

Rupprecht, Manuel; Annuß, Christine

**Article**

## Sparen in Zeiten niedriger Zinsen: Wirtschaftspolitische Unterstützung nötig?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Rupprecht, Manuel; Annuß, Christine (2017) : Sparen in Zeiten niedriger Zinsen: Wirtschaftspolitische Unterstützung nötig?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 97, Iss. 2, pp. 130-134, <https://doi.org/10.1007/s10273-017-2095-4>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/196495>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Manuel Rupprecht, Christine Annuß\*

## Sparen in Zeiten niedriger Zinsen – wirtschaftspolitische Unterstützung nötig?

Die Niedrigzinspolitik der EZB steht bei vielen deshalb in der Kritik, weil Sparer kaum Erträge durch ihre Anlagen erwirtschaften können. Tatsächlich bezieht sich diese Beobachtung aber vor allem auf die Entwicklung des nominalen Zinsatzes. Real ist die Gesamrendite privater Haushalte in Deutschland derzeit nicht auf ihrem niedrigsten Stand. Allerdings sind die Portfolios privater Anleger in Deutschland wenig renditeorientiert. Die Autoren sind der Auffassung, dass die Politik hier ansetzen und weniger die direkte Subventionierung des Sparens in den Blick nehmen sollte.

Das bereits seit einigen Jahren anhaltend niedrige Zinsniveau erhitzt zunehmend die Gemüter der Sparer und all jener, die sich um deren Wohlergehen sorgen: Für Anleger sei es schon seit längerem kaum mehr möglich, attraktive (sprich: zinsträchtige) Anlageformen zu finden, selbst dann nicht, wenn die Anleger bereit sind, für viele Jahre auf die freie Verfügbarkeit ihres Ersparnen zu verzichten. Tatsächlich bitten einzelne Kreditinstitute ihre Kunden inzwischen sogar zur Kasse, etwa indem sie Einlagen auf Girokonten ab einer gewissen Höhe negativ verzinsen. Etwas findiger verpackt, hinsichtlich ihrer ökonomischen Auswirkungen aber vergleichbar und zudem weiter verbreitet, sind Veränderungen der Banken an ihren Gebührenmodellen, die in der Quintessenz bedeuten, dass Banken von ihren Kunden für die in Anspruch genommenen Dienstleistungen zunehmend (wieder) einen Preis verlangen.

\* Der Beitrag gibt die persönliche Einschätzung der Autorin wieder, die nicht notwendigerweise mit der Meinung der Deutschen Bundesbank übereinstimmen muss.

Der Schuldige ist scheinbar schnell ausgemacht: Allenthalben wird die Europäische Zentralbank (EZB) oder das Eurosystem bezichtigt, durch die geldpolitischen Lockerungen der letzten Jahre diese Situation herbeigeführt zu haben. Die Tatsache, dass die Geldpolitik nur auf tieferliegende realwirtschaftliche Entwicklungen reagiert, um ihren gesetzlich vorgegebenen Auftrag zu erfüllen, bleibt dabei häufig unberücksichtigt.

Und so wundert es nicht, dass die Rufe nach einem Ausstieg aus dieser Politik immer lauter werden. Da diese Rufe bislang jedoch unbeantwortet blieben, die Geldpolitik also weiterhin mit expansiven Maßnahmen ihren Auftrag zu erfüllen sucht, wurden jüngst Forderungen laut, wonach der deutsche Staat den Sparer stärker direkt unterstützen solle.<sup>1</sup> Vorstellbar ist hier vieles (direkte Zulagen, steuerliche Absetzbarkeit von Sparbeiträgen etc.), etabliert bereits ebenfalls (Riester-Rente, Sparerpauschbetrag, Arbeitnehmersparzulage etc.), allein: Stimmt die Diagnose? Erzielten deutsche Anleger seit Beginn der Niedrigzinsphase tatsächlich kaum noch Erträge mit ihrem Ersparnen? Ist die Sparkultur, die den Deutschen gemeinhin (und bisweilen mit kritischem Unterton) zugeschrieben wird, durch die niedrigen Zinsen tatsächlich bedroht? Und sofern eines oder gar beides zutreffen sollte: Wären direkte staatliche Unterstützungsmaßnahmen oder deren Ausbau das richtige Rezept, um die Erträge der Sparer zu steigern und ihre Sparanstrengungen zu intensivieren?

