

Andreasch, Michael; Radke, Marc Peter; Rupprecht, Manuel

Article

Renditen privater Haushalte nach Vermögensgruppen – Deutschland versus Österreich

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Andreasch, Michael; Radke, Marc Peter; Rupprecht, Manuel (2020) : Renditen privater Haushalte nach Vermögensgruppen – Deutschland versus Österreich, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 100, Iss. 6, pp. 446-453, <https://doi.org/10.1007/s10273-020-2679-2>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/225579>

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.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Michael Andreasch, Marc Peter Radke, Manuel Rupprecht*

Renditen privater Haushalte nach Vermögensgruppen – Deutschland versus Österreich

Sparer mit niedrigen Vermögen leiden unter der Geldpolitik der EZB besonders stark, wird häufig kritisiert. Deshalb untersuchen die Autoren die realen Renditen, die deutsche und österreichische Haushalte verschiedener finanzieller Vermögensgruppen in Zeiten extrem niedriger Zinssätze erzielen. In allen Gruppen gingen die Renditen zurück, allerdings weniger deutlich als angenommen. Außerdem zeigt sich, dass reiche Haushalte besonders betroffen sind, auch wenn ihre Renditen heute noch höher liegen als die ärmerer Haushalte. Während die allgemeinen Entwicklungen ähnlich sind, ist das Ertragsniveau in Österreich durchweg niedriger als in Deutschland. Ursache dafür ist vor allem die unterschiedliche Vermögensstruktur. Die Wirtschaftspolitik sollte daher eine höhere Diversifizierung der Vermögenswerte anstreben und dies insbesondere für ärmere Haushalte, indem die finanzielle Bildung effektiv verbessert wird.

Seit mehr als einem Jahrzehnt liegen die Zinsen im Euroraum mittlerweile auf historisch niedrigem Niveau. Alle zwischenzeitlichen Erwartungen hinsichtlich einer nachhaltigen Zinswende wurden bislang enttäuscht. Stattdessen reaktivierte das Eurosystem im November 2019 das Anleihekaufprogramm, um durch den damit verbundenen Druck auf die Langfristzinsen den eingetrübten Inflations- und Wachstumsaussichten zu begegnen. Ein Ende dieser Politik ist nicht in Sicht. Im Gegenteil: Anders als bei

früheren Ankündigungen wurde bei der Bekanntgabe der Wiederaufnahme des Kaufprogramms auf die Nennung eines möglichen Endtermins verzichtet. Stattdessen wurde betont, dass das Programm laufen werde „as long as necessary to reinforce the accommodative impact of its policy rates“ (EZB, 2019). Darüber hinaus wurde als Reaktion auf die Corona-Pandemie Anfang März 2020 ein weiteres Anleihekaufprogramm beschlossen. Zur Reduktion der krisenbedingten Unsicherheit sollen nach derzeitigem Stand bis Ende Juni 2021 Anleihen im Umfang von bis zu 1.350 Mrd. Euro erworben werden. Die Rückkehr höherer Leitzinsen ist damit bis auf Weiteres quasi ausgeschlossen. Auch die bereits angestoßene Überprüfung der geldpolitischen Strategie wird daran vorerst nichts ändern.

© Der/die Autor(en) 2020. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

* Die Autoren danken Peter Lindner (Oesterreichische Nationalbank) sowie Tobias Schmidt (Deutsche Bundesbank) für ihre Unterstützung bei der Datenauswertung und der Klärung methodischer Fragen zum Household Finance and Consumption Survey (HFCS).

Zur schon frühzeitig geäußerten Kritik an dieser Politik gehörte die Sorge um ihre Auswirkungen auf die Sparer.¹ Laut wurden derlei Stimmen vor allem in Deutschland, wo man mit Blick auf frühere Hochzinsphasen um die Erträge des Ersparten fürchtete (Annuß und Rupprecht, 2017). Die Deutsche Bundesbank (2015) hat dann 2015 erstmals überprüft, wie sich die reale Rendite, die deutsche Privathaushalte auf makroökonomischer Ebene mit ihrem finanziellen Vermögen erzielen, seit der Wiedervereinigung tatsächlich entwickelt hat. Es zeigte sich, dass diese Rendite nach Beginn der Niedrigzinsphase zwar geringer ausfiel als zuvor, ihr Niveau aber nicht so niedrig war, wie vielfach befürchtet. Außerdem gab es auch schon vorher Phasen

¹ Die Diskussion, inwieweit das niedrige Zinsniveau überhaupt auf die Geldpolitik zurückzuführen ist bzw. welche Rolle tieferliegende Faktoren spielen, wird an dieser Stelle nicht geführt (exemplarisch Fuest und Wollmershäuser, 2020, sowie Demary, 2016).

Michael Andreasch war in der Oesterreichischen Nationalbank, Wien, bis Oktober 2019 tätig und ist derzeit Berater der Europäischen Zentralbank.

Prof. Dr. Marc Peter Radke ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Furtwangen.

Prof. Dr. Manuel Rupprecht ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule Münster.

niedriger, teils sogar negativer Renditen. Die seitdem regelmäßig aktualisierten Schätzungen zeigen aber auch, dass die reale Rendite seit 2013 nahezu kontinuierlich sinkt (Deutsche Bundesbank, 2019a). Einen ähnlichen Trend finden Radke und Rupprecht (2019a) auch für Frankreich, Italien und Spanien sowie für den Euroraum insgesamt, wenn auch mit unterschiedlichen Ausprägungen. Und die von der Oesterreichischen Nationalbank (2019) vor Kurzem erstmals veröffentlichten Angaben zeigen, dass vergleichbare Entwicklungen auch in Österreich auftreten. Hält das Niedrigzinsumfeld an, ist davon auszugehen, dass sich dieser Trend fortsetzt, auch weil Privathaushalte ihre Vermögensstruktur nur sehr zögerlich zugunsten renditestärkerer Anlageklassen ändern (Rupprecht, 2018).

Weitgehend unklar ist hingegen bislang, was diese makroökonomischen Entwicklungen für Haushalte unterschiedlicher Vermögensklassen bedeuten. Aus Umfragen weiß man zwar, dass sich die finanziellen Vermögen der Haushalte hinsichtlich ihrer Höhe und Struktur deutlich voneinander unterscheiden.² Auch deuten einzelne Studien daraufhin, dass die derzeitige Geldpolitik (insbesondere in Form des Anleihekaufprogramms) die Vermögensungleichheit innerhalb des Haushaltssektors erhöht, obgleich diese Hinweise aus verschiedenen Gründen mit sehr großer Vorsicht zu interpretieren sind (Domanski, Scatigna und Zabai, 2016).³ Aber welche realen Renditen private Haushalte unterschiedlicher Vermögensklassen in den letzten Jahren mit ihrem Finanzvermögen erwirtschaften konnten, ist unklar.

