



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

Ulrich Bindseil
Europäische Zentralbank

Das Ende der Sparkultur?

Symposium anlässlich des
Weltspartags 2015
– Stuttgart, 30 Oktober 2015

1. Für Sparer zählt **Realzins** = “Nominalzins – Inflationsrate”
2. Wichtigster **Zeithorizont** des Sparers ist gegeben durch “Lebenszyklus”:
Sparen zwischen 30 und 65, entsperren zwischen 65 und 80.
Durchschnittlicher Zeithorizont des Sparers wäre somit um **30 Jahre**
3. Über diesen Zeitraum ist jedoch Realzins ein **reales** Phänomen;
 - Notenbank kann Realzins (sinnvoll) nur kurzfristig beeinflussen
 - Notenbank kann jedoch Inflationsrate beeinflussen:
 - Richtige Geldpolitik \Rightarrow Geldwertstabilität
 - Dauerhaft zu niedrige Leitzinsen \Rightarrow Inflation
 - Dauerhaft zu hohe Leitzinsen \Rightarrow Deflation
 - Realverzinsung des Kapitals im Schnitt = **Wachstumsrate** Volkswirtschaft
 - **Faktoren, die Wachstum und somit Realzins bestimmen:**
Bevölkerungswachstum, Bildung, Innovationsfreudigkeit,
Arbeitsmarkteffizienz, etc. (alles was die Nachfrage nach Kapital stärkt)

“Niedrigzinsen: (i) enteignen den Sparer, (ii) verringern den Konsum; (iii) zerstören Sparkultur”

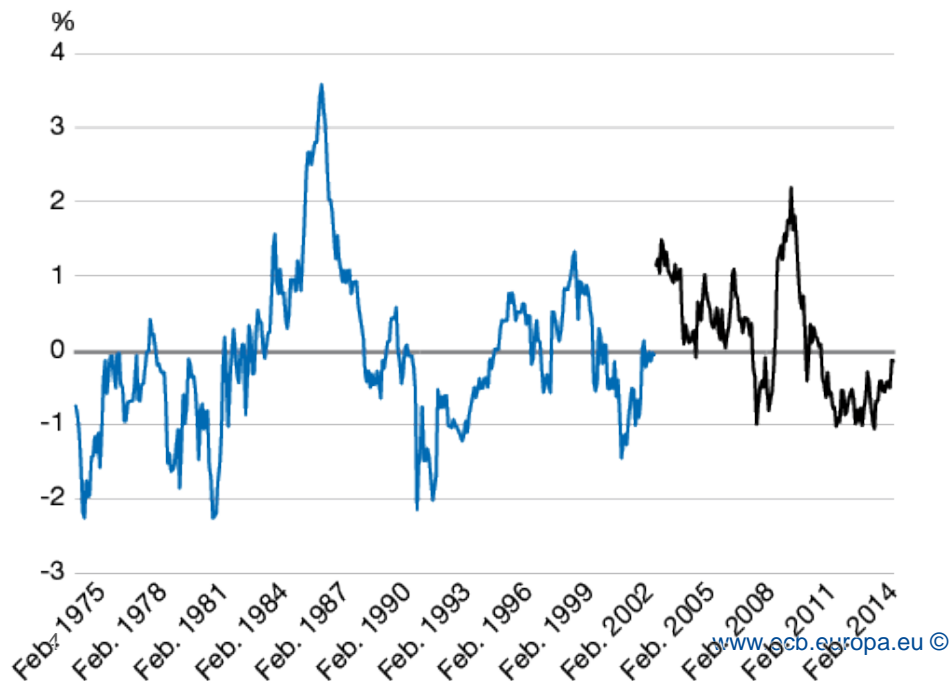
Antwort:

- Für den Sparer zählt der langfristige Realzins - und den bestimmt die Notenbank nicht
- Nur eine höhere reale Wachstumsrate kann den berechtigten Wunsch der Sparer nach positiver Realverzinsung erfüllen
- Inflation oder Deflation verschlechtern die Lage des Sparer zusätzlich. Bester Beitrag der Geldpolitik ist es für Geldwertstabilität zu sorgen
- Die Notwendigkeit des Sparens und die Logik des Sparens werden durch niedrige Nominalzinsen nicht aufgehoben
- Deshalb ist die Erhaltung der Sparkultur tatsächlich wichtig

“Niedrigzinsen: (i) enteignen den Sparer, (ii) verringern den Konsum; (iii) zerstören Sparkultur”

- Deutsche Bundesbank Studie: „In den vergangenen Jahrzehnten waren negative Realzinsen sogar eher die Regel als die Ausnahme. ... in den 1970er Jahren, Anfang der 1990er Jahre sowie in den 2000er Jahren, erhielten Bankkunden insbesondere auf ihre Spareinlagen keine inflationsausgleichende Verzinsung. ... So lag die mittlere reale Verzinsung über den gesamten Zeitraum (auch ohne Finanzkrise) sowohl bei Spareinlagen als auch bei jederzeit verfügbaren Einlagen (sogenannten Sichteinlagen) im negativen Bereich.“

Siehe auch Bundesbank Monatsberichtsbeitrag, Oktober 2015, *“Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds”*

