ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Demary, Markus; Niehues, Judith; Stockhausen, Maximilian; Zdrzalek, Jonas

Research Report

Der Einfluss der EZB-Geldpolitik auf die Vermögensverteilung in Deutschland

Provided in Cooperation with:
Foundation for Family Businesses / Stiftung Familienunternehmen

Suggested Citation: Demary, Markus; Niehues, Judith; Stockhausen, Maximilian; Zdrzalek, Jonas (2021) : Der Einfluss der EZB-Geldpolitik auf die Vermögensverteilung in Deutschland, ISBN 978-3-948850-03-6, Stiftung Familienunternehmen, München

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/250019

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Stiftung
Familienunternehmen

Der Einfluss der EZB-Geldpolitik auf die Vermögensverteilung in Deutschland

Impressum

Herausgeber:

Stiftung Familienunternehmen

Stiftung Familienunternehmen
Prinzregentenstraße 50
80538 München
Telefon: +49 (0) 89 / 12 76 400 02
Telefax: +49 (0) 89 / 12 76 400 09
E-Mail: info@familienunternehmen.de
www.familienunternehmen.de

Erstellt von:

Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.
Konrad-Adenauer-Ufer 21
50668 Köln

Projektteam
Dr. Markus Demary
Dr. Judith Niehues
Dr. Maximilian Stockhausen
Jonas Zdrzalek

© Stiftung Familienunternehmen, München 2021
Titelbild: Stadtratte | iStock
Abdruck und Auszug mit Quellenangabe
ISBN: 978-3-948850-03-6

Zitat (Vollbeleg):

Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.): Der Einfluss der EZB-Geldpolitik auf die Vermögensverteilung in Deutschland, erstellt vom Institut der deutschen Wirtschaft (IW), München 2021, www.familienunternehmen.de

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse ..... **V**

A. Einleitung **1**

B. Die Ausrichtung der Geldpolitik seit der globalen Finanzkrise **3**

C. Bisheriger Forschungsstand **7**

I. Die Argumentation der EZB 7

II. Die Argumentation der Kritiker 11

III. Analyserahmen der Untersuchung 12

D. Die Vermögensanlagen der Haushalte **15**

I. Finanzvermögen 17

II. Sachvermögen 18

III. Portfoliostruktur der Geld- und Sachvermögen 20

E. Die Reaktion der einzelnen Vermögensklassen auf die Geldpolitik **25**

I. Analysezeitpunkte 25

II. Kreditzinsen, Einlagenzinsen und Lebensversicherungen 25

III. Entwicklung der kapitalmarktbasierten Vermögensklassen 27

IV. Selbstgenutzte und fremdgenutzte Immobilien 30

V. Betriebsvermögen 34

F. Portfoliozusammensetzung und Ungleichheit **37**

I. Intersektorale Ungleichheit 37

II. Vermögenszusammensetzung nach Vermögenshöhe 39

III. Vermögenszusammensetzung nach Einkommenshöhe 43

IV. Vermögenszusammensetzung nach Altersgruppen 45

V. Vermögenszusammensetzung nach Wohnentscheidung 47

VI. Vermögenszusammensetzung nach Gemeindegrößenklasse 49

VII. Einfluss von Wertveränderungen auf den Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung 51

G. Gewinner und Verlierer der expansiven Geldpolitik **55**

I. Methodik 55

II. Vergleich zwischen aktuellem Umfeld und der Vorkrisenzeit 57

III. Langfristige Auswirkungen der Geldpolitik auf die Vermögensungleichheit..... 72

1. Die Möglichkeit dauerhafter Niedrigzinsen..... 72

2. Auswirkungen auf die Vermögensanlage..... 72

3. Alternative Szenarien 78

IV. Einfluss der verschiedenen Zinsumfelder auf den Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung 79

H. Wirtschaftspolitische Einordnung 83

Tabellenverzeichnis 85

Abbildungsverzeichnis 87

Literaturverzeichnis 91

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

Die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) begann als Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise im Jahr 2008 und erschien zunächst als vorübergehende Niedrigzinspolitik. Während der Banken- und Staatsschuldenkrise innerhalb des Euroraums in den Jahren 2011 und 2012 wurde sie jedoch instrumentell weiterentwickelt und in den Folgejahren der Krise weitergeführt. In der aktuellen Corona-Krise wurden die Instrumente der Geldpolitik erneut weiterentwickelt. Neu an dieser Form der Geldpolitik ist, dass nicht mehr die Leitzinsen das dominierende Instrument der Geldpolitik sind, sondern dass auch Instrumente an die Erfordernisse des Krisenmanagements angepasst werden. Es hat sich gezeigt, dass geldpolitische Instrumente, die im Jahr 2008 noch als unkonventionell galten, wie der Aufkauf von Anleihen über großangelegte Programme, nun zunehmend als geldpolitische Standardinstrumente verwendet werden. Auch wenn dieses geldpolitische Vorgehen eine Reaktion auf drei ungewöhnlich schwere Krisen innerhalb von kurzer Zeit darstellt, so zeigt sich auch, dass ein Ausstieg aus dieser Form der Geldpolitik, im Sinne einer Rückkehr zur Normalität aus der Zeit vor der globalen Finanzkrise, nach häufiger Ansicht nicht mehr möglich ist.

Die Auswirkungen dieser neuen Form der Geldpolitik werden seitdem vor allem in Deutschland in Bezug auf ihre Nebenwirkungen kontrovers diskutiert. Denn während die Geldpolitik sich am Euroraum als Ganzes ausrichten musste, hatte Deutschland die Rezession aus den Jahren 2008 und 2009 schnell überwunden und war von der Banken- und Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 und 2012 kaum betroffen. Während viele Länder des Euroraums in diesen Jahren nach der globalen Finanzkrise eine zweite Rezession erlebten, zeichnete sich in Deutschland ein langer Aufschwung ab. Damit wurde die Geldpolitik für Deutschland lange Zeit als zu expansiv angesehen, was sich zwar kaum in der Dynamik der Verbraucherpreise, dafür aber in der Dynamik der Vermögenspreise, insbesondere der Immobilienpreise, widerspiegelte. Aufgrund der Auswirkungen der Geldpolitik auf die Vermögenspreise ist es geboten, auch ihre Auswirkungen auf die Vermögensverteilung genauer zu untersuchen.

Die folgende Analyse beginnt mit einem Vergleich der unterschiedlichen Argumentationen der EZB und ihrer Kritiker. Es wird ein Analyserahmen entwickelt, um die zeitlichen Veränderungen in der Vermögensverteilung über die Zusammensetzung der Vermögenskomponenten der Haushalte und der Vermögenspreisänderungen zu analysieren. Dabei wird ein Fokus auf den Zeitraum von 2015 bis 2019 gelegt, da in dieser Zeit die Anleihenkäufe der EZB über das Public Sector Purchase Program (PSPP) stattfanden und Deutschland gleichzeitig einen robusten Aufschwung erlebte.

Die Analysen zeigen, dass die Wirkungskanäle vergleichsweise komplex sind und es keine einfache Antwort darauf gibt, ob die Geldpolitik die Vermögensverteilung signifikant verschiebt.

