihrer Beamten und Angestellten, zum Ausbau der sozialen Sicherungssysteme und allen möglichen anderen Ausgaben verleitete. Derzeit finden sich in Deutschland, wo die Geldpolitik der EZB den steilen Anstieg der Immobilienpreise (in den Ballungszentren) sowie über den Wechselkurs einen Exportboom befeuert, fast täglich neue Beispiele für solche »finanzpolitischen Flitterwochen« (Schwarze Null trotz stark steigender Ausgaben.). Steigen die Löhne im Finanz- und öffentlichen Sektor, dann können sich auch die Unternehmen nicht entsprechenden Realloohnerhöhungen verweigern.

Platzen jedoch die Blasen, sinken oder stagnieren aus zwei Gründen die Reallohne. Erstens gehen die Gewinne von Finanzinstituten und Unternehmen stark zurück. Beim Staat brechen die Steuereinnahmen ein; kostspielige Rettungsaktionen für marode Finanzinstitute lassen die Staatsverschuldung steigen. Dies zwingt zum Sparen bei den Löhnen. Zweitens kommen die Rettungsaktionen in Form von

unkonventionellen Geldpolitiken zwar großen Subventionen für den Finanzsektor gleich. (Weshalb dort in der Krise die Vergütungen oft weniger stark fallen als in anderen Sektoren.) Doch grundsätzlich wirken die geldpolitischen Krisentherapien lähmend auf die Produktivitätsgewinne (siehe oben), die die Grundlage für reale Lohnerhöhungen sind. Japan seit 1998, Griechenland, Spanien, Irland, Island und die baltischen Staaten nach 2007/08 sowie Deutschland nach dem Wiedervereinigungsboom sind wichtige Beispiele für fallende oder stagnierende Reallohne in der schleichenden Krise.

Schließlich werden die Lasten der Strukturkrisen nicht gleichmäßig verteilt. Genießen die bestehenden Verträge – insbesondere im Arbeitsrecht – eine rechtliche Sicherheit, dann müssen die Kosten des Krisenmanagements überproportional auf die Einsteiger ins Erwerbsleben verschoben werden. Das sind vor allem die jungen und die ehemals arbeitslosen Menschen. Das Lohnniveau und die versprochene soziale Sicherung liegen niedriger als bei den Generationen, die noch einige Jahre vorher ins Erwerbsleben eingetreten sind. Für immer größere Anteile der (insbesondere jungen) Menschen werden vergleichsweise schlecht bezahlte, oft prekäre Arbeitsverhältnisse zur Realität.

Die Politik hat die unerwünschten Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik indirekt dadurch anerkannt, dass sie versucht, diese wegzuregulieren: Ein dichteres Netz von Finanzmarktregulierungen und -aufsichten, Mindestlöhne, Mietpreisbremsen, strengere Richtlinien bei der Vergabe von Immobilienkrediten, ein Wissenschaftsvertragszeitgesetz etc. sind die Folge. Diese zusätzlichen Regulierungen mögen zwar dem einen oder anderen Schutz vor den Folgen der geldpolitischen Krisentherapie gewähren, sie erhöhen aber auch den bürokratischen Aufwand für alle Beteiligten am Wirtschaftsleben. Das dichtere Regulierungsnetz trägt damit das seine zu geringeren Produktivitätsgewinnen und lahmen Wachstum bei.

Fazit

Einerseits sind positive Wachstumseffekte der sehr expansiven Geldpolitiken auf die lange Frist mehr als zweifelhaft, andererseits sind deren nicht-intendierten Nebeneffekte einschneidend. Die Geldpolitik führt indirekt dazu, dass die von ihr verursachten Lasten des Krisenmanagements überproportional auf die junge Generation verschoben werden. Wenn eingetrübte Einkommensperspektiven, weniger soziale Sicherheit und steigende Immobilienpreise dazu beitragen, dass die Familienplanung zeitlich verschoben wird, sinken die Geburtenraten. In diesem Fall wären selbst die alternden Gesellschaften nicht mehr völlig exogen, sondern auch das Ergebnis wirtschaftspolitischer Fehler.

Auf jeden Fall sehen sich – nicht zuletzt aufgrund der negativen Wachstums- und Umverteilungseffekte der Geldpolitiken – weltweit eine wachsende Anzahl von Menschen als Verlierer. Dies trägt in vielen Ländern zu einer wachsenden politischen Polarisierung bei, die den Wohlstand aller gefährdet. Um diesem Prozess Einhalt zu gebieten, ist eine ernsthafte und umfassende Diskussion über die weitreichenden Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik dringlich.

Literatur

Hansen, A. (1939), »Economic Progress and Declining Population Growth«, *American Economic Review* 29(1), 1–15.

Hayek, F.A. von (1929), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Reprint, Philosophia Verlag, Salzburg.

Hayek, F.A. von (1933), *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Sentry Press, New York.

Hoffmann A. und G. Schnabl (2016), »The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy«, CESifo Working Paper No. 5754.

Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, London.

Summers, L. (2014), »U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound«, *Business Economics* 49(2), 65–73.

Schumpeter, J (1911), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Weizsäcker, C.Chr. von (2014), »Public Debt and Price Stability«, *German Economic Review* 15(1), 42–61.

Wicksell, K. (1898), *Geldzins und Güterpreise*, Reprint, FinanzBuch Verlag, München.



Georg Fahrenschon*

Geldpolitik wirkt nicht mehr

Einheitliche Geldpolitik in einem gemeinsamen Währungsraum ist keine leichte Übung. Schon das Hauptziel der Steuerung des Preisniveaus ist in einem inhomogenen Ländersample schwierig zu verfolgen, erst recht in Krisenserien wie in den letzten Jahren. Aber gerade in einem solchen komplexen Umfeld müssen auch Risiken und Nebenwirkungen bedacht werden. Daran muss sich die Geldpolitik ebenfalls messen lassen. Und zu diesen Effekten gehören auch Verteilungswirkungen. Mit der Vielzahl ihrer neuen, unkonventionellen Instrumente und ihrer aktivistischen Ausrichtung ist die Europäische Zentralbank zudem an die institutionellen und rechtlichen Grenzen der Geldpolitik geraten.

Die EZB hat die Niedrigzinsphase 2008 eingeläutet und bis heute immer weiter vertieft, um gegen eine ausgeprägte Wachstumsschwäche und eine sehr niedrige Inflation vorzugehen. Sie ist damit in der ersten Phase einem weltweiten Trend gefolgt. Alle Industrieländer sind unmittelbar nach der Finanzkrise ähnlich vorgegangen. Es hätte große Verwerfungen produziert, wenn sich der Euroraum völlig anders positioniert hätte. Und sicher brauchte die Wirtschaftsentwicklung in manchen Phasen auch die stützende Hand der Geldpolitik. Im akuten Krisenmodus war manches nötig.

Aber das darf kein Dauerzustand sein. Es stellt sich zunehmend die Frage, wie weit man die gegenwärtigen geldpolitischen Interventionen treiben kann und sollte. Dieses geldpolitische Setting muss zeitlich begrenzt bleiben.

Rein technisch ist diese Geldpolitik erstaunlich weit in bisher unbekanntes Gelände vorgedrungen. Negative (Nominal-) Zinsen hätten vor einigen Jahren fast alle Ökonomen, Politiker und Marktteilnehmer für schlicht unmöglich gehalten.

Bei den Negativzinsen ist die EZB ein Vorreiter gewesen, zumindest unter den großen Notenbanken. Mit echten Ne-

* Georg Fahrenschon ist Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands e.V.

gativzinsen hatten zuvor nur die Notenbanken kleiner Länder wie der Schweiz, Dänemark oder Schweden experimentiert. Aber das sind Länder, die Wechselkursziele verfolgen und ihre Währung gegen überbordenden Aufwertungsdruck verteidigen mussten. Ein vergleichbarer Aufwertungsdruck drohte dem Euro in seinem großen Währungsgebiet zu keinem Zeitpunkt.

Kurzfristig ist dies vielleicht sogar ein Verdienst der Existenz der Gemeinschaftswährung: Es ist in den Krisen der letzten Jahre zumindest nicht zu Wechselkursstürbungen im Binnenmarkt gekommen. Aber um welchen Preis?

Denn stattdessen haben wir leider andere Krisen erlebt: Staatsschuldenkrise, Bankenkrise, Rezessionen und gesellschaftliche Unruhe durch verbreitete Arbeitslosigkeit. Hier konnten die festen Wechselkurse im Euroraum dann kein Ventil mehr bieten, um divergente Entwicklungen auszugleichen. Vielleicht hat sogar die Aussicht auf die zentrale Geldpolitik als unwiderruflichen Anker die Bildung der Krisenursachen lange befeuert. Und jetzt erleichtert die Geldpolitik der EZB ein »Weiter so« in den Ländern, die Reformen und Konsolidierung dringend benötigen würden.

Wahres Motiv der EZB ist der Erhalt der Währungsunion

Inzwischen ist es Teil der Aktivitäten oder gar Hauptmotiv der EZB-Geldpolitik geworden, die Spannungen in den Staatshaushalten, den Bankensystemen und den Realwirtschaften des Euroraums und die daraus resultierenden Krisen in Schach zu halten. Dafür werden immer mehr Instrumente mobilisiert.