Welche realen Renditen werden erzielt?

Konkret wird untersucht, welche Renditen die privaten Haushalte je nach Vermögensdezil in den Jahren 2010 (Beginn der Niedrigzinsphase), 2014 und 2017 erreicht haben. Die Festlegung auf diese Jahre ist der zur Verfügung stehenden Datengrundlage geschuldet. So werden die Angaben zur Vermögensstruktur dem Household Finance and Consumption Survey (HFCS) entnommen, einer harmonisierten Umfrage der Notenbanken des Eurosystems und verschiedener nationaler statistischer Ämter zur finanziellen Lage privater Haushalte im Euroraum.⁴ Für die Wahl des HFCS als Ausgangspunkt spricht nicht nur

die relativ hohe Frequenz der Umfragewellen, sondern auch, dass die Abgrenzung der jeweiligen Anlageformen (Bankeinlagen, Wertpapiere etc.) im Großen und Ganzen den Definitionen in den makroökonomischen Statistiken entspricht (Andreasch und Lindner, 2014). Dies ermöglicht die Verknüpfung der umfragebasierten Vermögensangaben mit den auf makroökonomischer Ebene ermittelten Renditen. Außerdem erlaubt dieses Vorgehen den Vergleich über Ländergrenzen hinweg.

Um diese Eigenschaft auszunutzen, werden die Ergebnisse für Deutschland mit den Entwicklungen in Österreich verglichen. Anders als in vielen anderen Ländern des Euroraums ähneln sich die öffentlichen Diskussionen hinsichtlich der Auswirkungen der Geldpolitik. Gleiches gilt für das Verhalten privater Haushalte in Bezug auf die (makroökonomische) Strukturierung ihres Vermögens (Beer, Gnan und Ritzberger-Gründwald, 2016). Die vergleichende Betrachtung erleichtert auch Rückschlüsse auf die Bedeutung der Wirtschaftspolitik für die jeweils erzielten Renditen.

Die Betrachtung beider Länder auf makroökonomischer Ebene zeigt zunächst, dass sich die Verläufe der seit Beginn der Europäischen Währungsunion jeweils erzielten Renditen stark ähneln (vgl. Abbildung 1); tatsächlich sind die Standardabweichungen nahezu identisch.⁵ Auch die Rolle der einzelnen Anlageformen ist vergleichbar. In Deutschland wie in Österreich wurde die Gesamrendite über die Jahre im Wesentlichen von den Renditen der Wertpapiere sowie den Ansprüchen gegenüber Versicherungen (einschließlich kapitalgedeckter Pensionsansprüche) geprägt.⁶ Bankeinlagen (nachfolgend immer einschließlich Bargeld) trugen demgegenüber nahezu durchweg nur geringfügig und bisweilen sogar negativ zur Gesamrendite bei – auch schon vor Beginn des Niedrigzinsumfelds.

Unterschiede gibt es hingegen beim Niveau. Während Privathaushalte in Deutschland im Durchschnitt eine reale Gesamrendite von ca. 1,5 % erzielen konnten, liegt der Wert in Österreich mit knapp 0,8 % deutlich niedriger. Dies hat verschiedene Ursachen, darunter variierende Kurs- und Dividendenentwicklungen an den jeweiligen Kapitalmärkten, verschiedene Laufzeitstrukturen bei den gehal-

2 Für einschlägige Auswertungen auf Basis des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP) (Grabka und Halbmeier, 2019). Ähnliche Ergebnisse zeigen sich aber auch in anderen Umfragen.

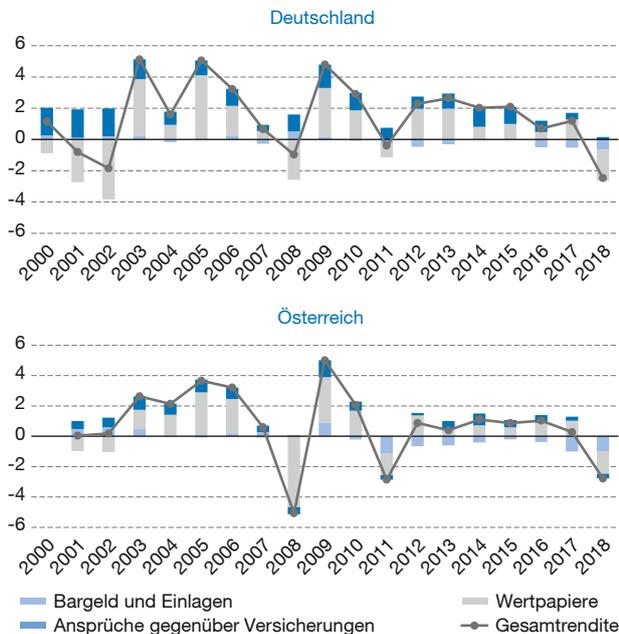
3 Für eine ausführliche Diskussion der Erkenntnislage zu den Verteilungswirkungen der Geldpolitik (Deutsche Bundesbank, 2016).

4 Für Hinweise zum HFCS EZB (o.D.). Da der HFCS zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Artikels für Deutschland noch keine Daten für das Jahr 2017 zur Verfügung gestellt hat, wurde auf eine eigens erstellte Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen, die im Rahmen der Studie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ zum HFCS beiträgt. Für weiterführende Informationen (Deutsche Bundesbank, 2017).

5 Zur Berechnungsmethode in Deutschland (Annuß und Rupprecht, 2016). In Österreich ergibt sich die Datenlage auf Basis der Zinssatzstatistik für Bankeinlagen, des Einzelwertpapiererhebungssystems (einschließlich der Ertrags- und Kursinformation) für alle Arten von handelbaren Wertpapieren, die im direkten Besitz von Haushalten sind, sowie der indirekt gehaltenen Wertpapiere aus Lebensversicherungen und kapitalgedeckte Pensionsansprüche bei Pensionskassen. Die Ertragskomponente wurde mit den Ergebnissen aus den nichtfinanziellen Konten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen abgestimmt.

