



## **IW-Trends 2/2020**

# **Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte in Zeiten niedriger Zinsen**

Markus Demary

Vorabversion aus: IW-Trends, 47. Jg. Nr. 2  
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.

Verantwortliche Redakteure:

Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776

Holger Schäfer, Telefon: 030 27877-124

groemling@iwkoeln.de · schaefer.holger@iwkoeln.de · www.iwkoeln.de

Die IW-Trends erscheinen viermal jährlich, Bezugspreis € 50,75/Jahr inkl. Versandkosten.

Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über  
lizenzen@iwkoeln.de.

ISSN 0941-6838 (Printversion)

ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2020 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

# Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte in Zeiten niedriger Zinsen

Markus Demary, April 2020

## Zusammenfassung

Die Sparer in Deutschland zeigten sich bis Anfang 2020 durch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank verunsichert. Vor dem Hintergrund einer anhaltenden Niedrigzinsphase stellt sich die Frage, wie sich diese bisher auf die Entwicklung des Geldvermögens der Haushalte ausgewirkt hat. Dazu werden drei unterschiedliche geldpolitische Perioden verglichen: die Zeit vor der globalen Finanzmarktkrise im Jahr 2008, die Zeit während der globalen Finanzmarktkrise und der Krise im Euroraum in den Jahren 2011 und 2012 einschließlich der unmittelbar folgenden Stagnationsjahre in den damaligen Krisenländern und die Zeit des langen Aufschwungs nach den beiden Krisen bis zum Jahr 2019, als die Zinsen trotz Erholung niedrig blieben und sogar sanken. Es zeigt sich, dass in Deutschland die Geldvermögen in der Zeit nach der Krise im Euroraum leicht stärker anstiegen als im Vorkrisenzeitraum. In der Vergleichsgruppe der Länder Belgien, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und Finnland fiel das Wachstum der Geldvermögen hingegen schwächer aus als im Vorkrisenzeitraum. Die Zunahme der Geldvermögen in Deutschland ist nicht nur auf die gute Entwicklung des Aktienmarkts zurückzuführen. Denn Bargeld und Bankeinlagen sind gerade im Nachkrisenzeitraum stark angestiegen.

Stichwörter: Ersparnis, Geldpolitik, Niedrigzinsen, Vermögensbildung

JEL-Klassifikation: E21, E52, G11, G51

### Globale Trends an den Kapitalmärkten

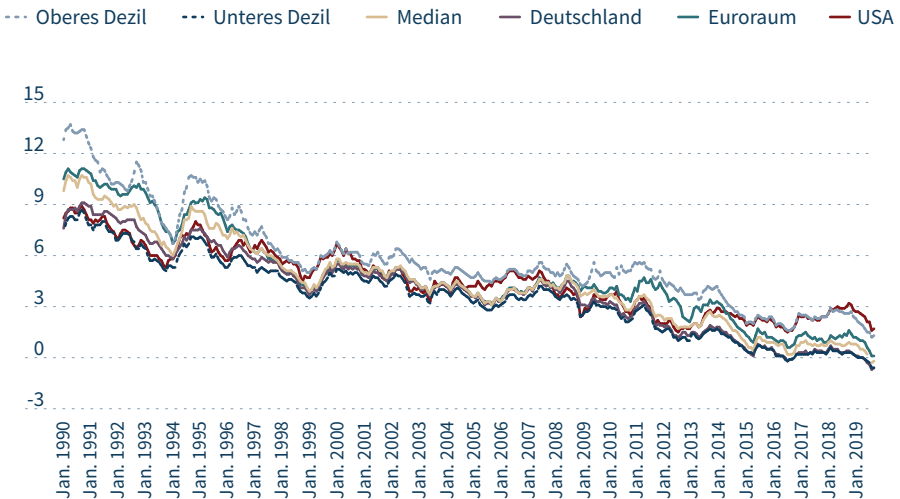
Die Sparer in Deutschland zeigten sich in den letzten Jahren durch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) verunsichert. Vor allem der Negativzins auf die Einlagen der Banken bei der EZB stellte für sie eine Umkehrung der bis dahin als sicher angenommenen ökonomischen Zusammenhänge dar: Schuldner zahlen normalerweise Zinsen an Gläubiger und nicht umgekehrt, wie es zuletzt der Fall war.

Die Sorge der Sparer, dass ihre Bankguthaben in Zukunft negativ verzinst werden, ist durchaus berechtigt. Dies zeigt ein Blick auf die Entwicklung der Renditen auf Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit in den Industrieländern. Anfang der 1990er Jahre lag der Median dieser Renditen in den OECD-Ländern bei fast 10 Prozent. Anfang 2020 lag er bei -0,2 Prozent. Nur noch 10 Prozent der Länder weisen Renditen von über 1,3 Prozent auf, während bei 10 Prozent der Länder die Renditen unter -0,6 Prozent liegen (Abbildung 1). Es kann davon ausgegangen werden, dass die Zinsen noch für lange Zeit niedrig bleiben. Die Gründe hierfür sind strukturelle Verschiebungen beim Spar- und Investitionsverhalten (Bernanke,

### Entwicklung der langfristigen Zinssätze

Abbildung 1

Renditen auf Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit in Prozent



Unterstes und oberstes Dezil sowie Median beziehen sich auf 18 OECD-Länder.  
Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 1: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/2Z9QxkGWHtkM4SH>

2005; 2015; Weizsäcker, 2014; Summers, 2015; Demary/Voigtländer, 2018) sowie eine gestiegene Nachfrage nach ausfallsicheren Anlagen bei gleichzeitig geringem Angebot (Caballero/Farhi, 2014). Die vorliegenden Ausführungen beziehen sich auf die Situation vor der Corona-Krise. Der bisherige Zusammenhang, dass der Haushaltssektor spart und diese Ersparnisse vom Unternehmenssektor und Staat in Form von Krediten nachgefragt werden, scheint nicht mehr zu gelten. Seit dem Jahr 2004 ist in Deutschland der Unternehmenssektor Netto-Sparer und seit 2014 auch der Staat. In Zeiten, in denen die Sparer in hohem Ausmaß nach Anlagemöglichkeiten suchen, kann der risikofreie Zins negativ werden.