Unsere Ergebnisse deuten jedoch darauf hin, dass einige Haushalte von der expansiven Geldpolitik profitieren konnten und andere nicht. Die Effekte können folgendermaßen zusammengefasst werden:

- Eine expansive Geldpolitik während einer Rezession stabilisiert die Einkommen der ärmeren Haushalte, indem die Geldpolitik den Arbeitsmarkt stabilisiert. Dies ist vor allem für jene Länder des Euroraums relevant, deren Arbeitslosigkeit während der globalen Finanzkrise und der Banken- und Staatsschuldenkrise stark angestiegen ist. Tatsächlich gelang es durch die Geldpolitik der EZB auch, die Arbeitslosenquoten in den Folgejahren im Euroraum zu senken. Allerdings war das bedeutende arbeitsmarktpolitische Instrument in Deutschland während der globalen Finanzmarktkrise das Kurzarbeitergeld, das ein starkes Ansteigen der Arbeitslosigkeit verhindert hat. Vor diesem Hintergrund war der Effekt der Geldpolitik in Deutschland über diesen Kanal geringer als in den anderen Mitgliedsländern der Währungsunion.
- Aus diesem Grund fallen die Nebenwirkungen der expansiven Geldpolitik, vor allem der Rückgang der Zinsen für die Sparer, in Deutschland besonders auf. In der Analyse zeigt sich, dass der Rückgang der Zinsen vor allem den Vermögensaufbau der unteren Dezile belastet, da Bankguthaben und Lebensversicherungen in Relation zum Vermögen in diesem Bereich der Vermögensverteilung eine größere Bedeutung als bei reicheren Haushalten haben, die auch Vermögen in riskanteren Vermögensanlagen, wie fremdgenutzten Immobilien oder Betriebsvermögen, halten. Ein erschwerter Vermögensaufbau belastet vor allem die jüngeren Haushalte, sofern die Niedrigzinsphase noch länger anhalten wird. Für die älteren Haushalte, die derzeit ihre Altersvorsorge nutzen und weniger Zinseinkommen beziehen können, als es ihnen in der Vorkrisenzeit prognostiziert wurde, ist die jetzige Situation ebenfalls von Nachteil.
- Von der expansiven Geldpolitik haben vor allem die Haushalte profitiert, die in der Vorkrisenzeit eine Immobilie erworben und finanziert haben und die bei sinkenden Zinsen ihre Kreditkosten senken konnten und gleichzeitig von steigenden Immobilienpreisen profitiert haben. Weniger von niedrigen Zinsen und steigenden Immobilienpreisen können aktuell diejenigen Haushalte profitieren, die Immobilien in den Folgejahren zu hohen Preisen erworben haben und einen großvolumigen Kredit aufnehmen mussten. Sofern die Immobilienpreise weiter steigen, ist dies weniger problematisch. Allerdings kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass Immobilienpreise perspektivisch wieder stagnieren oder sogar sinken. Es muss zudem beachtet werden, dass Immobilien auch zur Verringerung der Ungleichheit beigetragen haben.

- Die Aktienbestände der Haushalte in Deutschland sind, verglichen mit anderen Vermögensformen, relativ klein. Zudem hat sich der Aktienmarkt im Untersuchungszeitraum im Durchschnitt ähnlich entwickelt wie im Vorkrisenzeitraum. Bei den Aktien kann es jedoch Effekte geben, die nicht über die vorliegende Durchschnittsbetrachtung abgebildet werden konnten. Es ist zu vermuten, dass reichere Haushalte eher in einzelne US-amerikanische Technologiewerte investiert haben als ärmere Haushalte, die weniger in Einzelaktien investieren. Über die starke Höherbewertung der Technologiewerte wurden bei diesen Anlegern hohe Gewinne erwirtschaftet. Allerdings ist dieser Effekt weniger auf die Geldpolitik der EZB zurückzuführen.
- Die Höherbewertung von fremdgenutzten Immobilien und Betriebsvermögen kann langfristig zu einer höheren Ungleichheit beitragen. Allerdings müssen dazu auch Risiken eingegangen werden, die viele Haushalte nicht tragen wollen und ärmere Haushalte aufgrund des fehlenden Investitionskapitals nicht tragen können. Denn sollten die Zinsen wieder ansteigen, können aus Bewertungsgewinnen durchaus Bewertungsverluste werden. Zudem stehen die Bewertungsgewinne aus fremdgenutzten Immobilien und Betriebsvermögen – anders als Zins- und Dividendeneinkommen – den Besitzern nicht direkt zum Konsum zur Verfügung, da zu Konsumzwecken ein Vermögenswert verkauft werden muss.
- Die Höherbewertung der Betriebsvermögen ist aus geldpolitischer Sicht positiv zu betrachten, da mit der Höherbewertung eine Bilanzstärkung einhergeht, die den Unternehmen einen besseren Finanzierungszugang – und somit Investitionen – ermöglicht, was wiederum Arbeitsplätze schaffen kann.

Wie viele andere wirtschaftspolitische Maßnahme auch, führt die Geldpolitik zu Gewinnern und Verlierern. Während viele Haushalte im Vergleich zur Vorkrisenzeit nun günstigere Finanzierungskosten und höhere Immobilienpreissteigerungen verzeichnen können, sind diese Effekte für Haushalte, die keine Immobilie besitzen oder die aktuell in den Immobilienmarkt einsteigen, trotz günstiger Finanzierungsbedingungen weniger vorteilhaft. Auch wird der Vermögensaufbau und die Altersvorsorge für diejenigen Haushalte, die aufgrund ihrer niedrigen Einkommen und niedrigen Vermögen auf risikoarme Anlageformen angewiesen sind, erschwert. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund relevant, dass auch in der Zukunft lediglich mit einem leicht höheren Zinsniveau zu rechnen ist. Von daher ist es wichtig, den Vermögensaufbau dieser Haushalte auch in Zeiten niedriger Zinsen zu unterstützen:

- Instrumente der Förderungen der Vermögensbildung, wie beispielsweise die Arbeitnehmersparzulage, wurden jahrelang nicht reformiert. Eine Anpassung an gestiegene Gehälter und gestiegene Preise wäre hier längst überfällig. Gleiches gilt für den Sparer-Pauschbetrag.

- Die Förderung einer Aktienkultur in Deutschland könnte konsequenter angegangen werden. Hierbei sollte der Fokus vor allem auf dem Beitrag des Aktienmarkts für den langfristigen Vermögensaufbau und der Altersvorsorge liegen. Zudem existiert der Vorschlag eines Bürgerfonds des ifo Instituts, der auf eine Beteiligung des Staates an den Aktienmärkten abzielt, sodass Renditen generiert werden, aus denen die gesetzliche Rente unterstützt wird (ifo 2019).
- Für einen erschwinglichen Immobilienerwerb ist vor allem eine Ausweitung der Bautätigkeit erforderlich, beispielsweise durch eine Reduzierung der Erwerbsnebenkosten, wie der Grunderwerbssteuer.

Zudem sollte vor dem Hintergrund eines anhaltenden Umfelds aus niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen von der Einführung einer Vermögensteuer abgesehen werden. Das wäre gleichbedeutend mit einer Höherbewertung von Unternehmen und somit einer höheren Steuerbasis. Investitionen der Unternehmen würden dadurch gehemmt. Dies würde die positiven Effekte der Geldpolitik auf die Investitionstätigkeit über den Bilanzkanal konterkarieren.

A. Einleitung

Die Auswirkungen der expansiven Geldpolitik der EZB, die als Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise im Jahr 2008 begann, während der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum in den Jahren 2011 und 2012 instrumentell weiterentwickelt wurde, in den Folgejahren der Krise weitergeführt und in der aktuellen Corona-Krise erneut instrumentell weiterentwickelt wurde, wird seit längerem in Bezug auf ihre Nebenwirkungen kontrovers diskutiert. Es hat sich gezeigt, dass geldpolitische Instrumente, die im Jahr 2008 noch als unkonventionell galten, wie der Ankauf von Anleihen über großangelegte Programme, nun zunehmend als geldpolitische Standardinstrumente verwendet werden. Auch wenn dieses geldpolitische Vorgehen eine Reaktion auf drei ungewöhnlich schwere Krisen innerhalb von kurzer Zeit darstellt, so zeigt sich auch, dass ein Ausstieg aus dieser Form der Geldpolitik, im Sinne einer Rückkehr zur Normalität aus der Zeit vor der globalen Finanzkrise, nach häufig zu findender Meinung nicht mehr möglich ist.