6 Unter Wertpapieren werden nachfolgend Aktien, Anleihen sowie Anteile an Investmentfonds zusammengefasst. Ansprüche gegenüber Versicherungen beinhalten Forderungen gegenüber Lebensversicherungen sowie kapitalgedeckte Pensionsansprüche.

Abbildung 1
Reale Rendite des Geldvermögens privater Haushalte
Gesamtrendite in %, Beiträge einzelner Anlageformen in Prozentpunkten



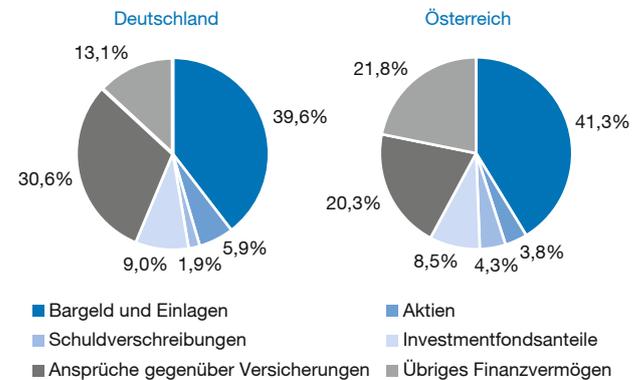
Anmerkungen: Zu den Wertpapieren zählen Anleihen, Aktien und Investmentfondsanteile. Die Ansprüche gegenüber Versicherungen beinhalten Forderungen gegenüber Lebensversicherungen sowie kapitalgedeckte Pensionsansprüche. Für Österreich sind die Angaben erst ab 2001 verfügbar.

Quellen: Deutsche Bundesbank (2019a); Oesterreichische Nationalbank (2019); eigene Berechnungen.

tenen Bankeinlagen sowie unterschiedliche Inflationsraten. Allein letztere erklären gut die Hälfte der skizzierten Differenz, lag die Verbraucherpreisinflation in Österreich in den letzten 20 Jahren doch im Mittel um rund 0,4 Prozentpunkte über der deutschen; der Abstand nahm insbesondere nach der Finanzkrise deutlich zu. Wesentlich ist ferner die Struktur der jeweiligen Vermögensportfolios. Das Geldvermögen der deutschen Haushalte besteht traditionell primär aus Bankeinlagen (knapp 40 %) und Ansprüchen gegenüber Versicherungen (ca. 30 %, vgl. Abbildung 2).⁷ Alle anderen Anlageformen, die für die Analyse herangezogen werden, also insbesondere Wertpapiere, haben einen Anteil von rund 17 %. Das restliche Geldvermögen besteht aus Anteilen an Genossenschaften bzw. GmbH, Derivaten etc. und summiert sich auf rund 30 % des Portfolios, sodass die einzelnen Komponenten für sich genommen bis heute relativ unbedeutend sind. Auch in Ös-

7 Hintergrund dieser Struktur sind die in Deutschland traditionell hohe Präferenz für sichere und liquide Anlagen, eine damit verbundene stark ausgeprägte Risikoaversion (gefördert durch negative Schlüsselerelebnisse, z.B. die geplatze New-Economy-Blase), Defizite in der finanziellen Bildung sowie staatliche Regulierungen, etwa in Form des lange Jahre geltenden Garantiezinses für Lebensversicherungen. Die Rendite war bislang hingegen eher unbedeutend. (Annuß und Rupprecht, 2016).

Abbildung 2
Struktur des Geldvermögens privater Haushalte, 2018



Anmerkungen: Das übrige Finanzvermögen enthält Forderungen aus Nicht-Lebensversicherungen, Finanzderivaten, Handelskrediten, Beteiligungen sowie sonstige finanzielle Forderungen.

Quellen: Deutsche Bundesbank (2019a); Oesterreichische Nationalbank (2019); eigene Berechnungen.

terreich wird die Vermögensstruktur von Bankeinlagen dominiert, der Anteil liegt sogar noch leicht über jenem von Deutschland. Gleichauf verhält es sich bei den Wertpapieren. Deutlich geringer als in Deutschland ist der Anteil der Ansprüche gegenüber Versicherungen mit knapp mehr als 20 %. Zusammen mit der Tatsache, dass die reale Rendite dieser Anlageform in Österreich seit 2010 durchweg (noch) niedriger ausfiel als in Deutschland, dabei sogar konstant negativ war, ergibt sich so eine weitere Erklärung für die unterschiedliche Gesamtrendite.⁸ Das übrige Finanzvermögen – in Österreich vorwiegend Unternehmensbeteiligungen sowie über Privatstiftungen gehaltenes Vermögen – trägt rund 20 % zum Portfolio bei.

Diese Strukturen sind im Zeitverlauf in beiden Ländern relativ konstant geblieben. Auch in der Niedrigzinsphase gab es bislang keine substanziellen Verschiebungen. Zwar sind Veränderungen innerhalb der jeweiligen Anlageklassen zu beobachten. So nahmen etwa im Bereich der Bankeinlagen Sichteinlagen zulasten von Spar- und Termineinlagen zu, während es bei den Wertpapieren zu Umschichtungen zugunsten von Investmentfondsanteilen kam (letztere vor allem in Österreich). An der grundsätzlichen Struktur hat sich dadurch aber nur wenig geändert. Unabhängig davon zeigt sich in beiden Ländern, dass die Renditen seit Beginn der Niedrigzinsphase im Mittel niedriger ausfallen. Auch sinken sie seit einigen Jahren, 2018 sogar deutlich in den negativen Bereich, was allerdings auch mit der hohen Unsicherheit zusammenhing, die gegen Jahresende durch die zunehmenden Spannungen in der Weltwirtschaft deutlich zunahm. Gelten diese makroökono-

8 Diese Entwicklung hat die Diskussion über die negativen Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die Sparer in Österreich besonders angeregt.

