

Pressekonferenz, 22. Juni 2015, Berlin

Geldpolitik für die Reichen?

Auswirkungen der Niedrigzinsen auf Ungleichheit
und Altersvorsorge

Statement

Prof. Dr. Michael Hüther
Direktor
Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Es gilt das gesprochene Wort.

Die Hauptergebnisse der Studie:

- Die Geldpolitik ist nicht alleine verantwortlich für diese Situation niedriger Zinsen, denn das Zinsniveau ist auch aufgrund demografischer und realwirtschaftlicher Faktoren gering.
- Die These der EZB-Kritiker, dass die Ungleichheit durch ein Auseinanderklaffen von Zinsen auf Spareinlagen und Renditen auf Vermögenswerte steigt, kann empirisch nicht bestätigt werden.
- Signifikante Verteilungseffekte treten in Deutschland aber zwischen Schuldnern und Sparern auf. Da Ältere im Durchschnitt wohlhabender sind als Jüngere, begünstigt die Niedrigzinsphase eher einen Rückgang der Vermögensungleichheit in Deutschland.
- Die Ungleichheit in Ländern mit hoher Inflation fällt höher aus als in Ländern, deren längerfristige Inflationsrate in der Nähe von 2 Prozent liegt.

1. Proteste gegen die Geldpolitik

Bei der Eröffnung des Neubaus der Europäischen Zentralbank (EZB) am 18. März 2015 kam es zu Demonstrationen und gewaltsamen Ausschreitungen. Vorgegangen waren in den Jahren 2012 und 2013 Aktionstage des anti-kapitalistischen Netzwerks Blockupy, 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 Maßnahmen der großen Zentralbanken an. Aber auch in der politischen und sogar in der wissenschaftlichen Diskussion wird die geldpolitische Debatte zunehmend emotional geführt.

Während die Wirkungen der Geldpolitik auf die Verteilung der Vermögen und Einkommen in der Vergangenheit kaum eine Rolle gespielt hat, stellt sich vor dem Hintergrund von historisch niedrigen Zinsen auf Sparguthaben und boomender Aktienkurse und Immobilienpreise zunehmend die Frage, ob eine ausgedehnte Periode niedrigster Zinsen zu mehr Ungleichheit in der Bevölkerung führt.

Die Zeiten haben sich seit der globalen Finanzkrise aus den Jahren 2007 und 2008 grundsätzlich geändert: Die Leitzinsen der großen Zentralbanken liegen mittlerweile bei nahe Null und werden es wohl auch noch eine Weile bleiben. Die Federal Reserve, die Bank of England und die EZB haben verschiedene großangelegte Kaufprogramme von Staatsanleihen und besicherten Wertpapieren gestartet. Banken, die bei der EZB Geld hinterlegen, müssen einen Strafzins zahlen und bei den deutschen Staatsanleihen stellten sich zeitweise negative Zinsen ein.

Die Geldpolitik ist aber nicht alleine verantwortlich für diese Situation, denn das Zinsniveau ist auch aufgrund demografischer und realwirtschaftlicher Faktoren niedrig.

- Durch eine höhere Lebenserwartung und einer vergleichsweise frühen Renteneintrittsphase hat der Alterskonsum an Bedeutung gewonnen – die Menschen müssen dann in einer relativ kurzen Erwerbsphase mehr für ihr Alter sparen, sofern sie sich im Alter nicht allzu sehr einschränken wollen.
- Dem steht zurzeit eine niedrige Investitionsnachfrage gegenüber. Gründe dafür sind Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum, fehlendes Wachstum in einigen Euro-Mitgliedsländern und einen Entschuldungsprozess von Unternehmen und Haushalten in den Krisenländern.
- Die Staatsschuldenkrise hat das Angebot an sicheren Anlageformen, wie europäischen Staatsanleihen, reduziert. Gleichzeitig fand eine Flucht in die sichere deutsche Bundesanleihe statt.

In einem solchen Umfeld mit hoher Ersparnis und niedrigen Investitionen ist der langfristige Realzins einer Volkswirtschaft gering oder sogar negativ und die Nachfrage nach Aktien und Immobilien hoch.

- Halten die weniger vermögenden Haushalte verstärkt verzinsliche Spareinlagen und die vermögenden

Haushalte eher Aktien und Immobilien, so kann hierdurch die Ungleichheit der Vermögen steigen.