Die Frage nach den Verteilungswirkungen der Geldpolitik gewinnt deshalb zunehmend an Bedeutung und hat auch eine politische Brisanz. Denn das Mandat der Geldpolitik ist auf die Sicherung der Geldwertstabilität eingeengt, welches durch ihr Inflationsziel operationalisiert wird. Dass die Geldpolitik unterschiedlich auf ärmere und reichere Haushalte wirkt, war in der Vergangenheit weniger problematisch, da sich Phasen von expansiver und restriktiver Geldpolitik abgewechselt haben und die Geldpolitik mal die eine und mal die andere Gruppe bevorteilt hat. Ältere Studien, wie zum Beispiel Romer und Romer (1999) gehen aber davon aus, dass die Geldpolitik vor allem vorteilhaft für ärmere Haushalte ist, wenn sie Inflation und hohe Arbeitslosigkeit vermeidet. Anders an der aktuellen Situation ist, dass die Geldpolitik über einen langen Zeitraum expansiv ausgerichtet ist und die Vermögenspreise stark treibt. Damit könnte die Geldpolitik möglicherweise die Ungleichheit erhöhen. Diese Nebenwirkung sollte die Geldpolitik aber nicht oder nur zu einem geringen Teil haben, da dadurch Bereiche der Verteilungspolitik tangiert werden, die üblicherweise ausschließlich über das Steuersystem und Transferzahlungen adressiert werden sollten. Die geldpolitischen Programme der EZB waren schon mehrfach Gegenstand von gerichtlichen Verfahren durch das Bundesverfassungsgericht und den Europäischen Gerichtshof. So hat das Bundesverfassungsgericht unlängst angemahnt, dass die EZB besser über die Auswirkungen ihrer Geldpolitik informieren müsse (BVerfG, 2020, 2021). Aufgrund der zunehmenden Komplexität der Finanzmärkte mit unterschiedlichen Wirkungskanälen ist es nur schwer nachvollziehbar, welche gewollten und ungewollten Effekte die Geldpolitik tatsächlich hat. Aus diesem Grund sind Studien zu den Wirkungen der Geldpolitik auf die Vermögen der Haushalte von hoher Relevanz.

Allerdings können keine einfachen Kausalitäten zu den Verteilungswirkungen der Geldpolitik unterstellt werden, denn die Wirkungsmechanismen und Übertragungskanäle, mit denen

Geldpolitik auf die Vermögensungleichheit wirken kann, sind zahlreich, und werden innerhalb dieser Studie auch beschrieben und analysiert. Es bedarf deshalb einer umfangreichen Analyse unter Beachtung verschiedenster Übertragungskanäle, um mehr Klarheit in die Verteilungswirkungen der Geldpolitik zu erhalten.

Die wissenschaftliche Literatur aus der Zeit vor 2008 zu diesem Thema analysiert vor allem die Wirkungen der Geldpolitik auf Inflation und Arbeitslosigkeit. So sind ärmere Haushalte stärker von Inflation und Arbeitslosigkeit betroffen als reichere Haushalte. Deshalb kann eine Geldpolitik, die Inflation und Arbeitslosigkeit niedrig hält, vor allem den ärmeren Haushalten zugutekommen (Romer und Romer, 1999). Vor dem Hintergrund der niedrigen Arbeitslosenzahlen und der niedrigen Inflation der letzten Jahre könnte man nun meinen, dass es eigentlich keine Verteilungseffekte der Geldpolitik – zumindest bezogen auf Deutschland – mehr gibt. Jedoch hat sich im Zuge der Krisenpolitik der letzten Jahre gezeigt, dass es durch das Erreichen der Nullzinsgrenze zum Einsatz von geldpolitischen Maßnahmen an den Kapitalmärkten kam, wie der Ankauf von Anleihen oder die Vergabe von Langfristkrediten an Banken, die an Volumen und Dauer so noch nie dagewesen waren. Dies hat ein Umfeld aus Niedrigzinsen und boomenden Vermögenspreisen geschaffen, die neue Verteilungswirkungen hervorrufen, deren Effekte in dieser Studie genauer analysiert werden sollen.

Ziel der Studie ist es, die Wirkungskanäle der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung in Deutschland zu analysieren. Dabei werden sowohl die Argumente von Vertretern der EZB als auch die Argumente ihrer Kritiker empirisch überprüft.

Im folgenden Kapital wird die Ausrichtung der Geldpolitik im Zeitablauf kurz umrissen. Im darauffolgenden Kapitel werden die theoretischen Wirkungskanäle der Geldpolitik auf ärmere und reichere Haushalte ermittelt und einander gegenübergestellt. Vor dem Hintergrund, dass die Zusammensetzung des Vermögens von ärmeren und reicheren Haushalten sehr unterschiedlich ausfällt, muss für die Analyse auf Befragungsdaten zurückgegriffen werden, die die Vermögensaufteilung der Haushalte nach der Höhe ihres Vermögens darstellen können. Dies wird innerhalb des darauffolgenden Kapitels thematisiert. In einem weiteren Abschnitt werden die verschiedenen Vermögenspreise und deren zeitliche Entwicklung dargestellt und zu relevanten Untersuchungszeiträumen zusammengefasst. So werden Analysezeitpunkte ermittelt, die es möglich machen, die Thesen der EZB und die ihrer Kritiker zu analysieren. In den anschließenden beiden Kapiteln werden die Verteilungswirkungen der Geldpolitik untersucht.

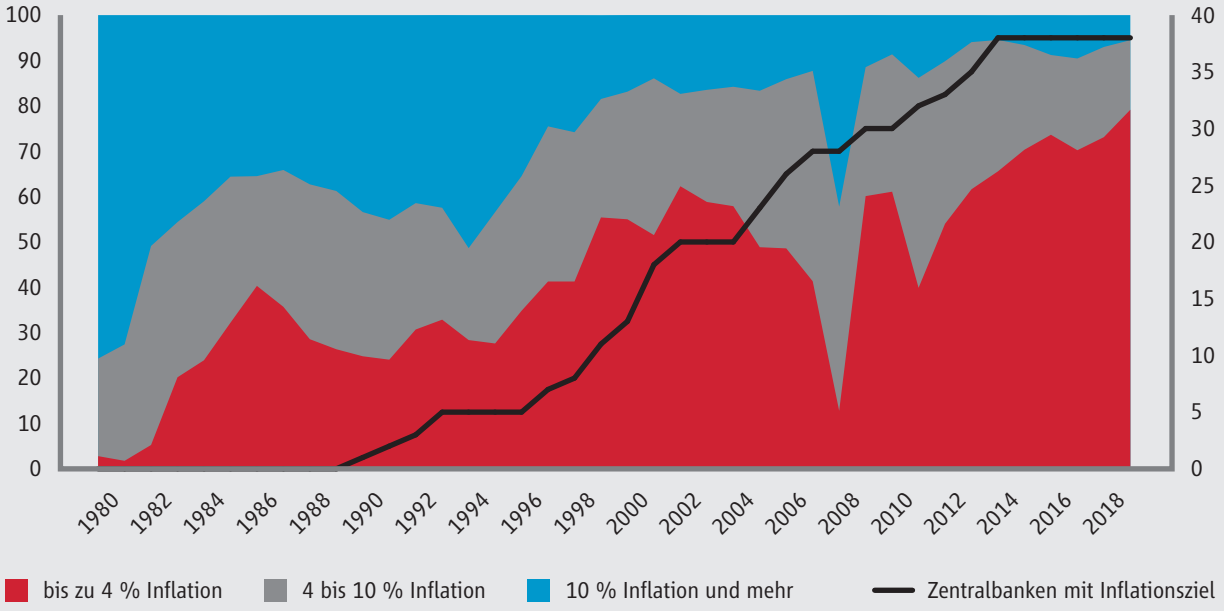
B. Die Ausrichtung der Geldpolitik seit der globalen Finanzkrise