Enger an ihrem Hauptziel der Preisniveaustabilisierung argumentiert, führt die EZB selbst in den letzten Jahren Deflationsgefahren als das entscheidende Motiv ihrer extremen Politik an. Das ist aber ein überzogenes Argument.

Die Inflationsraten verharren tatsächlich schon seit einigen Jahren nahe der Nulllinie – mal knapp darüber, mal knapp darunter. Aber eine schwache Preisentwicklung ist zum Teil lediglich ein Zeichen der strukturbedingten Wirtschaftslage in den Krisenländern. Sie müssen auch ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen.

Und der Großteil der aktuellen Preisentwicklung ist dem Ölpreis geschuldet. Dieser Effekt ist aber zeitlich endlich und könnte sich sogar umkehren. Nur wenn wirklich massive Deflationsgefahren herrschten, wären solch verzweifelte Maßnahmen wie Negativzinsen und Quantitative Easing gerechtfertigt. Dies ist aber nicht der Fall.

Aber unabhängig davon, wo man die Motive für das extreme Handeln der EZB verortet: Ist diese Politik denn wenigstens wirksam für die angestrebte Nachfrage- und Preisbelebung?

Bisher hat die Negativzinspolitik jedenfalls keinen Investitionsboom im Euroraum ausgelöst. Das anhaltende De-Leveraging in den Krisenländern wirkt dem entgegen. Wo immer noch die Bilanzrelationen repariert werden (müssen), sind der Wille und die Möglichkeit zu neuer Schuldenexpansion schlicht nicht gegeben.

In Deutschland haben wir ein robustes Wachstum und eine hervorragende Entwicklung des Arbeitsmarktes. Aber nicht wegen der expansiven Geldpolitik, sondern wegen zuvor geschaffener Grundlagen mit gesunden Strukturen und Wettbewerbsfähigkeit.

Und auch hierzulande haben die Niedrig- und Negativzinsen die Sachkapitalbildung nicht wirklich angeschoben, obwohl in Deutschland keine vorangegangenen Übertreibungen zu korrigieren sind. Nur das, was aus Kapazitätserwägungen unbedingt geboten und betriebswirtschaftlich unzweifelhaft sinnvoll ist, wird verwirklicht. Bei darüber hinaus möglichen Chancen wird dagegen gezögert. Hemmungsfaktoren mögen in wirtschaftspolitischen Unsicherheiten oder demographischen Erwägungen – wie dem drohenden Fachkräftemangel – liegen. Der Finanzierungsaspekt steht mehr Investitionen hingegen nicht im Wege. Die Investitionen reagieren in dem längst erreichten Umfeld der Null einfach nicht mehr auf weitere Zinssenkungen.

Sichtbar wird stattdessen der durch Niedrig- und Negativzinsen ausgelöste Anlagenotstand vieler Sparer und Investoren. Am Aktienmarkt und Immobilienmarkt können dadurch Spekulationsblasen entstehen. Sie wären Ausdruck von fehlgeleiteten Investitionen. Es droht das Entstehen potenzieller Investitionsruinen, die nur verlockend erschienen, weil Kredit eine – zu lange – Phase keinen Preis mehr hatte.

Andere Politikfelder wären gefordert

Die Geldpolitik ist gemessen an ihren eigentlichen Zielen nicht mehr wirksam. Vielmehr sind nun andere wirtschaftspolitische Akteure gefordert. Eine stärkere Erholungs- und Beschäftigungsdynamik in den Südländern des Euroraums lässt sich nur durch eine wachstumsfreundliche Wirtschaftspolitik und vor allem dringend nötige beherzte Strukturreformen erreichen. Diese Maßnahmen sind im Kontext der Währungsunion schmerzhaft, aber unausweichlich.

Für die Lösung der Krise in Europa sind andere Instrumente als das Breitschwert des Zinsniveaus und der Notenbankbilanz gefragt. Hier schadet die Geldpolitik sogar, wenn sie den anderen Politikfeldern immer wieder Zeit kauft und den

Handlungsdruck reduziert. Denn so nimmt sie die Anreize für entschlosseneres Handeln.

Gleichzeitig fährt die EZB mit ihrer geldpolitischen Ausrichtung ein hohes Risiko. Sie begibt sich in immer stärkere Abhängigkeiten. Zum Beispiel wird sie durch die Ankäufe von Staatsanleihen zum größten Gläubiger ihrer Mitglieder. Hier verwischen die Grenzen zwischen Geldpolitik und Staatsfinanzierung. Das war eigentlich nach den vereinbarten Spielregeln der Währungsunion aus gutem Grund verboten. Diese guten Regeln sind nun leider faktisch dahin. Es ist außerdem kaum vorstellbar, wie die umfangreichen Positionen an aufgekauften Staatsschulden in der Zukunft wieder abgebaut werden können. Damit steht in Frage, wie die EZB wirklich wieder Unabhängigkeit erreichen will.

Aktuell richtet die Negativzinspolitik große Kollateralschäden an. Auf die problematischen Verteilungswirkungen ist schon oft hingewiesen worden. Sie bereiten Probleme bei der privaten Altersvorsorge, bei betrieblichen Rentenzusagen, bei Stiftungen. Große Teile der deutschen Finanzdienstleister – Lebensversicherungen, Bausparkassen, Teile der Kreditwirtschaft – sind betroffen. Ganze Branchen werden vor massive Herausforderungen gestellt und/oder in ungewollte oder im schlimmsten Fall unbeherrschbare Risiken getrieben. Teilweise werden sie völlig ihres Geschäftsmodells beraubt. Und auch das zu Recht oft zitierte Beispiel Japans zeigt, dass ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld die Sparkultur zerstört und damit wichtige Wachstumsgrundlagen vernichtet.

Verteilungseffekte werden nicht als fair empfunden

»Enteignung« ist ein hartes Wort für diese Vorgänge. Natürlich enteignet die EZB nicht im rechtlichen Sinne. An manchen Stellen drohen die vermehrt angedachten Stützungs- und Transfermechanismen in Europa zwar Eigentumsansprüche zu vermengen. In diesem Zusammenhang kann die Initiative für eine vergemeinschaftete Einlagensicherung genannt werden. Doch an diesen Zusammenhängen ist nicht in erster Linie die EZB beteiligt. Im Kern ist die Eigentumsordnung in Europa für Sach- und Geldvermögensbestände weiterhin intakt.

Warum wird dann zugespitzt dennoch von »Enteignung« gesprochen? Zumindest ist die »Ertragsseite« von Kapital unter Druck. Und dabei ist tatsächlich maßgeblich die Geldpolitik wirksam. Natürlich gibt es in einer Marktwirtschaft keinen unkonditionierten Anspruch auf Kapitalertrag. Es gibt auch keinen selbstverständlichen Mindestzins. Er muss aus der Realwirtschaft verdient sein. Und hier sind in der Tat aktuell die Potenziale gedrückt. Man soll nicht über Marktpreise klagen.

Aber die Marktprozesse, die den Zins drücken, sind eben nur die halbe Wahrheit. Sie sind aktuell von den geldpolitischen Interventionen maßgeblich verzerrt. Die Geldpolitik konfrontiert weite Kreise der Gesellschaft eben doch mit »Preisen«, die weitgehend keine marktbestimmten Preise mehr sind.

Mit Ihren Ankäufen unter dem Quantitative Easing (QE) setzt die EZB auch die Renditen am Kapitalmarkt praktisch direkt fest. Die alte theoretische, durchaus sinnvolle Arbeitsteilung, dass die Geldpolitik am Geldmarkt agiert, aber die lange Frist den realwirtschaftlichen Kräften am Kapitalmarkt überlässt, gilt längst nicht mehr. Diese Arbeitsteilung wurde auch im Euroraum häppchenweise schon seit 2011 mit Forward Guidance und Langfristendern immer mehr aufgeweicht. Mit QE ist der Vorrang des Kapital-»Marktes« endgültig dahin. Und nun teilt die EZB mit dem selektiven Kauf von Unternehmenanleihen Kapital de facto sogar einzelnen Akteuren direkt zu.

Hier darf man Zweifel hegen, ob das noch Geldpolitik ist, ob es in unsere Wirtschaftsordnung passt und ob dieses Handeln noch vom Mandat der EZB gedeckt ist.

Rechtlich lassen sich hier schwer Grenzen ziehen. Gegenstand der verfassungsrechtlichen Überprüfungen war zwar bisher nicht das aktuelle QE, sondern das hypothetisch gebliebene frühere OMT-Programm. Dennoch geben diese Urteile natürlich die Richtschnur vor.

Das Bundesverfassungsgericht in seinem jüngsten Urteil vom Juni 2016 und zuvor noch deutlicher der Europäische Gerichtshof gewähren der EZB einen recht weit reichenden Spielraum. Im Falle des Bundesverfassungsgericht war dies nicht unbedingt Ausfluss wirklich inhaltlicher Überzeugung, als vielmehr der Abwägung geschuldet, nicht im europäischen politischen und rechtlichen institutionellen Gefüge noch eine zusätzliche Verfassungskrise heraufzubeschwören. Letztlich ist somit nicht zu erwarten, dass die Judikative der Geldpolitik in irgendeiner ernstern Weise in den Arm fällt.