1 Vgl. exemplarisch o.V.: Bundesbank-Bericht – Niedrigzinsen kosten Bürger Milliarden, Frankfurter Allgemeine Zeitung Online, 30.10.2016, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/geldanlage-trotz-niedrigzinsen/ezb-geldpolitik-niedrigzinsen-kosten-buerger-milliarden-14504327.html> (2.12.2016).

**Prof. Dr. Manuel Rupprecht** ist Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Internationale Wirtschaftspolitik, an der Fachhochschule Münster.

**Christine Annuß, M.Sc.**, ist Mitarbeiterin in der Abteilung Geldpolitik und monetäre Analyse des Zentralbereichs Volkswirtschaft der Deutschen Bundesbank in Frankfurt am Main.

## Erzielen Anleger kaum noch Erträge?

Bestätigung fanden die Kritiker des derzeitigen Niedrigzinsumfeldes zuletzt durch eine Auswertung selektiver Angaben der Deutschen Bundesbank. Demnach seien die jährlichen Zinsgutschriften auf die Spareinlagen der Deutschen zwischen 2008 und 2015 um mehr als zwei Drittel gefallen.<sup>2</sup> Feststellungen dieser Art mögen für sich genommen richtig sein, greifen zur Beantwortung der aufgeworfenen Fragen aber aus mindestens drei Gründen zu kurz:

1. Zinsen auf Spareinlagen bei inländischen Banken sind nicht die einzige Ertragsform für deutsche Privathaushalte. Auch wenn aus makroökonomischer Sicht Bankeinlagen traditionell einen beträchtlichen Teil des finanziellen Vermögens der Haushalte ausmachen, besteht der überwiegende Teil aus Forderungen gegenüber Versicherungen, Wertpapieren wie Aktien oder Investmentfonds sowie weiteren Anlageformen.<sup>3</sup> Mit Blick auf die Erträge kommen somit unter anderem die Einnahmen aus Lebens- und privaten Rentenversicherungen, Dividendeneinnahmen aus direkt gehaltenen Aktien sowie Ausschüttungen von Aktien- oder Rentenfonds hinzu. Darüber hinaus bieten Kursgewinne dieser Wertpapiere zusätzliche Ertragschancen. Alle Erträge zusammengenommen bilden – in Relation zum eingesetzten Kapital – die Rendite, die private Haushalte mit ihrem (gesamten) finanziellen Vermögen erzielt haben. Zinseinkünfte auf Bankeinlagen sind nur ein Teil davon.
2. Die Diskussion nominaler Erträge und deren Entwicklung im Zeitverlauf ist nicht geeignet, um deren ökonomischen Wert (sprich: die damit verbundene Kaufkraft) adäquat einzuschätzen.<sup>4</sup> Notwendig ist vielmehr eine reale Betrachtung, welche die nominalen Erträge um die gleichzeitig aufgetretenen Veränderungen der Verbraucherpreise bereinigt. Laut Angaben des Statistischen Bundesamtes betrug die Inflationsrate im Jahr 2008 noch 2,6%. In allen darauffolgenden Jahren fiel sie indes niedriger aus und lag 2015 bei nur noch 0,3% (und motivierte damit eben jene häufig kritisierte Geldpolitik des Eurosystems). Dieser Rückgang dämpfte die – aus Sicht der Haushalte für sich genommen

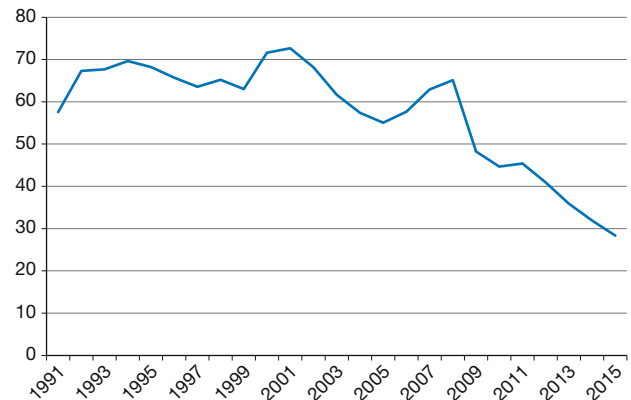
2 Vgl. ebenda.