Tabelle 1
Portfoliostrukturen nach Vermögensdezilen, 2017

	Deutschland									
	1. Dezil	2. Dezil	3. Dezil	4. Dezil	5. Dezil	6. Dezil	7. Dezil	8. Dezil	9. Dezil	10. Dezil
Bargeld und Einlagen (in %)	60	63	73	65	60	55	58	52	50	44
Wertpapiere (in %)	7	0	3	6	11	10	13	14	23	31
Ansprüche gegenüber Versicherungen (in %)	33	37	25	29	29	34	29	33	27	25
Geldvermögen insgesamt (in %)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100%
Geldvermögen (netto, in Euro)	2.400	1.470	4.800	13.260	29.250	38.280	50.400	64.260	104.720	220.800
Anteil des Geldvermögens am Gesamtvermögen (in %)	15	49	40	51	45	29	24	21	22	16
	Österreich									
	1. Dezil	2. Dezil	3. Dezil	4. Dezil	5. Dezil	6. Dezil	7. Dezil	8. Dezil	9. Dezil	10. Dezil
Bargeld und Einlagen (in %)	62	89	83	70	63	62	65	52	51	49
Wertpapiere (in %)	2	1	2	3	8	10	9	17	14	22
Ansprüche gegenüber Versicherungen (in %)	36	10	15	26	29	27	25	30	35	29
Geldvermögen insgesamt (in %)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Geldvermögen (netto, in Euro)	2.470	3.318	8.535	16.802	30.429	31.640	31.098	39.060	62.064	142.884
Anteil des Geldvermögens am Gesamtvermögen (in %)	19	47	57	54	44	23	14	13	14	10

Anmerkung: Das Gesamtvermögen enthält neben dem finanziellen Vermögen auch das nichtfinanzielle Vermögen.

Quellen: Deutsche Bundesbank (Sonderauswertung PHF-Studie, 2017); Oesterreichische Nationalbank (2019); sowie eigene Berechnungen.

mischen Entwicklungen auch auf Einzelhaushaltsebene? Welche Rendite konnten Haushalte unterschiedlicher Vermögensklassen seit Beginn der Niedrigzinsphase erzielen?

Portfoliostruktur der Haushaltsgruppen

Ein sinnvoller Ausgangspunkt sind die Portfoliostrukturen der jeweiligen Haushaltsgruppen. Tabelle 1 zeigt diese jeweils für alle Vermögensdezile 2017. Bei einem Vergleich mit der Vermögensstruktur in Abbildung 2 ist Folgendes zu beachten: 1. Die in Tabelle 1 dargestellten Finanzanlagen sind nur ein Teilausschnitt der in Abbildung 2 vollständigen Aufstellung des Finanzvermögens. 2. Eine direkte Vergleichbarkeit der Anteile eines gewichteten Mittelwerts der angeführten Dezile mit den Anteilen aus den Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung – der statistischen Grundlage für die makroökonomische Betrachtung – ist nicht möglich. Dieses Phänomen ist bei einem Vergleich von mikro- und makroökonomischen Statistiken regelmäßig zu beobachten und im Wesentlichen auf methodische Unterschiede zurückzuführen. Exemplarisch sei auf das Problem der Erfassung hoher Vermögen, die in Umfragen regelmäßig unterschätzt werden, sowie auf Unterschiede in der Definition eines Haushalts bzw. des Haushaltssektors hingewiesen (Vermeulen, 2018).⁹ Dessen ungeachtet ermöglicht die hohe

9 Während die Untersuchungspopulation in Befragungen typischerweise allein auf privaten Haushalten bzw. individuellen Personen basiert, schließt die für die makroökonomische Betrachtung verwendete Finanzierungsrechnung z. B. auch die sogenannte Anstaltsbevölkerung (Personen in Wohn- und Pflegeheimen, Kasernen etc.) mit ein.

Übereinstimmung in der jeweiligen Definition der Finanzinstrumente eine Zusammenführung beider Datensätze.

Darüber hinaus zeigt sich ein Bild, das in Teilen bereits aus anderen Umfragen vertraut ist. So halten Haushalte mit geringem finanziellen Vermögen in beiden Ländern den Großteil in Form von Bankeinlagen.¹⁰ Erst mit zunehmender Vermögenshöhe gewinnen Wertpapiere an Bedeutung. In Österreich ist diese Entwicklung sogar noch stärker ausgeprägt als im traditionell wertpapierscheuen Deutschland: Vermögensarme Haushalte halten fast ausschließlich Bankeinlagen, und selbst die reichsten 10% der Haushalte, auf die immerhin knapp 46% des gesamten Finanzvermögens entfallen, verwahren knapp die Hälfte ihrer Mittel auf Bankkonten. Nur gut ein Fünftel steckt dagegen in Wertpapieren. Mit einem Anteil von knapp einem Drittel ist das Wertpapierengagement dieser Kohorte deutlich höher, gleichzeitig sind Bankeinlagen etwas weniger bedeutend. Ansprüche gegenüber Versicherungen spielen dagegen in allen Portfolios eine ähnliche – in Deutschland im Mittel eine geringfügig wichtigere – Rolle.

Außerdem wird deutlich, dass neben den Wertpapieren auch die Bedeutung nichtfinanzieller Aktiva mit der Vermögenshöhe zunimmt. Diesbezüglich sind sich beide

10 Der ungewöhnliche und relativ hohe Wertpapieranteil im ersten Dezil ist im Wesentlichen auf methodische Gründe des HFCS zurückzuführen, die in beiden Ländern (und darüber hinaus) gleichermaßen auftreten und zu einer eingeschränkten Belastbarkeit der Daten führen.

Länder sehr ähnlich: Je höher das Vermögen insgesamt, desto geringer ist der Anteil finanzieller Forderungen. Das sollte zwar nicht darüber hinwegtäuschen, dass reichere Haushalte absolut gesehen auch über deutlich höhere Finanzanlagen verfügen. Deren relative Bedeutung ist bei sehr hohen Vermögen jedoch nur noch gering. Dahinter stehen primär strukturelle Ursachen, etwa die in beiden Ländern vergleichsweise geringe Verbreitung von Wohneigentum.¹¹ Das nichtfinanzielle Vermögen wird zwar nachfolgend nicht weiter berücksichtigt. Dessen Betrachtung bestätigt aber einen Aspekt, der schon bei den finanziellen Portfolios auftrat: Privathaushalte mit relativ niedrigem Vermögen neigen insgesamt zu einer spürbar geringeren Diversifikation ihrer Portfolios als ihre reicheren Pendanten. In Österreich ist dieses Phänomen noch stärker ausgeprägt als in Deutschland. Zurückzuführen ist diese mangelnde Streuung wohl im Wesentlichen auf einschlägige Bildungs- und Erfahrungsdizite (exemplarisch, Abreu und Mendes, 2010). Da niedrige Vermögen aber zudem häufig mit niedrigen Einkommen korrelieren, haben vermögensschwache Haushalte bisweilen auch schlicht keine Möglichkeit, andere, tendenziell ertragreichere Vermögensformen zu nutzen. Dessen ungeachtet gilt: Das Risiko, von sinkenden Renditen einzelner Anlageformen betroffen zu sein bzw. die damit verbundenen Einbußen nicht durch Gewinne bei anderen Anlageformen ausgleichen zu können, ist für diese Haushalte ceteris paribus höher.