Umso mehr muss gesellschaftliche Wachsamkeit für die Einhaltung des Mandats und die Setzung von Grenzen sorgen. Kritische Stimmen von Marktakteuren und gesellschaftlichen Gruppen nehmen zu. Und auch die EZB selbst scheint allmählich zumindest nachdenklicher zu werden, ob immer Mehr wirklich immer mehr hilft.

Liquidität bleibt ohne hilfreiche Wirkung

Die mit den Assetkäufen geschaffene Überschussliquidität braucht heute niemand. Anders als in den Krisenjahren 2008 bis 2010, als der Interbankenmarkt deutlich klemmte, wird

die Flut an Zentralbankgeld jetzt immer mehr zur Belastung für das Bankensystem. Dennoch wird das Ankaufprogramm der EZB weiter fortgesetzt und ausgeweitet.

Angeblich soll die Überschussliquidität die Kreditvergabe ankurbeln. Aber sie tut es nicht. Die leichte Belebung, die wir inzwischen auch in einigen Südländern sehen, wäre ohnehin gekommen. Es ist ein theoretischer Trugschluss, dass das geschaffene Zentralbankgeld im Bankensystem überhaupt durch Kreditvergabe abbauend verarbeitet werden könnte. Stattdessen werden gerade realwirtschaftlich ausgerichtete Kreditinstitute in eine Sackgasse getrieben. Und immer mehr Märkte werden von verzerrenden und verdrängenden Interventionen der Notenbank erfasst. Eine solche Geldpolitik kann nicht richtig sein.

Entscheidend ist es jetzt, dass die Geldpolitik so bald wie möglich die Kraft findet, ihren Kurs zu korrigieren. Der Negativzins darf nicht noch weiter vertieft werden, sondern muss allmählich zumindest in Richtung null geführt werden. In den nächsten Monaten werden durch Basiseffekte beim Ölpreis absehbar die Inflationsraten steigen. Die problematischen, von jetzt an auch bei Unternehmensanleihen die Märkte verzerrenden Assetkäufe könnten und sollten dann auch schon vor dem März 2017 langsam auslaufen.

Bis heute sind die Inflationstendenzen sehr moderat. Aber der Preisdruck wird wieder aufkommen. Diese Entwicklung wird umso unbändiger, je mehr vorher expansiv Anlauf genommen wurde. Dann kann und muss die EZB beweisen, dass sie es ernst meint mit ihrem Preisniveaueziel. Der Lackmustest wird sein, ob ihr durch rechtzeitiges Umsteuern die Begrenzung einer nach oben überschießenden Inflation gelingt.

Eine Normalisierung und Neuausrichtung der Politik der EZB darf nicht allein mit Rücksicht auf die öffentlichen Haushalte in einzelnen Ländern immer weiter aufgeschoben werden. Ein zu langes Abwarten würde den langfristig wirkenden Nebeneffekten der aktuellen Geldpolitik nicht gerecht.

Eine Kurskorrektur wäre für die EZB kein Eingeständnis von Schwäche. Es wäre ein Zeichen der Stärke. Die Märkte würden es auch als solches verstehen.



Markus Demary*



Judith Niehues*

Kein Anstieg der Vermögensungleichheit seit der Niedrigzinsphase

Niedrige Zinsen, dafür steigende Immobilienpreise und boomende Aktienmärkte – der Einfluss der Niedrigzinspolitik auf die Verteilung der Vermögen scheint eindeutig, da Immobilien und Aktien meist in den Händen der Wohlhabenden liegen und das Sparbuch der Geringverdiener und Mittelschicht keinen Ertrag mehr abwirft. Auch wenn langfristig der Effekt auf die Vermögensungleichheit aufgrund möglicher Stabilisierungseffekte nicht klar sei, erwarten die meisten Untersuchungen kurzfristig einen Anstieg der Vermögensungleichheit (vgl. Bernoth, König und Beckers 2016; Claeys et al. 2015). Wie aktuelle Haushaltsbefragungsdaten allerdings zeigen: Zwischen 2010 und 2014 – also in einer Zeit, als die Effekte der Niedrigzinsphase deutlich hervortraten – hat sich die Höhe der Vermögensungleichheit praktisch nicht verändert. Ein genauer Blick auf die Zusammensetzung der Vermögen (vgl. Demary und Niehues 2015) und die Simulation des Einflusses bestimmter Vermögensbestandteile auf die Ungleichheit ließ dies allerdings auch gar nicht erwarten.

Sinkende Zinsen: Ein neues Phänomen?

Nominale Zinsen sanken seit der Hochzinsphase der 1970er Jahre in den meisten Industrieländern. Zu dieser Zeit waren die nominalen Zinsen aufgrund hoher Inflationsraten hoch, während die Realzinsen niedrig und zeitweise sogar negativ waren. In den 1980er Jahren führten die meisten Zentralbanken eine anti-inflationäre Geldpolitik durch, so dass die Inflationsraten sowie die nominalen Zinsen sanken und die realen Zinsen stiegen. In den 1990er Jahren waren die Inflationsraten weitestgehend stabil, aber nominale und reale Zinsen sanken weiter. Auf die Finanzmarktkrise im Jahr 2008 reagierten die großen Zentralbanken mit

* Dr. Markus Demary ist Senior Economist beim Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.

** Dr. Judith Niehues ist Leiterin der Forschungsgruppe Mikrodaten beim Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.

Leitzinssenkungen hin zu nahe 0%. Für die Leitzinsen liegt seitdem praktisch eine Zinsbindung vor. Niedrige Leitzinsen und großangelegte Kaufprogramme für Staatsanleihen und öffentliche Anleihen (Quantitative Easing) haben zu sehr niedrigen und auch negativen Anleiherenditen geführt. Die Rendite auf Bundesanleihen ist aktuell bis zu einer Laufzeit von acht Jahren negativ, und die japanischen Staatsanleihen rentieren bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren ebenfalls negativ. Es ist nicht damit zu rechnen, dass die nominalen Zinsen so bald wieder zu ihren historischen Mittelwerten zurückkehren werden.

Die Niedrigzinsphase ging zuletzt mit einer Phase boomender Vermögenspreise einher. Die durchschnittliche Rendite auf den DAX lag im letzten Jahr bei über 14%. Auch die Immobilienpreise stiegen an. Niedrige Zinsen und boomende Vermögenspreise können dabei vielfältige Auswirkungen auf die Wertentwicklung der Vermögen der Haushalte haben.

Theoretische Wirkungskanäle der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung

Häufig wird an der Niedrigzinspolitik kritisiert, dass diese die Vermögensungleichheit in der Bevölkerung erhöhe. Für die Wirkung der Geldpolitik auf die Verteilung der Vermögen der Bevölkerung sind die folgenden beiden Transmissionskanäle relevant (vgl. Coibion et al. 2012):

- Der Portfolio-Channel: Dieser Wirkungskanal unterstellt eine unterschiedliche Portfoliozusammensetzung der Vermögen von vermögensarmen und vermögensreichen Haushalten. Demnach werden vermögensärmere Haushalte einen größeren Anteil ihres Vermögens in Form von Bankeinlagen und vermögensreichere Haushalte einen größeren Teil ihres Vermögens in Aktien oder Immobilien halten. Eine Phase sinkender Zinsen und boomender Vermögenspreise würde zu einem Rückgang der Wertsteigerungen bei Bankeinlagen und einer Zunahme der Wertsteigerung bei Aktien und Immobilien führen und damit die Vermögensungleichheit vergrößern.
- Der Savings-Redistribution-Channel: Dieser Wirkungskanal unterstellt, dass sich vermögensarme und vermögensreiche Haushalte durch eine unterschiedliche Höhe ihrer verzinslichen Guthaben und ihrer Schulden unterscheiden. Jüngere Haushalte, die gerade eine Immobilie erworben haben, werden tendenziell über mehr Hypothekenschulden verfügen als ältere Haushalte, die ihre Immobilienkredite bereits getilgt haben. Zudem wird unterstellt, dass jüngere Haushalte über weniger verzinsliches Vermögen als ältere

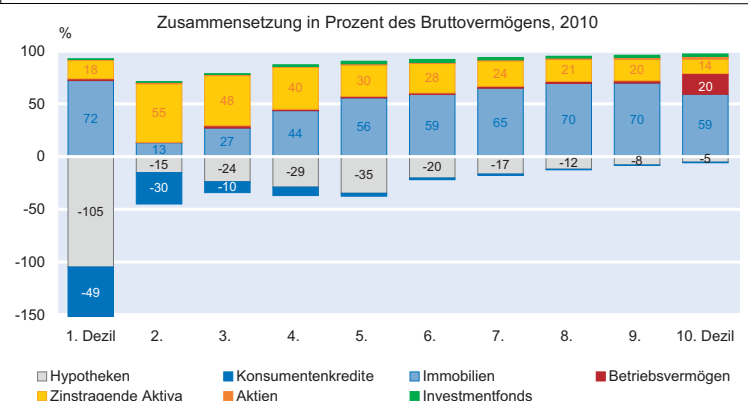
Haushalte verfügen. Deshalb wird eine Zinssenkung bei den weniger vermögenden Haushalten zu einem größeren Rückgang der Zinsaufwendungen führen, der den Rückgang der Zinseinnahmen überkompensiert. Über die Reinvestition dieser Differenz würde sich die Vermögensungleichheit ceteris paribus vermindern.