3 Vgl. Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland, Statistische Sonderveröffentlichung, Nr. 4, verschiedene Jahrgänge, [http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Statistiken/Statistische\\_Sonderveroeffentlichungen/Statso\\_4/statistische\\_sonderveroeffentlichungen\\_4.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Publikationen/Statistiken/Statistische_Sonderveroeffentlichungen/Statso_4/statistische_sonderveroeffentlichungen_4.html) (25.1.2017).

4 Vgl. C. Annuß, M. Rupprecht: Anlageverhalten der privaten Haushalte in Deutschland: Die Rolle der realen Rendite, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 85. Jg. (2016), H. 1, S. 95-109.

Abbildung 1  
Geleistete Zinsen der privaten Haushalte<sup>1</sup>  
in Deutschland

in Mrd. Euro



<sup>1</sup> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quelle: Statistisches Bundesamt: Inlandsproduktberechnung, Fachserie 18, 2016.

zweifelloso ungünstige – Abnahme der Zinseinkünfte auf Bankeinlagen und die damit verbundenen Kaufkrafteinbußen. Hinzu kommt, dass nominale Erträge versteuert werden und somit bei gleichem realem Ertrag die effektive Steuerlast mit der Inflation sinkt.<sup>5</sup>

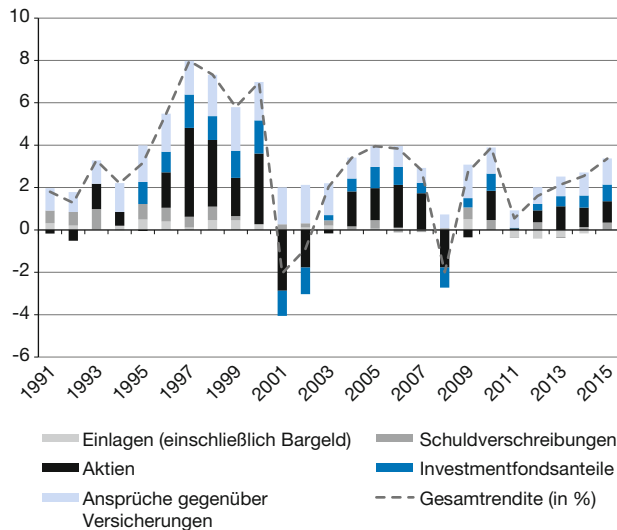
3. Mit den Zinseinnahmen gingen auch die Zinsausgaben der privaten Haushalte zurück. Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Statistischen Bundesamtes zeigen, dass sich auch die (nominalen) Zinsausgaben der Haushalte zwischen 2008 und 2015 um gut 55% reduzierten – trotz der deutlichen Zunahme der Immobilienkredite in diesem Zeitraum (vgl. Abbildung 1).<sup>6</sup>

5 Ein einfaches Beispiel mag dies (unter Vernachlässigung des Sparerfrei- oder -pauschbetrags) verdeutlichen: Angenommen, die nominalen Erträge belaufen sich auf 3%, die Inflationsrate auf 2% und die realen Erträge somit auf 1%. Auf die nominalen Erträge fallen aber auch 25% Abgeltungssteuer an, so dass der effektive Ertrag nach Steuern und Inflation  $3\% - 0,75\% - 2\% = 0,25\%$  beträgt. Bei einem Nominalzins von 1% und einer Inflation von 0%, d.h. einem realen Ertrag vor Steuern von ebenfalls 1%, erzielt der Anleger einen effektiven Ertrag von  $1\% - 0,25\% = 0,75\%$ .

6 Die im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelten sektoralen Zinsausgaben berücksichtigen neben den Zinsen für inländische Bankkredite auch Zinsen auf Kredite aus dem Ausland, auf Finanzierungsleasing sowie auf sonstige Verbindlichkeiten der privaten Haushalte. Durch die Berücksichtigung aller wesentlichen Verbindlichkeiten der privaten Haushalte stellen sie ein deutlich geeigneteres Maß zur Messung der tatsächlichen Zinsbelastung der Haushalte dar als es eine – wie von den oben genannten Kritikern für die Bankeinlagen vorgenommene – isolierte Betrachtung der Zinslasten für inländische Bankkredite erlauben würde.

## Abbildung 2 Entwicklung der realen Gesamtrendite privater Haushalte in Deutschland

in % p.a. und Beiträge in Prozentpunkten



Quelle: Deutsche Bundesbank und eigene Berechnungen.