Da die Sparer vor diesem Hintergrund zunehmend unzufrieden mit der Geldpolitik der EZB sind, wird im Folgenden der Frage nachgegangen, wie sich die Vermögensbildung der Haushalte in drei unterschiedlichen geldpolitischen Perioden entwickelt hat: (1) in der Zeit vor der globalen Finanzmarktkrise im Jahr 2008, (2) in der Zeit während der globalen Finanzmarktkrise und der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum in den Jahren 2011 und 2012 sowie den unmittelbar folgenden Stagnationsjahren für die damaligen Krisenländer und (3) in der Zeit des langen Aufschwungs nach den beiden Krisen bis zum Jahr 2019, als die EZB versuchte, mithilfe ihres großangelegten Programms zum Ankauf von Staatsanleihen die Inflation in die Nähe ihres Zielwerts von unter, aber nahe 2 Prozent zu bekommen.

### Sparverhalten der privaten Haushalte

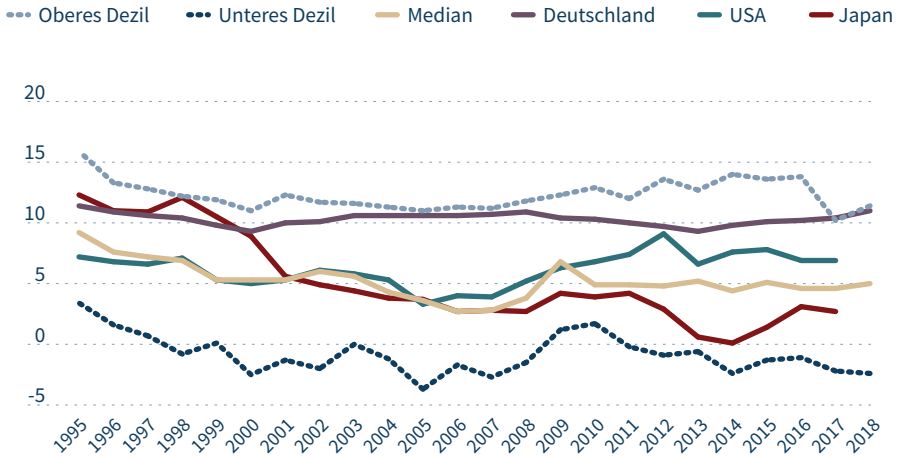
Zum Vermögensaufbau der privaten Haushalte tragen Arbeitseinkommen und Kapitaleinkommen bei, wobei den Arbeitseinkommen bei den meisten Haushalten eine größere Rolle zukommt. Zusätzlich tragen staatliche Fördermaßnahmen zum Vermögensaufbau bei, beispielsweise die Riester-Förderung oder die Arbeitnehmersparzulage. Aus volkswirtschaftlicher Sicht stellt die Ersparnis den Teil des verfügbaren Einkommens dar, der nicht für Konsumzwecke ausgegeben wird. Es handelt sich um Einkommen, das zur Seite gelegt wird, um es zu einem späteren Zeitpunkt dem Konsum zuzuführen.

Im internationalen Vergleich ist die Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland mit 11 Prozent überdurchschnittlich hoch (Abbildung 2). Zudem ist die Sparquote im Zeitablauf recht stabil. In Japan sank sie von 12 Prozent im Jahr 1995 auf unter 3 Prozent im Jahr 2017. Dies hat unter anderem mit der Alterung der japani-

### Sparquoten im internationalen Vergleich

Abbildung 2

Laufendes Sparen in Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte



Unterstes und oberstes Dezil sowie Median beziehen sich auf 18 OECD-Länder.  
Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 2: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/YrMqMykB96dqtr7>

nischen Bevölkerung zu tun, denn Menschen im Erwerbsleben haben tendenziell höhere Sparquoten als nicht erwerbstätige Personen.

Die im internationalen Vergleich hohe Sparquote in Deutschland bedeutet aber nicht, dass alle Haushalte gleichmäßig sparen. Denn die Höhe der Sparquote hängt stark von dem Einkommen ab, da der Konsumanteil bei einkommensschwächeren Haushalten höher ausfällt. Dies gilt speziell für die notwendigen Ausgaben wie Wohnen und Lebensmittel (Brenke/Pfannkuche, 2018). Brenke und Wagner (2013) zeigen, dass bei den Haushalten im einkommensschwächsten Dezil 83 Prozent und im mittleren Bereich der Einkommensverteilung über ein Drittel der Haushalte nicht sparen. Allerdings spart rund ein Drittel der Haushalte im mittleren Einkommensbereich mehr als 10 Prozent ihres Haushaltsnettoeinkommens. Im einkommensstärksten Dezil hat über die Hälfte der Haushalte eine Sparquote von über 10 Prozent (Brenke/Wagner, 2013). Neben der Einkommenshöhe existiert ein Zusammenhang mit der Höhe des Vermögens. Vermögendere Haushalte haben eine höhere Sparquote als weniger vermögende (Brenke/Pfannkuche, 2018).

Diese Zahlen zeigen, dass es eine große Variation im Sparverhalten innerhalb des Haushaltssektors gibt. Dies gilt es zu berücksichtigen bei den Analysen der Vermögensentwicklung des Haushaltssektors im Zeitablauf, die in der Regel auf aggregierten Daten für den Haushaltssektor als Ganzes beruhen. Aus diesem Grund werden die Anlageentscheidungen der privaten Haushalte im Folgenden auf Mikroebene analysiert, bevor auf die zeitliche Entwicklung des finanziellen Vermögens des Haushaltssektors als Ganzes eingegangen wird.

