

Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung

Autoren:

Markus Demary

Telefon: 0221 4981-732

E-Mail: demary@iwkoeln.de

Judith Niehues

Telefon: 0221 4981-768

E-Mail: niehues@iwkoeln.de

22. Juni 2015

Zusammenfassung

Die krisenhaften Entwicklungen seit dem Jahr 2008 haben es für die großen Zentralbanken notwendig gemacht, ihre Leitzinsen auf nahezu Null zu senken. Gleichzeitig bekunden die Zentralbanken, dass sie die Zinsen noch für eine ausgedehnte Zeit niedrig halten werden. In einem solchen Umfeld von niedrigen Zinsen auf Spareinlagen und boomenden Vermögenspreisen stellt sich zunehmend die Frage, welche Umverteilungseffekte hieraus resultieren. Um dieser Frage nachzugehen, wurden Daten aus dem Household Finance and Consumption Survey für Deutschland ausgewertet. Es zeigt sich, dass weniger die boomenden Aktienkurse und Immobilienpreise, sondern die niedrigen Zinsen auf Spareinlagen und Krediten eine umverteilende Wirkung hatten. So zeigt sich bei jungen Haushalten, die eine Immobilie über eine Hypothek finanzieren und die über wenige Spareinlagen verfügen, dass die Schuldendiensterleichterung den Verlust an Zinserträgen überkompensiert. Bei den älteren Haushalten überwiegt jedoch der Verlust an Zinserträgen, da diese demografische Gruppe tendenziell über einen hohen Anteil an Spareinlagen und nur geringe Schulden verfügt. Auch wenn sich keine Zunahme an Ungleichheit zeigt, so hat ein länger anhaltendes Niedrigzinsumfeld negative Auswirkungen für die Altersvorsorge. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Haushalte hohe Anteile an verzinslichen Spareinlagen halten und nur einen geringen Aktienanteil aufweisen.

JEL-Classification: D12, D14, D31, E21, E31, E32, E43, E52, E58

Keywords: *Ersparnisbildung, Geldpolitik, Niedrigzinsumfeld, Household Finance and Consumption Survey, Ungleichheit, Vermögensverteilung*

Inhalt

1. Umverteilungseffekte von Niedrigzinsen gewinnen an Bedeutung
 2. Übertragungswege von Geldpolitik auf Ungleichheit
 3. Die wissenschaftliche und politische Diskussion
 4. Empirische Untersuchung
 - 4.1 Der Household Finance and Consumption Survey
 - 4.2 Die Entwicklung von Zinsen und Vermögenspreisen
 - 4.3 Umverteilungseffekte zwischen Sektoren
 - 4.4 Umverteilungseffekte zwischen Haushalten
 - 4.5 Portfolioumschichtungen
 - 4.6 Mögliche Konsequenzen für die Altersvorsorge
 5. Wie die Geldpolitik eine Zunahme der Ungleichheit vermeiden kann
 6. Fazit und Politikempfehlungen
- Anhang
Literatur

1. Umverteilungseffekte von Niedrigzinsen gewinnen an Bedeutung

Bei der Eröffnung des Neubaus der Europäischen Zentralbank (EZB) am 18. März 2015 kam es zu Demonstrationen und gewaltsamen Ausschreitungen. Vorangegangen waren verschiedene Aktionstage des anti-kapitalistischen Netzwerks Blockupy in den Jahren 2012 und 2013, das von der Occupy Wall Street Bewegung in den USA beeinflusst wurde. Deren Slogan "We are the 99 percent" bezieht sich auf die ungleiche Verteilung der Vermögen in der Bevölkerung. Die Befürworter dieser Bewegung sehen das reichste 1 Prozent als Gewinner und die übrigen 99 Prozent als Verlierer der ultra-expansiven geldpolitischen Maßnahmen der großen Zentralbanken an. Vor dem Hintergrund von Niedrigzinsen auf Sparguthaben sowie boomender Aktienkurse und Immobilienpreise stellt sich zunehmend die Frage, ob die Geldpolitik zu mehr Ungleichheit in der Bevölkerung führt.

Der Einfluss der Geldpolitik auf die Verteilung von Vermögen und Einkommen war in der Vergangenheit kaum diskutiert worden. Vielmehr war herrschende Meinung, dass eine stabilitätsorientierte Geldpolitik vor allem für die einkommensschwächeren Haushalte von Vorteil sei, da ein Gegensteuern der Geldpolitik die Tiefe einer Rezession abmildern könne. Dies käme vor allem den einkommensschwächeren Haushalten zugute, da diese in einer Rezession eher ihren Arbeitsplatz verlören als einkommensstärkere Haushalte (Romer/Romer, 1999).

Zwar wirkten geldpolitische Maßnahmen auch in der Vergangenheit unterschiedlich auf Schuldner und Gläubiger sowie auf ärmere und wohlhabendere Haushalte, jedoch spielten mögliche Umverteilungseffekte eine weniger bedeutende Rolle, da vor 2008 nicht nur Zinssenkungen, sondern auch Zinserhöhungen stattfanden, und diese mehr oder weniger abwechselnd auf Schuldner und Gläubiger sowie auf die ärmeren und reicheren Haushalte wirkten. Umverteilungseffekte der Geldpolitik waren in dieser Zeit ein vorübergehendes Phänomen.

Seit dem Jahr 2008 sind diese Umverteilungseffekte kein vorübergehendes Phänomen mehr. Aufgrund der Globalen Finanzkrise nach der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 und im Zuge der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum seit dem Jahr 2010 führte die EZB mehrere Leitzinssenkungen bis zu einem Niveau von 0,15 Prozent durch. Zudem bekräftigte das EZB-Direktorium, dass die Leitzinsen – und seit dem Start des umfangreichen Aufkaufprogramms für öffentliche Anleihen im Februar 2015 auch die langfristigen Zinsen – noch für eine längere Zeit niedrig bleiben werden. Die USA sind durch eine ähnlich lange Niedrigzinsphase geprägt, die Diskussion zu den Effekten der Geldpolitik auf die Ungleichheit von Vermögen und Einkommen setzte dort aber schon früher ein (Stiglitz, 2012).

Verstärkt wird die Persistenz des Niedrigzinsumfelds durch ein trendmäßiges Absinken der Realzinsen, das noch vor den umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen ab dem Jahr 2008 stattfand, und die Geldpolitik zusätzlich darin beschränkt, ihre Leitzinsen anzuheben. Dieses niedrige Realzinsniveau ist nach Ansicht von Baldwin/Teulings (2014), Summers (2014), Krugman (2014), Koo (2014) und Weizsäcker (2014) auf die folgenden realwirtschaftlichen Entwicklungen zurückzuführen:

- Die gestiegene Lebenserwartung der Erwerbsbevölkerung führt zu einer höheren Bedeutung des Alterskonsums. Um diesen bei einem niedrigen Renteneintrittsalter zu finanzieren ist eine hohe Ersparnis während des Erwerbslebens erforderlich. Wenn der höheren Ersparnis keine höheren Investitionen gegenüberstehen, resultiert ein niedriger und möglicherweise negativer Realzins (Baldwin/Teulings, 2014; Weizsäcker, 2014).
- Durch das Platzen von Kreditblasen und den daraus folgenden Entschuldungsprozessen der Unternehmen und Haushalte sowie aus Unsicherheiten über den weiteren Verlauf dieser Bilanzrezession im Euroraum ist die Investitionsnachfrage niedrig. Diese geringe Investitionsnachfrage zieht einen niedrigen Realzins nach sich (Koo, 2014).
- Durch den Wertverlust von Mortgage-Backed Securities durch das Platzen der Immobilienpreisblase in den USA und dem Wertverlust von Staatsanleihen durch die Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum ist das Angebot an sicheren Anlageformen zurückgegangen. Zudem setzte bei den Investoren eine Flucht in sichere Anlagen ein, die zu zeitweise negativen Renditen auf deutschen Staatsanleihen geführt hat. Aber auch aufgrund von Regulierungsvorschriften ist die Nachfrage von institutionellen Investoren, wie Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, hoch. Dies führt zu einem niedrigen risikolosen Zins (Caballero/Farhi, 2014).

Es ist demnach zu befürchten, dass eine längere Phase niedriger Zinsen einsetzen wird. Ein solches Umfeld kann systematisch Gewinner und Verlierer hervorbringen und zu mehr Ungleichheit in der Bevölkerung führen. Es ist deshalb wichtig, die möglichen Umverteilungseffekte von niedrigen Zinsen und wachsenden Vermögenspreisen genauer zu analysieren. Im Rahmen dieses Policy Papers wird zu diesem Zweck den folgenden Hypothesen nachgegangen:

- Dass eine Niedrigzinsphase vor allem für den Schuldendienst der Haushalte mit niedrigem Einkommen und für jüngere Haushalte, die tendenziell Netto-Schuldner sind, vorteilhaft ist und

- dass steigende Vermögenspreise vermögende Haushalte mehr bevorteilen als weniger vermögende und dadurch zu mehr Ungleichheit in der Bevölkerung führen.

In Kapitel 2 werden die möglichen Übertragungswege von Geldpolitik auf Ungleichheit zusammengefasst. Kapitel 3 enthält eine Übersicht über die bisherige Diskussion zu Geldpolitik und Ungleichheit. Die Ergebnisse der empirischen Analyse für Deutschland mit Hilfe des Household Finance and Consumption Survey der EZB werden in Kapitel 4 diskutiert. Kapitel 5 diskutiert die Auswirkungen eines längeren Niedrigzinsumfeldes für die Altersvorsorge, während in Kapitel 6 mögliche Politikmaßnahmen für eine Rückkehr in ein höheres Zinsumfeld vorgeschlagen werden.

2. Übertragungswege von Geldpolitik auf Ungleichheit

Geldpolitik kann über verschiedene Kanäle auf die Verteilung von Vermögen, Einkommen und Konsum wirken. Diese Kanäle stehen teilweise sogar in einem Widerspruch zueinander. So kann eine expansive Geldpolitik über einige Kanäle zu mehr Ungleichheit führen, während sie über andere Kanäle die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen reduziert. Die Kanäle lassen sich folgendermaßen zusammenfassen (siehe auch Coibion et al., 2012):

Wirkung der Geldpolitik auf die Einkommensverteilung:

- Income Composition Channel:
Expansive geldpolitische Maßnahmen können zu mehr Ungleichheit in der Einkommensverteilung führen, wenn durch sie Kapitaleinkommen stärker steigen als Lohneinkommen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn eine expansive Geldpolitik zu einer überraschend hohen Inflation führt, wodurch die Realeinkommen sinken und die Unternehmensgewinne steigen. Sofern diejenigen Haushalte am oberen Ende der Einkommensverteilung einen höheren Teil ihres Einkommens aus Kapitaleinkünften beziehen im Vergleich zu denjenigen am unteren Ende der Verteilung, profitieren die höheren Einkommen von der expansiven Geldpolitik.
- Earnings Heterogeneity Channel:
Der oben beschriebene Kanal vernachlässigt aber ein mögliches kontrafaktisches Szenario einer tieferen Rezession, das sich ohne die expansive Geldpolitik eingestellt hätte. Vor dem Hintergrund, dass die Arbeitsplätze der Haushalte am unteren Ende der Einkommensverteilung stärker von einer Re-

zession betroffen sind als die Einkommen am oberen Ende der Einkommensverteilung, kann eine expansive Geldpolitik durchaus auch das Verstärken von Ungleichheit durch den Konjunkturzyklus verhindern, da sie die Auswirkungen einer Rezession auf die Haushalte am unteren Ende der Einkommensverteilung abmildert. Das Ausmaß, mit dem das Haushaltseinkommen dem Konjunkturzyklus ausgesetzt ist, hängt davon ab, wie hoch ihre jeweiligen Anteile von Arbeitseinkommen, Zins- und Dividendeneinkommen sowie Transfers sind.

Wirkung der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung:

- Financial Segmentation Channel:
Haushalte, Banken, Versicherungen und andere Finanzmarktteilnehmer sind unterschiedlich von geldpolitischen Maßnahmen betroffen, da sie unterschiedliche Anteile an Vermögenswerten halten und unterschiedlich hoch verschuldet sind. Wenn expansive geldpolitische Maßnahmen zu einem Boom bei Aktienkursen und Immobilienpreisen und sinkenden Kreditzinsen führen, dann profitieren die Besitzer von Aktien und Immobilien und die Schuldner von der geldpolitischen Maßnahme, während diejenigen, die festverzinsliche Wertpapiere halten, durch die niedrigen Zinsen auf Spareinlagen im Nachteil sind.
- Portfolio Channel:
Wenn Haushalte mit höherem Einkommen tendenziell mehr Aktien und Immobilien im Vergleich zu Haushalten mit niedrigerem Einkommen halten, wird erstere Gruppe von einem Boom der Aktien- und Immobilienmärkte stärker profitieren als letztere Gruppe. Von diesem Effekt sind zudem diejenigen Haushalte betroffen, die ihr Vermögen zu großen Teilen in verzinslichen Anlageformen und weniger in Aktien oder Immobilien halten. Sollten diejenigen Haushalte am oberen Ende der Einkommens- oder Vermögensverteilung einen stärkeren Aktienbesitz aufweisen als diejenigen Haushalte am unteren Ende der jeweiligen Verteilung, so würde eine expansive Geldpolitik über diesen Kanal zu einer Zunahme der Ungleichheit führen.

Wirkung der Geldpolitik auf die Ersparnisbildung:

- Savings Redistribution Channel:
Wenn Kreditverträge oder Sparverträge in nominalen Größen festgeschrieben sind, führt eine überraschende Inflation zu Umverteilungen zwischen Gläubigern und Schuldern. Aber auch bei stabilen Preisen kann die Geldpolitik bereits Auswirkungen auf die Ersparnisbildung haben. Denn Sparerer haben häufig nominale Sparziele für ihre Altersvorsorge. Um bei niedrigeren Zinserträ-

gen ihre Sparziele zu erreichen, müssen sie ihre Sparleistung erhöhen. Eine Erhöhung der Sparleistung geht dann mit einem Verzicht auf Konsum einher. Für diejenigen Haushalte am unteren Ende der Einkommensverteilung ist eine solche Anpassung ihrer Sparleistung nur eingeschränkt möglich. Bei ihnen wird eine niedrigere Verzinsung zu einer Verringerung des Sparzieles führen mit entsprechenden Konsequenzen für ihre Altersvorsorge.

Gemeinsam haben die oben beschriebenen Transmissionskanäle, dass die verschiedenen demografischen oder ökonomischen Gruppen über eine unterschiedliche Zusammensetzung ihrer Vermögenswerte und Einkommensarten unterschiedlich auf niedrige Zinsen und stärker steigende Vermögenspreise reagieren.

3. Die wissenschaftliche und politische Diskussion

Die oben diskutierten Kanäle zeigen, dass der Effekt von niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen auf die Verteilung von Einkommen und Vermögen nicht unbedingt eindeutig ist. Aus bisherigen Studien sind zudem unterschiedliche Ergebnisse ableitbar. Diese unterteilen sich in ältere Studien, die die Umverteilungseffekte der Inflation analysieren, und neuere Studien, die versuchen, die Effekte der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere der Wirkung von niedrigen Zinsen und stärker steigenden Vermögenspreisen über einen längeren Zeitraum auf die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen abzuschätzen.

Eine ältere Studie zu den Wirkungen der Geldpolitik auf die Einkommensverteilung ist Romer/Romer (1999). Die Autoren analysieren, wie die Geldpolitik vor allem auf die ärmeren Haushalte wirkt. Sie unterscheiden dabei zwischen den kurzfristigen und den langfristigen Effekten der Geldpolitik. Kurzfristig kann eine expansive Geldpolitik die Einkommen der Haushalte erhöhen, da sie zu mehr Nachfrage führt. Hierbei profitieren vor allem die Haushalte mit den geringeren Einkommen, wodurch die Einkommensungleichheit sinkt. Diese Geldpolitik ist aber mit einer höheren Inflation verbunden, von der wiederum die unteren Einkommen besonders betroffen sind. Vor allem restriktive Geldpolitiken, die das Ziel verfolgen, eine hohe Inflation zu bekämpfen, sind mit Einkommensverlusten bei den Haushalten mit den geringeren Einkommen verbunden. Romer/Romer (1999) analysieren deshalb, inwieweit eine auf langfristige Stabilität ausgerichtete Geldpolitik auf die Einkommensungleichheit wirkt. Mit Hilfe eines Datensatzes über mehrere Länder finden sie heraus, dass in den Ländern, in denen die Inflation niedrig ist und die konjunkturellen Schwankungen gering sind, auch eine geringere Einkommensungleichheit herrscht. Sie kommen zu dem

Schluss, dass die unteren Einkommen von einer auf Stabilität ausgerichteten Geldpolitik profitieren. Die Ergebnisse der Autoren sind aber schon 15 Jahre alt. Sie werden deshalb im Rahmen dieses Policy Papers mit aktuellen Daten repliziert.