Unter Berücksichtigung dieser Aspekte zeigen Berechnungen der Deutschen Bundesbank, dass die reale Rendite der privaten Haushalte, also die Summe aller inflationsbereinigten Erträge in Relation zum gesamten Geldvermögen, seit Beginn der nominalen Niedrigzinsphase weitgehend positiv war.<sup>7</sup> Zwischen 2008 und 2015 betrug sie auf das Jahr gerechnet im Durchschnitt 1,8%. Das ist zwar niedriger als die 3,5%, die in den Jahren 1991 bis 2007 im Mittel erreicht wurden, aber deutlich höher, als es die Diskussion der nominalen Zinseinkünfte oder Zinssätze auf Bankeinlagen vermuten lässt. Die Angaben verdeutlichen darüber hinaus, dass Phasen niedriger realer Renditen kein Phänomen der jüngeren Vergangenheit sind. Im Gegenteil: Nach dem Platzen der New-Economy-Blase erzielten private Haushalte aus makroökonomischer Sicht sogar negative reale Renditen – über mehrere Jahre. Bankeinlagen trugen den Daten zufolge im Übrigen weder damals noch heute nennenswert zur realen Gesamtrendite bei (vgl. Abbildung 2).

Die Behauptung, dass Privathaushalte seit Beginn der Niedrigzinsphase kaum noch Erträge mit ihrem Ersparnis erwirtschaften konnten, kann auf Basis dieser Angaben somit nicht bestätigt werden. Es mag zwar sein, dass die Erträge niedriger ausgefallen sind, als dies der Fall

7 Vgl. Deutsche Bundesbank: Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes, Monatsbericht, Oktober 2015, S. 13-32.

gewesen wäre, wenn das höhere Nominalzinsniveau der Vergangenheit bis heute gegolten hätte.<sup>8</sup> Da höhere Nominalzinsen aber wohl auch mit höheren Inflationsraten einhergegangen wären, ist eine auf derartigen Berechnungen basierende Kritik am Niedrigzinsumfeld ebenfalls mit Vorsicht zu genießen.

## Renditestarke Anlageformen im Portfolio privater Haushalte?

Gleichwohl dürfen diese Angaben nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Renditesituation der Haushalte künftig verschlechtern kann, insbesondere dann, wenn das nominale Niedrigzinsumfeld noch länger anhält. Der Anteil von Termineinlagen oder Schuldverschreibungen, die von Haushalten in Zeiten höherer Nominalzinsen aufgebaut bzw. gekauft wurden und bis heute positiv zur Renditeentwicklung beigetragen haben, geht mit Auslaufen dieser Anlageformen sukzessive zurück. Werden diese auslaufenden durch ähnliche Anlagen, die im Niedrigzinsumfeld mit sehr niedrigen Nominalzinsen ausgestattet sind, ersetzt, wird allein dieser Effekt das Renditeniveau dämpfen – auch dann, wenn die Inflation auf dem niedrigen Niveau der letzten Jahre verharrt.<sup>9</sup>

Vorboten dieser Entwicklung sind bereits heute in Form der Verzinsung von Versicherungsansprüchen zu erkennen. Deren reale Rendite lag zuletzt zwar noch deutlich über 2%, geht seit Jahren aber nahezu kontinuierlich zurück, da Versicherungen auslaufende Anlagen aus regulatorischen Gründen häufig mit vergleichbaren Titeln ersetzen müssen. Eben diese Titel weisen inzwischen jedoch meist einen deutlich niedrigeren Zinskupon auf als zuvor.<sup>10</sup> Die Bedeutung dieser Entwicklung dürfte mit anhaltender Dauer der Niedrigzinsphase weiter zunehmen und die reale Gesamtrendite der privaten Haushalte schmälern, zumindest dann, wenn diese ihre Ersparnisse so anlegen wie in der Vergangenheit.

8 Vgl. für einen solchen hypothetischen Ansatz samt einschlägiger Kritik am Niedrigzinsumfeld exemplarisch A. Holzhausen, S. Sikova: Auswirkungen der Niedrigzinspolitik auf private Haushalte in der Euro-Zone, Working Paper, Nr. 176, Allianz Economic Research, September 2014.