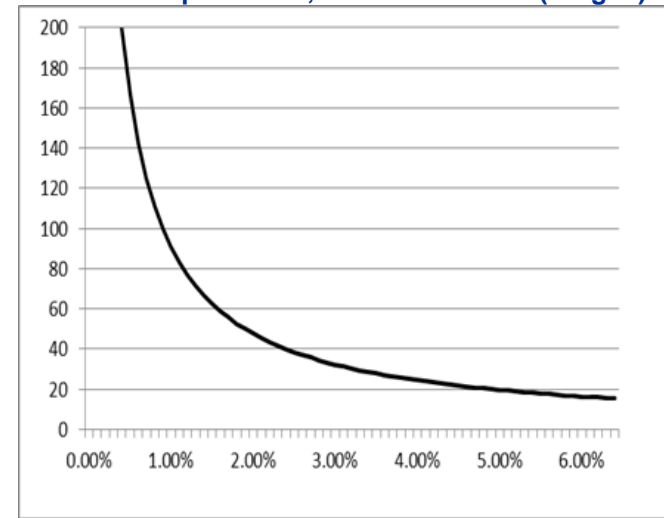


“Niedrigzinsen verursachen Blasen und Instabilität; Volkvermögen bei Nullzins ist unendlich”

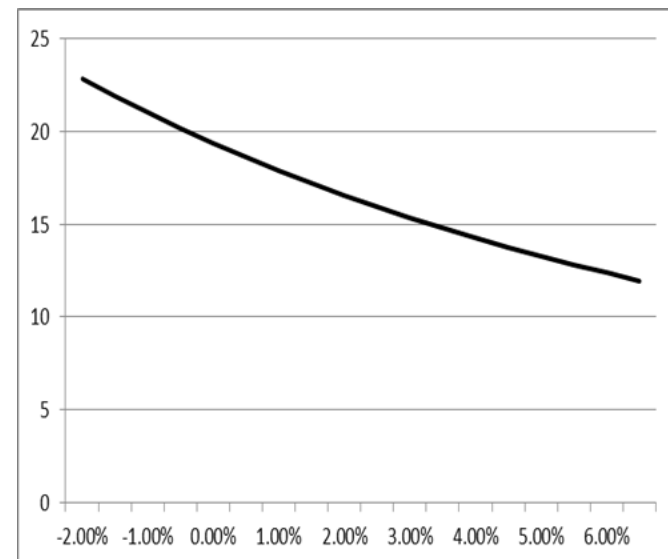
Gegenwartswert einer ewigen Rente mit Coupon von 1, als Funktion des (ewigen) Marktzinssatzes

Antwort

- Wiederum zählt nicht Nominalzins per se, sondern dieser relativ zu den Wachstumsaussichten
- Viele Blasen haben sich bei positiven Nominalzinsen gebildet
- Die Gefahr von spekulativen Blasen besteht im Prinzip immer;
Makroprudentielle Instrumente können gegensteuern
- Illustration: Preis einer ewigen Rente ist unendlich, wenn Zins nach null strebt, aber nichts dergleichen geschieht unter normalen Annahmen für Investitionsprojekte



Gegenwartswert eines Aktivums dass sich über 50 Jahre abschreibt (beginnend mit 1 Euro Ertrag pro Jahr); Zinsnormalisierung linear über 50 Jahre



“Niedrigzinsen unterwandern Effizienz der Ressourcenallokation”

Argument: „Niedrigzinsen implizieren

- ⇒ Verzweifelte, irrationale Suche der Investoren nach Rendite
- ⇒ Auch wenig sinnvolle, oder bereits überschuldete Projekte finden (frische) Finanzierung
- ⇒ Die Ressourcen stehen guten Projekten nicht zur Verfügung
- ⇒ „Zombifizierung der Wirtschaft“
- ⇒ Niedrige Produktivität des Kapitals => niedrige Zinsen => etc.“

Antwort:

- Investoren Irrationalität zu unterstellen ist kein überzeugendes Argument
- Wenn institutionelle Investoren durch (historisch bedingte) Restriktionen Fehlanreize haben, gilt es, diese Restriktionen zu korrigieren
- Plausibler ist, dass Inflation und Deflation die Effizienz der Ressourcenallokation reduzieren

“Schwächt Bankenprofitabilität und damit deren Kreditvergabe”

- Geschäftsmodell einlagenfinanzierten Banken wurde auch von **relativ** niedriger Verzinsung von Sichtguthaben gestützt
- Bei Niedrigzinsen leidet dieses Geschäftsmodell relativ zur kapitalmarktrefinanzierten Bank (oder direkte Kapitalmarktfinanzierung)
- (Analogie zur Zentralbank: Zentralbanken profitabel wegen Emission unverzinster Banknoten)

Antwort:

- Insgesamt überwiegen positive Effekte von Zinssenkungen auf das Bankensystem (z.B. statistische Analyse von Effekten auf Bankaktien)
- Kann im Modell des Transmissionsmechanismus berücksichtigt werden
- Effekt von Zinsänderungen gilt unabhängig von der Höhe der Zinsen
- Gerade im Interesse der einlagenfinanzierten Banken, nicht dauerhaft in Deflation abzurutschen
- Darf kein Grund sein, vom Mandat der Geldwertstabilität abzuweichen

- Geldwertstabilität ist der entscheidende Beitrag, den die Zentralbank zur Spar- und Stabilitätskultur leisten kann
- In Deutschland zwei Beispiele (1914-1923, 1929-1932) in denen Geldwertstabilität anderen Zielen geopfert wurde
- Geldwertstabilität anderen Zielen zu opfern, ist weder im Interesse der Sparer, noch im Interesse der Banken
- Eine Rückkehr zu soliden realen Wachstumsraten ist auch Voraussetzung für Rückkehr zu befriedigenden Realzinsen. Das ist auch der Wunsch der Zentralbank, kann aber durch Geldpolitik alleine nicht erreicht werden
- Sparkultur ist auch bei niedrigen oder negativen Realzinsen wichtig, wie sie in der Bundesrepublik seit 1949 immer wieder vorgekommen sind.