### Anlageentscheidungen der Haushalte

Die Sparquote sagt etwas darüber aus, welcher Anteil des verfügbaren Einkommens gespart wird. Sie sagt wenig darüber aus, in welche Sparformen das Einkommen angelegt wird und wie sich das finanzielle Vermögen im Zeitablauf entwickelt hat.

Wie die privaten Haushalte ihr gespartes Einkommen anlegen, hängt nicht nur von ihrer Risikotoleranz, ihrer Einkommens- und Vermögenshöhe, sondern auch von ihren Sparmotiven ab. Einkommen, das beispielsweise für Reparaturen beiseitegelegt wird, muss so angelegt werden, dass es sowohl wertstabil als auch schnell verfügbar ist. Dazu bieten sich Sparkonten an. Die geringeren Erträge aus dieser Sparform beruhen auf der schnellen Verfügbarkeit des Gelds. Bei längeren Anlagehorizonten wie bei der Altersvorsorge wird das Einkommen meist in Anlageformen angelegt, die eine höhere Rendite versprechen als Sparkonten, bei denen das Geld erst zu einem späteren Zeitpunkt verfügbar ist. Hierzu gehören Lebensversicherungen und Anlageformen, bei denen der Wert im Zeitablauf schwankt, zum Beispiel bei Aktien, Anleihen oder Investmentfonds. Aus einer regelmäßigen Umfrage des Verbands der Privaten Bausparkassen (2019) geht hervor, dass 55,7 Prozent der Befragten für ihre Altersvorsorge und damit langfristig sparen. Zudem geben 51,0 Prozent an, dass sie für größere Anschaffungen wie einem Autokauf Geld zur Seite legen. Für den Erwerb oder die Renovierung von Wohneigentum sparen 39,3 Prozent. Zur Kapitalanlage sparen 24,1 Prozent, während nur 4,8 Prozent der Befragten sparen, um eine Geldreserve zu haben. Für die Ausbildung der Kinder legen 3,0 Prozent der Befragten Geld zurück. Aus den dominanten Sparmotiven Altersvorsorge und Anschaffungen ergibt sich, dass ein Großteil der Haushalte ihr Geld auf verschiedene Anlageformen aufteilt, die ihre unterschiedlichen Sparmotive widerspiegeln.

Aus Daten des Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der EZB geht hervor, dass in Deutschland 99 Prozent der Haushalte über Bankeinlagen verfügen (EZB, 2016). Im europäischen Vergleich schwanken die Zahlen von 76 Prozent in Zypern bis 100 Prozent der Haushalte in Finnland. Über längerfristige Geldanlagen, beispielsweise in Lebensversicherungen oder Pensionsfonds, verfügen hingegen deutlich weniger Haushalte. In Deutschland liegt die Partizipationsrate bei dieser Anlageform bei 46 Prozent. Diese hohe Rate bei Lebensversicherungen beruht darauf, dass für viele deutsche Haushalte die Altersvorsorge ein wichtiges Sparmotiv ist. Im europäischen Vergleich schwanken die Partizipationsraten recht stark. Die niedrigste Rate bei dieser Anlageform gibt es in Griechenland (1 Prozent), während die höchste Beteiligung laut EZB (2016) in Polen zu finden ist (51 Prozent). Zwar ist das Geld bei Lebensversicherungen und Pensionsfonds in der Regel sehr lange gebunden, dafür profitieren die Anleger über Garantien, was diese Anlageformen sehr attraktiv für die Altersvorsorge macht.

Bei den Anlageformen mit schwankendem Wert (Aktien, Anleihen und Investmentfonds) liegen die Partizipationsraten deutlich niedriger. In den osteuropäischen Ländern wie Lettland, Ungarn oder Polen halten nur einige wenige Haushalte Aktien (EZB, 2016). Rund 10 Prozent der deutschen Haushalte besitzen börsengehandelte Aktien (Abbildung 3). Investmentfonds halten rund 13 Prozent der Haushalte. Aktien sind in einigen europäischen Ländern ein viel selbstverständlicherer Teil der Geldanlage als in Deutschland. In Finnland und Zypern halten über 20 Prozent der Haushalte Aktien.

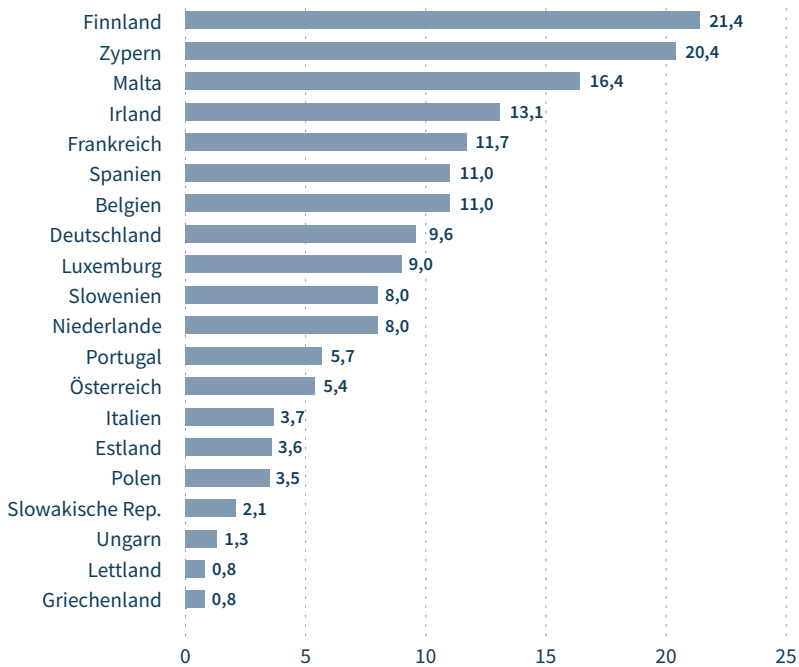
Im Vergleich zu Aktien halten nur wenige Haushalte Anleihen. In Deutschland sind es rund 4 Prozent, in Italien 13 Prozent und in Malta 22 Prozent. Die Anlage in Aktien und Anleihen ist aufgrund ihrer Wertschwankungen deutlich riskanter als die Geldanlage auf dem Sparbuch, was zum Teil die geringeren Partizipationsquoten bei diesen Anlageformen erklärt. Für viele Haushalte sind die Wertschwankungen zu hoch, weil sie zum einen über wenig Vermögen verfügen oder ihnen das Wissen über das Management der eingegangenen Risiken fehlt. Aus diesem Grund steigen die Partizipationsraten mit dem Vermögen der Haushalte. Von den 20 Prozent der Haushalte mit dem niedrigsten Vermögen besitzen nur 1,2 Prozent Aktien und 0,2 Prozent Anleihen, während bei den 20 Prozent der Haushalte mit dem höchsten Vermögen 25 Prozent Aktien und 14 Prozent Anleihen halten (EZB, 2016).