9 Eine genaue Quantifizierung dieses Effekts ist leider nicht möglich, da die einschlägigen Statistiken der Deutschen Bundesbank die finanziellen Instrumente meist nur in kurzfristige (bis zu einem Jahr) und langfristige (alles über einem Jahr) Anlagen unterscheiden. Diese Klassifikation entspricht zwar den internationalen Vorgaben des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010. Die Bedeutung bestimmter Laufzeiten bei langfristigen Termingeldern oder Schuldverschreibungen im Geldvermögen privater Haushalte lässt sich deswegen aber nicht bestimmen.

10 Infolgedessen sind Versicherungen zunehmend bemüht, im Rahmen ihrer regulatorisch beschränkten Möglichkeiten in renditestärkere Anlagen zu investieren. Vgl. Deutsche Bundesbank: Anzeichen für Portfolioumschichtungen in renditestärkere Anlageformen in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2016, S. 36-39.

Darüber hinaus dürfen die makroökonomischen Angaben natürlich nicht so verstanden werden, dass jeder einzelne private Haushalt alle verfügbaren Anlageformen in seinem Portfolio hält. Gemäß den Angaben der Bundesbank-Studie „Private Haushalte und ihre Finanzen“<sup>11</sup>, die zuletzt 2014 sehr detailliert die finanzielle Situation privater Haushalte im Rahmen einer Umfrage erhob, verfügten zwar 99% aller befragten Haushalte über ein Girokonto (obgleich nicht notwendigerweise mit nennenswertem Guthaben), immerhin 46% über eine Lebens- oder private Rentenversicherung, aber nur rund 10% über Aktien. Andere Vermögensstatistiken wie das Sozio-oekonomische Panel (SOEP) des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) oder die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe des Statistischen Bundesamtes zeigen (trotz teils größerer Erfassung) ein ähnliches Bild. Infolgedessen dürfte die reale Rendite vieler Haushalte in Deutschland sowohl in der Vergangenheit als auch zuletzt niedriger ausgefallen sein, als es die makroökonomische Betrachtung suggeriert; Haushalte mit einem entsprechend diversifizierten Portfolio dürften hingegen eine höhere reale Rendite erwirtschaftet haben.

Im Umkehrschluss bedeutet dies aber auch, dass die Haushalte es selbst in der Hand haben, die reale Rendite ihres Geldvermögens zu erhöhen. Eine zentrale Bedeutung kommt hier sicherlich einem höheren Engagement auf den Kapitalmärkten zu, das in Deutschland allen Ratschlägen zum Trotz bis zum aktuellen Rand verhalten ausfällt. Die Ursachen dafür sind zweifellos vielfältig und reichen von einer traditionell hohen Risikoaversion über unzureichende Kenntnisse ökonomischer Zusammenhänge und schlechte Erfahrungen mit einschlägigen Investitionen bis hin zu weit verbreiteten Vorurteilen, wonach Investitionen in Aktien oder Investmentfonds einem Lottospiel gleichkämen.<sup>12</sup> Obwohl gerade in Zeiten niedriger Nominalzinsen Umschichtungen in andere, renditestärkere Anlageformen sinnvoll sein können, spielt die Rendite der einzelnen Anlageformen bei der Kapitalallokation der deutschen Haushalte allenfalls eine untergeordnete Rolle.<sup>13</sup>

11 Vgl. Deutsche Bundesbank: Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014, Monatsbericht, März 2016, S. 61-86.

12 Vgl. exemplarisch T. Bucher-Koenen, M. Ziegelmeyer: Once Burned, Twice Shy? Financial Literacy and Wealth Losses during the Financial Crisis, in: Review of Finance, 18. Jg. (2014), H. 6, S. 2215-2246; N. Barasinska, D. Schäfer, A. Stephan: Individual Risk Attitudes and the Composition of Financial Portfolios: Evidence from German Household Portfolios, in: The Quarterly Review of Economics and Finance, 52. Jg. (2012), H. 1, S. 1-14.

13 Vgl. C. Annuß, M. Rupperecht, a.a.O.; S. Avouyi Dovi, V. Borgy, C. Pfister, M. Scharnagl, F. Sédillot: Households' Financial Portfolio Choices: A Comparison between France and Germany, in: B. Winkler, A. van Riet, P. Bull (Hrsg.): A Flow-of-Funds Perspective on the Financial Crisis, Bd. 1, Basingstoke 2013, S. 236-256.