Nach den hohen Inflationsraten der 1970er Jahre setzte sich bei den Zentralbanken sukzessive der Konsens durch, dass die Vermeidung einer hohen Inflation das überragende Ziel der Geldpolitik sein soll. Daneben haben Zentralbanken in der Regel noch weitere Ziele, wie die Aufrechterhaltung eines reibungslosen Zahlungsverkehrs, die Stabilisierung des Finanzsystems durch Eingriffsmöglichkeiten der Bankenaufsicht sowie die Bereitstellung von Liquidität an wichtige Segmente des Kapitalmarkts. Diese Aufgaben sind aber gegenüber dem Inflationsziel nachrangig. Die ökonomische Literatur der 1980er Jahre hat in den unterschiedlichen Zielen der Zentralbanken einen Zielkonflikt gesehen, der in hoher Inflation enden kann (Barro und Gordon, 1983; Kydland und Prescott, 1977; Cukierman und Gerlach, 2003). Allerdings hat sich im Zeitablauf gezeigt, dass die Kombination verschiedener Ziele für Zentralbanken häufig auch zu keinem Zielkonflikt geführt hat, da die Inflation in vielen Ländern mittelfristig ihren angestrebten Zielwert erreicht hat. Daher scheinen Zentralbanken durchaus in der Lage zu sein, andere Ziele – wie zum Beispiel Konjunkturglättung – kurzfristig adressieren zu können. So darf die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU unterstützen, sofern dies nicht im Widerspruch zum Inflationsziel steht (EZB, 2021). Die US-amerikanische Federal Reserve hat hingegen ein „Dual Mandate", das heißt, sie hat nicht nur das Ziel einer niedrigen Inflation, sondern auch das Ziel der Vollbeschäftigung (Federal Reserve Bank of Chicago, 2021).

Die erste Zentralbank, die das Konzept der Inflationssteuerung umsetzte, war die Zentralbank von Neuseeland im Jahr 1990, die sich ein mittelfristiges Inflationsziel von 2 Prozent gab und die sich öffentlich auch dafür rechtfertigen musste, wenn sie dieses Ziel verfehlt hat (Svensson, 2010). Dem folgte ein Jahr später die Zentralbank von Kanada und ebenfalls ein Jahr später die Bank of England (Roger, 2010). Mittlerweile haben mehr als 30 Zentralbanken diese Strategie implementiert (Jahan, 2021). Einige der Länder haben zwar – anders als die Zentralbank Neuseelands – kein konkretes Inflationsziel gesetzt, aber verfolgen dennoch primär das Ziel einer niedrigen Inflation.

Eine Folge dieser Strategieänderung war, dass die Inflation global sank. Dafür verantwortlich war, dass der Anteil der Länder mit einer Inflationsrate von bis zu 4 Prozent gestiegen und der Anteil der Länder mit einer Inflationsrate von über 20 Prozent gefallen war. Aktuell sind die Größenverhältnisse umgekehrt als in den 1980er Jahren, das heißt, der Großteil der Länder hat eine niedrige Inflationsrate, während nur ein kleiner Teil der Länder zu den Hochinflationsländern gehört (Abbildung 1).

Abbildung 1: Hoch- und Niedriginflationsländer



Anmerkung: Hoch- und Niedriginflationsländer in % aller Länder (linke Achse), Anzahl der Zentralbanken mit Inflationsziel (rechte Achse).
Quellen: Eigene Berechnung auf Basis von Weltbank (2021), Jahan (2021).

In den 1990er Jahren begann ein Zeitraum, der als Great Moderation bezeichnet wird. Dieser wurde durch die globale Finanzmarktkrise der Jahre 2008 und 2009 beendet. Während der Great Moderation waren die Inflationsraten niedrig und die Konjunkturzyklen wenig volatil (Hakkio, 2013; Bernanke, 2004, Stock und Watson, 2002). Dies sprach für den Erfolg der Zentralbanken mit ihrer neuen Strategie der Inflationssteuerung. Erste Kritiken an der Geldpolitik kamen nach der Rezession zur Jahrtausendwende auf. Den Zentralbanken wurde vorgeworfen, dass sie ihre Leitzinsen im Aufschwung weniger stark erhöht haben, als sie diese während der Rezession gesenkt haben (Miller et al., 2002, Dahiya et al. 2019, Hall, 2011). Dieser These der asymmetrischen Geldpolitik widerspricht heute eine ganze Reihe von Wissenschaftlern, da sich mittlerweile zeigt, dass der „neutrale Zins" in Folge des Strukturwandels gesunken ist. Dies geht vor allem auf demografische Effekte zurück, die zu höheren Sparquoten und geringeren Investitionsquoten führen. In diesem Umfeld können die Zentralbanken nicht mehr so hohe Zinsen setzen wie zuvor, ohne eine Rezession auszulösen (Bernanke, 2005, 2015; Summers, 2009; Caballero und Fahri, 2014; Krueger und Ludwig, 2007, Weizsäcker, 2014; Glaeser, 2014; Demary und Hüther, 2015; Demary und Voigtländer, 2018).

In Folge der geplatzten Immobilienblase in den USA im Jahr 2007 und der Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers wurde eine globale Finanzkrise ausgelöst, die die Zeit der Great Moderation beendete und eine bis dahin nie dagewesene globale Rezession auslöste. In der Folge senkten viele Zentralbanken ihre Leitzinsen auf 0 Prozent oder

sogar in den negativen Bereich und stellten dem Bankensystem Liquidität in nicht dagewesener Höhe bereit. Zudem begannen viele Zentralbanken mit Programmen zum großangelegten Ankauf von Staatsanleihen, um die Zinsen für Anleihen mit längeren Laufzeiten zu senken. Der Konsens vor der globalen Finanzmarktkrise war ursprünglich dass die Geldpolitik nur die Zinsen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve beeinflussen sollte.

Aus diesem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität konnten die Zentralbanken seither nicht mehr aussteigen. Die EZB hatte im Jahr 2011 zwei kleinere Zinsanhebungen von je 0,25 Prozent durchgeführt und sie hat ihre Bilanz durch Rückzahlung von Liquidität durch die Banken vorübergehend verkleinert. Diese eher restriktiven Maßnahmen musste sie aber schnell wieder rückgängig machen, da einige Länder des Euroraums in die Rezession abglitten. Im Gegensatz zu den USA erlebten einige Länder im Euroraum eine zweite Bankenkrise, die von einer Staatsschuldenkrise begleitet wurde. Die EZB musste dadurch mit weiteren Liquiditätsoperationen in den Jahren 2011 und 2012 tätig werden. Durch Schuldenkonsolidierungsprozesse in den Unternehmens- und Haushaltssektoren der ehemaligen Krisenländer drohten diese ab Ende des Jahres 2014 in die Deflation abzugleiten. Aus diesem Grund beschloss der Rat der EZB zu Beginn des Jahres 2015 großangelegte Käufe von öffentlichen und privaten Anleihen mit dem Ziel, die Inflationserwartungen zu stabilisieren und damit die Inflationsrate zurück zu ihrem Zielwert von unter, aber nahe 2 Prozent zu bringen.