Coibion et al. (2012) ermitteln Maße für die Ungleichheit in der Einkommensverteilung mit Hilfe des Consumer Expenditures Survey (CEX) für die USA. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass eine restriktive Geldpolitik zu mehr Ungleichheit in der Einkommensverteilung führt. Dieses Ergebnis resultiert daraus, dass in ihrem empirischen Modell die Arbeitseinkommen am oberen Ende der Einkommensverteilung nach einem geldpolitischen Schock tendenziell steigen, während die Einkommen am unteren Ende tendenziell fallen. Ihre Ergebnisse ändern sich aber, wenn sie anstelle des Arbeitseinkommens das Gesamteinkommen der Haushalte betrachten, in dem auch Transferzahlungen enthalten sind. In diesem Fall ist die Reaktion des Gesamteinkommens am oberen Ende der Verteilung vergleichbar mit dem des Arbeitseinkommens am oberen Ende, am unteren Ende zeigen sich jedoch Unterschiede. Diese resultieren daraus, dass die Haushalte am unteren Ende der Verteilung einen größeren Teil ihres Gesamteinkommens aus Transfers beziehen, die nach einer restriktiven Geldpolitik ansteigen und damit den Verlust des Arbeitseinkommens abmildern. Ihre Ergebnisse deuten auf das Gegenteil der Implikationen des Earnings Heterogeneity Channels hin. Sie können aber damit begründet werden, dass das Transfersystem die unteren Einkommen gegen die Folgen einer Rezession absichert. Die Studie dieser Autoren analysiert aber nur die Wirkung von temporären geldpolitischen Schocks. Sie klammert die Effekte von persistent niedrigen Zinsen aus.

Zudem finden Coibion et al., dass nach einem geldpolitischen Schock der Konsum von Haushalten mit einem hohen Nettovermögen stärker steigt als von Haushalten mit einem geringeren Nettovermögen. Die Autoren sehen dieses Ergebnis als konsistent mit den Implikationen des Savings Redistribution Channel an, da Haushalte mit einem höheren Nettovermögen tendenziell älter, Eigenheimbesitzer und Bezieher von Vermögenseinkommen sind, während Haushalte mit einem geringen Nettovermögen tendenziell jünger sind, einen Hypothekenkredit aufgenommen haben und kein Vermögenseinkommen beziehen. Auch dieses Ergebnis bezieht sich nur auf temporäre geldpolitische Schocks und nicht auf persistent niedrige Zinsen.

Saiki/Frost (2014) fokussieren stärker auf ein Niedrigzinsumfeld und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen. Die Autoren untersuchen den Einfluss der unkonventionellen Geldpolitik der japanischen Zentralbank auf die Ungleichheit von Vermögen mit Hilfe eines Datensatzes über japanische Haushalte. Im Vergleich zum Euroraum und den USA wurde in Japan über einen viel längeren Zeitraum unkonventionelle Geldpolitik betrieben. Die Autoren finden empirische Evidenz dafür, dass die Geldpolitik der Bank of Japan die Ungleichheit über den Portfoliokanal erhöht hat. So hat die

unkonventionelle Geldpolitik in Japan die Vermögenspreise stark ansteigen lassen, wodurch die Haushalte mit einem höheren Besitz dieser Vermögenswerten stärker profitiert haben als Haushalte mit einem geringeren Besitz dieser Vermögenswerte. Letztere Gruppe von Haushalten hält tendenziell mehr verzinsliche Spareinlagen, die aufgrund der niedrigen Zinsen niedrige Erträge erzielt haben.

Adam/Zhu (2014) untersuchen, zu welchen Verteilungseffekten eine überraschend hohe Inflation über den Savings Redistribution Channel führen kann. Zu diesem Zweck werten sie Daten der sektoralen Konten der Länder des Euroraums sowie Daten des Household Finance and Consumption Survey aus. Sind finden heraus, dass der Euroraum als Ganzes ein Nettogewinner einer überraschend hohen Inflation ist, wobei die Länder Italien, Griechenland, Portugal und Spanien zu den größten Gewinnern zählen, Belgien und Malta aber zu den größten Verlierern. Zudem finden sie, dass der Staatssektor an einer Inflation gewinnt, der Haushaltssektor als Ganzes jedoch verliert. Neben Umverteilungseffekten zwischen Ländern und Sektoren analysieren sie auch Umverteilungseffekte innerhalb des Haushaltssektors. Sie stellen fest, dass junge Haushalte aus der Mittelschicht zu den Gewinnern gehören, während die älteren und wohlhabenderen Haushalte verlieren. Ihre Ergebnisse bestätigen die Ergebnisse von Doepke/Schneider (2006) für die USA und die von Meh/Terajima (2008) für Kanada. Diese Analysen berücksichtigen aber nur den Effekt der Inflation. Die Effekte persistent niedrigen Zinsen berücksichtigen sie nicht.

Eine Studie des McKinsey Global Institute analysiert die Wirkungen von persistent niedrigen Zinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf den Staat, die nicht-finanziellen Unternehmen, die Banken, die Versicherungen, die Pensionsfonds und die privaten Haushalte für die USA, Großbritannien und den Euroraum (Dobbs et al., 2013). Bei ihrer Analyse beschränken sich die Autoren auf die Wirkungen geringerer Zinserträge und Zinsbelastungen auf die unterschiedlichen Akteure, da die Autoren für Steigerungen bei Aktienkursen und Immobilien keine ausreichende Evidenz für umverteilende Effekte finden können. Den Einfluss von höheren Immobilienpreisen auf das Vermögen der Haushalte blenden die Autoren auch deshalb aus, da Haushalte aufgrund der Illiquidität von Immobilien nur schwer aus einer Zunahme der Immobilienpreise ihren Konsum erhöhen können. Als Gewinner der Niedrigzinsphase identifiziert die Studie den Staatssektor und den Sektor der nicht-finanziellen Unternehmen, die beide von niedrigen Finanzierungskosten profitieren, aber weniger vom Rückgang der Zinserträge betroffen sind. Für die privaten Haushalte finden sie, dass diese in der Sektorbetrachtung als Verlierer des Niedrigzinsumfeldes hervorgehen, da der Haushaltssektor als Ganzes vom Rückgang der Zinserträge stärker betroffen ist als vom Rückgang der Zinsaufwendungen. Für einzelne demografische Gruppen kommen sie jedoch zu unterschiedlichen Ergebnissen. So haben jüngere Haushalte, die tendenziell mehr Hypothekenschulden aufweisen und

weniger Spareinlagen halten, vom Rückgang der Zinsaufwendungen profitiert. Dagegen verlieren ältere Haushalte, da sie tendenziell mehr Spareinlagen halten als Hypothekenschulden. Sie sind hauptsächlich von einem Rückgang ihrer Zinserträge betroffen. Zudem findet die Studie, dass die Banken des Euroraums und die Versicherungen in einigen Ländern des Euroraums vom Rückgang ihrer Zinserträge betroffen sind. Im Rahmen dieses Policy Papers wird analysiert, inwieweit sich diese Ergebnisse auch in den Daten für Deutschland wiederfinden.

Die Wirkungen der Geldpolitik auf die Ungleichheit von Vermögen und Einkommen wurde aber nicht nur von der Wissenschaft diskutiert, sondern auch von Seiten der EZB schon früh thematisiert. EZB-Direktor Benoît Coeuré hob in seiner Rede aus dem Jahr 2012 hervor, dass die Geldpolitik indirekt zur Verhinderung einer Zunahme von Ungleichheit beitrage, indem sie ein Umfeld mit niedriger Inflation und geringen konjunkturellen Schwankungen schaffe. Eine stabile Volkswirtschaft begünstige vor allem die unteren Einkommen, da diese besonders von den Folgen von Inflation und Rezessionen betroffen sind (Coeuré, 2012). Seine These stützt sich auf die ältere Sichtweise zu den Wirkungen von Geldpolitik auf Ungleichheit und wird von der oben zitierten Arbeit von Romer/Romer (1999) gestützt, die sich zwar allgemein mit den Wirkungen von Inflation und Konjunktur auf Ungleichheit befasst, nicht aber mit den Wirkungen der neueren geldpolitischen Maßnahmen.

Dass die neuen Formen der Geldpolitik nicht neutral wirken, sondern zu Umverteilungen zwischen Ländern, Sektoren und auch Einkommensklassen führen, wurde von EZB-Direktor Yves Mersch in einer Rede vom 17. Oktober 2014 aufgegriffen (Mersch, 2014). Nach einer Analyse der EZB hatte die Geldpolitik im Zeitraum von 2008 bis 2013 umverteilende Effekte auf die privaten Haushalte. So haben Haushalte mit variabel verzinslichen Hypotheken von den niedrigen Zinsen profitiert, was vor allem für den Schuldendienst der Haushalte mit niedrigen Einkommen vorteilhaft war.

EZB-Präsident Mario Draghi sprach in seiner Rede am 14. Mai 2015 beim Internationalen Währungsfonds in Washington die Befürchtungen in der Bevölkerung an, dass Zinsen nahe Null und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen über einen längeren Zeitraum Sparer benachteiligen und Schuldner bevorteilen und dass steigende Vermögenspreise vermögende Haushalte mehr bevorteilen als wenige vermögende und dadurch zu mehr Ungleichheit in der Bevölkerung führen (Draghi, 2015). Draghi entkräftet diese Sorgen aber damit, dass auch Verteilungseffekte aus einem Nichtstun der EZB resultierten. Jüngere Haushalte, die tendenziell mehr Hypothekenschulden und weniger Spareinlagen halten, wären durch eine Deflation benachteiligt worden. Stattdessen hätten ältere Haushalte, die tendenziell mehr Spareinlagen und weniger Hypothekenschulden halten, bei einer Deflation reale Vermögenszuwächse erlebt. Zudem weist er darauf hin, dass Zinssenkungen immer das Zinseinkommen

der Sparer sowie die Zinslast der Schuldner reduzieren, denn um die aggregierte Nachfrage zu steigern, ist es notwendig, dass Sparanreize verringert und Investitionsanreize erhöht werden. Darüber hinaus wies Draghi darauf hin, dass in alternden Gesellschaften niedrige Zinsen dazu führen könnten, dass diejenigen, die für ihr Alter vorsorgten, bei niedrigen Zinsen nicht ihre Konsumausgaben erhöhten, sondern ihre Sparleistungen erhöhten, um trotz niedrigerer Zinserträge ihre Sparziele für das Alter zu erreichen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass nicht die niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreise an sich zu anhaltenden Umverteilungen und darüber zu mehr Ungleichheit führen können. Es spielt vielmehr die Aufteilung des Vermögens der verschiedenen demografischen und ökonomischen Gruppen in die verschiedenen Vermögenswerte sowie deren Netto-Position von Vermögen und Schulden eine Rolle. Überprüft werden können somit die folgenden Hypothesen:

- Der Haushaltssektor als Ganzes gehört zu den Verlierern der Niedrigzinsphase, da die zinstragenden Aktiva die Schulden des Haushaltssektors übersteigen. Zu den Gewinnern gehört der Sektor Staat aufgrund seiner hohen Verschuldung und seines geringen Bestandes an zinstragenden Aktiva.
- Haushalte mit niedrigem Vermögen und jüngere Haushalte profitieren von der Niedrigzinsphase durch einen Rückgang in ihrer Zinsbelastung, die den Rückgang ihrer Zinserträge überkompensiert. Haushalte mit höherem Vermögen und ältere Haushalte sind hingegen stärker von der Niedrigzinsphase betroffen, da der Rückgang in ihren Zinserträgen stärker ausfällt als der Rückgang ihrer Zinsbelastung. Hierdurch sinkt die Ungleichheit in der Vermögensverteilung.
- Vermögende Haushalte profitieren von steigenden Aktienkursen und Immobilienpreisen, da sie einen größeren Teil ihres Vermögens in Aktien und Immobilien halten als weniger vermögende Haushalte.

Die erste Hypothese wird mit Hilfe der Sektorkonten überprüft, während die letzten beiden Hypothesen mit Hilfe der Daten des Household Finance and Consumption Survey der EZB empirisch überprüft werden.

4. Empirische Untersuchung

In diesem Abschnitt wird empirisch überprüft, inwieweit die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und das Niedrigzinsumfeld im Allgemeinen zu mehr Ungleichheit in Deutschland geführt haben und weiterhin führen könnten.

4.1 Der Household Finance and Consumption Survey

Die Berechnungen zur Portfoliozusammensetzung nach Einkommens- und Vermögensgruppen basieren auf dem deutschen Teil des Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der EZB. Darin wurden 3.565 deutsche Haushalte zu ihren Vermögen, Einkommen und anderen Charakteristika befragt. Dabei fallen 680 Beobachtungen in das vermögensstärkste Zehntel – reiche Haushalte sind somit deutlich überrepräsentiert. Der Befragungszeitraum in Deutschland reicht von September 2010 bis Juli 2011 (EZB, 2013a). Mit einem Nettovermögen der Deutschen in Höhe von 7,7 Billionen Euro erfasst der HFCS deutlich mehr Vermögenswerte als beispielsweise das Sozio-oekonomische Panel (SOEP), das 2012 auf 6,3 Billionen Euro an Vermögen kam. Im Gegensatz zum SOEP werden die Vermögen im HFCS nicht auf Personen- sondern nur auf Haushaltsebene erfasst. Bei der Analyse werden daher die Haushaltsvermögen gleichmäßig auf die Erwachsenen (hier Personen ab 17 Jahren) innerhalb eines Haushalts umgelegt und lassen sich daher als „Nettovermögen je Erwachsenen“ interpretieren. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass sich Ungleichheitsmaße auf Basis individueller Vermögen nicht unmittelbar mit Maßen vergleichen lassen, die auf Haushaltsvermögen oder Haushaltsvermögen je Erwachsenen basieren. Da Haushaltsvermögen eine maximal mögliche haushaltsinterne Umverteilung unterstellen, liegt die personelle Vermögensungleichheit unter sonst gleichen Bedingungen höher. Darüber hinaus werden im HFCS keine Nettoeinkommen sondern nur Gesamteinkommen ausgewiesen (Bruttoeinkommen inklusive Transfer- und Rentenzahlungen, aber vor Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen). Fehlende Daten wurden mit Hilfe der multiplen Imputation ersetzt, wie auch in Frick et al. (2010) beschrieben. Bei den Daten handelt es sich um Durchschnitte über fünf imputierte Datensätze.