Zusammensetzung der Vermögen

Eine Analyse der Portfoliostruktur der Haushalte nach den Dezilen des Nettovermögens auf Basis der Daten des Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der Europäischen Zentralbank bestätigt die empirische Evidenz für den Portfolio-Channel nur über verzinsliche Guthaben, nicht aber über Aktien und Immobilien (vgl. Abb. 1). Zwar steigt der Aktienanteil mit zunehmender Höhe des Vermögens leicht an, aber die Bedeutung von Aktien im Portfolio der Deutschen ist mit durchschnittlich rund 2% insgesamt sehr gering. Entgegen der weitläufigen Erwartung gilt dieser Befund auch für die Reichen: Bei den vermögensreichsten 10% beträgt der Aktienanteil nur 2,6% des gesamten Vermögens und selbst das reichste 1% hält nach Maßgabe der Befragungsergebnisse des HFCS nur 3% seines Vermögens in Form von Aktien (vgl. Demary und Niehues 2015). Aufgrund der geringen Bedeutung wird eine Änderung der Aktienkurse kaum einen Einfluss auf die Ungleichheit der Vermögensverteilung entfalten, wie eine Simulation der Änderung des Gini-Koeffizienten bei einer isolierten Erhöhung der Aktienkurse zeigt. Selbst wenn Investmentfonds und Aktien gemeinsam betrachtet werden, würde eine Wertsteigerung dieser Vermögenswerte um 10% ceteris paribus nur zu einem kaum messbaren Anstieg der Vermögensungleichheit um 0,1% führen.

Auch beim Immobilienbesitz führt ein Preisanstieg über den Portfolio-Channel nicht zu mehr Ungleichheit. Zwar steigt die Bedeutung des Immobilienbesitzes vom 2. bis zum

Abb. 1
Vermögen und Schulden nach Dezilen des Nettovermögens



Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge.
Quelle: Demary und Niehues (2015) auf Basis des HFCS.

9. Vermögenszehntel kontinuierlich an, allerdings ist mit 72,2% die relative Bedeutung im untersten Vermögenszehntel am höchsten. Dieser Effekt geht auf einige überschuldete Immobilienbesitzer zurück, die durch ihr Eigenheim zwar über ein nennenswertes Bruttovermögen verfügen, diesem aber eine noch höhere Verschuldung gegenübersteht. Die vermögensärmsten 10% profitieren somit mehr von boomenden Immobilienpreisen als das vermögensreichste Dezil, während das 2. Dezil am wenigsten profitiert. Insgesamt entfaltet eine isolierte Erhöhung der Immobilienpreise – entgegen der weitläufigen Meinung – sogar einen ungleichheitsreduzierenden Effekt: Würden die Immobilienwerte isoliert um 10% ansteigen, würde der Gini-Koeffizient der Nettovermögen um 0,4% sinken. In anderen Ländern der Eurozone ist der ungleichheitsreduzierende Effekt eines Anstiegs der Immobilienpreise noch ausgeprägter (vgl. Adam und Tzamourani 2015), da hierzulande vergleichsweise wenige Haushalte in Wohneigentum leben.

Bestätigt findet sich die Hypothese des Portfolio-Channels über die verzinslichen Vermögenswerte. Werden alle verzinslichen Vermögenswerte zusammengefasst, so spielen diese insbesondere im 2. bis 4. Dezil eine Rolle, also im unteren Vermögensbereich. Im Einklang damit würde eine Reduktion des Wertes dieser Einlagen um 10% die Ungleichheit um 0,6% erhöhen. Unter allen Aktiva entfaltet diese Vermögenskomponente den größten Effekt auf die Ungleichheit.

Es zeigt sich aber auch empirische Evidenz für den Savings-Redistribution-Channel, der in der öffentlichen Diskussion um die Effekte der Niedrigzinsen auf die Vermögensverteilung deutlich weniger Beachtung findet. Der Anteil der Schulden am Bruttovermögen ist im untersten Vermögenszehntel am größten und nimmt mit höherem Vermögen tendenziell ab. Dies geht vor allem auf altersspezifische Effekte zurück: Junge Familien, die noch nicht viel Vermögen ansparen konnten und sich für den Erwerb einer Immobilie verschuldet haben, befinden sich vorwiegend im unteren Bereich der Vermögensverteilung. In den oberen Vermögenszehnteln sind vor allem ältere Haushalte verortet, die ihre Immobilienkredite bereits getilgt haben.

Beim Savings-Redistribution-Channel bilden die verzinslichen Guthaben den Gegenpol zu den Schulden. Verrechnet man den Verlust der Zinserträge und die Schuldendiensterleichterung der vergangenen Jahre, dann ergibt sich im vermögensärmsten Zehntel ein positiver Effekt des Rückgangs der Zinsen, da die niedrigeren Zinsaufwendungen für den Schuldendienst den Rückgang der Zinseinnahmen übersteigen. In den höheren Dezilen überwiegt der Verlust der Zinserträge die Schuldendiensterleichterung. Relativ zum Gesamtvermögen sind auch hier wieder die unteren Vermögensbereiche am stärksten betroffen, die keine Immobilie erworben haben und ihr Vermögen vorwiegend in verzinslichen Einlagen halten.

Ein genauer Blick auf die Vermögenszusammensetzung zeigt somit, dass der Effekt der Niedrigzinsen auf die Ungleichheit der Vermögen – auch in der kurzen Sicht – keineswegs eindeutig ist. Verschuldete Haushalte am unteren Ende der Vermögensverteilung profitieren von der Entwicklung, unverschuldete Haushalte mit geringen Vermögen müssen die größten Einbußen hinnehmen. Für den oberen Bereich der Vermögensverteilung ist vor allem ausschlaggebend, wie sich die Werte der Betriebsvermögen entwickeln. Da die Bedeutung von Aktien auch im Portfolio der Reichen eher gering ist, ergibt sich ein merkbarer positiver Effekt der Vermögenspreisentwicklung auf die Ungleichheit eigentlich nur dann, wenn die Betriebsvermögen vollständig mit den stark angestiegenen Aktienkursen bewertet werden.

Vermögensungleichheit ändert sich nicht

Auf Basis der Querschnittsdaten zur Vermögenszusammensetzung lassen sich nur Erwartungen formulieren, welchen Einfluss die Entwicklung der Niedrigzinsen letztlich für die Entwicklung der Vermögen und deren Verteilung hat. Mittlerweile liegt aber die Folgebefragung der Studie »Private Haushalte und ihre Finanzen« (PHF) der Deutschen Bundesbank mit Vermögensdaten für das Jahr 2014 vor, womit sich die tatsächliche Entwicklung der Vermögensverteilung seit 2010 nachvollziehen lässt. Der Befund ist angesichts der erwarteten Erhöhung der Vermögensungleichheit durchaus bemerkenswert: Zwischen 2010 und 2014 hat sich die Ungleichheit der Vermögensverteilung praktisch nicht verändert. In beiden Befragungsjahren lag der Gini-Koeffizient bei 0,76, der Anteil der vermögendsten 10% der Haushalte am gesamten Nettovermögen war 2014 mit 59,8% nur 0,6 Prozentpunkte höher als 2010. Auf Basis der neuen Befragungsdaten kommt die Deutsche Bundesbank (2016, S. 64) zu dem Schluss: »Die anhaltend niedrigen Sparzinsen sowie der Anstieg der Immobilienpreise und Aktienkurse in den letzten Jahren scheinen sich zwischen 2010 und 2014 nicht sonderlich stark auf die Verteilung der Vermögen in Deutschland ausgewirkt zu haben«.

Ein Blick auf die einzelnen Vermögensbereiche zeigt, dass die Nettovermögen in der Vermögensmittelschicht relativ am stärksten gestiegen sind – auch stärker als die Vermögen der reichsten 10%. Im unteren Vermögensbereich sind die Vermögen im Durchschnitt relativ gesunken. Bei dem ärmsten Vermögensfünftel geht dies aber nicht auf einen Rückgang der (Brutto-)Vermögenswerte zurück, sondern auf eine Zunahme der Schulden. Hieran wird deutlich, dass die Vermögensverteilung keineswegs nur direkt durch Änderungen der Vermögenspreise beeinflusst wird, sondern natürlich auch durch damit einhergehende Verhaltensänderungen und andere Einflussfaktoren. So können niedrige Schuldzinsen beispielsweise die Anreize für eine vermehr-

te Schuldenaufnahme erhöhen. Darüber hinaus sind die vermögensärmsten Haushalte des Jahres 2010 keineswegs automatisch die vermögensärmsten Haushalte des Jahres 2014. Die Entwicklung des Gini-Koeffizienten der Vermögensungleichheit bildet die Summe all dieser Entwicklungen ab.