- Bleiben die Zinsen niedrig und steigen die Vermögenspreise weiter, sind die Verteilungswirkungen von Niedrigzinsen kein temporäres Phänomen mehr. Vielmehr könnte eine längere Phase niedriger Zinsen und steigender Vermögenspreise systematisch Gewinner und Verlierer hervorbringen.

Das IW Köln hat die möglichen Verteilungswirkungen mithilfe des Household Finance and Consumption Survey der EZB für Deutschland analysiert.

2. Zinsen sinken und Vermögenspreise steigen

Die Kritiker der EZB befürchten, dass die Ungleichheit durch ein Auseinanderklaffen von Zinsen auf Spareinlagen und Renditen auf Vermögenswerte, wie Aktien und Immobilien, steigt. Ein Indikator hierfür ist das Equity Premium, die Differenz aus Renditen auf Aktien deutscher Unternehmen und den Renditen auf Bundesanleihen. Ein zeitlicher Vergleich zeigt, dass dieses – anders als von Marktbeobachtern unterstellt – aktuell keine ungewöhnlich hohen Werte aufweist (Tabelle 1). Es gab in der Vergangenheit durchaus Zeiträume, in denen das Equity Premium höher ausfiel. Eine Studie des McKinsey Global Institute findet für die USA ebenfalls keine ungewöhnlich

hohen Aktienrenditen im Zuge der ultra-expansiven Geldpolitik.

Dass steigende Aktienkurse zu mehr Ungleichheit führen, kann für Deutschland nicht bestätigt werden. Dafür sind die Aktienanteile der privaten Haushalte – auch bei den Vermögenden – viel zu gering (Tabellen 3 bis 5).

Bei den Immobilienpreisen zeigt sich aktuell zwar ein steigender Trend. IW-Studien zeigen, dass dieser aber nur leicht ausfällt und vor allem durch Preissteigerungen in den Großstädten getrieben ist. Einen Anstieg der Immobilienpreise auf breiter Front gibt es nicht, da sich die Preise in vielen ländlichen Regionen kaum verändert haben. Zudem gilt: Aus der Wertsteigerung einer Immobilie lässt sich nicht ohne weiteres der Konsum steigern. Hierzu muss die Immobilie erst veräußert werden.

3. Schuldner profitieren, Sparer verlieren

Signifikante Verteilungseffekte treten in Deutschland aber zwischen Schuldnern und Sparern auf. Das Niedrigzinsumfeld drückt die Zinserträge von Banken und erschwert es den Lebensversicherern, ihren Garantiezins zu erwirtschaften. Zugleich profitieren Unternehmen und der Staat von einer geringeren Zinsbelastung.

Bei den privaten Haushalten zeigt sich ein differenzierteres Bild: Die Kreditzinsen sind zwar stärker als die Sparzinsen

gefallen (Tabelle 2), doch selbst bei einem Rückgang im Verhältnis von 1:1 sparen die Haushalte Zinszahlungen, wenn ihre Schulden höher als ihre verzinslichen Spareinlagen sind. So müssen insbesondere jüngere Haushalte, die gerade eine Immobilie erworben haben und diese mit einer Hypothek finanzieren, weniger Zinsen zahlen als noch vor einigen Jahren. Im Vergleich dazu sind bei den älteren Haushalten, die tendenziell mehr verzinsliche Spareinlagen als Schulden haben, die Zinserträge stärker gefallen als die Zinslasten. Vor dem Hintergrund, dass die älteren Haushalte im Durchschnitt wohlhabender sind als die jüngeren Haushalte, begünstigt die Niedrigzinsphase eher einen Rückgang der Vermögensungleichheit in Deutschland, wie die IW-Berechnungen zeigen (Tabellen 3 bis 7).

Die Wirkung auf die eher vermögensarmen Haushalte ist zweigeteilt: Die vermögensärmsten 10 Prozent sparen durch die niedrigeren Zinsschulden mehr ein, als sie zugleich durch den Rückgang des Zinsertrages ihrer Ersparnisse verlieren. Die nahezu schuldenfreien Haushalte mit geringem Vermögen stellen sich durch die niedrigen Zinserträge hingegen schlechter.