## Zinsreagibilität der Sparer

Letzteres gilt der verfügbaren empirischen Evidenz zufolge auch für das Sparen an sich. Zinsen haben demnach nur einen geringen Einfluss auf die Konsum- und Sparentscheidung der privaten Haushalte in Deutschland. In Abhängigkeit des untersuchten Zeitraums, der genauen Modellspezifikation und der jeweils berücksichtigten Determinanten finden einschlägige Analysen mal einen geringfügig positiven, mal einen schwach negativen, bisweilen aber auch gar keinen systematischen Einfluss.<sup>14</sup> Eigene Untersuchungen zum Konsumverhalten der deutschen Haushalte bestätigen diese Erkenntnisse.<sup>15</sup> Auf der Grundlage eines umfangreichen Datensatzes, der neben den typischen Determinanten (permanentes Einkommen, demografische Faktoren, Zinsen etc.) auch detaillierte Vermögensangaben sowie Indizes zur Approximation der Kreditkonditionen der Haushalte berücksichtigt, zeigt sich zwischen 1980 und 2012 nur ein schwach negativer Einfluss der Zinsen auf den Konsum.

Niedrigere Zinsen führten also im Betrachtungszeitraum zu geringfügig höherem Sparen, was unter anderem mit dem Verhältnis zwischen Vermögen und Verschuldung zusammenhängt. In einzelnen (zur Überprüfung der Ergebnisrobustheit durchgeführten) Schätzungen ist der Einfluss bisweilen neutral. Die Befürchtung, dass die Sparkultur der Deutschen infolge der derzeitigen Niedrigzinsphase erodiert (oder umgekehrt die Hoffnung, die niedrigen Zinsen würden für sich genommen den privaten Konsum in Deutschland beflügeln), ist vor diesem Hintergrund unbegründet. Zumindest bislang scheinen die niedrigen Zinsen die Sparfreude der Deutschen nicht nennenswert zu trüben.<sup>16</sup>

14 Für einen schwach positiven Zusammenhang zwischen Zinsen und Sparen vgl. exemplarisch M. Beznoska, R. Ochmann: The Interest Elasticity of Savings: A Structural Approach with German Micro Data, in: Empirical Economics, 45. Jg. (2013), H. 1, S. 371-399. Für einen schwach negativen Zusammenhang vgl. F. Hüfner, I. Koske: Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany, OECD Economics Department Working Paper, Nr. 754, 2010. Keinen systematischen Zusammenhang finden beispielsweise R. Cohn, B. Kolluri: Determinants of Household Saving in the G7 countries: Recent Evidence, in: Applied Economics, 35. Jg. (2003), H. 10, S. 1199-1208.

15 F. Geiger, J. Muellbauer, M. Rupperecht: The Housing Market, Household Portfolios and the German Consumer, ECB Working Paper, Nr. 1904, 2016.

16 Halten die niedrigen Zinsen noch länger an, erscheint es aktuellen Studien zufolge mittelfristig sogar möglich, dass die Haushalte ihre Sparanstrengungen intensivieren, um dem potenziellen (weiteren) Rückgang der Erträge zu begegnen. Vgl. J. Aizenman, Y.-W. Cheung, H. Ito: The Interest Rate Effect on Private Saving: Alternative Perspectives, NBER Working Paper, Nr. 22872, 2016.

## Politischer Handlungsbedarf?

Politischer Handlungsbedarf besteht damit allenfalls im Bereich des Anlageverhaltens. Eine Politik, die eben dieses Verhalten der Haushalte zu verändern sucht, muss an dessen Ursachen ansetzen. Die geforderten staatlichen Unterstützungsmaßnahmen, die z.B. in Form garantierter Zulagen für bestimmte Anlageformen eingeführt oder weiter ausgebaut werden könnten, dürften das Anlageverhalten wenig ändern. Die Erfahrungen mit bereits bestehenden Maßnahmen wie etwa der Riester-Rente zeigen vielmehr, dass derlei Förderungen vor allem von jenen in Anspruch genommen werden, die ohnehin ein entsprechendes Anlageverhalten an den Tag legen (Mitnahmeeffekte).<sup>17</sup> Bei den Haushalten mit Handlungsbedarf greifen die Anreize hingegen kaum.