Entwicklung der realen Renditen

Wie auf der makroökonomischen Ebene insgesamt hat sich an diesen Charakteristika seit Beginn der Niedrigzinsphase bislang eher wenig geändert. Auch 2010 sahen die Strukturen der finanziellen Portfolios in beiden Ländern im Großen und Ganzen ähnlich aus. Seitdem schichteten vermögendere Haushalte in Deutschland Bankeinlagen in begrenztem Umfang in die renditestärkeren Wertpapiere um. In Österreich verhielt es sich dagegen umgekehrt: Vermögendere Haushalte reduzierten ihr Wertpapierengagement zugunsten von (liquiden) Bankeinlagen. Auch Haushalte mit mittlerem Vermögen erhöhten den Anteil von Bankeinlagen am Portfolio, in beiden Ländern. Und während dies in Deutschland mit einem Abbau von Wertpapieren einherging, wurden in Österreich – bedingt durch eine Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen – verstärkt die Ansprüche gegenüber

Versicherungen reduziert.¹² Wertpapiere wurden dort hingegen kaum erworben. Insgesamt haben die meisten Haushalte in beiden Ländern den im internationalen Vergleich ohnehin hohen Anteil ertragsschwacher Anlageformen seit Beginn des Niedrigzinsumfeldes also eher noch erhöht als reduziert. Das aus makroökonomischen Studien bereits bekannte Bild, wonach für (deutsche) Haushalte die Rendite einzelner Anlageformen bei der Aufteilung ihres Vermögens nur von untergeordneter Bedeutung ist, scheint somit eher unabhängig von der Vermögenshöhe zu sein und für viele Haushalte zuzutreffen (Annuß und Rupperecht, 2016).

Welche realen Renditen konnten die einzelnen Haushaltsgruppen nun vor diesem Hintergrund mit ihrem jeweiligen Geldvermögen in beiden Ländern erzielen? Abbildung 3 zeigt die Ergebnisse für Deutschland für die Jahre der bisherigen HFCS-Umfragewellen. Es ist unmittelbar ersichtlich, dass die Renditen über alle Haushaltsgruppen hinweg sinken. Besonders deutlich fällt der Rückgang zwischen 2014 und 2017 aus. Angesichts des Trends auf makroökonomischer Ebene ist das kaum überraschend. Es wird aber deutlich, dass mit zunehmender Dauer des Niedrigzinsumfeldes alle Haushalte von einem Renditerückgang betroffen sind, nicht nur die vermögensärmeren. In der öffentlichen Diskussion wird dieser Aspekt bisweilen verzerrt dargestellt und etwa suggeriert, dass primär ärmere Haushalte von Renditerückgängen betroffen seien, während vermögendere Haushalte dank kräftiger Kursgewinne an den Börsen (die wiederum eine unmittelbare Folge der niedrigen Zinsen seien) weiterhin ordentlich verdienten (exemplarisch, Schnabl, 2019).¹³ Das trifft so pauschal nicht zu. Absolut gesehen fällt der Renditerückgang bei den reichsten Haushalten in Deutschland sogar am kräftigsten aus: Während diese 2010 im Mittel noch rund 5 % erzielen konnten, waren es 2017 nur noch ca. 1,7 %. Bei den anderen Dezilen beträgt die Differenz höchstens 2,5 Prozentpunkte.

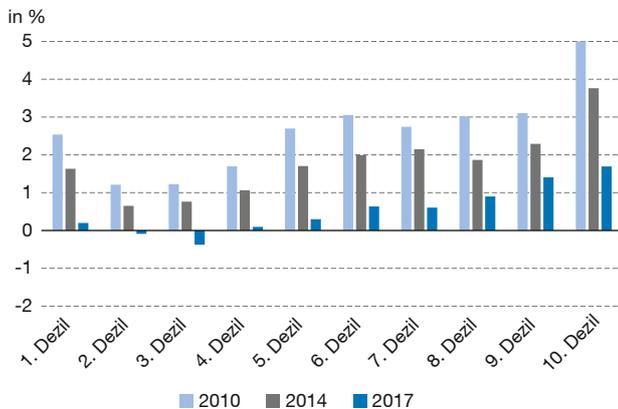
Gleichwohl wird auch deutlich, dass sich das Niveau der in den einzelnen Dezilen jeweils erreichten Renditen zu allen Zeitpunkten signifikant voneinander unterscheidet. Mit anderen Worten: Haushalte mit geringem Finanzvermögen besitzen nicht nur vergleichsweise wenig, sondern erzielen damit auch durchweg eine geringere Rendite. Das war schon 2010 so, und galt 2017 weiterhin. Inzwischen erwirtschaften die unteren 50 % keine nennenswerten reale Rendite mehr. Teilweise fällt sie sogar negativ aus. Die oben genannten 1,7 % des reichsten Dezils erscheinen aus dieser Perspektive immer noch hoch. Zentrale Ur-

11 So liegt der Anteil der Haushalte mit selbst genutztem Wohneigentum laut HFCS in Deutschland bei nur rund 44 %, in Österreich bei ca. 47 % und damit in beiden Fällen deutlich unter dem Euroraumdurchschnitt (60 %). Noch deutlich höher ist der Anteil im Süden Europas, z.B. in Griechenland (ca. 72 %) und Spanien (ca. 82 %). Die Verbreitung von Wohneigentum hängt unter anderem von dem öffentlichen Wohnraumangebot (insbesondere sozialer Wohnungsbau) sowie der Ausgestaltung des Sozial- und Steuersystems ab (Arrondel et al., 2016).

12 So änderten sich zwar in beiden Ländern die Garantiezinsen, in Österreich kam jedoch noch eine Veränderung der steuerlichen Behandlung von Einmalerträgen hinzu, die tendenziell zur (Netto-)Auflösung von Lebensversicherungen führte.

13 Die Frage, inwieweit das Eurosystem für niedrige Zinsen überhaupt Verantwortung trägt, wird bei derartigen Kritiken häufig nicht thematisiert.

Abbildung 3
Reale Rendite privater Haushalte nach Vermögensklasse – Deutschland



Quellen: Deutsche Bundesbank (PHF-Studie, 2017); Deutsche Bundesbank (2019a); EZB (HFCS, o.D.); sowie eigene Berechnungen.