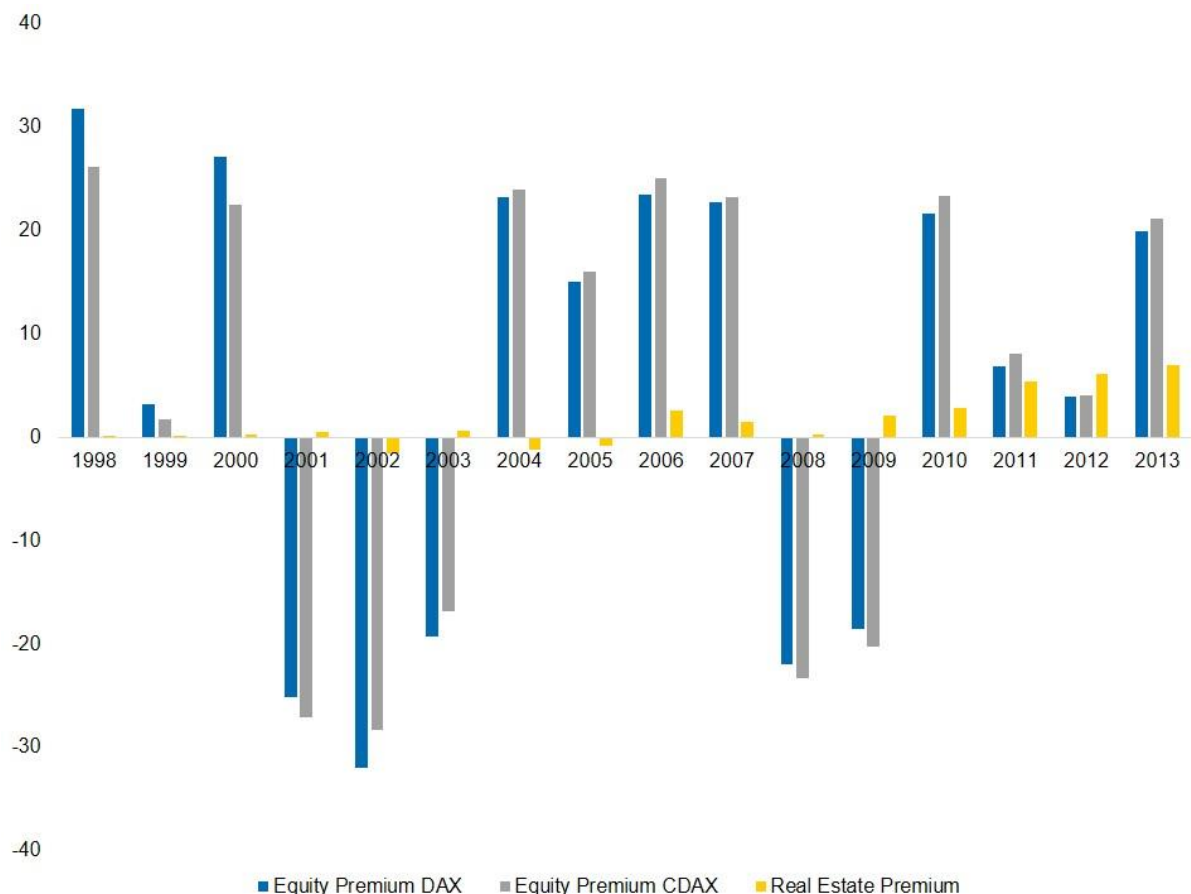
Bevor die Portfoliozusammensetzung der Haushalte mit Hilfe der Daten des HFCS analysiert wird, wird zuerst ein Blick auf die Entwicklung der Zinsen und Vermögenspreise in den letzten Jahren geworfen. Anschließend werden die Vermögen des Haushaltssektors als Ganzes in Relation zu den Vermögen des Staats, der finanziellen Unternehmen und der nicht-finanziellen Unternehmen betrachtet.

4.2 Die Entwicklung von Zinsen und Vermögenspreisen

Dass die Renditen auf Aktien höher ausfallen als die Renditen auf ausfallsichere Anleihen, wie beispielsweise Bundesanleihen, ist ein empirischer Fakt, der zuerst von Mehra/Prescott (1985) in US-Daten gefunden wurde. Die Autoren fanden, dass die durchschnittliche jährliche reale Rendite auf den Standard and Poor's 500 Index im Zeitraum 1889-1978 bei 7 Prozent lag, während die Rendite auf kurzfristige Schuldtitel der US-Regierung bei unter 1 Prozent lag. Mehra/Prescott (1985) fanden zudem, dass diese Renditedifferenz, das Equity Premium, höher ausfällt als von der Theorie vorhergesagt. Dieses Phänomen wird in der Literatur als Equity Premium Puzzle bezeichnet.

Abbildung 1: Equity Premium und Real Estate Premium

Differenz der Renditen auf den DAX, CDAX abzüglich der Rendite auf die Bundesanleihe, Rendite auf Wohnimmobilien abzüglich der Rendite auf die Bundesanleihe, in Prozentpunkten



Quellen: Deutsche Bundesbank, IPD, IW Köln

Für Deutschland finden sich aktuell ganz ähnliche Relationen. Von 1996 bis 2014 lag die jährliche Rendite auf Bundesanleihen bei 3,6 Prozent, während die Renditen des DAX-Performance Index und des CDAX-Performance Index bei 11,6 Prozent und

10,9 Prozent lagen. Abbildung 1 enthält das Equity Premium, das heißt die Differenz der Renditen auf Aktien abzüglich der Renditen auf Bundesanleihen für verschiedene Jahre. Demnach fiel das Equity Premium aber, anders als in der öffentlichen Wahrnehmung, aktuell nicht deutlich höher aus als zu anderen Zeiten stärker steigender Aktienkurse. Abgesehen vom Jahr 2000 in dem die Internet-Blase platzte, waren die Jahre 2004 bis 2007 sowie das Jahr 2010 durch hohe Equity Premia geprägt. Das Equity Premium im Jahr 2013 liegt leicht unter denen der Jahre 2004, 2006, 2007 und 2010. Im Jahr 2014 sank das Equity Premium leicht ab und entsprach aber in den ersten Monaten des Jahres 2015 ungefähr den Werten aus dem Jahr 2013. Der zeitliche Verlauf des Equity Premium deutet nicht darauf hin, dass die Niedrigzinspolitik der EZB zu ungewöhnlich hohen Aktienrenditen geführt hat. Dass die Niedrigzinsphase und die im historischen Vergleich zu findenden Höchststände bei Aktienkursen zeitgleich anfallen, kann nicht als kausal interpretiert werden, da der Aktienmarkt auch durch einen langfristigen Wachstumspfad gekennzeichnet ist. Dass sich aus der Entwicklung der Aktienkurse keine starken Übertreibungen erkennen lassen, wurde bereits von anderen Autoren für die USA befunden. Die bereits zitierte Studie des McKinsey Global Institute findet ebenfalls keine außergewöhnlich hohen Kurssteigerungen in US-amerikanischen Aktien im Zuge der Niedrigzinsphase in den USA (Dobbs et al., 2013).

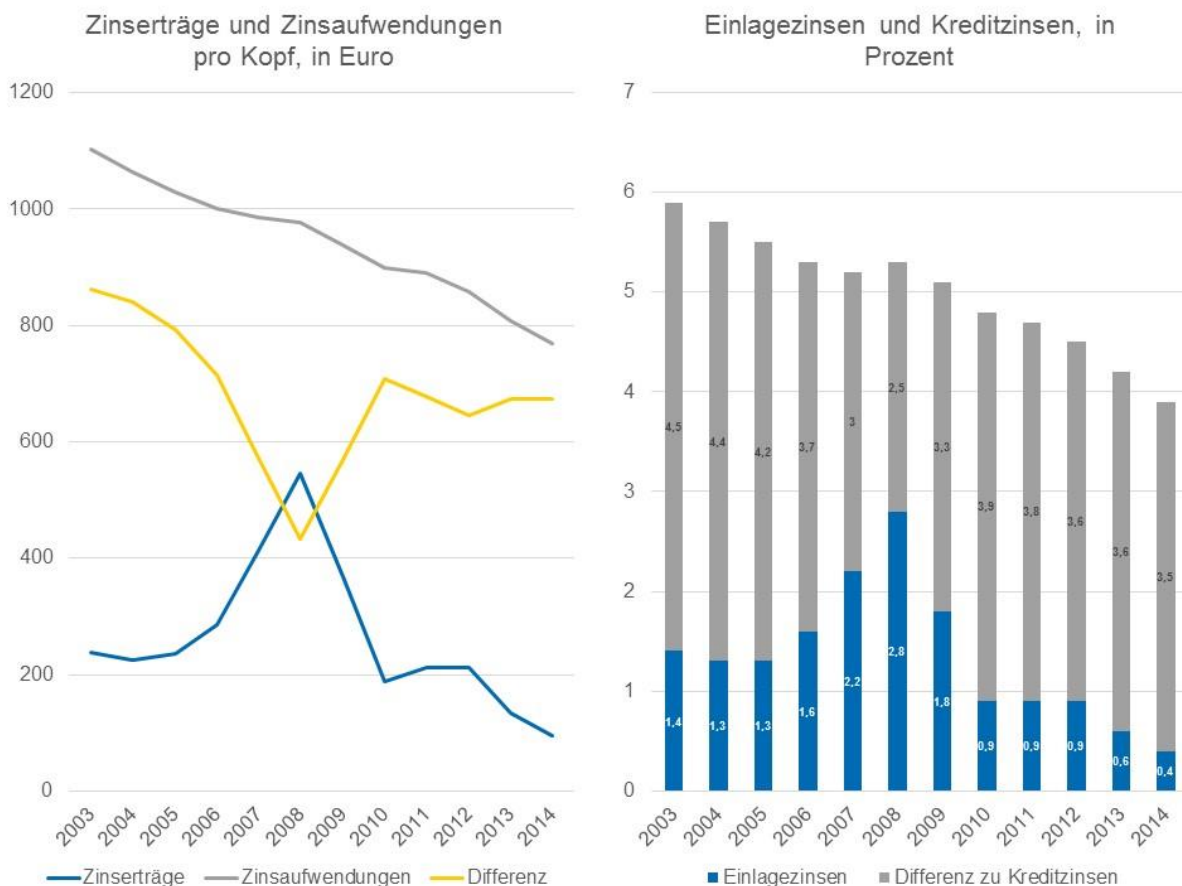
Ähnlich dem Equity Premium kann auch ein Real Estate Premium aus der Rendite auf Wohnimmobilien abzüglich der Rendite auf Bundesanleihen berechnet werden. Als Rendite der Wohnimmobilien wird der Performance-Index der Investment Property Datenbank (IPD) verwendet, da dieser die Gesamtrendite der Immobilien misst, die sich aus Mietentwicklung und Preisentwicklung zusammensetzt. Das Real Estate Premium lag in den Jahren 2012 und 2013 auf historischen Höhepunkten. Ob hier bereits von ungewöhnlich hohen Renditen gesprochen werden kann, ist aber fraglich. Denn verglichen damit ist das Equity Premium aktuell drei Mal so hoch. Bei der Analyse von Immobilienpreisen muss zudem berücksichtigt werden, dass es sich bei dem Immobilienindex um einen deutschlandweiten Durchschnittswert handelt und dass die Immobilienpreisentwicklung in den Großstädten eine ganz andere ist als in ländlichen Regionen. Mit der Interpretation der Entwicklung des Immobilienmarktes auf die Ungleichheit sind die Autoren der McKinsey-Studie ebenfalls vorsichtig (Dobbs et al., 2013). Die Autoren begründen dies damit, dass Immobilien illiquide Vermögenswerte sind und dass es für Haushalte schwierig ist, aus dem Wertzuwachs ihrer Immobilien ihren Konsum auszuweiten.

Zusammenfassend kann für die Entwicklung von Aktienkursen und Immobilienpreisen gesagt werden, dass das Auseinanderfallen dieser Vermögenspreise und den Zinsen auf sichere Anlageformen keine Ausnahmeerscheinung war, sondern im Zeitablauf immer wieder vorkam. Es gab aber auch Phasen, in denen die Renditen auf

Aktien und Immobilien unter dem der Bundesanleihe lagen. Aufgrund der zyklischen Natur des Equity Premium und des Real Estate Premium kam es in der Vergangenheit deshalb nicht zu einem systematischen Effekt auf die Ungleichheit in der Bevölkerung. Vielmehr fanden Umverteilungen in beide Richtungen statt.

Effekte auf die Ungleichheit entstehen aber dann, wenn das Equity Premium und das Real Estate Premium für eine längere Zeit hoch ausfallen und vermögende Haushalte einen höheren Anteil von Aktien und Immobilien halten als weniger vermögende Haushalte, während die weniger vermögenden Haushalte verstärkt zinstragende Spareinlagen halten. Hierzu ist aber eine detaillierte Analyse der Bilanzen der verschiedenen demografischen Gruppen erforderlich.

Abbildung 2: Zinserträge und Zinsaufwendungen der Haushalte
Zinsen für Einlagen von privaten Haushalten und Krediten an privaten Haushalte



Quellen: Deutsche Bundesbank, IW Köln

Neben den Renditen auf unterschiedliche Vermögensarten spielen auch die Zinsen auf Spareinlagen der Haushalte und auf Hypothekenkredite und sonstige Kredite eine Rolle für Umverteilungseffekte. Sollte der Zins auf Einlagen weniger stark zurückgegangen sein als der Zins auf Kredite, so ist dies ein Vorteil für Schuldner, da der Rückgang ihrer Schuldenlast den Rückgang ihrer Erträge auf Ersparnisse kompensiert.

sieren kann, aber nicht muss. Zusätzlich ist noch die Höhe der Vermögen und der Schulden relevant.

Abbildung 2 zeigt die durchschnittlichen Zinserträge und Zinsaufwendungen pro Kopf sowie deren Differenz zueinander. Die Zinsaufwendungen zeigen seit dem Jahr 2003 einen fallenden Trend. Während im Jahr 2003 im Durchschnitt 1.102 Euro pro Kopf und Jahr an Zinsaufwendungen anfielen, so waren dies im Jahr 2014 nur noch 769 Euro. Da die großen Zinssenkungsschritte der EZB erst ab dem Jahr 2008 stattfanden und vorher auch Zinserhöhungen stattgefunden haben, ist der fallende Trend in den Zinsaufwendungen vermutlich nicht auf die Geldpolitik der EZB zurückzuführen. Eine Verstärkung des Abwärtstrends zeigt sich nach dem Jahr 2008 zudem nicht. Auch zeigt sich nicht, dass der Abwärtstrend der Kreditzinsen durch das Ansteigen der Einlagezinsen bis zum Jahr 2008 gebremst wurde. Stattdessen fiel die Spanne zwischen Kreditzinsen und Einlagezinsen.

Ein anderes Bild zeigt sich bei den Zinserträgen der Haushalte. Die durchschnittlichen Zinserträge pro Kopf lagen im Jahr 2003 noch bei 239 Euro. Sie stiegen danach bis zu ihrem Höhepunkt im Jahr 2008 auf 545 Euro an. Hintergrund war eine Zinserhöhung der Banken von durchschnittlich 1,4 Prozent auf durchschnittlich 2,8 Prozent. In den Jahren danach fielen die Zinserträge auf Spareinlagen stark ab, mit besonders hohen Senkungen in den Jahren 2009 und 2010. Im Jahr 2014 lagen der durchschnittliche Einlagenzins bei 0,4 Prozent und der Zinsertrag pro Kopf bei 95 Euro.

Anders als bei den Kreditzinsen zeigt sich bei den Zinsen auf Spareinlagen eher das Bild, dass diese dem Leitzins der EZB folgen. Denn seit dem Jahr 2008 ist auch die Spanne zwischen Kreditzinsen und Sparzinsen wieder leicht gestiegen. Ohne eine Kenntnis der Höhe der Spareinlagen der Haushalte und der Höhe ihrer Verschuldung lässt Abbildung 2 vermuten, dass die Geldpolitik den Sparern geschadet und den Schuldnern wenig genutzt hat.

4.3 Umverteilungseffekte zwischen Sektoren

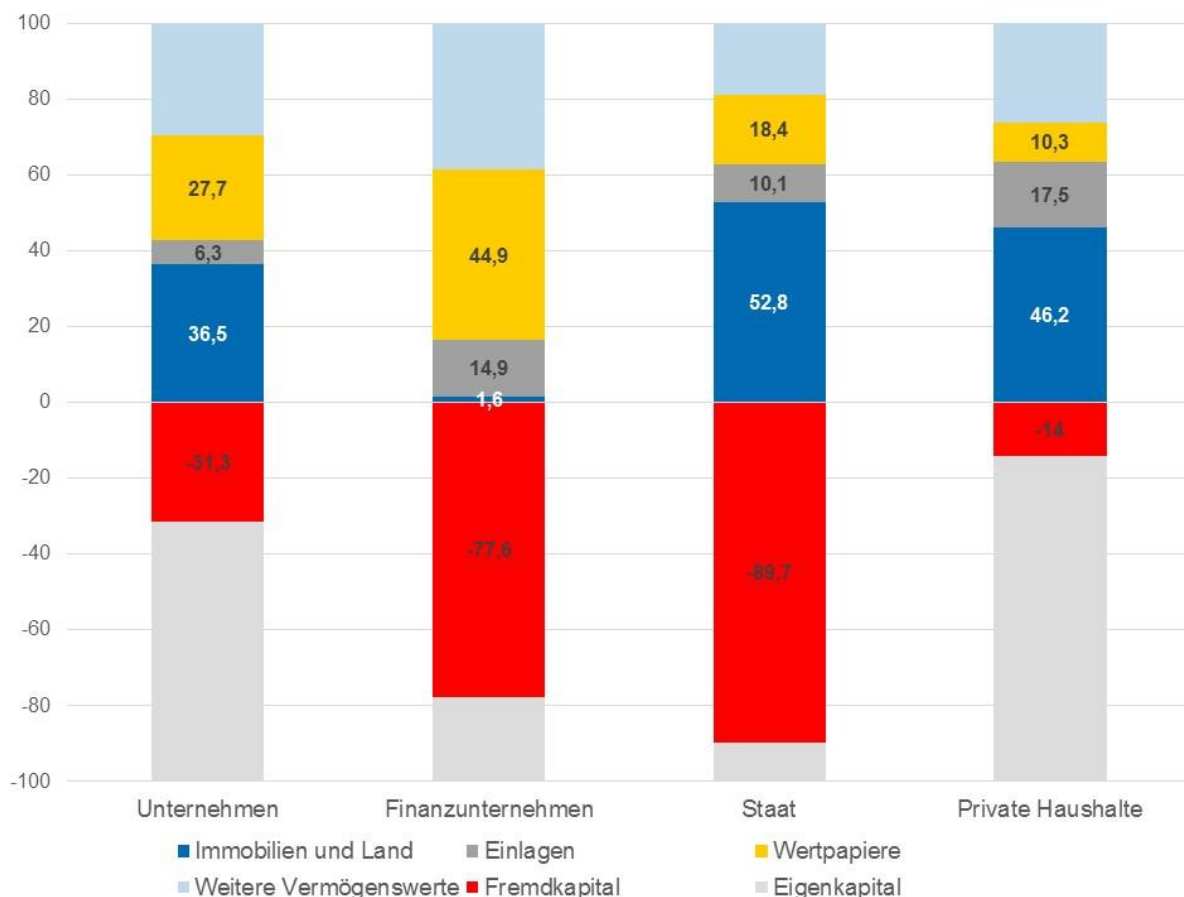
Nach dem Financial Segmentation Channel sollten die Vermögen der unterschiedlichen Sektoren unterschiedlich von einer Phase niedriger Zinsen und steigender Vermögenspreise betroffen sein. Abbildung 3 zeigt eine Analyse der Sektorkonten aus Daten des Statistischen Bundesamtes (Statistisches Bundesamt, 2014).