Deutlich effektiver versprechen dagegen Maßnahmen zu sein, die auf Haushaltsebene an den genannten Vorurteilen und der Unsicherheit gegenüber bestimmten Anlageformen ansetzen und diese abzubauen versuchen. Vorurteile und Unsicherheit bestehen häufig aufgrund von Unwissen, weswegen es wenig überrascht, dass sich vor allem Haushalte mit niedriger finanzieller Bildung kaum auf dem Kapitalmarkt engagieren.<sup>18</sup> Ein effektiver Ansatz dürfte daher in der gezielten Verbesserung der finanziellen Bildung der Haushalte bestehen. Einschlägige Studien

17 Vgl. G. Corneo, M. Keese, C. Schröder: The Riester Scheme and Private Savings: An Empirical Analysis Based on the German SOEP, in: Schmollers Jahrbuch, 129. Jg. (2009), S. 321-332; E. M. Engen, W. G. Gale, J. K. Scholz: The Illusory Effect of Saving Incentives on Saving, in: Journal of Economic Perspectives, 10. Jg. (1996), H. 4, S. 113-138.

18 Vgl. C. Pfarr, U. Schneider: Riester-Rente: (k)lein Kinderspiel!, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 81. Jg. (2012), H. 2, S. 181-198; T. Bucher-Koenen, M. Ziegelmeyer: Who Lost the Most? Financial Literacy, Cognitive Abilities and the Financial Crisis, EZB Working Paper, Nr. 1299, Frankfurt a.M. 2011; M. van Rooij, A. Lusardi, R. Alesie: Financial Literacy and Stock Market Participation, in: Journal of Financial Economics, 101. Jg. (2011), H. 2, S. 449-472.

zum Thema zeigen, dass die frühzeitige Vermittlung entsprechender Kenntnisse die betroffenen Personen unter anderem in die Lage versetzt, die Chancen und Risiken einzelner Anlageformen besser einzuschätzen.<sup>19</sup> Infolgedessen kann sich die Bereitschaft der Haushalte, sich auf dem Kapitalmarkt zu engagieren, erhöhen, finanzielle Bildung mithin zu einem diversifizierteren (und potenziell renditestärkeren) Portfolio beitragen.

Komplementär zu derartigen Maßnahmen auf Haushaltsebene dürfte die Politik auf gesamtwirtschaftlicher Ebene am ehesten zur Überwindung der Niedrigzinsphase beitragen, wenn sie konsequent an einer nachhaltigen Steigerung der Produktivität der deutschen Volkswirtschaft mitwirkt, da die Realzinsen langfristig entscheidend vom Trendwachstum abhängen. Mögliche Anknüpfungspunkte gibt es viele, jüngst belegt durch das aktuelle Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.<sup>20</sup> Sie reichen von einer konsequenten und wahlkampfgeprägte Zeiten überdauernden Anpassung der sozialen Sicherungssysteme an die demografische Entwicklung über gezielte Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen in die (digitale) Infrastruktur bis zu einem weiteren Ausbau des Aus- und Weiterbildungssystems zur Sicherstellung der Chancengerechtigkeit. Wenn es gelingt, mit diesen und weiteren Maßnahmen das Wachstumspotenzial der deutschen Volkswirtschaft dauerhaft zu erhöhen, dürften früher oder später auch die niedrigen Nominalzinsen der Vergangenheit angehören.

19 Vgl. M. Lührmann, M. Serra-Garcia, J. Winter: Teaching Teenagers in Finance: Does it Work?, in: Journal of Banking and Finance, 54. Jg. (2015), S. 160-174.

20 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Zeit für Reformen, Jahresgutachten 2016/17, Wiesbaden 2016.

---

### Title: *Savings in Times of Low Interest Rates – Are German Households in Need of Public Support?*

**Abstract:** *Critics of the low interest rate environment claim that German households have had difficult times generating positive returns from their savings since interest rates reached levels around zero. Therefore, direct public support is increasingly being called for. This article shows that, from a macroeconomic perspective, households have in fact generated positive real returns to date. However, portfolio returns may vary among households due to differences in portfolio structure and size. In addition, aggregate portfolio returns might decrease in the years to come if nominal interest rates remain low. Regarding policy responses, it is therefore proposed to undertake measures which increase total factor productivity and improve the financial literacy of households. Both approaches promise to be more effective than direct public support of savings.*

**JEL Classification:** E21, G11, I22