**Partizipation am Aktienmarkt**

Abbildung 3

Anteil der privaten Haushalte, die Aktien besitzen, in Prozent aller Haushalte im Jahr 2016



Quellen: Europäische Zentralbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 3: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/cnGyMFsHjmsGKxR>

Einen ähnlichen Effekt zeigt sich in der Einkommensverteilung. Während bei den 20 Prozent der Haushalte mit den niedrigsten Einkommen nur rund 1 Prozent Aktien und weniger als 1 Prozent Anleihen halten, so besitzen bei den 20 Prozent der Haushalte mit den höchsten Einkommen 25 Prozent Aktien und 14 Prozent Anleihen. Die Unterschiede in den Partizipationsraten sind darauf zurückzuführen, dass die Risikotoleranz bei den niedrigeren Einkommensbeziehern und den weniger vermögenden Haushalten niedriger ausfällt, da bei ihnen vor allem Schwankungen ihres Vermögens in den negativen Bereich zu finanziellen Problemen führen können. Zudem finden sich in der Gruppe der geringen Einkommensbezieher auch viele Haushalte, die nicht sparen (EZB, 2016).

Anhand der HFCS-Daten ist auch zu sehen, dass die Partizipationsraten mit dem Bildungsabschluss steigen. Von den Haushalten mit einfachem Abschluss halten jeweils 4 Prozent Aktien oder Anleihen, während fast 20 Prozent der Haushalte mit einem tertiären Abschluss Aktien und 7 Prozent Anleihen halten. Dies hat zum einen damit zu tun, dass die Haushalte mit höherem Bildungsabschluss auch tendenziell höhere Einkommen beziehen. Zum anderen verfügen sie möglicherweise über mehr finanzielle Bildung, sodass sie eher in Wertpapiere mit Kursrisiken investieren. Vergleichbare Effekte zeigen sich bei den Investmentfonds, wobei die Partizipationsraten hier höher sein sollten, da bei dieser Anlageform ein professioneller Portfoliomanager die Portfoliozusammenstellung und das Management von Kursrisiken übernimmt, sodass Wertschwankungen geringer ausfallen, als wenn die Haushalte ihr Geld direkt am Aktien- oder Anleihenmarkt anlegen (EZB, 2016).

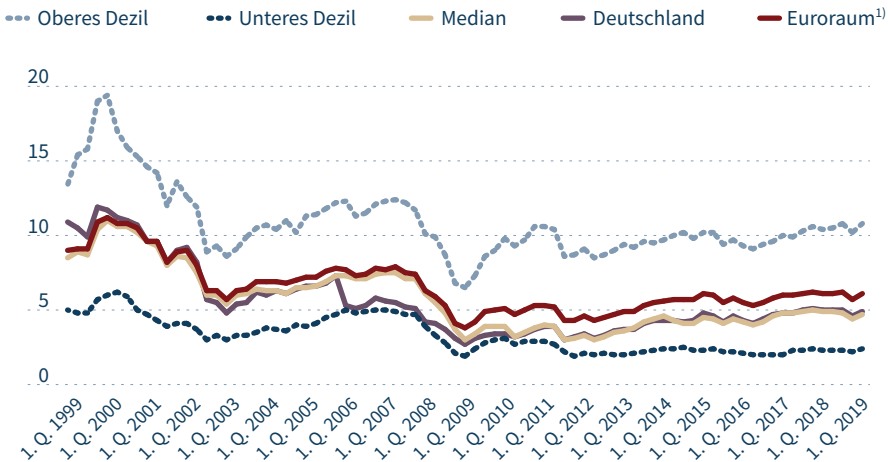
In Deutschland verfügen gemäß dem HFCS 13 Prozent der Haushalte über Investmentfonds, in Belgien sind es 21 Prozent und in Finnland sogar 27 Prozent. Auffällig ist, dass in Irland nur 3 Prozent über Investmentfonds verfügen, aber 13 Prozent über Aktien. Ähnlich ist es in Zypern, wo nur leicht über 1 Prozent der Haushalte Investmentfonds besitzt, während 20 Prozent Aktien halten. Die höhere Partizipationsrate bei den Fonds beruht vermutlich darauf, dass in einem Fonds Risiken stärker gestreut sind verglichen mit der direkten Anlage in Aktien oder Anleihen. Damit sind sie vor allem für Anleger mit einer höheren Risikoaversion interessant (EZB, 2016). Möglicherweise können auch die Beratungsaktivitäten und Angebote der Banken das unterschiedliche Anlageverhalten miterklären.