Da Deutschland seine Rezession im Jahr 2009 beendet hatte und die Industrie nicht von der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum betroffen war, erlebte Deutschland einen relativ langen Aufschwung, der von einer aus deutscher Sicht sehr expansiven Geldpolitik begleitet war. Zwar stieg die Inflationsrate in Deutschland in diesem Zeitraum kaum an, doch haben sich hier im Immobilienmarkt deutliche Preiseffekte gezeigt. Während die Immobilienpreise in Deutschland in der Zeit vor der globalen Finanzkrise stagnierten, sind sie seitdem mit beschleunigtem Tempo angestiegen. Der Aktienmarkt erlebte gleichzeitig auch einen Boom, sodass zunehmend befürchtet wurde, dass eine Nebenwirkung der expansiven Geldpolitik eine Vergrößerung der Vermögensungleichheit in Deutschland sei.

C. Bisheriger Forschungsstand

Inwieweit die Geldpolitik zu einer Zunahme der Vermögensungleichheit beiträgt, wird nicht nur in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert, sondern auch in der Wissenschaft (Coibion et al. 2017; Saiki und Frost, 2014; Adam und Zhu, 2014; Doepke und Schneider, 2006; Meh und Terajima, 2008, Dobbs et al., 2013). Dabei fokussiert sich die Wissenschaft nicht ausschließlich auf die Zinspolitik der Zentralbanken, sondern untersucht auch die unkonventionellen Maßnahmen, die im obigen Abschnitt erwähnt wurden (Colciago et al., 2019). Während sich die Öffentlichkeit eher kritisch gegenüber den Vermögenseffekten der konventionellen und unkonventionellen Geldpolitik sieht, verweist die EZB vor allem auf die Vorteile ihrer Geldpolitik für die Bürger (Mersch, 2014). Innerhalb der Wissenschaft existieren zwar auch Kritiker der Geldpolitik, jedoch gibt es auch eine ebenso große Menge an Wissenschaftlern, die der Argumentation der EZB zustimmen. Dolado et al. (2018) zeigen, dass diese Diskrepanz daher rührt, dass ein und dieselbe geldpolitische Maßnahme unterschiedliche und möglicherweise sich gegenseitig aufhebende Wirkung auf Ungleichheit haben kann, da die Geldpolitik über verschiedene Kanäle auf die Ungleichheit wirkt und damit die verschiedenen Haushalte in ihrer Wirkung unterschiedlich betrifft. Daraus folgt, dass der Effekt von Geldpolitik im Vorhinein unklar ist.

In den folgenden Abschnitten werden die Positionen der unterschiedlichen Akteure übersichtsartig zusammengefasst.

I. Die Argumentation der EZB

Die EZB adressiert die Auswirkungen ihrer Geldpolitik auf die Vermögensverteilung in öffentlichen Reden des Direktoriums. Die Argumentation ist dabei insoweit ausgewogen, als die Komplexität des Themas durch die unterschiedlichen Übertragungskanäle, über die die Geldpolitik auf die hinsichtlich ihrer Einkommens- und Vermögenszusammensetzung heterogenen Haushalte wirkt, angesprochen wird (Cœuré, 2012; Mersch, 2014). So wirkt die Geldpolitik zwar direkt auf Zinsen und Vermögenspreise und damit auf das Spar- und Anlageverhalten der Haushalte, doch wirke diese auch indirekt auf Inflation und den Arbeitsmarkt. Dies kommt den Haushalten ebenfalls über eine geringe Teuerungsrate und eine geringe Arbeitslosenquote zugute. Allerdings wirke die Geldpolitik auch unterschiedlich auf Sparer und Schuldner sowie unterschiedlich auf Aktienbesitzer, Immobilienbesitzer und klassische Einlagensparer.

In der Argumentation unterscheidet die EZB zwischen den Kanälen, über die ihre Geldpolitik auf Einkommen wirkt sowie zwischen Kanälen, über die ihre Geldpolitik auf die Vermögen wirkt (Mersch, 2014). Im wissenschaftlichen Diskurs wird die Gruppierung der Effekte in indirekte und direkte Kanäle vorgeschlagen (Ampudia et al., 2018). Dabei lassen sich die

indirekten Kanäle als allgemeine Gleichgewichtseffekte klassifizieren, die durch Preis- und Lohnanpassungen, ausgelöst durch Geldpolitik, entstehen. Die direkten Kanäle werden auch als partielle Gleichgewichtseffekte bezeichnet, bei denen Anpassungen der Leitzinsen die Spar- oder Anlageanreize der Haushalte verändern. Zunächst werden die Einkommenskanäle und anschließend die Vermögenskanäle erläutert:

Income Composition Channel: Die Zusammensetzung der unterschiedlichen Einkommensquellen der Haushalte variiert über die Vermögensverteilung. Während die meisten Haushalte den Großteil ihres Einkommens in Form von Arbeitseinkommen erwirtschaften, beziehen insbesondere Haushalte im oberen Einkommensbereich zusätzlich auch Kapitaleinkommen aus Zinszahlungen, Dividendenzahlungen, Gewinnausschüttungen bei Betriebsvermögen und aus Mietzahlungen. Wenn eine expansive Geldpolitik Gewinne stärker ansteigen lässt als Gehälter, dann würden diejenigen mit Kapitalbesitz stärker von der Geldpolitik profitieren als diejenigen, die einen größeren Einkommensanteil aus Lohneinkommen beziehen. Gornemann et al. (2012) finden allerdings, dass eine zu restriktive Geldpolitik in Rezessionszeiten die Einkommensungleichheit erhöhen kann, da die Lohneinkommen der geringer verdienenden Haushalte zu stark einbrechen. Gemäß ihrem Modell senkt eine expansive Geldpolitik somit die Einkommensungleichheit über eine Stabilisierung der Einkommen am unteren Ende der Lohnskala. Der Gesamteffekt der Geldpolitik auf die Einkommensungleichheit ist daher a priori unklar.

Earnings Heterogeneity Channel: Die Arbeitseinkommen der einkommensärmeren Haushalte reagieren anders auf den Konjunkturzyklus und die Geldpolitik als die Einkommen der reicheren Haushalte. So haben die einkommensärmeren Haushalte während einer Rezession ein höheres Arbeitslosigkeitsrisiko als einkommensreichere Haushalte. Dadurch, dass die Geldpolitik die Folgen einer Rezession abmildert, kann sie das Arbeitslosigkeitsrisiko der einkommensärmeren Haushalte reduzieren und damit ihre Einkommen stabilisieren, was zu einer Reduzierung der Einkommensungleichheit beiträgt. Heathcote et al. (2009) und Carpenter und Rodgers (2004) konstatieren, dass eine restriktive Geldpolitik die Arbeitslosigkeit der unteren Einkommen stärker erhöht als die der höheren Einkommen. Damit reduziert eine expansive Geldpolitik während einer Rezession die Einkommensungleichheit.

Das Argument zur expansiven Wirkung der Geldpolitik auf den Arbeitsmarkt ist kontrafaktischer Natur. Mersch (2014) geht davon aus, dass ohne die expansive Geldpolitik die Arbeitslosigkeit stärker angestiegen wäre. Mit einem stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit wären demnach für mehr ärmere Haushalte die Einkommen weggebrochen, sodass diese ihre Spartätigkeit und ihren Vermögensaufbau hätten einstellen müssen. Durch die expansive Geldpolitik ist dies aber abgemildert worden, sodass sich Einkommen und Vermögen stabilisiert hätten.