Ein Grund, warum die Vermögen der Reichen nicht so stark gestiegen sind, wie man nach Maßgabe einiger Studien hätte erwarten können, liegt darin, dass die Betriebsvermögen keineswegs so stark gestiegen sind wie die Aktienkurse. Bei gleicher Partizipationsquote ist der bedingte Mittelwert der Betriebsvermögen zwischen 2010 und 2014 nur um 4,3% gestiegen (vgl. Deutsche Bundesbank 2016). Der bedingte Mittelwert der Aktienvermögen ist hingegen um 34% gestiegen – ebenfalls bei ähnlicher Partizipationsquote. Hierin spiegelt sich das weiterhin konservative Anlageverhalten der Deutschen wider: Trotz der anhaltend niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen haben sich kaum Verschiebungen in Richtung zu mehr Aktien oder Fonds ergeben. Der Anteil der Haushalte mit Aktien ist sogar von 11% auf 10% gesunken, der Anteil der Haushalte mit Fondsanteilen (ohne private Altersversorgung) sogar von 17% auf 13%. Auch die Eigentumsquote, die maßgebliche Determinante der Ungleichheit der Vermögensverteilung, hat sich trotz steigender Immobilienpreise und geringer Hypothekenzinsen in den letzten Jahren nicht erhöht.

Was sich allerdings erhöht hat, ist die Präferenz für niedrig verzinsliche und liquide Bankeinlagen. Hinter dieser Flucht in Liquidität steckt vermutlich eine Unsicherheit über die zeitliche Länge der Niedrigzinsphase (vgl. Demary und Niehues 2015). Sofern Haushalte mit einer baldigen Zinswende rechnen, halten sie Liquidität, um ihr Geld bei einem Zinsanstieg nicht in niedriger verzinsten Festgeld gebunden zu haben. Die Präferenz für sichere und liquide Anlagen übersteigt dann die aktuellen Verluste durch entgangene Zins- bzw. Dividendeneinnahmen. Wenn allerdings die Sparleistung nicht entsprechend erhöht wird, kann sich diese Liquiditätspräferenz der Haushalte bei einer länger anhaltenden Niedrigzinsphase negativ auf ihre Altersvorsorge auswirken.

Literatur

Adam, K. und P. Tzamourani (2015), »Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area«, Bundesbank Discussion Paper 27/2015.

Bernoth, K., Ph. König und B. Beckers (2016), »EZB-Anleihekäufe können Vermögensverteilung beeinflussen«, *DIW Wochenbericht* 83(7), 127–134.

Claeys, G., Z. Darvas, Á. Leandro und Th. Walsh (2015), »The Effects of Ultra-loose Monetary Policies on Inequality«, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2015/09.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng und J. Silvia (2012), »Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.«, NBER Working Paper 18170.

Demary, M. und J. Niehues (2015), »Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung«, *IW policy paper* 15/2015.

Deutsche Bundesbank (2016), »Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014«, *Monatsbericht*, März.



Olaf Stotz*

Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Altersvorsorge

Der 16. Juni 2016 war aus Kapitalmarktsicht ein historischer Tag: An diesem Tag lag die Verzinsung einer zehnjährige Bundesanleihe zum ersten Mal im negativen Bereich. Sparen in sicheren Anlagen wie Bundesanleihen wurde nicht mehr belohnt, sondern bestraft. Über die Gründe des aktuell niedrigen Zinsniveaus weltweit sind sich selbst Experten nicht einig. Die möglichen Erklärungen reichen von Bernankes »Saving-Glut«-Hypothese über die Suche nach Sicherheit aufgrund der vielfältigen Risikofaktoren bis hin zur Geldpolitik der Zentralbanken. Die kausalen Wirkungsmechanismen für das Niedrigzinsniveau zu identifizieren, wird noch eine längere Zeit dauern. Die Auswirkungen auf den Sparer und seine Altersvorsorge sind jedoch bereits kurzfristig zu erkennen. Sie zu quantifizieren, um dem Anleger eine Entscheidungsgrundlage für die Strukturierung der Altersvorsorge zu geben, ist das Thema dieses Beitrags.

Das deutsche Rentensystem ist auf drei Säulen aufgebaut, die staatliche, die betriebliche und die private Altersvorsorge. Am wenigsten ist die staatliche Rente von den Niedrigzinsen betroffen, sie ist umlagefinanziert, so dass sich ein Anlagezins von 0% oder darunter kaum auswirkt. Die betriebliche und private Altersvorsorge dagegen sind in ähnlicher Weise betroffen, direkt und indirekt. Direkt werden Sparbeiträge niedriger verzinst, so dass das angesparte Kapital langsamer oder gar nicht mehr wächst. Indirekt, weil in der betrieblichen und privaten Altersvorsorge Garantiekomponenten enthalten sind, die Anbieter von Altersvorsorgeprodukten zwingen, das Kapital (zum Teil) in sichere Anlagen zu investieren, um die Garantieverprechen darzustellen. Da es der politische Wille in der Vergangenheit war und aktuell weiter ist, den Anteil der staatlichen Altersvorsorge zu senken und die betriebliche und private Altersvorsorge auszubauen, sind die Sparer gezwungen, privat mehr vorzusorgen, wenn sie ihren Lebensstandard im Rentenalter beibe-

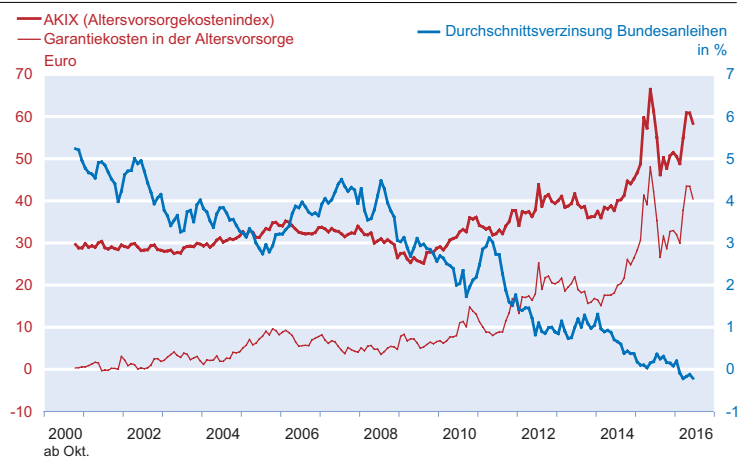
halten wollen. Die viel genannte Rentenlücke sollte also durch Sparen in der betrieblichen und privaten Altersvorsorge geschlossen werden, um Altersarmut zu verhindern. Doch wie hoch sollte die Sparrate sein, um die zukünftige Rentenlücke zu schließen?

Eine einheitliche Antwort darauf gibt es nicht, denn die Rentenlücke ist individuell unterschiedlich hoch. Sie hängt von den Ansprüchen an die gesetzliche Rentenversicherung ab, von den individuellen Erwartungen an das Leben im Rentenalter, von der gesundheitlichen Verfassung und der damit verbundenen Lebenserwartung und von vielen anderen ökonomischen Aspekten (bspw. Inflation und Zinsniveau). Dem Zinsniveau fällt hierbei eine bedeutende Rolle zu. Um die Kosten für das Schließen der Rentenlücke zu errechnen, beantworten wir deshalb die folgende Frage: »Wie viel Euro muss ein Anleger jeden Monat von heute bis zu seinem Renteneintritt sparen, um im gesamten Rentenalter 100 Euro (in heutiger Kaufkraft) monatlich ausgeben zu können?« Dazu betrachten wir beispielhaft einen 25-jährigen Arbeitnehmer, der bis zum 67. Lebensjahr einen Betrag von x Euro pro Monat spart, um dann im Rentenalter 100 Euro monatlich bis zum Lebensende ausgeben zu können. Entsprechend der aktuellen Sterbetabelle wird seine Lebenserwartung rund 79 Jahre betragen. Der 25-Jährige spart also über 42 Jahre regelmäßig den Betrag x , um dann im Rentenalter über zwölf Jahre jeden Monat 100 Euro ausgeben zu können. Dieser Betrag x kann als Altersvorsorgekosten für den Beispielanleger interpretiert werden. Um die Auswirkungen des Zinsniveaus auf diese Kosten zu verstehen, sind diese für die letzten Jahre zurückgerechnet worden. Das Ergebnis ist in Abbildung 1 als Altersvorsorgekostenindex (kurz AKIX) als rote Linie dargestellt. Die Berechnung des AKIX orientiert sich an der Ausgestaltung der privaten Säule der Altersvorsorge, der Riester-Rente, d.h., der Sparplan sieht eine Garantiekomponente vor. Dazu später mehr. Die Berechnung des AKIX erfordert ein komplexes Simulationsmodell, das ökonomische und individuelle Parameter des Anlegers zum jeweiligen Berechnungszeitpunkt berücksichtigt. In die Berechnung des AKIX gehen keine Informationen aus der Zukunft, sondern nur vergangene und aktuelle Daten ein. Vereinfacht kann man das AKIX-Modell mit einem Wetter- oder Klimamodell vergleichen, das für die nächsten Tage oder die nächsten Jahrzehnte Tausende möglicher Szenarien vorausberechnet und dabei verschiedene Parameter, wie bspw. Luftströmungen oder den weltweiten CO_2 -Ausstoß, variiert. Ähnlich funktioniert der AKIX-Simulator, der die möglichen wirtschaftlichen Entwicklungen in der Zukunft und die sich daraus ergebenden Bewegungen an den Kapitalmärkten simuliert, so dass sichergestellt ist, dass sowohl gute, aber auch schlechte Szenarien berücksichtigt werden. Denn die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung ist unsicher, und es können keine exakten Prognosen erstellt werden. Den Berechnungen zugrunde liegen dabei sowohl die zahlreichen Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung der

* Prof. Dr. Olaf Stotz ist Inhaber der Professur für Asset Management an der Frankfurt School of Finance & Management.