Im vermögensreichsten Zehntel liegen die zinstragenden Spareinlagen bei 14 Prozent des Gesamtvermögens, die Schulden bei nur 6 Prozent. Bei dieser Gruppe überwiegt der Rückgang der Zinserträge den Rückgang der Zinslasten. Insgesamt zeigt sich damit, dass die Vermögenden nicht von der Geldpolitik profitieren. Dies liegt auch daran, dass sich

die Anteile an Immobilien und Aktien bei den Vermögensreichen kaum von den anderen Vermögensgruppen unterscheiden. Differenziert man die Vermögensportfolios nach Einkommensgruppen, zeigen sich praktisch keine Unterschiede in der relativen Zusammensetzung zwischen den Gruppen (Tabelle 5). Somit zeigt sich: Die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen in Deutschland hat durch die aktuell niedrigen Zinsen und steigenden Aktienkurse nicht zugenommen.

4. Konsequenzen für die Altersvorsorge

Auch wenn die Niedrigzinsen bisher zu keiner Zunahme der Vermögensungleichheit geführt haben, so erschwert eine ausgedehnte Niedrigzinsphase die Altersvorsorge über risikoarme Anlageprodukte, da Zinserträge und damit auch Zinseszins effekte geringer ausfallen. Dies kann in Zukunft eine Zunahme der Ungleichheit begünstigen und Larry Summers' Szenario einer „säkularen Stagnation“, das heißt einer ausgedehnten Phase niedriger Zinsen und niedrigen Wachstums, wahrscheinlicher machen.

Dies sei am folgenden Beispiel verdeutlicht: Ein Haushalt mit einem durchschnittlichen Jahreseinkommen von rund 42.000 Euro und einer durchschnittlichen Sparquote von 9,4 Prozent kam bei einer Verzinsung von 2,8 Prozent vor Steuer nach 30 Jahren auf eine Ersparnis von rund 165.000 Euro. Wenn ein Durchschnittshaushalt in der aktuellen Niedrigzinsphase

mit einem Zins vor Steuer von 0,4 Prozent die gleiche Ersparnis erreichen will, muss er seine jährliche Sparleistung um knapp 300 Euro erhöhen. Aus einer 10-jährigen Niedrigzinsphase und einer Anpassung des Zinses an das Vorkrisenniveau gemäß des historischen Trends resultiert dann für eine 35-jährige Vorsorgephase ein Konsumverzicht von fast 10.000 Euro, um das Niveau der Altersvorsorge zu halten. Hochgerechnet auf alle Haushalte in Deutschland wären das knapp 350 Milliarden Euro.

Müssen die Haushalte mehr sparen und auf Konsum verzichten, so wird Nachfrage fehlen, was Zinsen in der Zukunft zusätzlich niedrig halten und Wachstum dämpfen wird. Eine Niedrigzinsfalle droht.

Die Politik steht dem Niedrigzinsumfeld aber nicht machtlos gegenüber. Damit die EZB einen Spielraum für eine Leitzinserhöhung bekommt, müssen angebotsseitige Reformen auf den Weg gebracht werden, die den Realzins der Volkswirtschaft anheben.

4.1. Anhebung des Renteneintrittsalters

Seit den 1970er Jahren hat sich die Lebenserwartung um zehn Jahre erhöht. Dies erforderte ein Umdenken in der umlagefinanzierten Rentenversicherung. Deshalb müssen die privaten Haushalte während ihres Erwerbslebens mehr sparen. Problematisch ist aber, dass das Renteneintrittsalter nicht im Gleichschritt mit der Lebenserwartung gestiegen ist:

Die Rentenbezugsdauer ist von 11,1 Jahren im Jahr 1970 auf 18,3 Jahre im Jahr 2011 gestiegen.

Je kürzer die Beschäftigten arbeiten, desto mehr Geld benötigen sie für die Zeit der Rente. Zudem haben sie während ihres Berufslebens relativ wenig Zeit, das nötige Geld für das Alter anzusparen. Daher werden die jüngeren Jahrgänge wohl deutlich mehr sparen, um diese Nachteile wettzumachen.