Die unterschiedliche Beteiligung der Haushalte an Aktien ist nicht nur auf Unterschiede in Einkommen, Vermögen, Bildung und länderspezifische Unterschiede zurückzuführen, sondern auch auf unterschiedliche zeitliche Trends im Anlageverhalten. So waren Aktien bei den Haushalten besonders um die Jahrtausendwende sehr beliebt. In dieser Zeit hielt im Durchschnitt des Euroraums der Haushaltssektor rund 10 Prozent seines Finanzvermögens in Form von börsengehandelten Aktien. Viele Haushalte waren von dem Wachstum des neuen Markts fasziniert und hofften auf starke Wertzuwächse in diesem Segment. Nach dem Platzen der Dot-Com-Blase ging das Interesse zurück. Seitdem schwankt der Aktienanteil des Geldvermögens der privaten Haushalte um die 5 Prozent, wobei sich in den letzten Jahren wieder ein steigender Trend abzeichnet (Abbildung 4).

## Entwicklung des Aktienanteils am Geldvermögen der Haushalte

Abbildung 4

Wert der börsennotierten Aktien in Prozent des gesamten Geldvermögens der privaten Haushalte



1) Unterstes und oberstes Dezil sowie Median beziehen sich auf 19 Länder des Euroraums.

Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 4: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/ZGFoEPjNMtfWnzJ>

Eine Umschichtung des Geldvermögens hin zu sicheren, aber kaum verzinslichen Anlageformen kann auch eine Reaktion auf eine gestiegene Unsicherheit sein. Der Anteil von Bargeld und Einlagen am gesamten Geldvermögen erhöhte sich in den Jahren 2007 und 2008 im Euroraum. Der Median stieg von 35 Prozent im ersten Quartal 2007 auf 41 Prozent im vierten Quartal 2008 an, als die Spekulationsblase am US-amerikanischen Immobilienmarkt platzte und sich hieraus nach und nach eine globale Finanzmarktkrise entwickelte. In den Jahren 2011 und 2012 der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum kam es erneut zu einem Anstieg des Anteils von Bargeld und Einlagen auf fast 43 Prozent des gesamten Geldvermögens des Haushaltssektors. Seitdem ist der Anteil auf 38 Prozent gefallen. In Deutschland gab es einen Anstieg in den Jahren 2007 und 2008 von 35 Prozent auf 40 Prozent, was vor allem eine Flucht in sichere und liquide Anlageformen aufgrund der Unsicherheit durch die globale Finanzmarktkrise war. Zu einem weiteren Anstieg kam es seitdem nicht mehr. Allerdings ist der Portfolioanteil von Bargeld und Bankguthaben seitdem nicht wieder gefallen. Es ist auffallend, dass der Haushaltssektor in Deutschland seinen Anteil an zinssensitiven Anlagen in Zeiten von Niedrigzinsen

und drohenden Negativzinsen so hochhält, anstatt in Aktien oder Investmentfonds umzuschichten, die eine höhere erwartete Rendite realisieren können. Möglicherweise ist die Erwartung der Haushalte, dass es sich bei der Negativzinsphase um eine vorübergehende Besonderheit handelt und nicht um eine dauerhafte Strukturveränderung. Da die Geldpolitik der EZB in Deutschland anders als in anderen europäischen Ländern stark öffentlich vonseiten der Politik kritisiert wird, dürfte sich bei den Haushalten der Eindruck verfestigt haben, dass die Politik die Niedrigzinspolitik der EZB in irgendeiner Form beendet sehen möchte. Diese Erwartung auf bald steigende Zinsen könnte dazu führen, dass die Haushalte ihr Geld nicht am Aktienmarkt binden wollen. Denkbar ist auch, dass bis Anfang 2020 Aktien und Anleihen als überbewertet eingeschätzt wurden.

### **Entwicklung des Geldvermögens in Zeiten von Niedrigzinsen**

Vor dem Hintergrund einer anhaltenden Niedrigzinsphase stellt sich die Frage, wie sich diese bisher auf die Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte ausgewirkt hat. Die Wirkungszusammenhänge von Zinsen auf die Geldvermögensbildung stellen sich nicht als monokausal dar. Zwar hat die Niedrigzinspolitik der EZB die Zinseinkommen der Haushalte geschmälert, doch hat sie gleichzeitig dazu beigetragen, die Kurse von Aktien und Anleihen steigen zu lassen. Zudem ist sie eine Reaktion auf wirtschaftliche Entwicklungen, die ebenfalls einen Effekt auf die Geldvermögensbildung haben. So ist die Arbeitslosigkeit im Zuge der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum in einigen Ländern gewachsen, was die Geldvermögensbildung der von Arbeitslosigkeit betroffenen Haushalte über den Wegfall der Arbeitseinkommen direkt betroffen hat. Dadurch, dass die Geldpolitik durch Zinssenkungen das Wirtschaftswachstum im Euroraum mit angekurbelt hat, ist die Beschäftigung gestiegen. Dies hat auch die Geldvermögensbildung wieder ermöglicht. Darüber hinaus sind im Aufschwung die Unternehmensgewinne gestiegen, was die Geldvermögensbildung über Aktien, aber auch über andere Formen der Unternehmensbeteiligung positiv beeinflusst hat.