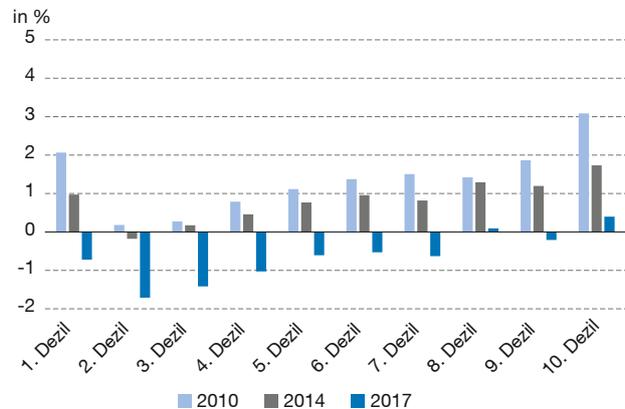
sache dieser anhaltenden Diskrepanz ist die mangelnde Streuung in den Portfolios der ärmeren Haushalte mit dem einseitigen Fokus auf renditeschwachen Anlageformen.

In Österreich sind grundsätzlich ähnliche Entwicklungen zu beobachten. Deren Ausprägung ist allerdings in Teilen deutlicher (vgl. Abbildung 4). Auch hier sind die erreichten realen Renditen im Zeitverlauf flächendeckend gesunken und die reichsten Haushalte mussten mit einem Rückgang von 2,7 Prozentpunkten die größten Einbußen hinnehmen.¹⁴ Im Gegensatz zu Deutschland sind negative Renditen in Österreich inzwischen allerdings ein weit verbreitetes Phänomen. Nahezu alle Gruppen sind davon betroffen, nur das achte und zehnte Dezil nicht. Doch während die vermögendere Haushalte in Deutschland auch 2017 noch Renditen von bis zu 1,7 % erzielten, erwirtschafteten selbst die reichsten Haushalte in Österreich nur noch 0,4 %. 2010 waren es immerhin noch gut 3 %, verglichen mit 5 % in Deutschland. Allgemein gilt, dass das Rendite-niveau zu allen Zeitpunkten in Österreich durchweg vergleichsweise niedriger ausfiel. Dies hängt wiederum wesentlich mit der skizzierten Portfoliostruktur und dem damit verbundenen Anlageverhalten sowie der höheren Inflation zusammen (Oesterreichische Nationalbank, 2017).

Es zeigt sich, dass der Abstand zwischen den jeweils erreichten Renditen in beiden Ländern mit den Jahren gesunken ist. So lag die Spannweite zwischen dem Dezil mit der niedrigsten und jenem mit der höchsten Rendite 2010 noch bei 3,8 (Deutschland) bzw. 2,9 Prozentpunkten (Ös-

¹⁴ Anders als in Deutschland verzeichneten die ärmsten Haushalte in Österreich einen vergleichbaren Rückgang der realen Rendite. Dies geht im Wesentlichen auf die seit 2010 vorgenommene Bedeutungszunahme der Bankeinlagen zurück, die in realer Rechnung seitdem durchweg negativ rentierten.

Abbildung 4
Reale Rendite privater Haushalte nach Vermögensklasse – Österreich



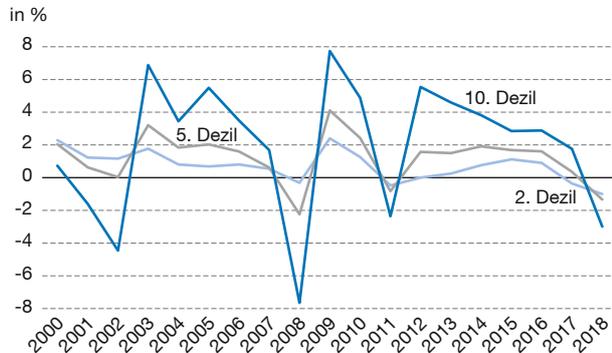
Quellen: Oesterreichische Nationalbank (2019); EZB (HFCS, o.D.); sowie eigene Berechnungen.

terreich), 2017 hingegen durchweg nur noch bei 2,1 Prozentpunkten. Auch wenn die Ergebnisse aus methodischen Gründen nur mit Vorsicht zu interpretieren sind und zudem keine kausalen Rückschlüsse auf die Rolle der Geldpolitik erlauben, deuten sie doch darauf hin, dass die relative Vermögensungleichheit durch die im Niedrigzinsumfeld erfolgte Angleichung der Renditen zumindest über diesen Kanal nicht weiter zugenommen hat. Auch dieser Aspekt wird in der öffentlichen Diskussion bisweilen anders dargestellt, was angesichts der hier dargestellten Ergebnisse kritisch hinterfragt werden sollte. Unterstützt wird diese Interpretation durch eine – ebenfalls auf den HFCS-Daten basierende – Untersuchung der Deutschen Bundesbank (2019b), wonach der Gini-Koeffizient der Vermögensverteilung in Deutschland zwischen 2010 und 2017 sogar geringfügig gesunken ist.

Reale Renditen im Zeitverlauf

Um die diskutierten Ergebnisse noch besser einordnen zu können, wären – analog zur makroökonomischen Ebene – Informationen zu den Entwicklungen vor Beginn des Niedrigzinsumfelds hilfreich. Komplementäre Umfragen könnten diese Lücke grundsätzlich schließen, jedoch wäre dies mit methodischen Problemen verbunden. Um diese Betrachtung dennoch zu ermöglichen, wird daher abschließend unterstellt, dass die HFCS-Portfoliostruktur der jeweiligen Dezile der Jahre 2010, 2014 und 2017 im Mittel auch in den Jahren zuvor (sowie in den Jahren zwischen den Umfragewellen) zutrif. Angesichts der relativ geringen Veränderungen der Strukturen im Zeitverlauf erscheint dies grundsätzlich plausibel. Da Strukturbrüche (z. B. wegen des Terrorangriffs am 11. September 2001) und andere größere Veränderungen so aber a priori von der Betrachtung ausgeschlossen sind, sind die Ergebnisse nur mit Vorsicht zu interpretieren.