Bei einem höheren Renteneintrittsalter wäre die Sparphase länger, was geringere jährliche Sparanstrengungen für die Altersvorsorge erforderlich macht. Somit würde ein höheres Renteneintrittsalter zu einem höheren Realzins führen. Ein Renteneintrittsalter von über 67 Jahren ist für zukünftige Jahrgänge nicht mehr vermeidbar. Die Rente mit 63 ist vor diesem Hintergrund ein Schritt in die falsche Richtung. Berechnungen des Munich Center für the Economics of Ageing (MEA) kommen zu dem Schluss, dass vor allem die Versicherten mit höheren Rentenansprüchen von der Rente mit 63 profitieren.

4.2. Steigerung der Investitionsnachfrage

Niedrige Realzinsen sind auch auf eine geringe Investitionsnachfrage zurückzuführen. Eine IW-Befragung von 2.900 Unternehmen vom Herbst 2014 lieferte wichtige Informationen zu den Investitionshemmnissen in Deutschland. Aus Sicht der Unternehmen führten vor allem die weltwirtschaftlichen Unsicherheiten zu einer

Zurückhaltung bei den Investitionen. Ein weiterer Grund waren hohe Kosten, darunter vor allem Energiekosten, aber auch die Kosten durch Frühverrentung, Mindestlohn und der strengeren Regulierung der Zeitarbeit. Über ein förderliches Umfeld für Investitionen kann ein Umfeld höherer Zinsen erreicht werden. Deshalb fordert das IW Köln:

- Die Energiekosten der Unternehmen müssen gesenkt werden, energieintensive Unternehmen brauchen mehr Planungssicherheit.
- Nicht notwendige Bürokratie muss abgebaut werden.

Der Staat muss mehr in die öffentliche Infrastruktur investieren. Dazu haben wir bereits vor geraumer Zeit ein Konzept vorgestellt. Dabei muss der Staat beständig und effektiv in Straßen und Schienen investieren und mit Blick auf die Potentiale von Industrie 4.0 muss der Breitbandausbau vorankommen.

4.3. Produktivität und Wachstum stärken

Das Potenzialwachstum im Euroraum ist immer noch niedrig und einige Analysen kommen zu dem Schluss, dass es noch für längere Zeit niedrig bleiben wird. Ein Umfeld geringen Wachstums begünstigt einen niedrigen Realzins. Um das Wachstum zu verbessern, muss die Produktivität steigen. Dazu sind Basisinnovationen notwendig, die ein innovationsfreundliches Umfeld benötigen: Die Bundesregierung muss Forschung und Entwicklung besser fördern und auch gute Rahmenbedingungen für Venture-

Capital-Unternehmen, die in junge und hochinnovative Unternehmen investieren, schaffen. Ebenfalls förderlich ist eine Ausweitung des Arbeitsangebots. Beide Elternteile können aber nur dann Vollzeit arbeiten, wenn sie eine Ganztagesbetreuung für ihre Kinder haben. Hierfür müssen aber mehr Kita-Plätze mit arbeitnehmerfreundlichen Öffnungszeiten geschaffen werden.

4.4. Das Angebot an sicheren Anlagen steigern

Das Fehlen von sicheren Anlageformen hat zu einer großen Nachfrage nach Aktien und Immobilien geführt, was deren Renditen treibt. Über Staatsanleihen und hochwertige Verbriefungen kann das Angebot an sicheren Anlagen für institutionelle Investoren erhöht werden. Dies setzt aber nachhaltig stabile Staatsfinanzen und stabile Banken voraus.

Die hohe Nachfrage nach sicheren Anlagen kann dadurch gesenkt werden, dass Versicherungen und Pensionsfonds künftig weniger risikolose und mehr riskantere Anlagen in ihren Bilanzen halten dürfen. Die Nachfrage der Banken nach Staatsanleihen würde durch eine Eigenkapitalunterlegung für diese sinken.

4.5. Vermeidung von politischer Unsicherheit

Die durch die globale Finanzkrise und die Euro-Krise ausgelösten Unsicherheiten belasten die privaten Investitionen: Wenn die politische Unsicherheit steigt, sinken tendenziell die Ausrüstungsinvestitionen (Abbildung 1).