Es zeigt sich, dass der Haushaltssektor als Ganzes am stärksten von der Niedrigzinsphase betroffen ist. Dies liegt daran, dass gemessen am Anteil ihres Vermögens Haushalte den höchsten Anteil an verzinslichen Einlagen und den niedrigsten Anteil

an Schulden verglichen mit den anderen Sektoren aufweisen. Während bei den Haushalten Kredite nur 14 Prozent ihrer Verbindlichkeiten ausmachen, so sind dies beim Staat 89,7 Prozent. Bei den nicht-finanziellen Unternehmen liegt der Anteil der Verschuldung an ihren gesamten Verbindlichkeiten bei 31,3 Prozent; bei den finanziellen Unternehmen bei 77,6 Prozent. Da der Staat die höchste Verschuldung und die geringsten Finanzierungskosten aufweist, findet sich hier der größte Effekt der Niedrigzinsen auf die Zinsaufwendungen. Die nicht-finanziellen Unternehmen gehören zwar ebenfalls zu den Gewinnern des Niedrigzinsumfeldes, ihre Zinsaufwendungen sinken ebenfalls durch die Niedrigzinsen. Im Vergleich zu den Unternehmen in den USA sind die Unternehmen in Deutschland aber weniger verschuldet. Das Eigenkapital des Unternehmenssektors liegt bei fast 70 Prozent der Verbindlichkeiten.

Abbildung 3: Forderungen und Verbindlichkeiten der Sektoren

Deutschland, 2013, in Prozent des gesamten Vermögens, Forderungen sind auf der positiven Achsen abgetragen, Verbindlichkeiten auf der negativen



Quellen: Statistisches Bundesamt, IW Köln

Die privaten Haushalte halten einen größeren Teil ihres Vermögens in verzinslichen Spareinlagen. Diese machen für den Haushaltssektor als Ganzes 17,5 Prozent des Vermögens aus. Im Vergleich dazu halten die finanziellen Unternehmen 14,9 Prozent ihres Vermögens in Form von Einlagen, während der Staat und die nicht-finanziellen

Unternehmen 10,1 Prozent und 6,3 Prozent ihres Vermögens in Form von Einlagen halten.

Insgesamt gehört der Haushaltssektor zu den Verlierern des Niedrigzinsumfeldes aufgrund seines hohen Bestands an verzinslichen Spareinlagen und seiner geringen Verschuldung. Im Gegensatz zu den Ergebnissen der McKinsey-Studie gehört der Unternehmenssektor in Deutschland aufgrund seiner niedrigen Verschuldung nicht zu den großen Gewinnern des Niedrigzinsumfeldes. Zwar profitieren die Unternehmen von den niedrigen Finanzierungskosten. Verglichen damit fällt aber die Schuldendiensterleichterung des Staates deutlich höher aus.

4.4 Umverteilungseffekte zwischen Haushalten

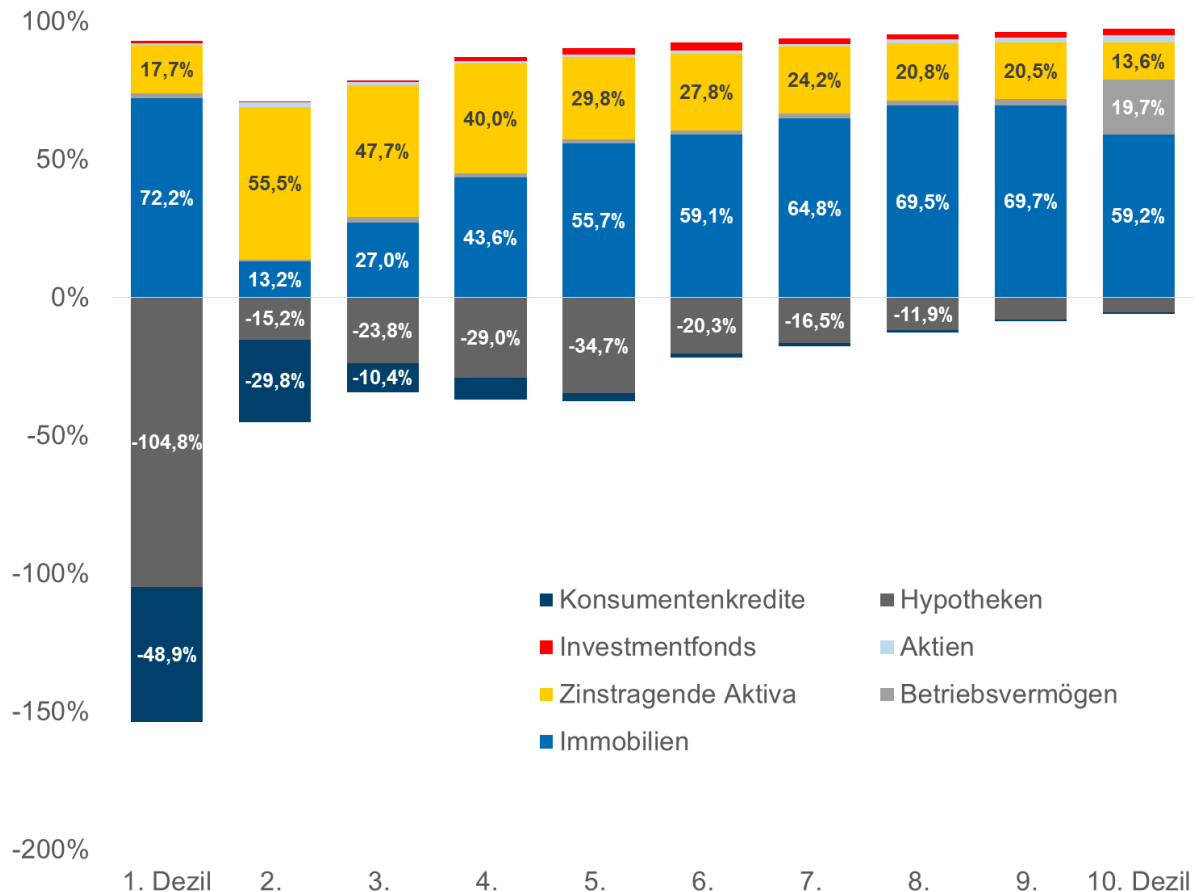
Auch wenn für den Haushaltssektor als Ganzes der Rückgang der Zinserträge höher ausfällt als der Rückgang der Zinsaufwendungen, so muss dies nicht für alle demografischen Gruppen gelten. So ist in der Lebenszyklusbetrachtung davon auszugehen, dass junge Haushalte einen geringeren Teil ihres Vermögens als Spareinlagen halten als ältere Haushalte. Zudem ist davon auszugehen, dass junge Haushalte für den Immobilienerwerb eine Hypothek aufnehmen und deshalb stärker verschuldet sind als ältere Haushalte. Möglicherweise ist auch der Aktien- und Immobilienbesitz ungleich über verschiedene demografische Gruppen verteilt, so dass sie unterschiedlich durch Niedrigzinsen und steigende Vermögenspreise betroffen sind.

Die Veränderung der Vermögenspreise und der Einlagen- und Kreditzinsen wirkt unterschiedlich auf die Haushalte, da diese eine unterschiedliche Portfoliostruktur und unterschiedliche Netto-Positionen aufweisen. Abbildung 4 zeigt die relativen Anteile der wichtigsten Vermögenspositionen für die zehn Dezile der Nettovermögen in Prozent ihrer gesamten Aktiva (= Bruttovermögen). Das Immobilienvermögen ist insgesamt die bedeutendste Vermögenskomponente und entspricht im Durchschnitt aller Erwachsenen 62 Prozent des Bruttovermögens. Dabei steigt der Anteil nicht kontinuierlich mit der Höhe des Nettovermögens. Im vermögensärmsten Zehntel liegt der Anteil mit 72 Prozent am höchsten – allerdings bei einem sehr geringen durchschnittlichen Bruttovermögen (Tabelle A.1 im Anhang bietet einen Überblick über die durchschnittlichen Vermögenshöhen nach Quintilen). 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. Durch die Sortierung nach der Höhe des Nettovermögens finden sich ebenfalls die Haushalte im untersten Dezil, die durch Aufnahme von Konsumentenkrediten überschuldet sind. Im Durchschnitt liegt das Nettovermögen je Erwachsenen im unteren Dezil bei minus 6.200 Euro je Erwachsenen. Im zweiten und dritten Vermögensdezil zeigt sich ein anderes Bild. Hier finden sich kaum Immobili-

enbesitzer, sondern die zinstragenden Aktiva wie Einlagen, Anleihen, freiwillige und betriebliche Renten spielen die größte Rolle bei insgesamt geringem Nettovermögen. Über die restliche Vermögensverteilung nehmen die zinstragenden Aktiva die zweitgrößte Bedeutung ein – nur im reichsten Vermögensdezil wird die Bedeutung durch die Betriebsvermögen übertroffen.

Abbildung 4: Vermögen und Schulden der Haushalte nach Höhe des Vermögens

Deutschland, in Prozent der Total Assets (= Bruttovermögen)



Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge.

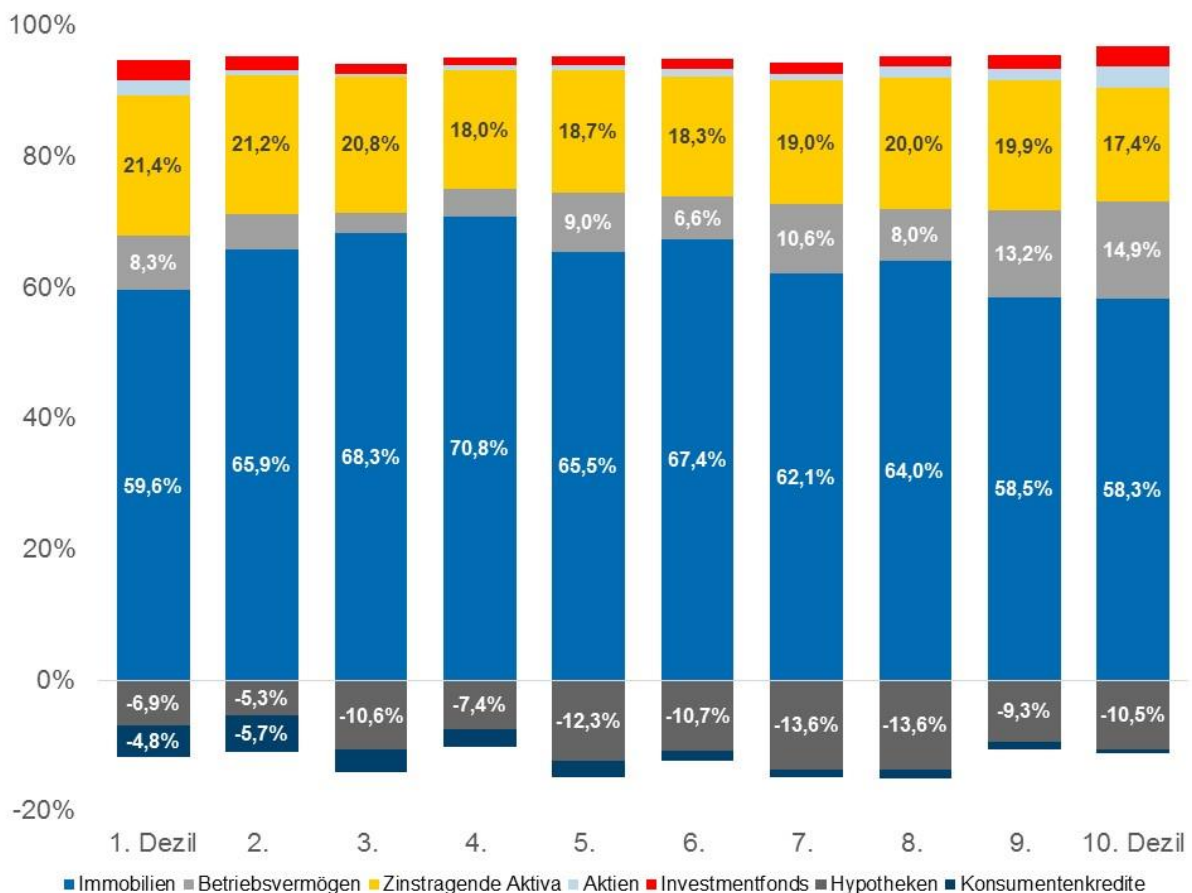
Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Die Aktiva und Passiva der Haushalte legen nicht den Schluss nahe, dass die unteren Vermögensbereiche eindeutig zu den Verlierern des Niedrigzinsumfeldes gehören. Aufgrund ihrer vergleichsweise hohen Verschuldung wird ihr Schuldendienst entlastet, was den Rückgang ihrer Zinserträge überkompensiert. Dieser Effekt ist in abgeschwächter Form auch für das dritte bis fünfte Dezil zu beobachten. Die oberen beiden Quantile gehören aufgrund ihres niedrigen Anteils an Verschuldung und ihres höheren Anteils an zinstragenden Aktiva – relativ zu den Haushalten in den unteren Vermögensbereichen – zu den Verlierern des Niedrigzinsumfeldes. Ob die vermögensreichsten 10 Prozent im Durchschnitt zu den Gewinnern und Verlierern gehören,

hängt zentral von dem Einfluss der Niedrigzinspolitik auf das Betriebsvermögen ab. Das Betriebsvermögen lässt sich dabei nicht eindeutig dem Sach- oder Geldvermögen zuordnen. Gemäß Studien für weiter zurückliegende Zeiträume ist aber davon auszugehen, dass der größere Anteil des Produktivvermögens in Sachanlagen gebunden ist (Ammermüller et al., 2005, 81 ff.), worunter Grundstücke und Immobilien wiederum eine bedeutende Rolle spielen. Dies gilt noch mehr für das vermögensreichste Prozent, in dem das Betriebsvermögen über ein Drittel des gesamten Bruttovermögens ausmacht. Aktien und Investmentfonds spielen nur eine geringe relative Rolle im oberen Vermögensbereich: Auch beim vermögensreichsten Prozent machen beide Komponenten nur jeweils 2 Prozent des Portfolios aus. Dies lässt an der Hypothese zweifeln, dass boomende Aktienkurse zu mehr Ungleichheit in der Bevölkerung in Deutschland führen.

Abbildung 5: Vermögen und Schulden der Haushalte nach Höhe des Einkommens

Deutschland, in Prozent der Total Assets



Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge.

Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Absolut sind die Beträge natürlich deutlich höher als in den unteren Vermögensbereichen – für den Einfluss der Zinspolitik auf die Ungleichheit sind allerdings die rela-

tiven Anteile ausschlaggebend. Unbedingt zu beachten bei dieser Betrachtung ist, dass es sich um Durchschnitte der einzelnen Vermögensbereiche handelt. Nicht alle Haushalte verfügen über alle Vermögenskomponenten, und einzelne Haushalte können sehr wohl vom Durchschnitt der Gruppe abweichen. Zum Beispiel kennzeichnen sich die Haushalte im vermögensreichsten Zehntel, die nicht im Besitz von Betriebsvermögen sind, durch etwas größere relative Aktienportfolios (rund 4 Prozent ihres Bruttovermögens).