Abb. 1

Altersvorsorgekostenindex



Quelle: Berechnungen des Autors.

letzten Jahrzehnte als auch Simulationsverfahren und statistische Methoden, wie sie vom amerikanischen Nobelpreisträger Christopher A. Sims propagiert werden.

Abbildung 1 zeigt, dass der AKIX von Anfang der 2000er Jahre bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 um den Wert von 30 Euro geschwankt ist. Die Zahl 30 im Oktober 2000 bedeutet für den 25-jährigen Anleger, dass er von 2000 bis 2042 monatlich 30 Euro in ein Riester-ähnliches Produkt hätte investieren müssen, um eine Rentenlücke in Höhe von real 100 Euro 2042 zu schließen. Bis heute haben sich die Kosten annähernd verdoppelt, aktuell müsste der Anleger also 60 Euro zur Seite legen. Der Hauptgrund für die höheren Sparleistungen liegt vor allem darin, dass das Kapital in der sicheren Anlage wenig rentabel arbeiten kann, wie es an der Rendite des Rex-Index (blaue Linie), die die durchschnittliche Verzinsung von deutschen Bundesanleihen angibt, widergespiegelt wird. Aber auch Aktienbewertungen, Inflationserwartungen und andere ökonomische Parameter beeinflussen den AKIX. Der AKIX macht die Altersvorsorgekosten transparent, und ein Anleger kann sein Sparverhalten entsprechend den ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen.

Da die private Säule mit der Riester-Rente eine Garantie auf das (nominal) eingezahlte Kapital vorsieht, stellt sich als zweite Frage, welcher Anteil der Altersvorsorgekosten auf das Garantieverprechen fällt. Denn Garantieverprechen sind nicht umsonst, wie es der ein oder andere Anleger denken mag. Die Anbieter müssen zwar rechtlich für die Garantien von Altersvorsorgeprodukten geradestehen, sie strukturieren die Anlagegelder aber in der Form, dass die Anlage in ein risikoloses Asset das Garantieverprechen abdeckt. Und hier wirkt sich das Zinsniveau deutlich aus, und somit entsteht ein zweiter Kostenfaktor in der Altersvorsorge, die Garantiekosten. Wie hoch diese ausfallen können, sei an folgendem einfachen Beispiel verdeutlicht. Wenn unser Bei-

spielanleger an seinem 25. Geburtstag 100 Euro in einen Riester-Sparplan anlegt, und das Zinsniveau läge bei 5% in der sicheren Anlage (für einen 42-jährigen Zeitraum), dann müsste er rund 13 Euro in das sichere Wertpapier anlegen. Das 5%ige Zinsniveau reicht aus, dass aus 13 Euro in 42 Jahren 100 Euro werden. Damit ist die Garantie abgedeckt. Mit den restlichen 87 Euro könnte er dann, je nach seiner Risikoeinstellung, höher rentierliche Anlagen suchen, so dass bei einer Anlage der 87 Euro in den Aktienmarkt auch deutlich mehr herauskommen könnte. Nimmt man bspw. eine Aktienmarktrendite von 8% an, so könnte aus den 87 Euro mehr als 2000 Euro entstehen. Läge der Zinssatz dagegen bei 0%, dann müssten die gesamten 100 Euro in die sichere Anlage trotz Null-

verzinsung angelegt werden, um das Garantieverprechen zu sichern. Für die Anlage in höher rentierliche Wertpapiere bliebe dann nichts mehr übrig, ihm entgingen also potenziell höhere Wertzuwächse. Dieser Wirkungsmechanismus ist ein Teufelskreis, je niedriger das Zinsniveau, desto höher ist die Nachfrage nach sicheren Wertpapieren. Der Teufelskreis kann nur durch ein Abschwächen der Garantieverprechen aufgelöst werden.

In ähnlicher Weise gehen die Produktanbieter von Altersvorsorgekonzepten vor, um die Garantien darzustellen. Auch wenn der Aktienmarkt in 42 Jahren einen deutlich geringeren Wert hätte, die 100 Euro wären bei der risikolosen Anlage sicher – selbst bei einem Totalverlust am Aktienmarkt. Doch ein Totalverlustrisiko ist bei einer Anlage in einem weltweit diversifizierten Aktienportfolio sehr gering, und ein Anleger sollte sich eine Welt vorstellen, in der dieses Szenario Wirklichkeit wird und sich die Frage ehrlich beantworten, ob in einer solchen Welt auch von einer Werthaltigkeit von bspw. Bundesanleihen, die heute als eine der sichersten Anlagen angesehen werden, ausgegangen werden kann. Ebenso kann diese Systematik dazu benutzt werden, um die Kosten eines Garantieverprechens in einem Sparplan, wie er dem AKIX unterliegt, zu berechnen. Diese Kosten sind in der Graphik als dünnere rote Linie dargestellt und entsprechen den Opportunitätskosten, die dem Anleger entgehen, wenn er statt in einen Sparplan mit Garantie in einen Aktiensparplan (ohne Garantie) investiert hätte. Natürlich ist auch das Risiko in einem reinen Aktiensparplan höher als in einem Sparplan mit Garantie. In einer Studie haben wir diese Risiken berechnet und für unseren Beispielanleger liegt das Risiko, mit einem reinen Aktiensparplan sein nominal eingezahltes Kapital nicht zurückzuerhalten, bei deutlich weniger als 1%. Oder anders ausgedrückt, dieses Risiko ist geringer, als dass er bei einem Autounfall mit Personenschäden sein Leben verliert. Zu Beginn des Jahrtausends zeigten sich die Garantiekosten kaum in dem Sparplan, sie lagen lange Zeit

nahe null und stiegen bis zum Jahr 2011 nur auf gut 10 Euro an. Da bspw. die Riester-Rente um das Jahr 2000 eingeführt und vorher konzipiert wurde, ist die Integration eines Garantieverprechens verständlich, insbesondere da der deutsche Durchschnittsanleger als risikoscheu eingeschätzt wird und er mit der Garantiekostenkomponente einen Anreiz verspüren sollte, privat vorzusorgen.

Heute, bei einem Nullzinsumfeld, sind diese Garantiekosten dagegen in die Höhe geschossen. Anbieter von Altersvorsorgeprodukten werden aktuell »gezwungen«, in niedrig verzinsliche Wertpapiere wie Bundesanleihen anzulegen, um den nominalen Sparbetrag in der Zukunft zu garantieren, so dass für höher verzinsliche Wertpapiere kein Spielraum bleibt. Umgerechnet in Garantiekosten bedeutet dies, dass von der Sparrate 60 Euro (AKIX, Stand: Anfang Juni 2016) rund 40 Euro auf die Garantiekosten entfallen. Berücksichtigt man, dass ein Garantiefall sehr unwahrscheinlich ist (unter 1% Wahrscheinlichkeit), bedeutet dies für einen Anleger, dass sich das Preis-Leistungsverhältnis für die Altersvorsorge deutlich verschlechtert hat. Während die Leistungen ungefähr gleich geblieben sind (die aktuelle Kaufkraft von 100 Euro im Rentenalter zu erhalten), ist der Preis deutlich gestiegen. Und der Hauptkostentreiber ist dabei die Garantiekostenkomponente, die durch die weiter gesunkenen Zinsen immer teurer geworden ist. Würde ein Anleger auf die Garantie verzichten, so lägen die Altersvorsorgekosten deutlich niedriger. Zieht man von dem AKIX die Garantiekosten ab, so wären nur etwa 20 bis 30 Euro Sparbetrag im Aktienmarkt pro Monat notwendig sowie die Inkaufnahme des damit verbundenen Risikos, nicht das nominal eingezahlte Kapital vollständig zurück zu erhalten. Da sich die Parameter ständig ändern und die genauen Kosten von der individuellen Situation des Anlegers abhängen, wäre eine Individualisierung des AKIX notwendig. Nur unter Kenntnis seiner individuellen Kosten und der damit verbundenen Risiken kann dann ein Anleger seine Altersvorsorgeentscheidungen rational treffen.

Volkswirtschaftlich betrachtet können sich die notwendigen Sparleistungen und die Garantiekosten für die betriebliche und private Altersvorsorge zu einer großen Zahl summieren. Geht man von folgender einfachen Rechnung aus, dass es in Deutschland rund 40 Mio. Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer gibt, die im Durchschnitt 300 Euro Rentenlücke abdecken müssen. Diese 300 Euro sind nur ein grober Schätzwert, manche Studien schätzen die Vorsorgelücke auch höher ein. Nach dem AKIX wäre aktuell ein monatlicher Sparbetrag von 180 Euro pro Person notwendig, in der Summe entspricht dies 7 Mrd. Euro pro Monat für alle Beschäftigten in Deutschland, also etwas mehr als 86 Mrd. Euro pro Jahr. Die Hauptkomponente stellen aktuell die Garantiekosten dar, die durch das stark gesunkene Zinsniveau deutlich teurer geworden sind. Nach dem AKIX entfallen etwas mehr als 55 Mrd. Euro auf die Garantiekostenkomponente.