Abbildung 5
Reale Renditen privater Haushalte im Zeitverlauf – Deutschland



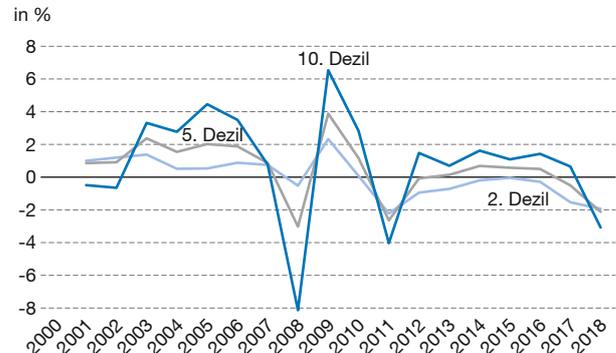
Quellen: Deutsche Bundesbank (PHF-Studie, 2017), Deutsche Bundesbank (2019a); EZB (HFCS, o. D.) sowie eigene Berechnungen.

Die Abbildungen 5 und 6 zeigen die Ergebnisse dieser Simulation für beide Länder, jeweils für das zweite, fünfte und zehnte Dezil.¹⁵ Es fällt unmittelbar auf, dass die Rendite der reichsten Haushalte im Zeitverlauf deutlich volatiler verläuft als jene der niedrigen und mittleren Vermögen, was mit den unterschiedlichen Portfoliostrukturen zusammenhängt. So lag die Performance des zweiten Dezils als Repräsentant der Haushalte mit den höchsten Einlagenanteilen in fast allen Jahren am unteren Rand und damit auch unter dem Durchschnittswert aus den makroökonomischen Aggregaten. Negative Renditen haben alle bereits auch vor Beginn des Niedrigzinsumfelds verzeichnen müssen, insbesondere die vermögendsten Haushalte, die andererseits aber auch von besonders hohen Renditen profitiert haben. Ferner zeigt sich, dass der Abstand zwischen den jeweils erzielten Renditen vor 2010 in einzelnen Jahren deutlich größer war. In Deutschland lag er zeitweise bei rund 7 Prozentpunkten, in Österreich sogar noch etwas höher.

Bemerkenswert ist, dass die mittlere Rendite seit 2010 zwar tendenziell niedriger ausfällt als zuvor, der Rückgang aber – zumindest bislang – nicht so groß ausfällt wie weithin vermutet. Dieses Bild, das schon von der makroökonomischen Betrachtung bekannt ist, gilt interessanterweise für die meisten Dezile. Während z. B. die armen Haushalte in Deutschland zwischen 2000 und 2009 im Mittel eine reale Rendite von 1,6 % erzielen konnten, fiel diese zwischen 2010 und 2018 auf 1,0 %. Beim fünften Dezil ging sie von 1,4 % auf 1,0 % zurück. Das ist zwar eindeutig weniger als zuvor, aber doch weit entfernt von einem Szenario, in dem oft von einer „Enteignung“ der Sparer die Rede ist. Die reichsten Haushalte konnten ihre mittlere Rendite sogar geringfügig steigern, was jedoch

¹⁵ Aufgrund der Einschränkungen der Daten des 1. Dezils wird zur Diskussion der vermögensärmsten Haushalte auf das 2. Dezil zurückgegriffen.

Abbildung 6
Reale Renditen privater Haushalte im Zeitverlauf – Österreich



Quellen: Oesterreichische Nationalbank (2019); EZB (HFCS, o. D.); sowie eigene Berechnungen.

maßgeblich auf die Entwicklung eines Jahres (2012) zurückzuführen ist und daher nicht überinterpretiert werden sollte. Gleichwohl zeigt sich schließlich auch, dass die Renditen aller Haushalte seit einigen Jahren einem negativen Trend folgen und 2018 ins Negative drehen.

Schlussfolgerungen

An dem allgemeinen Zinsumfeld können Haushalte naturgemäß nichts ändern, unabhängig davon, worauf dieses letztlich zurückzuführen ist. Die Ergebnisse zeigen aber einmal mehr, dass ein diversifiziertes Portfolio grundsätzlich positiv zur realen Rendite beitragen kann.¹⁶ Dies wird besonders deutlich durch den Vergleich der Haushalte zwischen Deutschland und Österreich. Deren Präferenz für renditeschwache Anlageformen ist über alle Dezile noch stärker ausgeprägt als in Deutschland – mit dem Ergebnis, dass die Renditen auch deswegen dort durchweg noch niedriger ausfallen. Insofern wäre etwas mehr Nüchternheit in der Debatte geboten. Das ändert aber nichts daran, dass Haushalte – unter Berücksichtigung der (teilweise beschränkten) finanziellen Möglichkeiten – in beiden Ländern gut beraten wären, ihr finanzielles Vermögen breiter zu streuen.

Dies setzt wiederum zwingend voraus, dass Haushalte dazu überhaupt in der Lage sind, also über die notwendigen Kenntnisse verfügen, denn: Ohne derartige Kenntnisse laufen auch gut gemeinte Förderungen in Form von Steuerergünstigen oder Zulagen regelmäßig ins Leere (auch

¹⁶ Voraussetzung dafür sind die relativ niedrigen Korrelationen zwischen den Renditen der einzelnen Anlageformen. Aktuelle Untersuchungen zeigen allerdings, dass der Zusammenlauf der Renditen in allen großen Ländern des Euroraums zuletzt zugenommen hat (Radcke und Rupprecht, 2019b). Setzt sich dieser Trend fort, dürfte der Beitrag der Diversifikation zur Portfoliorendite künftig geringer ausfallen als zuvor. An ihrem grundsätzlich positiven Beitrag ändert sich dadurch gleichwohl nichts.

wenn diese grundsätzlich sinnvoll sein können). Genau an dieser Stelle bestehen jedoch bis heute erhebliche Defizite. Umfragen zeigen regelmäßig große Verständnis- und Wissenslücken in finanziellen Angelegenheiten.¹⁷ Bisweilen ist schon die Prozentrechnung eine Herausforderung. Hinzu kommen hartnäckige Vorurteile, wonach die Investitionen in bestimmte Anlageformen einer „Zockerei“ entsprächen, zu kompliziert oder schlicht zu teuer seien und damit ohnehin nur für „Reiche“ infrage kämen (wobei letzteres für einige Produkte bzw. Anbieter durchaus zutrifft). Auch wenn die „Reichen“ in den letzten Jahren gemäß unserer Ergebnisse sogar noch stärker vom Renditerückgang betroffen waren als die „Armen“, zeigt sich doch, dass vor allem letztere von einer Verbesserung ihrer finanziellen Bildung profitieren würden. Wie dessen Vermittlung im Einzelnen ausgestaltet sein sollte, kann an dieser Stelle nicht geklärt werden. Es spricht aber vieles dafür, dass dafür ein breiter Ansatz nötig ist, der sicherstellt, dass die Menschen auch verbindlich erreicht werden, beispielsweise über das nationale Bildungssystem. Da die „negativen“ Auswirkungen niedriger Renditen für den einzelnen Haushalt umso größer werden, je länger diese anhalten, sollten Ansätze zur Verbesserung der Bildung zudem möglichst früh ansetzen. Eine solche Initiative wäre letztlich auch im Sinne der vermögenden Haushalte, da ihre Auswirkungen schlussendlich auch die (künftige) Ausgestaltung des Renten- und Steuersystems beeinflussen könnten.