Die bisherige Betrachtung bildet nur die Vermögensposition der Haushalte ab. Relevant für die Wohlfahrtsposition und insbesondere für die Fähigkeit etwaigen Schuldendienst abzuleisten ist allerdings vor allem das Nettoeinkommen der Haushalte. Daher zeigt Abbildung 5 die Vermögenszusammensetzung nach der Höhe der Gesamteinkommen der Haushalte. Dabei hätte der Abzug von Steuern und Sozialversicherungsbeiträge – die im Gesamteinkommen noch nicht berücksichtigt sind – kaum einen Einfluss auf die Sortierung der Haushalte nach der Einkommenshöhe (Niehues/Schaefer/Schröder, 2013, 15 ff.).

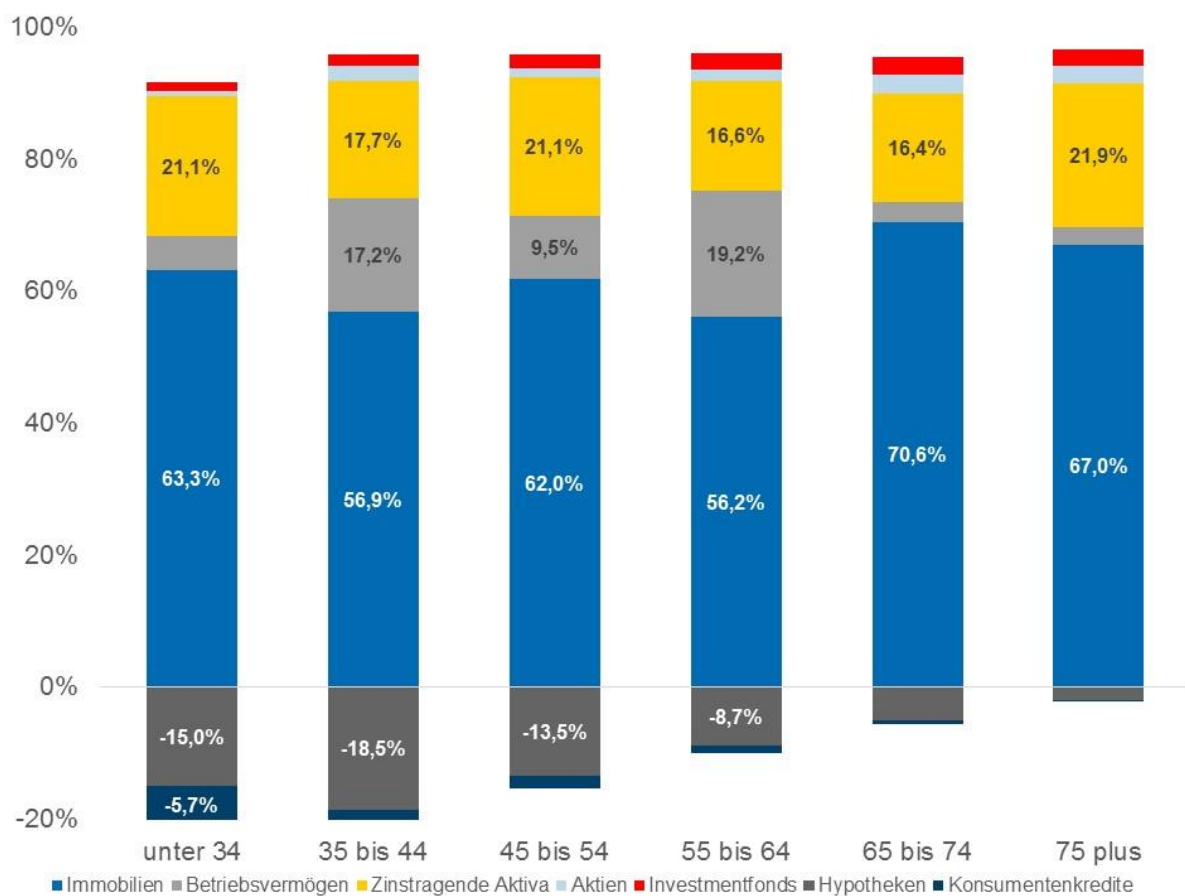
Bei der Betrachtung der relativen Vermögenskomponenten nach Einkommensgruppen ergibt sich ein vollkommen anderes Bild als bei der Sortierung nach Vermögenshöhe: die Portfoliozusammensetzung ist über alle Einkommensgruppen bemerkenswert ähnlich. Einzig die Betriebsvermögen finden sich vermehrt im oberen Einkommensbereich. Die zinstragenden Aktiva nehmen im unteren Einkommensbereich eine geringfügig größere Bedeutung ein. Bei den Immobilienvermögen, Aktien und Investmentfonds zeigt sich ein leicht umgekehrt u-förmiger Verlauf: Immobilien spielen in der unteren Einkommensmitte eine größere Rolle im Portfolio, Spekulationsvermögen wie Aktien und Investmentfonds an den Rändern der Einkommensverteilung: Zusammen machen sie 6,3 Prozent im einkommensreichsten Zehntel aus und 5,5 Prozent im ärmsten Zehntel. Auch die durchschnittliche Bedeutung der Schulden ist sehr gleichmäßig über die Einkommensgruppen verteilt. In der oberen Einkommensmitte nehmen sie mit durchschnittlich 15 Prozent eine etwas höhere Bedeutung ein. Aufgrund der sehr ähnlichen Portfoliozusammensetzung sind somit kaum direkte Effekte der Zinspolitik auf die Einkommensverteilung zu erwarten.

Das sehr unterschiedliche Bild der Vermögenszusammensetzung zwischen der Sortierung nach Einkommens- und Vermögensgruppen geht vor allem darauf zurück, dass die Vermögen zwar positiv mit dem Einkommen korreliert sind – also höhere Einkommen mit höherem Vermögensbesitz einhergehen – aber durchaus auch in den unteren Einkommensgruppen nennenswerte Vermögen vorhanden sind (Niehues/Schröder, 2012, 98 ff.). So verfügt das einkommensärmste Zehntel immerhin über ein durchschnittliches Nettovermögen von knapp 30.000 Euro je Erwachsenen (Tabelle 2 im Anhang liefert einen Überblick über die durchschnittlichen Vermögens-

höhen nach Einkommensquintilen). Insgesamt sind die Vermögen somit wesentlich gleichmäßiger auf die Einkommensgruppen als auf die Vermögensgruppen verteilt. Besitzen die vermögensreichsten 10 Prozent knapp 56 Prozent der Vermögen, sind es bei dem einkommensreichsten Zehntel weniger als 31 Prozent (Abbildung A.1 im Anhang).

Abbildung 6: Vermögen und Schulden der Haushalte nach Altersgruppe des Haushaltsvorstands

Deutschland, in Prozent der Total Assets



Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge.

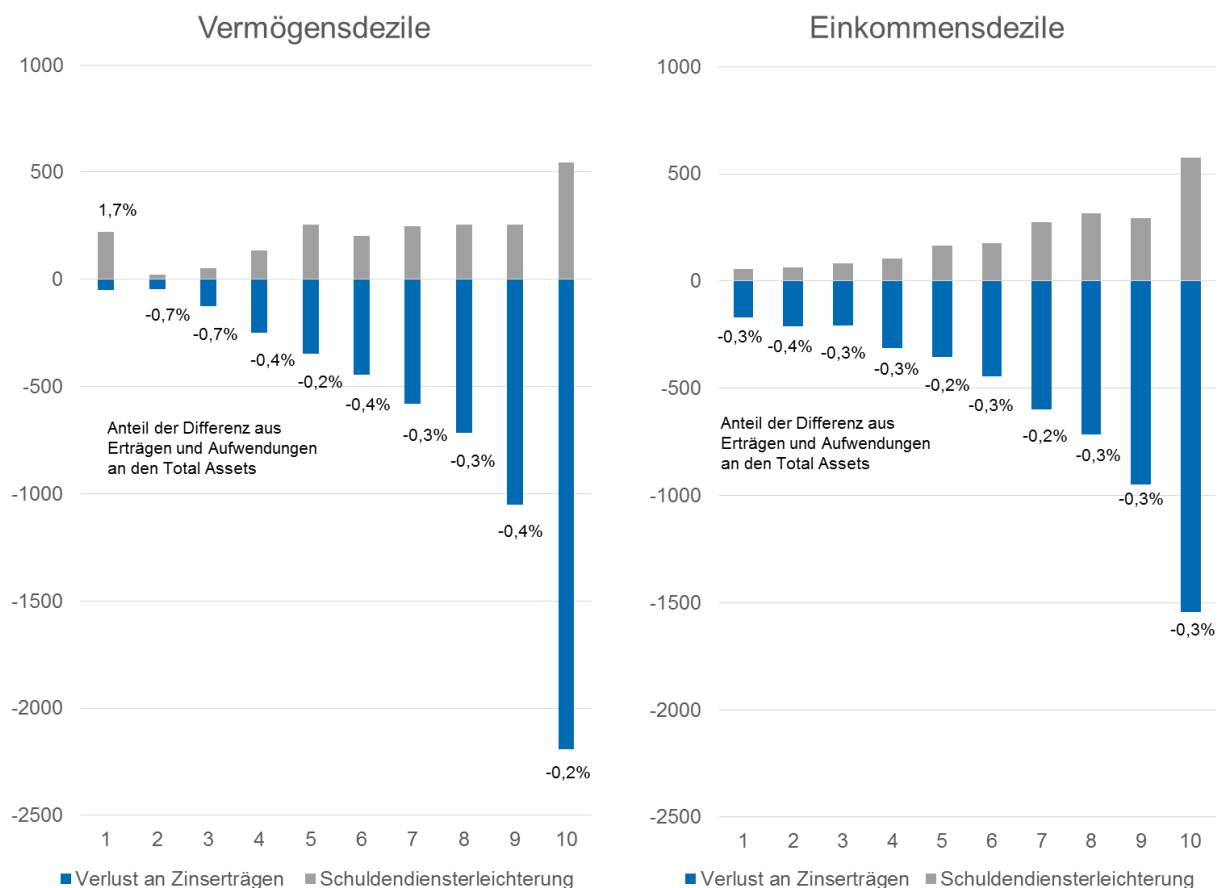
Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Abbildung 6 illustriert die Portfoliozusammensetzung nach der Altersgruppe des Haushaltsvorstands. Erwartungsgemäß spielen Schulden relativ die größte Rolle in den jüngeren Altersgruppen. Die Bedeutung der zinstragenden Aktiva ist hingegen eher gleichmäßig über die Altersgruppen verteilt. Auch bei der relativen Bedeutung der Immobilien im Portfolio zeigt sich kein eindeutiger Zusammenhang mit dem Alter des Haushaltsvorstands. Aus der Betrachtung der Vermögenszusammensetzung nach Altersgruppen folgt somit, dass aufgrund des höheren Schuldendienstes insbesondere die jüngeren Altersgruppen von der Zinspolitik der EZB profitieren. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die absoluten Vermögenshöhen in den einzel-

nen Altersgruppen sehr unterschiedlich sind. Bei den bis 34-jährigen Haushaltsvorständen besitzt jeder Erwachsene im Durchschnitt ein Nettovermögen in Höhe von 38.000 Euro. Über das höchste durchschnittliche Nettovermögen verfügen die 55 bis 64-jährigen Haushaltsvorstände (177.000 Euro). In der Gruppe mit den ältesten Haushaltsvorständen beträgt das Nettovermögen immerhin 112.000 Euro je Erwachsenen. Das Alter ist somit eine wesentliche Determinante der Höhe des Vermögens.

Aufgrund der unterschiedlichen Portfoliozusammensetzungen der unterschiedlichen demografischen Gruppen sind sie unterschiedlich durch das Niedrigzinsumfeld betroffen. Abbildung 7 zeigt den Verlust der Zinserträge und die Schuldendiensterleichterung für unterschiedliche Vermögens- und Einkommensdezile. Dabei berechnet sich der Verlust der Zinserträge durch den Rückgang des durchschnittlichen Einlagezinses von 2,8 Prozent im Jahr 2008 auf durchschnittlich 0,4 Prozent im Jahr 2014. Analog berechnet sich die Schuldendiensterleichterung durch den Rückgang des durchschnittlichen Kreditzinses von 5,3 Prozent im Jahr 2008 auf 3,9 Prozent im Jahr 2014.

Abbildung 7: Zinserträge und Zinsaufwendungen nach Einkommen und Vermögen
Deutschland, in Euro

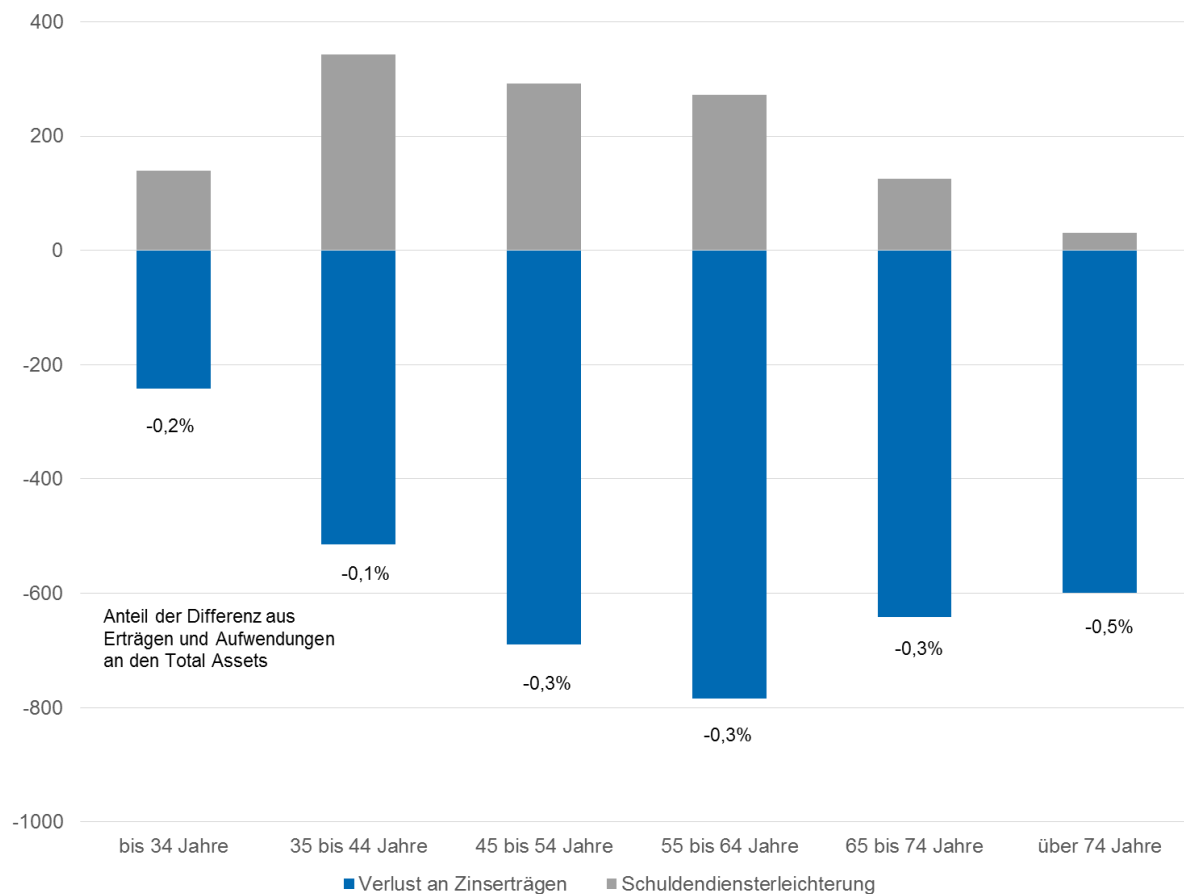


Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Über alle zehn Einkommensdezile hinweg überwiegt der Verlust der Zinserträge die Schuldendienst erleichterung. Dies liegt daran, dass die verzinslichen Spareinlagen und die Schulden recht gleichmäßig über die Einkommensklassen verteilt sind. Es zeigt sich aber, dass das untere Vermögensdezil von den niedrigen Zinsen profitiert. Denn in diesem Dezil überwiegt die Schuldendienst erleichterung den Verlust der Zinserträge. Die in diesem Dezil einsortierten Haushalte verfügen im Durchschnitt über wenige verzinsliche Spareinlagen, denen substanzielle Hypotheken und/oder Konsumentenkredite gegenüberstehen. Über die Vermögensklassen hinweg steigt aber die Schuldendienst erleichterung nur linear an, während der Verlust an Zinserträgen exponentiell ansteigt. Dies liegt daran, dass die vermögenden Haushalte, die tendenziell auch älter sind, über weniger Schulden und mehr verzinsliche Spareinlagen verfügen. Bei ihnen überwiegt der Rückgang der Zinserträge die Schuldendienst erleichterung. Vor dem Hintergrund eines recht gleich verteilten Immobilienvermögens und des nur geringen Aktienanteils in der Bevölkerung kann keine Evidenz dafür gefunden werden, dass die Vermögenden von der aktuellen Geldpolitik profitieren. Ganz im Gegenteil, es zeigt vielmehr, dass die wenig vermögenden Haushalte vom Niedrigzinsumfeld profitieren, sofern sie die niedrigen Zinsen genutzt haben, um eine Immobilie zu erwerben.