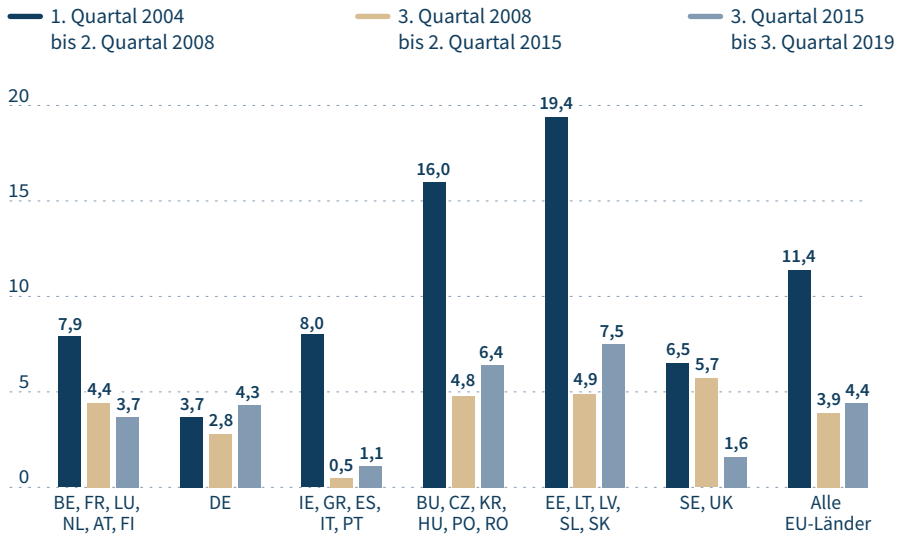
Um die Auswirkung der Niedrigzinsphase auf die Entwicklung der Geldvermögen zu bestimmen, wird analysiert, ob sich die Geldvermögen in den letzten Jahren schlechter entwickelt haben als in der Zeit davor. Ein möglicher Referenzzeitraum ist die Vorkrisenzeit vom ersten Quartal 2004 bis zum zweiten Quartal 2008. In dieser Zeit erhöhten sich die Geldvermögen der privaten Haushalte in der EU mit

einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 11,4 Prozent. Das starke Wachstum war in dieser Zeit vor allem getrieben durch die osteuropäischen Länder, die von einem niedrigeren Niveau kommend durch das Wirtschaftswachstum in ihren Ländern besser Vermögen aufbauen konnten. Das Wachstum der Geldvermögen in Deutschland entwickelte sich in diesem Zeitraum im europäischen Vergleich unterdurchschnittlich (3,7 Prozent). Ein Grund, warum viele Sparer zuletzt empfanden, dass ihre Geldvermögen kaum oder nicht wuchsen, hat eventuell damit zu tun, dass die Geldvermögensbildung in Deutschland schon im Vorkrisenzeitraum nicht besonders hoch war (Abbildung 5).

Der zweite Vergleichszeitraum beginnt im dritten Quartal 2008, in dem die Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers eine Krise an den Finanzmärkten auslöste, die zu einer großen Rezession im Jahr 2009 beitrug. Ebenfalls zu dieser Periode gehören die Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum und die damit verbundene Rezession in den Jahren 2011 bis 2013. Im Jahr

### Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent

Abbildung 5



Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 5: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/wAmgxrQJL7XBYfi>

2014 war das Wachstum im Euroraum noch verhalten und in Italien, Griechenland und Finnland war es negativ. In der Gruppe der damaligen Krisenländer Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien ging das Wachstum des Geldvermögens von 8,0 Prozent im Vorkrisenzeitraum auf 0,5 Prozent zurück. In Deutschland, wo das Wachstum des Geldvermögens in der Vorkrisenzeit eher gering ausfiel, ging es im Krisenzeitraum auf nur 2,8 Prozent zurück. In der Vergleichsgruppe, bestehend aus Belgien, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und Finnland, fiel die Wachstumsrate von 7,9 Prozent auf 4,4 Prozent. Stärkere Rückgänge zeigten sich auch in den osteuropäischen Ländern. Sowohl in der Gruppe dieser Länder mit dem Euro als Währung als auch in der Gruppe der Länder ohne den Euro als Währung sank das Wachstum auf durchschnittlich 4,8 Prozent und 4,9 Prozent (Abbildung 5).

Der dritte Vergleichszeitraum beginnt im dritten Quartal 2015 und endet im dritten Quartal 2019. In dieser Zeit war der Euroraum auf einem breit angelegten Erholungskurs. Allerdings war die Inflation so niedrig, dass die EZB in diesem Zeitraum ihre großangelegten Kaufprogramme für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen sowie drei Leitzinssenkungen durchführte. In Deutschland stiegen die Geldvermögen jahresdurchschnittlich leicht stärker an als im Vorkrisenzeitraum. In der Vergleichsgruppe der Länder Belgien, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und Finnland fiel die Wachstumsrate gegenüber dem Krisenzeitraum deutlich niedriger aus. In den ehemaligen Krisenländern erholte sich die Geldvermögensbildung leicht. Die Zuwachsrate blieb mit 1,1 Prozent deutlich unter dem Wert des Vorkrisenzeitraums. Auch in den beiden Ländergruppen der osteuropäischen Länder erholte sich das Wachstum der Geldvermögen nur leicht und blieb merklich unterhalb der Wachstumsraten im Vorkrisenzeitraum (Abbildung 5).

Die Unterschiede zwischen den Ländergruppen bei der Veränderung der Jahreswachstumsrate zwischen zwei der drei Untersuchungszeiträume können mithilfe eines Difference-in-differences-Ansatzes näher untersucht werden. So fiel die Wachstumsrate der Geldvermögen in Deutschland vom Vorkrisenzeitraum auf den Krisenzeitraum um 0,9 Prozentpunkte, in der übrigen EU allerdings deutlich stärker, und zwar um 7,9 Prozentpunkte. Die Differenz dieser Differenzen war so groß und die Streuung zwischen den Ländern so gering, dass der Befund statistisch signifikant ist. Im Vergleich zu der übrigen EU entwickelte sich die Geldvermögensbildung in

**Wachstum des gesamten Finanzvermögens der privaten Haushalte**  
in Prozentpunkten, signifikant auf dem \*5-, \*\*1-Prozent-Niveau