17 Für Deutschland exemplarisch Brzeski und Franke (2017). In Österreich gaben erst jüngst 70 % der Befragten in einer Umfrage zu Protokoll, dass sie sich in finanziellen Angelegenheiten gar nicht oder nur schlecht informiert fühlen (Mihm, 2020).

Literatur

- Abreu, M. und V. Mendes (2010), Financial Literacy and Portfolio Diversification, *Quantitative Finance*, 10(5), 515-528.
- Andreasch, M. und P. Lindner (2014), Micro and Macro Data: A Comparison of the Household Finance and Consumption Survey with Financial Accounts in Austria, ECB Working Paper 1673, Mai, Frankfurt.
- Annuß, C. und M. Rupperecht (2016), Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland: Die Rolle der realen Rendite, *DIW Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung*, 85(1), 95-110.
- Annuß, C. und M. Rupperecht (2017), Sparen in Zeiten niedriger Zinsen – wirtschaftspolitische Unterstützung nötig?, *Wirtschaftsdienst*, 97(2), 130-134.
- Arrondel, L., L. Bartiloro, P. Fessler, P. Lindner, T. Mathä, C. Rampazzi, F. Savignac, T. Schmidt, M. Schürz und P. Vermeulen (2016), How Do Households Allocate Their Assets? Stylized Facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, *International Journal of Central Banking*, 12(2), 129-220.
- Beer, C., E. Gnan und D. Ritzberger-Gründwald (2016), Saving, Portfolio and Loan Decisions of Households When Interest Rates are Very Low – Survey Evidence for Austrian Households, *Oesterreichische Nationalbank: Monetary Policy & the Economy*, (1), 14-32.
- Brzeski, C. und S. Franke (2017), Schlusslicht leuchtet jetzt auf der Insel, *ING Economic Research*, 25. Oktober.
- Demary, M. (2016), Lassen sich aus den Ursachen des Niedrigzinsumfeldes Wege für eine Zinswende ableiten?, *DIW Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung*, 85(1), 159-170.
- Deutsche Bundesbank (2015), Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes, *Monatsbericht*, Oktober, 13-32.
- Deutsche Bundesbank (2016), Verteilungseffekte der Geldpolitik, *Monatsbericht*, September, 15-38.
- Deutsche Bundesbank (2017), Die Studie zur wirtschaftlichen Lage privater Haushalte (PHF) – Studie der Deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (2019a), Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland, *Monatsbericht*, August, 33-36.
- Deutsche Bundesbank (2019b), Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017, *Monatsbericht*, April, 13-44.
- Domanski, D., M. Scatigna und A. Zabai (2016): Wealth Inequality and Monetary Policy, *BIS Quarterly Review*, März, 45-64.
- EZB (o.D.), Household Finance and Consumption Network, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_hfcn.en.html (16. Januar 2020). Ergebnisse unter: Publications and results (2017 wave, 2014 wave, 2010 wave), Aktuelle Ergebnisse publiziert März 2020.
- EZB (2019), Monetary Policy Decisions, Pressemitteilung am 12. September 2019, Frankfurt, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912-08de50b4d2.en.html> (16. Januar 2020).
- Fuest, C. und T. Wollmershäuser (2020), Niedrigzinsen: Ursachen und wirtschaftspolitische Implikationen, *Wirtschaftsdienst*, 100(1), 9-12.
- Grabka, M. und C. Halbmeier (2019), Vermögensungleichheit in Deutschland bleibt trotz deutlich steigender Nettovermögen anhaltend hoch, *DIW Wochenbericht*, 86(40), 735-745.
- Household Finance and Consumption Network (2018), The Household Finance and Consumption Survey: Results from the Second Wave, *ECB Statistics Paper* 18, Dezember, Frankfurt.
- Mihm, A. (2020), Mehr Österreicher wollen Aktionäre werden, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14. Februar, 25.
- Oesterreichische Nationalbank (2017), Worauf lässt sich der persistente Inflationsabstand Österreichs zum Euroraum und zu Deutschland zurückführen?, *Inflation aktuell*, Q4, 1-9.
- Oesterreichische Nationalbank (2019), Liquidität für Haushalte wichtiger als Rendite, Pressemitteilung am 22. Oktober 2019, Wien, https://www.oenb.at/Presse/20191022_1.html (17. Januar 2020).
- Radke, M. und M. Rupperecht (2019a), The Bill, Please! Households' Real Returns on Financial Assets Since the Introduction of the Euro, *Intereconomics*, 54(2), 106-113.
- Radke, M. und M. Rupperecht (2019b), Hoffnungsträgerin Lagarde? Eher nicht, *Wirtschaftswoche*, 18. November, 50.
- Rupperecht, M. (2018), Low Interest Rates and Household Portfolio Behaviour in Euro Area Countries, *Intereconomics*, 53(3), 174-178.
- Schnabl, G. (2019), Die anhaltend lockere Geldpolitik hat gesellschaftlich unerwünschte Verteilungseffekte, *ifo Schnelldienst*, 72(20), 6-8.
- Vermeulen, P. (2018), How fat is the top tail of the wealth distribution?, *Review of Income and Wealth*, 64(2), 357-387.

Title: Real Returns of Private Households with Different Financial Assets – A Comparison of Germany and Austria

Abstract: The paper discusses the real returns of German and Austrian households of different financial wealth groups in times of ultra-low interest rates. While returns decreased across all groups, the decline is rarely claimed, at least so far. Moreover, it is shown that – contrary to popular belief – rich households are particularly affected, although their returns today are still higher than those of the poor. While the general developments are similar, the yield level in Austria is consistently lower than in Germany. Overall, the asset structure is key for the results. Economic policy should therefore aim at a higher diversification of assets, especially for the poor, by effectively improving financial education.

JEL Classification: E52, G51, G53