Abbildung 8 zeigt den Verlust an Zinserträgen und die Schuldendienst erleichterung nach Alter des Haushaltsvorstandes. Es zeigt sich, dass die Haushalte mit einem Haushaltsvorstand im Alter zwischen 35 und 64 Jahren die höchste Schuldendienst erleichterung verzeichnen können. Dies liegt vermutlich daran, dass Haushalte, die eine Immobilie über eine Hypothek finanzieren, tendenziell in diese Altersklasse fallen. Die bis 34-Jährigen und die über 64-Jährigen verfügen tendenziell über weniger Hypothekenschulden. Beim Rückgang der Zinserträge fällt auf, dass dieser bei den bis 34-Jährigen am geringsten ausfällt, was daran liegt, dass Haushalte in dieser Altersklasse weniger Vermögen gebildet haben als die älteren Haushalte. Der Rückgang der Zinserträge steigt dann mit den Altersklassen an und hat seinen Höhepunkt bei den 55- bis 64-Jährigen. Bei den Haushalten mit einem Haushaltsvorstand im Alter von 65 Jahren und älter sinkt der Zinsverlust dann wieder, da diese schon in einer Phase des Entsparens sind und über vergleichsweise weniger verzinsliche Spareinlagen verfügen. Diese Altersklasse ist aber stärker durch das Niedrigzinsumfeld betroffen, da dem Rückgang der Zinserträge eine nur geringe Schuldendienst erleichterung gegenübersteht. Dies liegt daran, dass Haushalte in diesem Alter tendenziell über nur wenige Schulden verfügen.

Abbildung 8: Auswirkungen der Niedrigzinsen nach Alter des Haushaltsvorstands
Deutschland, in Euro



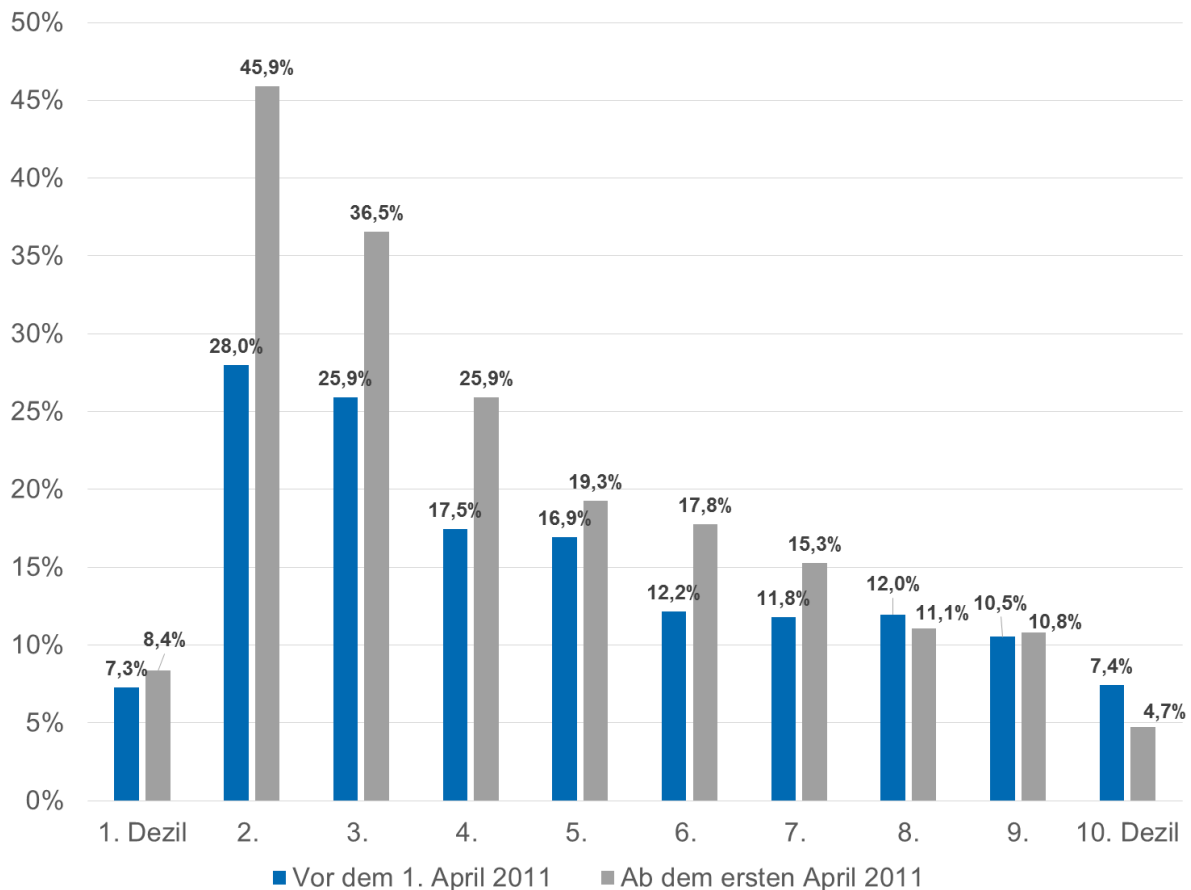
Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

4.5 Portfolioumschichtungen

Ob Haushalte unterschiedlich auf die Zinspolitik mit Umschichtungen ihres Portfolios reagieren, lässt sich mit dem vorhandenen Datenmaterial nur schwierig analysieren, da die Vermögensbefragung der EZB mit der detaillierten Erfassung des Finanzvermögens bisher nur für einen Zeitpunkt vorliegt. Ein erstes Indiz für systematische Umschichtungen lässt sich aber durch eine Aufteilung des Zeitraums erlangen. Wenn man den 1. April 2011 als Grenze nimmt, lassen sich die befragten deutschen Haushalte in zwei nahezu exakt gleich große Gruppen aufteilen. Statistische Tests zeigen, dass sich diese Gruppen nicht statistisch signifikant in ihren Charakteristika wie Alter, Einkommen und Haushaltsgröße unterscheiden. Abbildung 9 zeigt die einzig relevante systematische Abweichung in der Portfoliozusammensetzung nach Vermögensgruppen: Im Zeitablauf scheint die Bedeutung von Sparguthaben und Einlagen im unteren Vermögensbereich gestiegen zu sein. In den oberen Vermögensbereichen zeigen sich kaum Unterschiede in der Vermögenszusammensetzung. Bei einer Diffe-

renzierung nach Einkommensgruppen zeigen sich keine relevanten Umschichtungen in der Portfoliozusammensetzung.

Abbildung 9: Umschichtung der Spareinlagen im Zeitablauf Deutschland, in Prozent der Total Assets

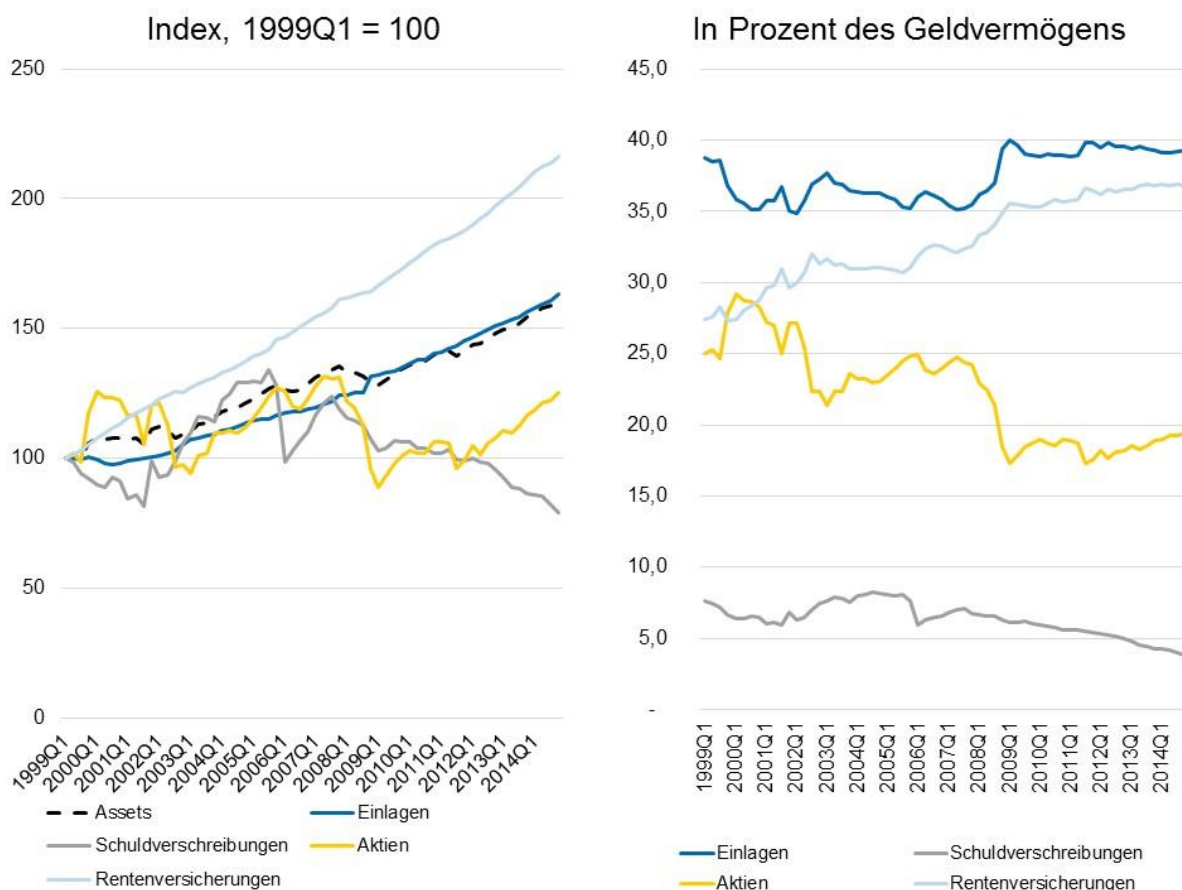


Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Aus den aggregierten Daten der Geldvermögensrechnung lassen sich zwar Umschichtungen des Geldvermögens des Haushaltssektors im Zeitablauf erkennen. Wie sich diese Umschichtungen auf unterschiedliche demografische Gruppen aufteilen, kann aber nicht identifiziert werden. Abbildung 10 enthält die einzelnen Komponenten des Geldvermögens der Haushalte einmal als Index mit Startwert im ersten Quartal 1999, das auf den Wert 100 normiert wurde und einmal in Prozent des gesamten Geldvermögens. Die intuitive Vermutung, dass die Haushalte mit Beginn der Niedrigzinsphase niedrig verzinsliche Spareinlagen abgebaut und höher rentierliche Aktienbestände aufgebaut haben, um ihre durchschnittliche Portfoliorendite zu halten, zeigt sich nicht bestätigt. Stattdessen hat der Haushaltssektor seine verzinslichen Spareinlagen von Ende 2007 von knapp 36 Prozent des Geldvermögens auf 39 Prozent des Geldvermögens erhöht und diese Quote seit 2009 gehalten. Gleichzeitig hat der Haushaltssektor seine Aktienquote von 24,7 Prozent auf 19,4 Prozent gesenkt. Dass

im Zuge der Finanzkrise eine Flucht in Sicherheiten stattgefunden hat zeigt sich auch in der starken Nachfrage nach 500 Euro Scheinen nach der Insolvenz von Lehman Brothers (Deutsche Bundesbank, 2009, 56 f.). Diese Flucht in Sicherheiten kann zwar den Anstieg in den sicheren Spareinlagen und dem Rückzug aus den Aktien erklären, sie begründet aber nicht, warum diese Anteile des Geldvermögens auf ihren Krisenniveaus geblieben sind. Die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Eurokrise kann dies nicht alleinig erklären. Es ist auch möglich, dass das Niedrigzinsumfeld den Optionspreis des Abwartens erhöht hat. Demnach halten die Haushalte liquide Einlagen, um bei einem Zinsanstieg in festverzinsliche Anlageformen zu wechseln.

Abbildung 10: Geldvermögen der privaten Haushalte Deutschland



Quellen: Europäische Zentralbank, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

4.6 Mögliche Konsequenzen der Niedrigzinsen für die Altersvorsorge

Der Rückgang der Einlage- und Kreditzinsen wirkt unterschiedlich auf die verschiedenen demografischen Gruppen – je nachdem, wie stark sich das Verhältnis aus Schulden zu verzinslichen Einlagen verhält. Die bisherige Analyse ist aber eine Mo-

mentaufnahme, das heißt sie zeigt, wer aktuell von den Niedrigzinsen profitiert und wer nicht. Sollte die Niedrigzinsphase noch ein paar Jahre anhalten, was aufgrund der wirtschaftlichen Situation im Euroraum und den womöglich strukturell bedingt niedrigen Realzinsen nicht ganz unwahrscheinlich ist, so würde die Niedrigzinsphase im Jahr 2018 schon zehn Jahre andauern. Dieser Abschnitt zeigt, dass schon eine Niedrigzinsphase von zehn Jahren und einer langsamen Rückkehr zum alten Zinsniveau ihre Spuren in der Altersvorsorge der Haushalte hinterlassen wird.

Dies sei am Beispiel eines Haushalts mit einem durchschnittlichen Jahresnettoeinkommen von 42.214 Euro und einer durchschnittlichen Sparquote von 9,4 Prozent verdeutlicht (Statistisches Bundesamt, 2014). Im Referenzszenario gelten eine Verzinsung von 3 Prozent vor Steuer und ein Anlagehorizont von 30 Jahren. Bei einer jährlichen Sparleistung von rund 4.000 Euro käme der Haushalt dann nach 30 Jahren auf fast 170.000 Euro, sofern er seine Zinserträge reinvestiert. Bei einem 10-jährigen Niedrigzinsumfeld mit einem Zins von 0,5 Prozent, der dann linear über die kommenden 10 Jahre auf 3 Prozent zurückkehrt, müsste der Haushalt seine jährliche Sparrate auf 4.350 Euro erhöhen, um sein Sparziel von 170.000 Euro nach 30 Jahren erreichen zu können. Über die gesamte Sparperiode müsste der Haushalt dann auf rund 12.000 Euro Konsum verzichten.

Die Höhe des Konsumverzichts ist natürlich abhängig von der Länge der Niedrigzinsphase und wird höher oder niedriger ausfallen, wenn die Niedrigzinsphase länger oder weniger lang als oben angenommen anhält. Die Länge der Niedrigzinsphase kann aber nicht als exogen angenommen werden, denn der Realzins einer Volkswirtschaft ist durch das Zusammentreffen von Investitionen und Ersparnis bestimmt. Passen die Haushalte ihr Sparverhalten so an das Niedrigzinsumfeld an, dass sie auf Konsum verzichten und ihre Sparleistung erhöhen, so kann die höhere Ersparnis dazu führen, dass der Realzins niedrig bleibt. Von einigen Autoren wird angenommen, dass das Sparverhalten zu einem länger niedrigen Realzins führen kann, da der Alterskonsum an Bedeutung gewonnen hat (Weizsäcker, 2014; Baldwin/Teulings, 2014).

5. Wie die Geldpolitik eine Zunahme an Ungleichheit vermeiden kann

Die Geldpolitik kann einen Beitrag zur Stabilisierung der Einkommensverteilung leisten, indem sie die Inflation auf einem niedrigen Niveau hält und Konjunkturschwankungen minimiert. Zu einem solchen Ergebnis sind Romer/Romer (1999) bereits gekommen. Allerdings beruht ihre Analyse auf älteren Daten, weshalb ihre Ergebnisse an dieser Stelle mit aktuelleren Daten überprüft werden.