Tabelle 1

Ländergruppen	Zeitliche Differenz	Differenz zur restlichen EU (Difference in differences)	t-Statistik
<b>Vergleich der Zeiträume: 1. Quartal 2004 bis 2. Quartal 2008 und 3. Quartal 2008 bis 2. Quartal 2015</b>			
BE, FR, LU, NL, AT, FI	-3,5	4,692**	3,107
DE	-0,9	6,886**	2,559
IE, GR, ES, IT, PT	-7,5	0,079	0,058
BU, CZ, KR, HU, PO, RO	-11,2	-4,319**	-2,967
EE, LT, LV, SL, SK	-14,5	-8,819**	-6,740
SE, UK	-0,8	7,326**	3,946
Alle EU-Länder	-7,5	-	-
<b>Vergleich der Zeiträume: 3. Quartal 2008 bis 2. Quartal 2015 und 3. Quartal 2015 bis 3. Quartal 2019</b>			
BE, FR, LU, NL, AT, FI	-0,7	-1,704	-1,542
DE	1,5	0,996	0,460
IE, GR, ES, IT, PT	0,5	0,096	0,091
BU, CZ, KR, HU, PO, RO	1,6	1,325	1,329
EE, LT, LV, SL, SK	2,6	2,644**	2,533
SE, UK	-4,1	-4,775**	-3,065
Alle EU-Länder	0,5	-	-
<b>Vergleich der Zeiträume: 1. Quartal 2004 bis 2. Quartal 2008 und 3. Quartal 2015 bis 3. Quartal 2019</b>			
BE, FR, LU, NL, AT, FI	-4,2	2,988**	2,503
DE	0,6	7,882**	3,661
IE, GR, ES, IT, PT	-6,9	0,175	0,160
BU, CZ, KR, HU, PO, RO	-9,6	-2,994**	-2,594
EE, LT, LV, SL, SK	-11,9	-6,175**	-6,096
SE, UK	-4,9	2,551	1,639
Alle EU-Länder	-6,9	-	-

Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

Tabelle 1: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/MPEN3J8BmnSYcx3>

der Vergleichsgruppe der Länder Belgien, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und Finnland weniger stark. Auch hier ist der Unterschied statistisch signifikant. Dieses Ergebnis ist vor allem auf den starken Rückgang der Zuwächse in der Geldvermögensbildung in den osteuropäischen Ländern zurückzuführen (Tabelle 1).

**Wachstum des als Bargeld und Bankeinlagen gehaltenen Finanzvermögens der privaten Haushalte**

Tabelle 2

in Prozentpunkten, signifikant auf dem \*5-, \*\*1-Prozent-Niveau

Ländergruppen	Zeitliche Differenz	Differenz zur restlichen EU (Difference in differences)	t-Statistik
<b>Vergleich der Zeiträume: 1. Quartal 2004 bis 2. Quartal 2008 und 3. Quartal 2008 bis 2. Quartal 2015</b>			
BE, FR, LU, NL, AT, FI	-2,8	4,735**	4,275
DE	1,1	7,999**	3,823
IE, GR, ES, IT, PT	-5,6	1,250	1,110
BU, CZ, KR, HU, PO, RO	-8,0	-1,641	-1,365
EE, LT, LV, SL, SK	-15,0	-10,837**	-10,543
SE, UK	-2,4	4,620**	3,014
Alle EU-Länder	-6,5	-	-
<b>Vergleich der Zeiträume: 3. Quartal 2008 bis 2. Quartal 2015 und 3. Quartal 2015 bis 3. Quartal 2019</b>			
BE, FR, LU, NL, AT, FI	0,6	0,437	0,606
DE	1,1	0,859	0,567
IE, GR, ES, IT, PT	-0,6	-1,086	-1,478
BU, CZ, KR, HU, PO, RO	1,0	1,016	1,466
EE, LT, LV, SL, SK	1,1	1,025	1,385
SE, UK	-2,7	-3,218**	-2,950
Alle EU-Länder	0,3	-	-
<b>Vergleich der Zeiträume: 1. Quartal 2004 bis 2. Quartal 2008 und 3. Quartal 2015 bis 3. Quartal 2019</b>			
BE, FR, LU, NL, AT, FI	-2,2	5,172**	4,781
DE	2,2	8,858**	4,097
IE, GR, ES, IT, PT	-6,2	0,165	0,148
BU, CZ, KR, HU, PO, RO	-7,0	-0,626	-0,531
EE, LT, LV, SL, SK	-13,9	-9,812**	-9,906
SE, UK	-5,1	1,402	0,886
Alle EU-Länder	-6,2	-	-

Quellen: Eurostat; Institut der deutschen Wirtschaft

Tabelle 2: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/BMpxFmqYo2CPqS>

Die Zunahme der Geldvermögen in Deutschland in der Nachkrisenzeit ist nicht nur auf die gute Entwicklung des Aktienmarkts zurückzuführen. Wird die zeitliche Entwicklung allein anhand der Komponenten Bargeld und Bankeinlagen betrachtet, bei denen in dieser Zeit kaum Zinsen angefallen sind, fällt auf, dass diese gerade im Nachkrisenzeitraum stark angestiegen sind (Tabelle 2). Auch wenn die



Verzinsung zu diesem Anstieg nicht beigetragen hat, müssen die Sparer in dieser Zeit besonders gut in der Lage gewesen sein, Geld in Form von Bankeinlagen zurückzulegen. Die gut laufende Konjunktur und die hohe Beschäftigung dürften hierzu beigetragen haben. Dies hat vermutlich ebenfalls den privaten Haushalten geholfen, die in der Vergangenheit nicht sparen konnten. Allerdings könnte die Zunahme der Einlagen auch durch eine Kreditaufnahme entstanden sein. Zwar stieg die Kreditaufnahme der privaten Haushalte von  $-0,2$  Prozent pro Jahr im Vorkrisenzeitraum auf jährlich  $3,2$  Prozent im Nachkrisenzeitraum an. Doch war diese Wachstumsrate im Vergleich zu der Ländergruppe Belgien, Frankreich, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und Finnland mit einer Wachstumsrate von  $3,8$  Prozent pro Jahr nicht besonders hoch. Auch im Vergleich gegenüber den beiden osteuropäischen Ländergruppen mit Wachstumsraten von  $3,2$  Prozent und  $5,6$  Prozent in der Nachkrisenzeit zeigt sich, dass sich die Kreditaufnahme der privaten Haushalte in Deutschland nicht besonders stark erhöhte. Viel plausibler ist, dass die hohe Beschäftigung hierzulande und die in der Nachkrisenzeit gut laufende Konjunktur es den Haushalten ermöglichte, Finanzvermögen trotz Niedrigzinsen mit höheren Wachstumsraten aufzubauen als in der Vorkrisenzeit.