Politische Unsicherheiten belasten auch die private Sparfreude. So haben die privaten Haushalte seit dem Jahr 2008 Aktien abgebaut und stattdessen niedrig verzinsliche Einlagen aufgebaut. Eine solche Flucht in liquide Sparformen führt in einem Niedrigzinsumfeld zu entgangenen Renditen und darüber zu einer ineffizienten Vermögensbildung. Da insbesondere die wenig Vermögenden auf niedrig verzinslichen Einlagen setzen, kann diese Entwicklung zu einer größeren Ungleichheit führen. Gerade politische Unsicherheiten, wie die Sorge vor weiteren Schuldenschnitten, sind vermeidbar: Die Bundesregierung sollte weitere Schuldenschnitte für Griechenland ausschließen.

5. Normalisierung der Geldpolitik

Bei einer hohen Ersparnis, niedrigen Investitionen und einem damit verbundenen niedrigen Realzins kann die EZB ihren Leitzins nicht anheben, ohne das Wirtschaftswachstum durch einen zu hohen Leitzins ungünstig zu beeinflussen. Sollte der Realzins zudem negativ sein, ist ein Leitzins von Null möglicherweise noch zu hoch für den Euroraum. Der Weg zu höheren Leitzinsen führt über fundamental begründete höhere Realzinsen. Nur so kann die Geldpolitik von der Nullzinsgrenze weg und hin zu einer geldpolitischen Normalität gebracht werden. Denn bei einem niedrigen Realzins würde die EZB häufig mit der Nullzinsgrenze

konfrontiert sein und müsste, weil Zinssenkungen nicht mehr möglich sind, häufiger zu unkonventionellen Maßnahmen greifen, wie den ohnehin schon sehr umstrittenen Käufen von Staatsanleihen.

Eine normalisierte Geldpolitik leistet einen Beitrag zur Stabilisierung der Einkommens- und Vermögensverteilung, sofern sie die Inflation niedrig hält und Konjunkturschwankungen minimiert. Denn ein Anstieg der Inflation reduziert den Realwert von Löhnen und Transferzahlungen. Wohlhabendere Haushalte können sich in der Regel besser gegen die Folgen der Inflation schützen als ärmere Haushalte. Auswertungen des IW Köln zeigen, dass die Ungleichheit in Ländern mit hoher Inflation höher ausfällt als in Ländern, deren längerfristige Inflationsrate in der Nähe von 2 Prozent liegt. Ein Inflationsziel von 2 Prozent scheint in Bezug auf eine stabile Einkommensverteilung förderlich zu sein (Tabelle 8). Das heißt aber auch, dass Abweichungen nach unten nur vorübergehend toleriert werden können, wie es auch der Deutung des geldpolitischen Mandats durch die EZB entspricht.

Ausgeprägte Konjunkturschwankungen sind in den Ländern zu finden, die Wachstum über eine expansive Geldpolitik erreichen wollen. Dies endet in der Regel in einer hohen Inflation, die dann über eine restriktive Geldpolitik wieder zurückgeführt werden muss. Die Folge ist eine Rezession, von der vor allem Arbeitsplätze und damit die Einkommen der ärmeren Haushalte betroffen sind. Die IW-Analyse bestätigt,

dass Länder mit geringeren Konjunkturschwankungen eine geringere Ungleichheit aufweisen (Tabelle 8). Denn die unteren Einkommen profitieren von einer stabilen wirtschaftlichen Entwicklung. Nicht nur aus diesem Grund ist es wichtig, dass die Geldpolitik in Zukunft wieder zu ihren Kernaufgaben zurückkehren kann. Dazu muss die Politik die EZB durch angebotsseitige Strukturreformen in den Ländern des Euroraums unterstützen.

Dauerhaft niedrige Zinsen und Geldpolitik im Ausnahmezustand belasten die Altersvorsorge. Ein höheres Zinsniveau ist geboten. Dieses Problem kann die Geldpolitik aber nicht im Alleingang lösen. Für ein höheres Zinsniveau ist eine geringere Nachfrage an risikolosen Staatsanleihen notwendig. Banken fragen diese verstärkt nach, weil sie diese nicht mit Eigenkapital unterlegen müssen. Durch die Abschaffung dieser Ausnahme in der Bankenregulierung wäre schon ein Teil des Problems gelöst. Das Angebot an risikolosen Staatsanleihen kann der Staat aber nicht durch mehr Verschuldung erhöhen, sondern ganz im Gegenteil nur über stabile Staatsfinanzen. Doch ob er das wirklich macht, ist fraglich – schließlich profitiert er am meisten von der Niedrigzinspolitik (Tabelle 9).