Die Zentralbanken der großen Industrieländer steuern in der Regel eine Inflationsrate von 2 Prozent an und sie streben an, konjunkturelle Schwankungen der Nachfrage zu neutralisieren. Während die US-amerikanische Federal Reserve das explizite Ziel hat, den Arbeitsmarkt zu unterstützen, so ist das Ziel der Konjunkturstabilisierung bei der EZB weiter gegriffen. Das Eurosystem hat als weiteres Ziel die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik.

Sollten Zentralbanken erfolgreich darin sein, die Inflation niedrig zu halten und Konjunkturschwankungen zu neutralisieren, dann sollte sich dies positiv auf die Einkommensverteilung auswirken, denn:

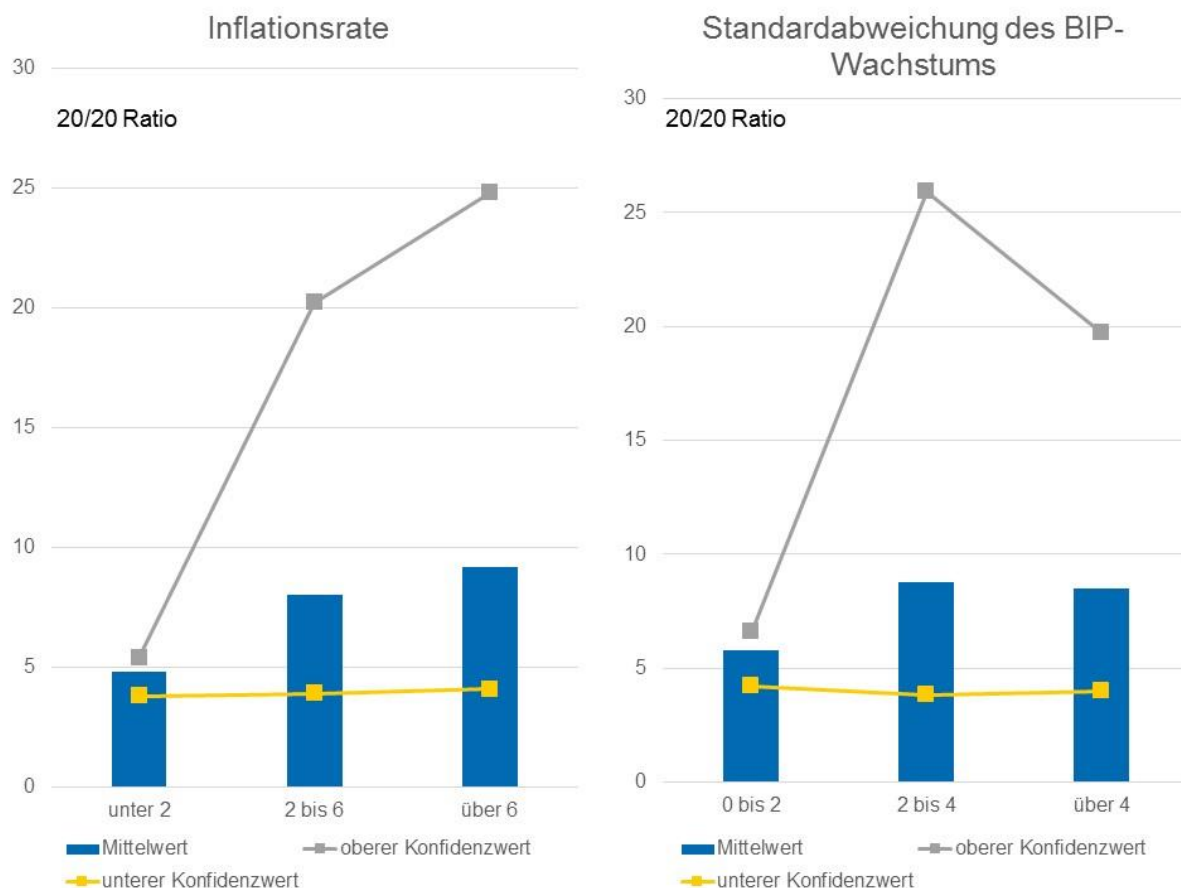
- Ein Anstieg der Inflation reduziert den Realwert von Löhnen und Transferzahlungen. Wohlhabendere Haushalte sollten sich stärker gegen Inflation schützen können als weniger wohlhabende. In Ländern mit hoher Inflation sollte somit eine größere Ungleichheit der Einkommensverteilung herrschen.
- Eine stärkere Schwankung der Konjunktur bedeutet auch, dass Rezessionen stärker ausfallen. Da die unteren Einkommen in einer Rezession stärker von einem Jobverlust betroffen sind als die höheren Einkommen, sollte in Ländern mit stärkeren konjunkturellen Schwankungen somit mehr Ungleichheit in der Einkommensverteilung aufweisen.

Abbildung 11 enthält das Verhältnis des Einkommensanteils der 20 Prozent höchsten und der 20 Prozent niedrigsten Einkommen (20/20 Ratio) aus einem Datensatz der Weltbank für über 100 Länder. Eine Analyse des Verhältnis des Einkommensanteils der 10 Prozent höchsten und der 10 Prozent niedrigsten Einkommen (10/10 Ratio) kommt zu einem qualitativ ähnlichen Ergebnis. Das 20/20 Ratio und das 10/10 Ratio wurden dabei für verschiedene Höhen der Inflationsrate und verschiedene Höhen der Konjunkturschwankung ausgewertet, wobei letztere als Standardabweichung der jährlichen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts definiert wurde. Dabei zeigt sich, dass in Ländern mit niedrigen Inflationsraten und schwächeren Konjunkturschwankungen die Ungleichheit geringer ausfällt als in Ländern mit höherer Inflation und stärkeren Konjunkturschwankungen.

Bei Ländern mit einer Inflationsrate zwischen 0 und 2 Prozent liegt das 20/20 Ratio im Durchschnitt bei 4,8 mit einem 95-prozentigen Konfidenzintervall von 3,8 bis 5,4. Bei der Ländergruppe mit einer Inflationsrate von über 2 und bis zu 5 Prozent liegt diese Kennzahl im Durchschnitt bei 8,0, woraus sich eine höhere Einkommensungleichheit ableiten lässt. Allerdings streut diese Kennzahl über die Länder hinweg recht stark. Das Konfidenzintervall für diese Ländergruppe erstreckt sich von 3,9 bis 20,2. Die Länder mit über 5 Prozent Inflation weisen im Durchschnitt ein 20/20 Ratio von 8,7 auf. Die größte Verbesserung macht das 20/20 Ratio somit bei einem Über-

gang auf eine sehr niedrige Inflationsrate von zwischen 0 und 2 Prozent. In diesem Bereich definieren die meisten stabilitätsorientierten Länder das Ziel der Geldwertstabilität. Dieses Ergebnis bleibt qualitativ erhalten, wenn anstelle des 20/20 Ratio das 10/10 Ratio verwendet wird. Zudem zeigt sich ein vergleichbares Ergebnis bei der Analyse der Einkommensungleichheit in Bezug auf die Konjunkturschwankung. Die Länder mit geringen Konjunkturschwankungen weisen in Durchschnitt geringere Werte für das 20/20 Ratio auf. Die Ländergruppe mit einer Standardabweichung der BIP-Wachstumsraten zwischen 0 und 2 Prozentpunkten hat in Durchschnitt ein 20/20 Ratio von 5,8, die beiden Ländergruppen mit einer stärkeren Konjunkturschwankung wiesen Durchschnittswerte von 8,8 bis 8,5 auf. Die Ergebnisse bleiben robust, wenn anstelle des 20/20-Ratio das 10/10-Ratio oder der Gini-Koeffizient verwendet wird (Abbildung 12).

Abbildung 11: Inflation, Konjunkturschwankungen und Einkommensungleichheit
Anzahl der Länder: 113 für Inflationsrate, 139 für Konjunkturschwankung

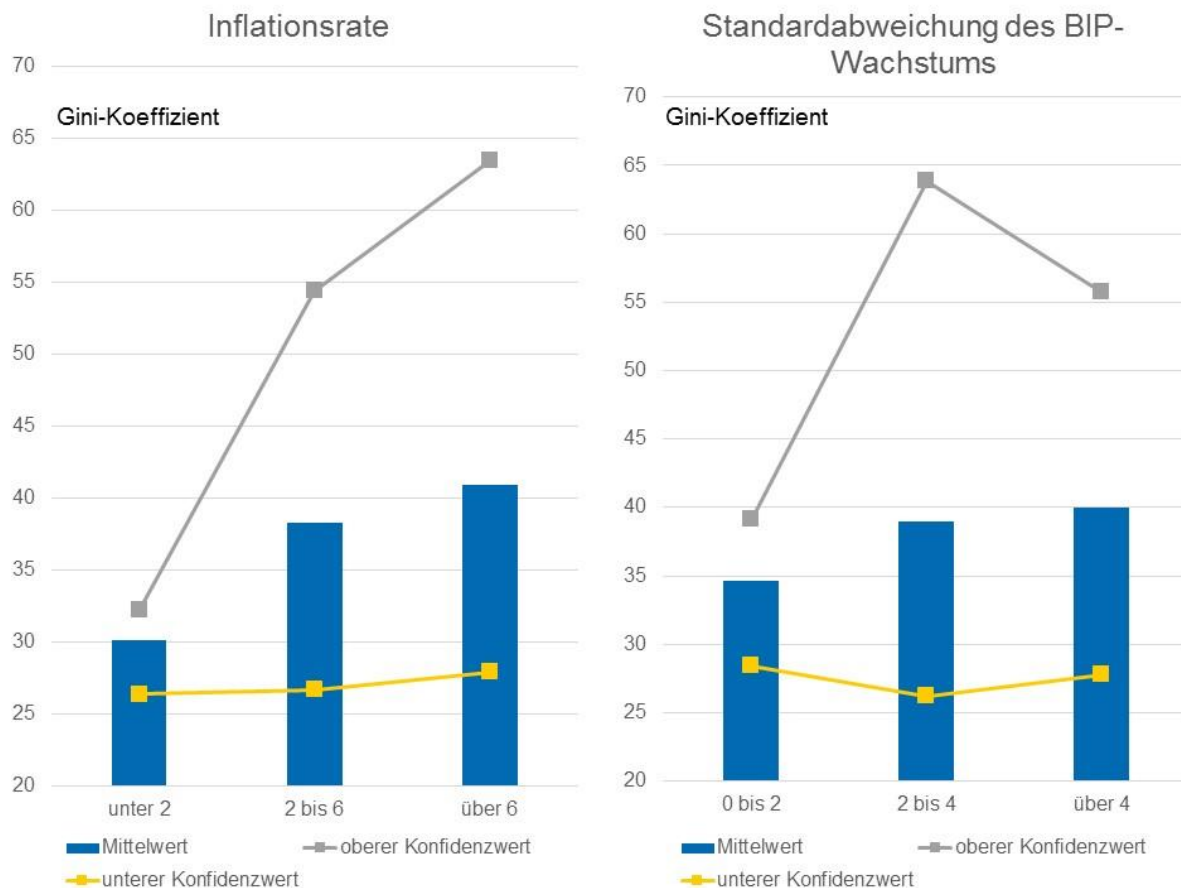


Inflationsrate: Jährliche Veränderung des Verbraucherpreisindex, in Prozent; Konjunkturschwankung: Standardabweichung der jährlichen prozentualen Veränderung des Bruttoinlandsprodukts, in Prozentpunkten; 20/20 Ratio: Verhältnis aus dem Einkommensanteil der 20 Prozent höchsten und dem Einkommensanteil der 20 Prozent niedrigsten Einkommen.

Quellen: Weltbank, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Allerdings weisen für alle drei Kennzahlen die letzteren beiden Gruppen eine höhere Streuung dieser Kennzahl auf. Dies liegt auch daran, dass Geldpolitik nicht der einzige Faktor ist, der Inflation und Konjunktur bestimmt, sowie dass weitere Faktoren jenseits der Inflation und der Konjunktur, die sich auf die Einkommensungleichheit auswirken. Es geht bei der Fragestellung an dieser Stelle aber gar nicht darum, durch welche Faktoren die Einkommensungleichheit vollständig bestimmt werden kann. Vielmehr soll geklärt werden, wie die Geldpolitik ausgestaltet sein soll, um eine Verschärfung der Ungleichheit nicht zu begünstigen. Eine niedrige Inflationsrate und geringe Konjunkturschwankungen scheinen aber im Hinblick auf die Daten zur Einkommensungleichheit sinnvolle Rahmenbedingungen zu sein.

Abbildung 12: Inflation, Konjunkturschwankungen und Gini-Koeffizient
Anzahl der Länder: 113 für Inflationsrate, 139 für Konjunkturschwankung



Inflationsrate: Jährliche Veränderung des Verbraucherpreisindex, in Prozent; Konjunkturschwankung: Standardabweichung der jährlichen prozentualen Veränderung des Bruttoinlandsprodukts, in Prozentpunkten.

Quellen: Weltbank, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

6. Fazit und Politikempfehlungen

Im Rahmen dieses Policy Paper wurde der Frage nachgegangen, welche Verteilungseffekte das aktuelle Niedrigzinsumfeld nach sich ziehen kann. Die durchgeführte Analyse kommt zu dem Schluss, dass der Rückgang der Einlage- und Kreditzinsen für das untere Vermögensdezil von Vorteil ist, für die übrigen Vermögensdezile aber nachteilig ist. Vorteile entstehen beim unteren Vermögensdezil dadurch, dass der Rückgang ihrer Zinserträge durch die Schuldendiensterleichterung überkompensiert wurde. Bei den Haushalten in diesem Dezil handelt es sich beispielsweise um junge Haushalte mit geringen verzinslichen Spareinlagen, die eine Immobilie über eine Hypothek finanzieren. Den älteren Haushalten entstehen dadurch Nachteile, dass diese tendenziell über mehr verzinsliche Spareinlagen und über weniger Schulden verfügen. Bei ihnen fällt der Rückgang der Zinserträge höher aus als die Schuldendiensterleichterung durch die niedrigeren Kreditzinsen.

Anders als häufig behauptet zeigt sich aber nicht, dass die einkommens- und vermögensreichen Haushalte durch die aktuelle Geldpolitik mit niedrigen Zinsen und unkonventionellen Maßnahmen bevorteilt werden. Vielmehr zeigen sich die Ansichten der EZB bestätigt, dass die niedrigen Zinsen für die jüngeren Haushalte mit Hypothekenschulden vorteilhaft sind und somit nicht zu einer Erhöhung der Ungleichheit in der Bevölkerung führen. Es wird aber so sein, dass eine ausgedehnte Phase niedriger Zinsen problematisch für die Altersvorsorge ist. Dies ist vor allem in einer alternden Gesellschaft problematisch, in der der Alterskonsum an Bedeutung gewinnt. Um diesen zu finanzieren, müssen die Haushalte in einer Niedrigzinsphase ihre Sparleistung erhöhen und auf Konsum verzichten. Der Rückgang im Konsum kann zusätzlich einen Anstieg des Realzinses verhindern. Es ist also möglich, dass sich eine Situation mit strukturell niedrigen Zinsen einstellt, aus der nicht ohne weiteres herauszukommen ist.

Vor dem Hintergrund, dass strukturell niedrige Realzinsen den Spielraum der Geldpolitik für Zinserhöhungen einschränkt und zudem zu stärker steigenden Vermögenspreisen führen, sind wirtschaftspolitische Maßnahmen geboten, die einen höheren gleichgewichtigen Realzins begünstigen. Diese Maßnahmen sollte an den Gründen für die fallenden gleichgewichtigen Realzinsen ansetzen:

- Ersparnisbildung:

In alternden Gesellschaften kann die Ersparnis die Investitionen überwiegen, weil der Alterskonsum an Bedeutung gewinnt, und darüber zu einem niedrigen Realzins führen. Durch die Erhöhung der Lebenserwartung um zehn Jahre von 1970 bis 2010 ohne eine gleichzeitige nennenswerte Erhöhung des Renteneintrittsalters sind erhebliche Sparleistungen erforderlich, um den Al-

terskonsum zu finanzieren. Eine Beibehaltung einer solch langen Rentenphase wird zu strukturell niedrigen Realzinsen und stärker steigenden Vermögenspreisen führen und damit die Ungleichheit verstärken. Um diesen Prozess aufzuhalten, müsste das Renteneintrittsalter so angehoben werden, dass sich ein Realzins ergibt, der zu einer stabilen Verteilung von Vermögen und Einkommen führt. Für die jetzt jüngeren Kohorten wird deshalb ein Renteneintrittsalter von über 67 Jahren notwendig sein.