### Schlussfolgerung

Die Geldvermögensbildung der Sparer in Deutschland zeigt sich trotz Niedrigzinsphase robust. Zwar sinken die Zinseinkommen der Haushalte tendenziell mit sinkenden Zinsen auf Bankeinlagen. Doch können nicht nur steigende Aktienkurse dies kompensieren, sondern auch die hohe Beschäftigung. Denn die Arbeitseinkommen ermöglichen es den Haushalten, Geld zur Seite zu legen und damit finanzielles Vermögen aufzubauen. Dies gilt zwar nicht für alle Sparer, jedoch für den privaten Haushaltssektor als Ganzes. So lange das Wachstum in Deutschland gut verläuft und die Beschäftigung hoch ist, so lange ist auch in Zeiten von niedrigen Zinsen ein Vermögensaufbau möglich.

Aufgrund der hohen Zinsersparnis des deutschen Staates im Niedrigzinsumfeld sollte eine Reform der Sparförderung leicht finanzierbar sein, wie schon Beznoska et al. (2018) vorschlagen. Bleiben die Zinsen für lange Zeit negativ, dann ist es zwar für einen Teil der Haushalte sinnvoll, ihr Portfolio stärker hin zu Aktien umzugewichten, andere Haushalte werden diese Risiken allerdings scheuen. Für sie sind Finanzprodukte sinnvoll, die zwar auf Aktien basieren, sich aber auch für eine

staatliche Förderung qualifizieren. Die letzte Reform der Sparförderung fand allerdings vor 18 Jahren statt. Der wissenschaftliche Dienst des Deutschen Bundestages hat darüber kürzlich informiert (Deutscher Bundestag, 2019).

Vonseiten der Politik sollte deshalb ernsthaft über eine Reform der Sparförderung nachgedacht werden. Eine Reform der Arbeitnehmersparzulage stellt beispielsweise eine sehr günstige Form der Sparförderung dar (Beznoska et al., 2018). Eine Reform der Riester-Förderung könnte ebenfalls zur Förderung der Altersvorsorge in Zeiten niedriger Zinsen beitragen. Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer und die Abschaffung der steuerlichen Absetzbarkeit von Verlusten schrecken die Sparer hingegen ab, ihr Geld am Aktienmarkt anzulegen.

## Literatur

Bernanke, Ben, 2005, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/> [18.9.2018]

Bernanke, Ben, 2015, Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/> [18.9.2018]

Beznoska, Martin / Demary, Markus / Voigtländer, Michael, 2018, Optionen für eine Reform der Förderung vermögenswirksamer Leistungen, Studie für den Deutschen Sparkassen- und Giroverband und die DekaBank, Köln

Brenke, Karl / Pfannkuche, Jan, 2018, Konsum und Sparquote der privaten Haushalte hängen stark vom Erwerbsstatus, Einkommen und Alter ab, in: DIW Wochenbericht, 85. Jg., Nr. 10, S. 181–191

Brenke, Karl / Wagner, Gert, 2013, Ungleiche Verteilung der Einkommen bremst das Wirtschaftswachstum, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., Nr. 2, S. 110–116

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, London, S. 101–110

Demary, Markus / Voigtländer, Michael, 2018, Reasons for the Declining Real Interest Rates, IW-Report, Nr. 47, Köln

Deutscher Bundestag, 2019, Förderung des Sparens der Privathaushalte im Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Finanzen, <https://www.bundestag.de/resource/blob/628472/847b197e7b-b17a7564833370799ea00a/WD-4-006-19-pdf-data.pdf> [30.1.2020]

EZB – Europäische Zentralbank, 2016, The Household Finance and Consumption Survey: Results from the Second Wave, European Central Bank Statistics Paper Series, Nr. 18, Frankfurt am Main

Summers, Lawrence, 2015, Demand Side Secular Stagnation, in: American Economic Review: Papers & Proceedings, 105. Jg., Nr. 5, S. 60–65

Verband der Privaten Bausparkassen, 2019, Sparklima – Das Sparverhalten der Bundesbürger, 67. Umfrage, <https://www.bausparkassen.de/daten-fakten/wichtige-kennzahlen-auf-einen-blick/> [19.2.2020]

Weizsäcker, Carl Christian von, 2014, Public Debt and Price Stability, in: German Economic Review, 15. Jg., Nr. 1, S. 42–61

## Growth of Household Financial Assets in Times of Low Interest Rates

Savers in Germany have been unsettled by the low interest rate policy of the European Central Bank. This prompts the question as to how such a sustained phase of low interest rates has affected the development of household financial assets. To provide an answer, three different periods of monetary policy are compared: firstly, the period before the global financial market crisis in 2008; secondly, the period during and immediately after both this crash and the Eurozone crisis of 2011/2012, which included several years of stagnation in the countries affected; and, thirdly, the long period of upswing after the two crises, when, despite the recovery, interest rates not only remained low but actually fell. The comparison shows that financial assets in Germany increased slightly more after the Eurozone crisis than in the pre-crisis period. By contrast, in the comparator group consisting of Belgium, France, Luxembourg, the Netherlands, Austria and Finland growth in financial assets was weaker than before the crises. The increase in household financial assets in Germany cannot be ascribed solely to the positive development of the stock market, since cash and bank deposits have also risen sharply, especially in the post-crisis period.