Die folgenden Übertragungskanäle fokussieren stärker auf die Vermögensverteilung:

Portfolio Composition Channel: Vermögensärmere Haushalte verfügen über weniger Kapitalmarktprodukte. Stattdessen umfasst ein großer Teil ihres Vermögens Bankeinlagen, die häufig eine negative reale Rendite erwirtschaften. Vermögensreichere Haushalte diversifizieren ihr Portfolio, indem sie Aktien, Anleihen, Betriebsvermögen oder Immobilien halten, deren reale Renditen häufig positiv sind. Wenn also eine expansive Geldpolitik zu niedrigeren Zinsen und höheren Vermögenspreisen führt, dann profitieren die vermögensreicheren Haushalte und die Vermögensungleichheit verstärkt sich. Lenza und Slacalek (2021) finden jedoch keinen signifikanten Effekt auf den Gini-Koeffizienten als Maß für Ungleichheit.

Inflation Tax Channel: Bei ihrer Vermögensaufteilung können sich ärmere Haushalte weniger gut gegen Inflation absichern als reichere Haushalte. Da ärmere Haushalte tendenziell risikoaverser als reichere Haushalte sind, halten sie einen Großteil ihres Vermögens in Form von niedrigverzinslichen Bankeinlagen, die die Haushalte nicht gegen Wertverlust durch Inflation absichern können. Reichere Haushalte halten einen höheren Anteil an Aktien und Immobilien, mit denen sie sich besser vor Inflation schützen können. Erosa und Ventura (2020) stellen fest, dass eine höhere Inflation ähnlich wie eine regressive Konsumsteuer wirkt und zu mehr Vermögensungleichheit beiträgt. Indem eine Geldpolitik die Inflation niedrig hält, kann sie einem Ansteigen der Ungleichheit entgegenwirken (Romer und Romer, 1999).

Financial Segmentation Channel: Einige Haushalte haben direkten Zugang zum Kapitalmarkt, während andere Haushalte über Intermediäre, wie Banken oder Versicherungen, in Kapitalmarktprodukte investiert haben. Da sich Änderungen der Geldpolitik zuerst am Kapitalmarkt auswirken, werden diejenigen, die am Kapitalmarkt aktiv sind, stärker von ihren Wirkungen beeinflusst werden. Dies sind vor allem diejenigen Haushalte, die in Aktien, Anleihen oder Investmentfonds investiert haben. Es besteht aber auch ein Financial Segmentation Channel in Bezug auch regulierte und unregulierte Produkte. Während weitestgehend alle Haushalte Zugang zu Finanzprodukten, wie Bankeinlagen, Aktien, Anleihen und Investmentfonds besitzen, sind Private Equity und Spezialimmobilien aufgrund ihrer Risikostruktur und des benötigten Wissens für eine Investition nicht für jeden Haushaltstyp geeignet. Für viele weniger vermögende Haushalte sind die Risiken dieser Vermögensklasse zu hoch, weshalb sie diese Vermögenswerte häufig nicht nachfragen oder sie bekommen aufgrund ihres geringen Eigenkapitals keine Kreditfinanzierung für Investitionen in diese Produkte. Zudem erlaubt die Regulierung den Vertrieb verschiedener hochriskanter Produkte teilweise nur an vermögende Haushalte. Wenn die vermögenderen Haushalte also stärker in Vermögenswerte mit hohem Risiko und höherer Rendite investiert sind, so kann eine expansive Geldpolitik über diesen Kanal die Vermögensungleichheit erhöhen.

Unexpected Inflation Channel: Schuldner und Gläubiger reagieren unterschiedlich auf unerwartete Inflation. Diese unerwartete Inflation führt zu einer Neubewertung von nominalen Bilanzpositionen der Haushalte. Dabei profitieren Schuldner davon, dass der reale Wert ihrer Verschuldung gesunken ist, während Gläubiger in realen Werten weniger ausgezahlt bekommen. Dementsprechend profitieren Schuldner von Inflation, wohingegen Gläubiger darunter leiden. Sind Schuldner tendenziell ärmere Haushalte, würde unerwartete Inflation die Vermögensungleichheit verringern.

Andererseits argumentieren Zentralbanken, dass es mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik gelingt, ärmere Haushalte besser vor Inflation zu schützen. Einkommensärmere Haushalte können sich gegen eine höhere Preissteigerung schlechter schützten als einkommensreichere Haushalte. Dies liegt daran, dass ärmere Haushalte einen höheren Anteil von Gütern mit hoher Preissteigerung, wie beispielsweise Nahrungsmittel, nachfragen als reichere Haushalte. Gleichzeitig fragen sie einen kleineren Anteil an Gütern mit geringer oder sogar negativer Preissteigerung, wie beispielsweise Unterhaltungselektronik, nach. Bei den Ausgaben der ärmeren Haushalte zeigt sich, dass diese einen höheren Anteil ihres Einkommens in Form von Lebensmitteln nachfragen. Lebensmittel sind im Vergleich zu anderen Gütern jedoch durch überdurchschnittliche Preissteigerungen gekennzeichnet sind. Dafür fragen reichere Haushalte zum Beispiel stärker Unterhaltungselektronik nach, die in den letzten Jahren im Preis gefallen ist. Damit ist die Inflationsrate für ärmere Haushalte höher als für reichere Haushalte (Gürer/ Weichenrieder, 2018).

Savings Redistribution Channel: Über diesen Kanal wirkt die Geldpolitik in einem unterschiedlichen Maß auf Gläubiger und Schuldner. Indem eine expansive Geldpolitik die Finanzierungskosten für Schuldner senkt, reduziert sie gleichzeitig auch die Zinseinkommen der Gläubiger. Da Gläubiger in der Regel vermögender als Schuldner sind, hat diese Form der Geldpolitik einen ungleichheitsreduzierenden Effekt. Doepke und Schneider (2006) finden, dass ältere und reichere Haushalte durch ihre geringere Verschuldung nicht von sinkenden Zinsen profitieren und zudem Zinsverluste auf ihre Einlagen zu verzeichnen haben.

Die aufgeführten Kanäle sind allerdings nicht alle gleich relevant für unsere Fragestellung. So war die Inflationsrate innerhalb der Untersuchungsperiode historisch gesehen niedrig und lag über große Teile des Untersuchungszeitraums unterhalb des damaligen Inflationsziels der EZB von unter, aber nahe 2 Prozent, welche Anfang Juli auf 2 Prozent als symmetrisches Inflationsziel reformiert wurde. Ab dem Jahr 2015 hat die EZB stärker betont, dass sie die Inflationsrate in die Nähe ihres Inflationsziels von unter, aber nahe 2 Prozent, erhöhen möchte. Zudem ist die Arbeitslosigkeit während des Untersuchungszeitraums in Deutschland auf einem historischen Tief. Dies hat auch mit dem Einsatz von arbeitsmarktpolitischen Instrumenten, wie dem Kurzarbeitergeld, zu tun, das in der Wirtschaftskrise 2008 und 2009

einem Anstieg der Arbeitslosigkeit entgegengewirkt hat. Zudem hat Deutschland nach der globalen Finanzmarktkrise bis zum Eintreten der Corona-Pandemie im Jahr 2020 einen mehr als zehnjährigen Aufschwung erlebt. Aus diesem Grund fokussiert sich die Analyse stärker auf die Kanäle, über die eine Zunahme beziehungsweise Abnahme der Vermögensungleichheit aus einer unterschiedlichen Zusammensetzung der Vermögen der Haushalte resultiert, dies wären der *Portfolio Composition Channel*, der *Financial Segmentation Channel* sowie der *Savings Redistribution Channel*.

Zur Überprüfung der Argumente der EZB, für welche Haushalte die Geldpolitik über die günstigen Finanzierungsbedingungen vorteilhaft war, stellen wir den Rückgang der Einlagenzinsen und die Entwicklung der Vermögenspreise den anderen Vermögenskomponenten gegenüber. Ausblenden werden wir allerdings die Effekte der Geldpolitik auf die anderen Länder des Euroraums, da sich diese Untersuchung auf Deutschland fokussiert. Das heißt, die positiven Effekte der gesunkenen Arbeitslosigkeit in den übrigen Ländern des Euroraums fließen in diese Untersuchung nicht mit ein. Diese muss aber für eine abschließende Bewertung der Geldpolitik mitberücksichtigt werden, da die Geldpolitik der EZB für den Euroraum als Ganzes gilt.