Bei solchen aggregierten Sparsummen und Garantiekosten stellt sich die Frage, ob ein Garantieverprechen für jeden Anleger sinnvoll ist oder ob er besser für einen Zeitraum auf die Garantieverprechen verzichten möchte. Dafür müsste aber die Politik die richtigen Rahmenbedingungen setzen und es jedem Anleger selbst überlassen, sich für oder gegen eine Garantie entsprechend seiner Risikoeinstellung zu entscheiden.

Fazit

Aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus haben sich die Kosten der Altersvorsorge im Vergleich zu Anfang 2000 ungefähr verdoppelt. Hauptkostentreiber ist die Garantiekostenkomponente, die bei niedrigen Zinsen sehr teuer ist. Als Alternative könnte es sich anbieten, die Garantiekostenkomponente flexibler zu gestalten, um so einem Anleger in jedem Jahr die Entscheidung für oder gegen Garantien zu erlauben, je nach Preis-Leistungsverhältnis. Voraussetzung hierfür ist allerdings eine objektive Transparenz dieses Preis-Leistungsverhältnisses, wie es bspw. ein personalisierter AKIX schaffen könnte. Mit der heutigen Informationstechnologie wäre dies auch erreichbar. Ohne eine solche Alternative bleibt dem Anleger wohl nur die Option, mehr Geld pro Monat für seine Altersvorsorge zur Seite zu legen.



Hans-Peter Burghof*

Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen

Das dauerhaft niedrige Zinsniveau löst eine Vielfalt von Besorgnissen aus, die von vielen Ökonomen mit der richtigen Anmerkung gekontert wird, dass es ja nicht auf das Zinsniveau, sondern auf den Realzins ankomme. Von einer Entseignung der Sparer könne man nur dann sprechen, wenn der Realzins negativ sei und das angelegte Geld somit tatsächlich an Kaufkraft verlore. Der Realzins ist aber dank der geringen Preissteigerungsraten gegenwärtig keineswegs immer negativ. Und vor allem für täglich fällige Anlagen ließen sich auch in der fernerer Vergangenheit Perioden mit einem negativen Realzins beobachten. Die Kritik an der Niedrigzinspolitik der EZB sei demnach unberechtigt, da sie die Situation der Sparer nicht grundlegend verändert habe.

EZB-Chef Mario Draghi selbst sieht das offenbar anders. In einem Interview der Bild-Zeitung im April dieses Jahres macht er die deutschen Sparer selbst für das niedrige Zinsniveau verantwortlich, da sie durch ihre intensive Spartätigkeit einen Überhang an Ersparnissen erzeugten, für den es einfach nicht genug Anlagemöglichkeiten gäbe. Und er rät den Sparern recht unverblümt, ihr Geld riskanter anzulegen, um eine höhere Rendite zu erwirtschaften. Diese Form der Anlageberatung per Bild-Interview ist eine sehr interessante, aber vielleicht nicht ganz regelkonforme Erweiterung des Mandats der EZB. Draghi scheint damit aber die Vernünftigen auf seiner Seite zu haben, denn er greift eine durchaus begründete Kritik am Anlageverhalten der Deutschen auf. Diese agieren schlicht zu risikoscheu und würden auf lange Sicht zum Beispiel mit einer deutlich höheren Aktienquote sehr viel besser fahren.

Als Argument zu den Auswirkungen negativer Realzinsen ist dies aber falsch. Der Sparer wäre auch bei risikofreudigerem Anlageverhalten risikoadjustiert, d.h. nach Abzug der mit der

Risikoübernahme verdienten Prämie, immer noch einem negativen Realzins ausgesetzt. Er würde nicht, wie vielleicht in der Vergangenheit, für seine Kapitalüberlassung am Produktivitätsfortschritt der Wirtschaft beteiligt, sondern nur für seine Bereitschaft zur Risikoübernahme entlohnt. Die Kapitalüberlassung selbst wird besteuert. Oder anders ausgedrückt: Man kann einem negativen Realzins nicht durch eine besonders raffinierte Geldanlage entkommen. Für eine Lösung des Niedrigzinsproblems durch die Wahl alternativer Anlageformen sprechen übrigens auch nicht Diversifikationsargumente. Die Anlage in einem Sparbuch wirkt auf den ersten Blick altbacken und wenig diversifiziert. Hinter dem Sparbuch steht aber im Zweifel das bestens diversifizierte Anlageportefeuille einer Bank. In einer hochgradig arbeitsteiligen Wirtschaft die Menschen, die von Geldanlage wenig verstehen und davon auch nichts verstehen wollen, in riskante Anlagen zu treiben, wirkt weniger wie eine konstruktive Antwort auf die Niedrigzinsphase denn wie ein Freibrief für Bauernfänger.

Mit einer gewissen Beliebigkeit in seiner Argumentation behauptet Draghi im genannten Interview allerdings auch, die Realzinsen seien früher ähnlich niedrig oder noch niedriger gewesen. Dies mag davon abhängen, welchen Zeitraum, welches Land und welchen Anlagehorizont man betrachtet. So gab es unter den heutigen Eurostaaten solche, die über eine hohe Inflation einen Staatsbankrott auf Raten inszenierten und auf diesem Weg mit der Staatsschuld natürlich auch das Sparvermögen vieler Anleger vernichteten. In Ländern mit unabhängiger Zentralbank und wirksamer Inflationsabwehr war es aber eben nicht so. Und selbst wenn die kurzfristigen Zinsen einmal unter der Inflationsrate lagen, konnte man dem durch Wahl eines entsprechend längeren Anlagehorizontes begegnen, sei es direkt oder indirekt, etwa durch den Kauf einer kapitalbildenden Lebensversicherung. Auch dies geht heute nicht mehr: Die Zinsstrukturkurve ist vor allem für erste Bonitäten sehr flach und erreicht auch für lange Laufzeiten zumeist nicht die Inflationsrate. Eine permanente Kapitalvernichtung durch Sparen hat es in den Ländern mit Geldwertstabilität in der Vergangenheit nicht gegeben. Doch es gibt sie jetzt.

Die niedrige Inflationsrate hält diesen Kapitalverlust in Grenzen, und es gibt wohl auch keinerlei Anzeichen für einen zu erwartenden stärkeren Preisauftrieb. Dies kann man als beruhigend empfinden. Aber es gibt Zweifel: Ein Teil der niedrigen Inflation ist auf notwendige Anpassungsprozesse in den Krisenstaaten zurückzuführen, was die stabileren Länder des Euroraumes nicht betrifft. Ein wohl noch wichtigerer Faktor für die niedrige Inflationsrate ist aber der fallende Energiepreis. Dieser ergibt sich aus einer sehr spezifischen weltpolitischen Lage. Dies könnte sich sehr schnell drehen, wenn sich diese Lage ändert, sei es indem sich die latenten politischen Krisen verschärfen oder im Gegenteil in einer befriedeten Lage die erdölproduzierenden Staaten ihr An-

* Prof. Dr. Hans-Peter Burghof ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim.

gebot besser koordinieren. Eine sich dann beschleunigende Inflation würde vor allem Anleger treffen, die sich längerfristig gebunden haben, um überhaupt noch einen Ertrag zu erwirtschaften.

In dieser Situation stünde die Glaubwürdigkeit der EZB bei der Inflationsbekämpfung in Frage. Aus der Vorgeschichte der EZB ergibt sich, dass sie ein starkes Eigeninteresse an der Erhaltung niedriger Zinsen hat. Die Inflationswirkung der Energiepreise zum Beispiel dürfte sie daher asymmetrisch wahrnehmen: Eine Deflation aufgrund fallender Energiepreise muss, so die aktuelle Politik, um jeden Preis verhindert werden. Bei inflationistischen Tendenzen aufgrund steigender Energiepreise dagegen würde man diesen Effekt wohl eher rausrechnen, um die Zinsen nicht erhöhen zu müssen. Und schließlich sind die fehlenden Vorzeichen für einen Anstieg der Inflationsrate nur eingeschränkt glaubwürdig, da eine höhere Inflation für den Staat vor allem dann hilfreich ist, wenn sie überraschend kommt.

In vieler Hinsicht wirken künstlich niedrig gehaltene Zinsen auf die Wirtschaft wie Subventionen. So profitieren die Banken bei positiver Fristentransformation vor allem von dem Prozess der Zinssenkung. Ihre kurzfristige Refinanzierung wird billiger, während sich das Zinsniveau der langfristigeren Anlagenseite erst später angleicht. Damit erhöht sich das Eigenkapital, so als ob der Staat unmittelbar Eigenmittel zugeschossen hätte. Riskante Banken profitieren von der geringeren Risikosensitivität der Refinanzierungskosten, so als hätten sie eine Garantie des Staates erhalten. Unternehmen profitieren von niedrigen Kreditzinsen, genauso als wenn sie von einer staatlichen Entwicklungsbank eine Zinssubvention bekämen. Und Staatshaushalte werden durch die niedrigen Zinsen entlastet, und dies umso mehr, je stärker der betreffende Staat verschuldet ist. Niedrige Zinsen ersetzen in diesem Sinne andere staatliche Maßnahmen, die in aller Regel steuerfinanziert werden müssten.