- Investitionsnachfrage:

Trotz niedriger Zinsen ist die Investitionsnachfrage der Unternehmen im Euro-Raum gering. Dies mag auf ein Fehlen einer Basisinnovation zurückzuführen sein, ist aber auch der aktuellen Politikunsicherheit sowie der immer noch nicht überwundenen Bilanzrezession im Euroraum geschuldet. Da überschuldete Unternehmen und Haushalte ihre Bilanzen bereinigen müssen, fahren sie ihre Ausgaben herunter. Bei einer niedrigen Investitionsnachfrage und gleichzeitig hohen Ersparnissen muss der Realzins niedrig ausfallen. Zu einem Anstieg des Realzinses wird es aber erst dann kommen, wenn die Bilanzen der Unternehmen bereinigt sind und die Investitionsnachfrage wieder steigt.

- Produktivität und Wachstum:

Das Potentialwachstum im Euroraum ist immer noch niedrig und einige Analysen kommen zu dem Schluss, dass es noch für längere Zeit niedrig sein wird (Buttiglione et al., 2014). Ein Umfeld geringen Potentialwachstums begünstigt einen geringen Realzins. Maßnahmen zur Erhöhung von Potentialwachstum und Realzins liegen in einer Erhöhung der Produktivität. Da die Totale Faktorproduktivität vor allem durch Basisinnovationen erhöht wird, gilt es ein innovationsfreundliches Umfeld zu schaffen. Dazu gehört die Förderung von Forschung und Entwicklung sowie gute Rahmenbedingungen für Venture Capital Unternehmen, die in junge und hochinnovative Unternehmen investieren.

- Angebot an sicheren Anlagen:

Das Fehlen von sicheren Anlageformen führt zu einer großen Nachfrage nach Aktien und Immobilien, was deren Renditen treibt. Der Rückgang im Angebot an sicheren Anlagen ist vor allem der Staatsschuldenkrise im Euroraum geschuldet. Die mit der Krise einhergehende Unsicherheit hat zu einem gleichzeitigen Anstieg in der Nachfrage nach sicheren Anlagen geführt, wodurch deren Renditen sanken. Das Angebot an sicheren Anlagen kann vor allem im Bereich der Staatsanleihen und über hochwertige Verbriefungen erreicht werden. Dies setzt eine Überwindung der Staatsschuldenkrise im Euroraum und nachhaltig stabile Staatsfinanzen und auch stabile Banken voraus. Die Nachfrage nach sicheren Anlagen kann darüber gesenkt werden, dass Versiche-

rungen und Pensionsfonds von der Regulierung her erlaubt wird, mehr riskantere Anlagen in ihren Bilanzen zu halten.

Entsprechende Politikmaßnahmen sind aber nicht schnell umsetzbar. Eine Verschlechterung der konjunkturellen Situation macht möglicherweise weitere Zinssenkungen der EZB erforderlich, die aufgrund der Nullzinsgrenze nicht mehr möglich sind. Auf eine Verschlechterung der Konjunktur muss die EZB dann mit weiteren unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen reagieren. Bei dauerhaft niedrigen gleichgewichtigen Realzinsen ist dann eine Situation erreicht, in der Geldpolitik nur noch in Form von speziellen Programmen möglich ist. Vor diesem Hintergrund haben einige Autoren eine Erhöhung des Inflationsziels von 2 Prozent auf 4 Prozent gefordert (Krugman, 2014; Blanchard et al., 2010). Dies würde verhindern, dass der Leitzins der EZB durch die Nullzinsschranke behindert wird. Wolff (2014) argumentiert dagegen, dass das aktuelle Inflationsziel von 2 Prozent bereits nicht erreicht wird. Viel schwieriger wäre es somit für die EZB in der aktuellen Situation ein Inflationsziel von 4 Prozent zu erreichen.

Auch wenn zumindest für Deutschland keine Evidenz für eine Zunahme der Ungleichheit gefunden werden konnte, so stellt sich aber die Frage, inwieweit eine Zunahme der Ungleichheit für die EZB von Relevanz ist. Stiglitz (2012) kritisiert, dass die Federal Reserve der Ungleichheit in der Bevölkerung zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt habe. Die Zentralbanken im Allgemeinen und die EZB in Speziellen sollten ihre Geldpolitik aber nicht danach ausrichten, ob ihre Maßnahmen zu mehr oder weniger Ungleichheit führen, denn Verteilungspolitik gehört nicht zu ihren Zielen. Das einzige Ziel, dem die EZB verpflichtet ist, ist die Wahrung der Geldwertstabilität. Die Ergebnisse von Romer/Romer (1999), dass niedrige Inflation und geringe Konjunkturschwankungen zu weniger Ungleichheit führen, sind im Rahmen dieses Policy Papers verifiziert worden. Daraus lässt sich folgern, dass die Stabilitätsorientierung der Geldpolitik auch zur Vermeidung von Ungleichheit wichtig ist. Die EZB sollte deshalb wieder zu einem neutralen Zustand zurückkehren. Um ihr dies zu ermöglichen, sind aber die oben genannten angebotsseitigen Reformen notwendig.

Anhang

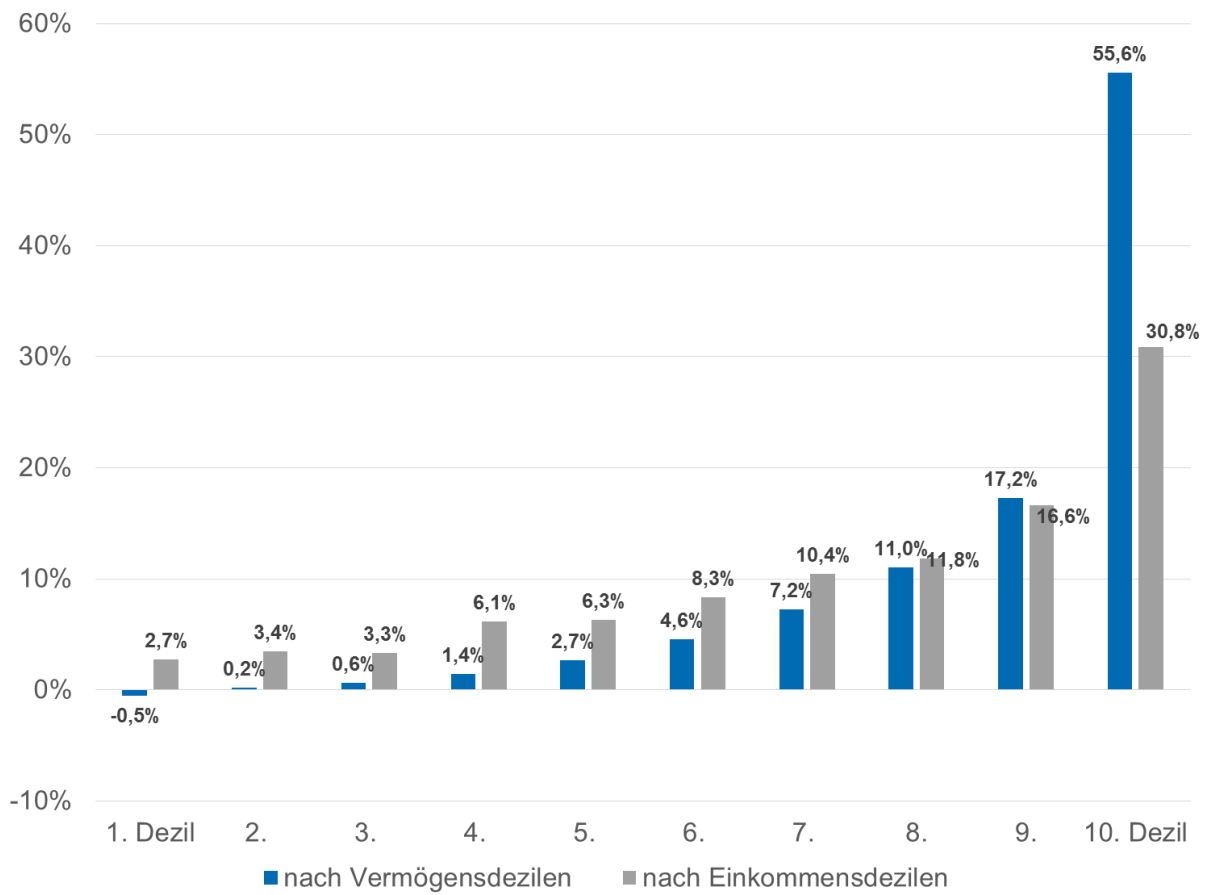
Tabelle A.1: Kennziffern zur Vermögensverteilung
Deutschland, Durchschnittswerte je Erwachsenen, in Euro

Vermögensquintile	1. Quintil	2. Quintil	3. Quintil	4. Quintil	5. Quintil	Gesamt
Bruttovermögen	7.535	18.546	57.426	121.800	442.690	129.519
darunter:						
Immobilienvermögen	4.423	7.182	33.121	82.351	273.225	80.010
darunter:						
selbstgenutzt	2.618	5.890	28.082	69.720	160.241	53.276
fremdgenutzt	1.805	1.292	5.039	12.632	112.984	26.734
Zinstragende Aktiva	1.981	7.833	16.464	27.000	67.581	24.158
darunter:						
Einlagen	1.104	4.632	9.213	14.608	31.738	12.252
Aktien, andere Aktiva	61	167	673	1.470	10.348	2.542
Investmentfonds	52	234	1.497	2.229	10.318	2.864
Betriebsvermögen	109	292	800	2.302	68.448	14.381
Sonstige Vermögen	909	2.837	4.872	6.447	12.769	5.564
Schulden	-9.708	-6.704	-16.375	-17.883	-28.532	-15.834
darunter:						
Hypotheken	-6.353	-5.092	-15.142	-16.809	-26.106	-13.893
Sonstige Kredite	-3.355	-1.613	-1.233	-1.074	-2.426	-1.941
Nettovermögen	-2.173	11.842	41.051	103.917	414.158	113.685

Zinstragende Aktiva = Einlagen, Anleihen, freiwillige und betriebliche Renten; Sonstige Vermögen = Wertgegenstände und Fahrzeuge.

Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Abbildung A.1: Verteilung der Nettovermögen
In Prozent der gesamten Nettovermögen



Quellen: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Tabelle A.2: Vermögensverteilung nach Einkommensgruppen
Deutschland, Durchschnittswerte je Erwachsenen, in Euro

Einkommensquintile	1. Quintil	2. Quintil	3. Quintil	4. Quintil	5. Quintil	Gesamt
Bruttovermögen	38.206	60.682	92.548	143.385	313.410	129.519
darunter:						
Immobilienvermögen	24.529	42.274	61.746	89.660	182.255	80.010
darunter:						
selbstgenutzt	19.569	36.795	48.844	60.732	100.736	53.276
fremdgenutzt	4.960	5.478	12.901	28.927	81.520	26.734
Zinstragende Aktiva	8.056	11.469	17.087	28.494	55.784	24.158
darunter:						
Einlagen	5.521	7.518	10.108	13.986	24.167	12.252
Aktien, andere Aktiva	488	434	914	1.979	8.911	2.542
Investmentfonds	895	726	1.411	2.434	8.867	2.864
Betriebsvermögen	2.376	2.556	6.743	13.621	46.677	14.381
Sonstige Vermögen	1.863	3.224	4.647	7.199	10.915	5.564
Schulden	-4.299	-6.866	-12.452	-21.889	-33.740	-15.834
darunter:						
Hypothesen	-2.243	-5.175	-10.702	-19.828	-31.598	-13.893
Sonstige Kredite	-2.056	-1.690	-1.750	-2.062	-2.141	-1.941
Nettovermögen	33.907	53.817	80.096	121.496	279.670	113.685

Zinstragende Aktiva = Einlagen, Anleihen, freiwillige und betriebliche Renten; Sonstige Vermögen = Wertgegenstände und Fahrzeuge

Quelle: Europäische Zentralbank (HFCS), Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Literatur

Adam, Klaus / **Zhu**, Junyi, 2015, Price Level Changes and the Redistribution of Nominal Wealth Across the Euro Area, erscheint in: Journal of the European Economic Association

Ammermüller, Andreas / **Weber**, Andrea M. / **Westerheide**, Peter, 2005, Die Entwicklung und Verteilung des Vermögens privater Haushalte unter besonderer Berücksichtigung des Produktivvermögens, Abschlussbericht zum Forschungsauftrag des Bundesministeriums für Gesundheit und Soziale Sicherung, ZEW, Mannheim

Buttiglione, Luigi / **Lane**, Philip R. / **Reichlin**, Lucrezia / **Reinhart**, Vincent, 2014, Deleveraging? What Deleveraging?, Geneva Reports on the World Economy 16, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and Center for Economic Policy Research (CEPR), <http://www.voxeu.org/content/deleveraging-what-deleveraging-16th-geneva-report-world-economy> [11.2.2015]

Caballero, Ricardo / **Farhi**, Emmanuel, 2014, On the Role of Safe Asset Shortages in Secular Stagnation, in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

Coeuré, Benoît, 2012, What Can Monetary Policy Do About Inequality, Rede auf dem International Day for the Eradication of Poverty, Europäisches Parlament, Brüssel, 17. Oktober 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121017.en.html> [28.05.2015]

Coibion, Olivier / **Gorodnichenko**, Yuriy, **Kueng**, Lorenz / **Silvia**, John, 2012, "Innocent Bystanders: Monetary Policy and Inequality in the U.S", NBER Working Paper 18170

Dobbs, Richard / **Lund**, Susan / **Koller**, Tim / **Shwayder**, Ari, 2013, QE and Ultra-Low Interest Rates: Distributional Effects and Risks, McKinsey Global Institute, discussion Paper, November 2013, http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/qe_and_ultra_low_interest_rates_distributional_effects_and_risks [09-06-2015]

Deutsche, Bundesbank, 2009, Monatsbericht, Juni 2009, Frankfurt am Main

Doepke, Martin / **Schneider**, Martin, 2006, Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth, *Journal of Political Economy*, Vol. 114, 1069-1097

Draghi, Mario, 2015, The ECB'S recent monetary policy measures: effectiveness and challenges, Camdessus lecture, IMF, Washington, DC, 14. Mai 2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150514.en.html>

Eggertson, Gauti / **Mehrotra**, Neil, 2014, A Model of Secular Stagnation, in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

EZB, 2013a, The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Methodological Report for the first Wave, *Statistics Paper Series*, No. 1

EZB, 2013b, The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the first wave, *Statistics Paper Series*, No. 2

Frick, Joachim / **Grabka**, Markus / **Marcus**, Jan, 2010, Editing und multiple Imputation der Vermögensinformation 2002 und 2007 im SOEP, *Data Documentation 51*, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin

Koo, Richard, 2014, Balance Sheet Recession is the Reason for Secular Stagnation, in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

Krugman, Paul, 2014, Four Observations on Secular Stagnation, in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

Meh, Césaire / **Terajima**, Yaz, 2008, Inflation, Nominal Portfolios, and Wealth Redistribution in Canada, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 44, 1369-1402

Mehra, Rajnish / **Prescott**, Edward, 1985, The Equity Premium: A Puzzle, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, 145-161

Niehues, Judith / **Schaefer**, Thilo / **Schröder**, Christoph, 2013, Arm und Reich in Deutschland: Wo bleibt die Mitte?, *IW-Analysen*, Nr. 89

Niehues, Judith / **Schröder**, Christoph, 2012, Integrierte Einkommens- und Vermögensbetrachtung, IW-Trends, 39. Jg., Nr. 1, S. 89-104

Romer, Christina / **Romer**, David, 1999, Monetary Policy and the Wellbeing of the Poor, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, First Quarter 1999, 21-49

Saiki, Ayako / **Frost**, John, 2014, How Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan, DNB Working Paper Nr. 423, Mai 2014, De Nederlandsche Bank

Statistisches Bundesamt, 2014, Sektorale und Gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1999-2013, Wiesbaden

Stiglitz, Joseph, 2012, How Policy Has Contributed to the Great Economic Divide, The Washington Post, 22 Juni 2012, http://www.washingtonpost.com/opinions/how-policy-has-contributed-to-the-great-economic-divide/2012/06/22/gJQAXTX2vV_story.html?hpid=z7 [16-06-2015]

Summers, Lawrence, 2014, Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis', in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

Teulings, Coen / **Baldwin**, Richard, 2014, Introduction, in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

Weizsäcker, Carl Christian von, 2014, Public Debt and Price Stability, German Economic Review, Vol. 15, Nr. 1, 42-61, doi: 10.1111/geer.12030

Wolff, Guntram, 2014, Monetary Policy Cannot Solve Secular Stagnation Alone, in: **Teulings**, Coen / **Baldwin**, Richard (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]