Die Wahl des Instruments ist jedoch nicht beliebig. Dies gilt zunächst, buchhalterisch gesprochen, für die Mittelverwendung: Unmittelbare staatliche Subventionen können zielgenau eingesetzt und konditioniert werden. Die Subventionierung über den Marktzins wirkt dagegen pauschal und ungezielt. So kann man beispielsweise argumentieren, dass vor allem kleine und riskante Technologieunternehmen subventioniert werden sollten, während bei großen Unternehmen das staatliche Geld vor allem privates Geld verdrängt und insofern keinen Beitrag zur Überwindung eines möglichen Marktversagens leistet (vgl. etwa Bauer und Burghof 2007). Aber gerade diese Unternehmen profitieren über ihre Anleihefinanzierung besonders von der Niedrigzinspolitik.

Es gilt aber auch für die Mittelherkunft: Ein Steuersystem kann so gestaltet werden, dass es den Fairnessvorstellungen der jeweiligen Gesellschaft möglichst entspricht. Künst-

lich erzwungene Niedrigzinsen wirken dagegen wie eine Steuer auf das Geldvermögen, während andere Vermögens- und Einkommensformen wie zum Beispiel Immobilien zumindest nicht unmittelbar betroffen sind. Es wäre eine eigene Studie wert, die Umverteilungswirkung von Niedrigzinsen zu analysieren. Es gibt aber keinen Anhaltspunkt dafür, dass sie große Vermögen und Einkommen überproportional belasten würden. Mit Blick auf die rechtlichen Diskussionen über die Gestaltung der Erbschaftsteuer in den vergangenen Jahren erscheint es abwegig, über die Niedrigzinspolitik in diesem Ausmaße staatliche Politiken in den Bereich der Zentralbank »outzusourcen« und dies mit einer Finanzierung zu verbinden, deren willkürliche Belastungswirkung in einem konkreten Steuersystem keine der heute üblichen verfassungsrechtlichen Hürden meistern würde.

Auch mit Blick auf diese soziale Unausgewogenheit der Niedrigzinspolitik sei an dieser Stelle erwähnt, dass in Frankreich der Kleinsparer dem Niedrigzins keineswegs vollständig ausgeliefert ist. Er kann sich im Rahmen des staatlich subventionierten Livret A bis zu einem Anlagebetrag von 22 500 Euro einen Vorzugszins sichern (vgl. dazu Burghof und Müller 2016). Diesen maximalen Anlagebetrag hat die französische Regierung seit Beginn der Niedrigzinsphase um fast 50% erhöht. Der Zins selbst wurde dagegen auf inzwischen nur noch 0,75% gesenkt. Dieser Satz erscheint nicht sehr hoch. Aber der französische Kleinsparer entgeht damit, bei beschränkter täglicher Verfügbarkeit des Geldes, dem negativen Realzins. Und es sind immerhin ungefähr 1,5% mehr, als eine Bank gegenwärtig bei einer sauberen betriebswirtschaftlichen Kalkulation eigentlich zahlen dürfte. Denn der Einlagenzins, den eine Bank unter den aktuellen Marktbedingungen bei Einrechnung einer angemessenen Marge für Verwaltungskosten anbieten dürfte, ist deutlich negativ.

Deutsche Kleinsparer erhalten zwar in aller Regel einen Zins unterhalb der Inflationsrate und sind somit dem negativen Realzins ausgesetzt. Sie müssen aber bisher noch keinen Negativzins zahlen. Dies mag man aus sozialpolitischen Gründen begrüßen. Tatsächlich verbirgt sich dahinter aber der große Pferdefuß der Niedrig-, oder besser, der Minuszinspolitik der EZB für das deutsche Finanzsystem. Großbanken, die sich überwiegend über Großanlagen und am Kapitalmarkt refinanzieren, können den Negativzins unmittelbar an ihre Financiers weitergeben. Die regionalen Kreditinstitute in Deutschland finanzieren sich dagegen überwiegend über Einlagen mit kleiner Losgröße und unterhalten dafür ein umfangreiches Zweigstellennetz, für das sie eine zusätzliche Marge einrechnen müssen. Sie müssten demnach einen noch deutlich negativeren Zins fordern als die Großinstitute. Bei einigen dieser Institute ist ein negativer Einlagezins jedoch rechtlich fragwürdig (siehe etwa Art. 2 (1) des bayerischen Sparkassengesetzes). Vor allem aber können die Kunden dieser Institute zur Wertsicherung angesichts der begrenz-

ten Einzelsummen immer auf Bargeld ausweichen. Ein Minuszins in diesem Massengeschäft könnte einen Run auf die Liquidität der betreffenden Banken auslösen und so die Stabilität des gesamten Bankensystems bedrohen.

Der Minuszins im Retailgeschäft findet daher gegenwärtig nicht statt. Damit machen diese Kreditinstitute mit jedem Euro an Spareinlagen einen deutlichen Verlust. Das hat Auswirkungen auf ihr Geschäftsmodell. Kurzfristig wird versucht, diesen Verlust durch Quersubventionen aus anderen Ertragsquellen zu decken. So sind bei vielen Instituten deutliche Gebührenerhöhungen zu beobachten, und ihre Bereitschaft, das niedrige Zinsniveau im Kreditgeschäft an die Kunden weiterzugeben, dürfte eher gering ausfallen. All dies ist aber nur möglich, soweit es der Wettbewerb zulässt, und hier sind andere, neue Wettbewerber im Markt, die diesen wettbewerblichen Spielraum erheblich einengen. Damit kommt es zu einer grundsätzlichen Infragestellung: Lohnt sich ein Zweigstellennetz noch? Lohnt sich überhaupt ein Geschäftsmodell, bei dem der persönliche Kontakt mit dem ganz normalen Kunden im Mittelpunkt steht? Oder bleibt gegenüber dem Retailkunden nur das Internet-basierte und anonymisierte Bankgeschäft mit hochstandardisiertem und reduziertem Leistungsspektrum als einzige valide Geschäftsstrategie? Dies müsste dann aus Gründen der Kosteneffizienz mit maximaler Skalierung erfolgen, d.h. durch große, international tätige Internetkonzerne, wie sie sich ja auch in anderen Branchen bereits durchgesetzt haben.

Damit würde eine Strukturveränderung im Bankensystem durch den Minuszins vorangetrieben, die technologisch durchaus schon angelegt ist. Allerdings ist Kosten- und Prozesseffizienz nicht gleichbedeutend mit wirtschaftlicher Effizienz. Banken mit einem unmittelbaren Kontakt zu ihren Kunden verfügen dadurch über andere, oftmals auch bessere Informationen als reine Internetbanken. Die Frage, welches der beiden Konzepte ökonomisch wertvoller ist, sollte typischerweise in einem Entdeckungsprozess am Markt geklärt werden. Ein fortgesetzter Minuszins kürzt diesen Entdeckungsprozess ab und gibt die Antwort teilweise vor. Damit besteht das Risiko einer Fehlentwicklung des Bankensystems. Die bisherige, für das deutsche Bankensystem so kennzeichnende Vielfalt in Größe, Geschäftsmodell oder Rechtsform könnte durch ein einheitliches, kostenoptimiertes Modell mit der Tendenz zur Monopolbildung ersetzt werden. Dabei würden die anfänglichen Kostenvorteile für die Kunden wahrscheinlich schon mittelfristig durch den Qualitätsverlust durch fehlende Vielfalt und durch die negativen Auswirkungen des unzureichenden Wettbewerbs aufgefrisst werden. Und was ein Bankensystem mit einigen wenigen sehr ähnlichen Großinstituten für die systemische Stabilität bedeuten würde, mag man sich nicht recht vorstellen.

Es gibt also, gerade aus deutscher Sicht, gute Gründe, gegen den Minuszins zu sein. Damit bleibt der Europäischen

Zentralbank eine wichtige Ausrede: Sie sei für den Minuszins gar nicht verantwortlich. Der Zins bildet sich durch Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt, und in alternativen Gesellschaften ist das Kapitalangebot so groß, dass man für die reine Geldaufbewahrung eben zahlen muss. Tatsächlich spricht einiges dafür, dass der Zins in reiferen Volkswirtschaften eher gering ausfällt. Andererseits leben wir in einer Welt, in der Kapital global angelegt wird und auch die hochentwickelten Länder von der Dynamik der jüngeren Wirtschaftsnationen profitieren können. Aber auch wenn man von einer allmählichen Absenkung des Marktpreises für Kapital in den »alten« Industrieländern ausgeht, dürfte dieser Effekt durch die massiven Interventionen der EZB in den Markt noch deutlich verstärkt worden sein. Wo der Zins ohne die Zinspolitik der EZB stünde, ist dagegen reine Spekulation.

Literatur

Bauer, E. und H.-P. Burghof (2007). »The Economics of State Subsidies in Early Stage Financing«, *International Journal of the Economics of Business* 14, 433–457.

Burghof, H.-P. und C. Müller (2015). »The state as an intermediary to foster long-term investments: the case of the targeted European savings account«, *SUERF Occasional Paper No. 1*.