II. Die Argumentation der Kritiker

Die Kritiker der expansiven Geldpolitik führen an, dass diese Politik nun schon seit zwölf Jahren anhält, ohne dass es zu einer Straffung gekommen sei, sodass die Zins- und Vermögenspreiseffekte, die mit der Geldpolitik einhergehen, nicht vorübergehender Natur sind, sondern permanente Verschiebungen in der Vermögensverteilung nach sich ziehen. Zwar sei es richtig, dass die Geldpolitik auf eine Rezession reagiert habe und damit auch Einkommen stabilisiert habe. Allerdings wurde die expansive Geldpolitik auch fortgeführt, um den anschließenden Aufschwung nicht zu verlangsamen. Die Kritiker argumentieren, dass die Inflationsmessung, die die Grundlage für Entscheidungen der Geldpolitik der Zentralbanken bilden, nicht korrekt sei (Schnabl, 2020). Daher hätte aus ihrer Sicht die expansive Geldpolitik deutlich früher beendet werden müssen. Weiterhin argumentieren die Kritiker am Beispiel von Japan, dass die expansive Geldpolitik zu einer sogenannten Zombifizierung der Ökonomie führt, bei der unprofitable Unternehmen aufgrund der niedrigen Zinsen nicht aus dem Markt gedrängt werden (Schnabl and Freytag, 2017 & Schnabl and Duarte, 2019). Acharya et al. (2020) zeigen, dass diese Entwicklung in Europa besonders durch die unkonventionelle Geldpolitik ausgelöst wurde. Außerdem führen die Kritiker an, dass die realen Einkommen in den unteren Einkommensdezilen in den letzten Dekaden stagnieren oder nur schwach steigen, wohingegen die Einkommen am oberen Ende der Verteilung deutlich gewachsen sind. Dieses Phänomen ließe sich gemäß der Kritiker auch durch die veränderte Geldpolitik der Zentralbanken erklären (Schnabl and Duarte, 2017). Die Kritiker verweisen bei diesen Beobachtungen überwiegend auf den *Income Composition Channel*. Haushalte aus den oberen Einkommensdezilen profitieren aufgrund ihrer Vermögenswerte durch höheres Einkommen, während ärmere Haushalte

unter den geringeren Löhnen durch die Zombifizierung leiden. Ebenfalls erörtern die Kritiker, dass die expansive Geldpolitik – unterstützt von unkonventionellen Maßnahmen in Form von Interventionen auf den Finanzmärkten-, die Vermögensungleichheit mit Verweis auf den *Portfolio Composition Channel* erhöht hat. Haushalte aus den unteren Einkommensdezilen halten Vermögenswerte, wie Staatsanleihen, Bonds oder Bankeinlagen, deren Rendite durch die Geldpolitik gegen Null tendiert. Reichere Haushalte halten hingegen Vermögenswerte, wie Aktien. Diese haben durch die Vermögenspreisinflation – ausgelöst durch die Politik der Zentralbanken – einen starken Anstieg erfahren (Schnabl and Duarte, 2017).

Die Kritiker argumentieren explizit über den *Income Composition Channel* sowie den *Portfolio Composition Channel*, der auch im Zentrum dieser Analyse steht. Die weiteren Kritikpunkte, dass die expansive Geldpolitik zu lange fortgeführt wurde sowie zu einer Zombifizierung der Volkswirtschaft führen könnte, werden aus den im vorherigen Abschnitt erläuterten Gründen für Deutschland nicht weiter fokussiert.

Die Kritiker fokussieren vor allem auf die längerfristigen Effekte von niedrigen Zinsen und boomenden Vermögenspreisen. Diese Effekte werden über einen Periodenvergleich, der auf gesunkenen Finanzierungskosten und einer Gegenüberstellung von Renditen in der Vorkrisenzeit und dem aktuellen Umfeld basiert, nicht adäquat abgebildet. Vielmehr wird ein zweiter Analyserahmen benötigt, der auch die längerfristigen Effekte dieses Umfelds illustrieren kann. Im nächsten Abschnitt werden daher diese beiden Analyserahmen entwickelt.

III. Analyserahmen der Untersuchung

Die Fragestellung der vorliegenden Studie weist eine gewisse Komplexität auf, sodass nicht alle Kanäle gleichzeitig untersucht werden können. Allerdings verlief die Inflationsrate über den Untersuchungszeitraum weitgehend stabil und niedrig und auch die Arbeitslosenquote war – zumindest in Deutschland – niedrig. Dies ermöglichte es uns, die Effekte der Geldpolitik auf Inflation und Arbeitslosigkeit als gegeben anzusehen und uns auf die Verteilungseffekte über Zinsen und Vermögenspreise zu fokussieren. Von der kontrafaktischen Analyse, wie sich die Vermögensverteilung entwickelt hätte, wenn Inflation und Arbeitslosigkeit höher ausgefallen wären, sehen wir also in unserem Analyserahmen ab. Insofern fokussieren wir uns auf die folgenden Übertragungskanäle: *Portfolio Compositon Channel*, *Financial Segmentation Channel* sowie *Savings Redistribution Channel*.

Es zeigt sich jedoch, dass die Argumente der EZB und die Argumente ihrer Kritiker nicht in einem Analyserahmen gegeneinander getestet werden können. So verweisen die Argumente der EZB häufig auf eine Verbesserung der Finanzierungskonditionen, was einen Vergleich zweier Zeitpunkte notwendig macht. Die Argumentation der Kritiker basiert hingegen auf

der Extrapolation des gegenwärtigen Umfelds aus niedrigen Zinsen und boomenden Vermögenspreisen. Aus diesem Grund basiert die weitere Analyse auf den folgenden beiden Untersuchungsrahmen:

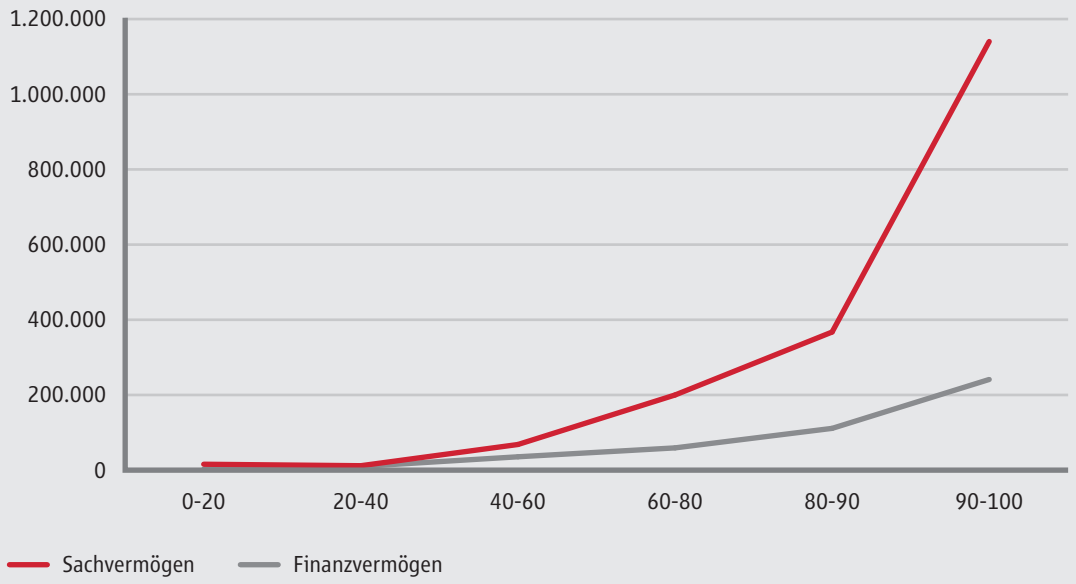
- Im ersten Untersuchungsrahmen werden die Zinsen und Renditen des Vorkrisenzeitraums mit den Zinsen und Renditen des Untersuchungszeitraums verglichen. Mit Hilfe der Portfolioaufteilung der Haushalte kann dann ermittelt werden, welche Vorteile oder Nachteile für die einzelnen Vermögenswerte beziehungsweise Schuldenpositionen entstanden sind. Positive Effekte können dabei als Vorteil gegenüber der Vorkrisenzeit interpretiert werden, während negative Effekte als Nachteil gegenüber der Vorkrisenzeit interpretiert werden können. Dieser Untersuchungsrahmen allein reicht aber zur Beantwortung der Fragestellung noch nicht aus, da er zu sehr auf die Haushalte fokussiert, die Vermögenswerte in der Vorkrisenzeit erworben haben beziehungsweise Kredite in der Vorkrisenzeit aufgenommen haben. Haushalte, die ihre Vermögenswerte erst in der Untersuchungsperiode erworben haben, werden also ausgeklammert. Diese Effekte ergänzt der zweite Untersuchungsrahmen.
- Im zweiten Untersuchungsrahmen wird das gegenwärtige Umfeld aus niedrigen Zinsen und boomenden Vermögenspreisen zehn Jahre in die Zukunft fortgeschrieben. Damit werden die Haushalte mit einbezogen, die ihre Vermögenswerte erst in diesem Umfeld erworben haben. Allerdings wird die aktuelle Corona-Krise ausgeklammert, da diese durch ihre unterschiedlichen Auswirkungen auf Arbeitnehmer und Selbstständige sowie durch die unterschiedlichen Auswirkungen auf Industrieunternehmen und Dienstleistungsunternehmen einer eigenständigen Analyse bedarf.

D. Die Vermögensanlagen der Haushalte

Wie sich die Geldpolitik auf die allgemeine Vermögensungleichheit auswirkt, hängt unter anderem mit der Zusammensetzung der Vermögensstruktur der Haushalte und der relativen Häufigkeit der einzelnen Vermögenswerte entlang der Vermögensverteilung zusammen (Dosche et al. 2021). So zeigen Adam und Tzamouranic (2016) auf Grundlage von Household Finance and Consumption Survey (HFCS)-Daten für den Euroraum die unterschiedlichen Preiseffekte verschiedener Vermögensklassen auf die Verteilung der Nettovermögen auf. Dabei wird deutlich, dass unterschiedliche Portfoliostrukturen entlang der Vermögensverteilung maßgeblich dafür sind, welche Vermögensgruppen profitieren und welche nicht: So haben Preissteigerungen bei Anleihen nahezu keinerlei Effekt auf die Nettovermögensungleichheit gezeigt, da ihre Bedeutung in allen Vermögensklassen relativ gering ist. Im Gegensatz dazu kommen Aktienkurssteigerungen im Vergleich der Euroländer vor allem Haushalten am oberen Ende der Nettovermögensverteilung zugute und erhöhen tendenziell die Ungleichheit. Immobilienpreiserhöhungen zeigen hingegen eine umgekehrte U-Form über die Nettovermögensverteilung, sodass die Vermögenden der Mitte davon am stärksten profitieren. Zusätzlich können veränderte Finanzierungsbedingungen bei Krediten und Hypotheken zu einer Entlastung verschuldeter Haushalte beitragen. Somit ist *a priori* nicht klar, welche Gesamtwirkung von den veränderten Vermögenspreisen bei gegebenen Portfoliostrukturen auf die Verteilung der Nettovermögen insgesamt ausgeht. Sich über die Zeit verändernde Portfoliostrukturen erschweren diese Überlegungen zusätzlich. Um die möglichen Folgen zu entwickeln, wird die Portfoliostruktur der Vermögen der deutschen Haushalte näher betrachtet und zeitliche Veränderungen beschrieben. Dafür wird im Folgenden auf Ergebnisse der Befragung „Private Haushalte und ihre Finanzen" (PHF) der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen, die aktuell für das Jahr 2017 vorliegen (Deutsche Bundesbank, 2019).

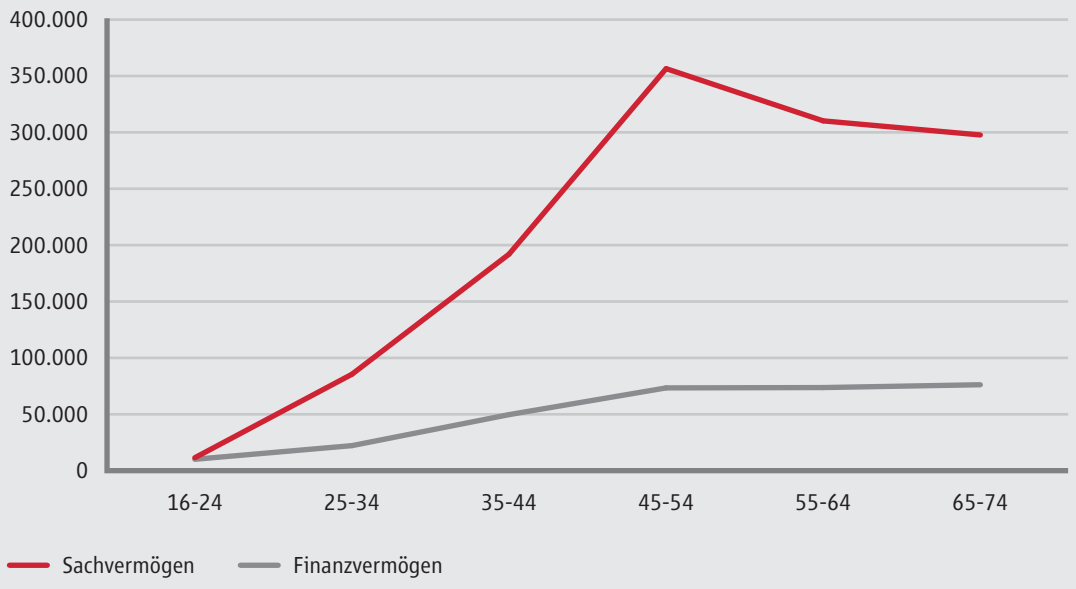
Beim Vermögen lässt sich zunächst grob zwischen Sach- und Finanzvermögen der Haushalte unterscheiden. Während die meisten Haushalte über Finanz- beziehungsweise Geldvermögen verfügen, ist der Besitz von Sachvermögen seltener, das heißt, nicht alle Haushalte besitzen Immobilien oder Betriebsvermögen. Da Betriebsvermögen sowohl Sach- als auch Finanzwerte umfassen, können sie theoretisch beiden Vermögensarten zumindest teilweise zugeordnet werden, sodass sie im Folgenden gesondert diskutiert werden. Zum Finanzvermögen zählen Bankeinlagen, aber auch Aktien, Anleihen und Fondsanteile. Zwischen dem Besitz von Sachvermögen und dem Besitz von Finanzvermögen als Nettovermögen, das heißt abzüglich der Schulden, zeigt sich ein nennenswerter Unterschied auf (Abbildung 2). Mit zunehmendem Nettovermögen der Haushalte steigt der Wert des Sachvermögens. Dies kann auf verschiedene Gründe zurückgeführt werden. Zum einen besitzen die Haushalte mit höherem Vermögen auch fremdgenutzte Immobilien, das heißt Immobilien, die vermietet werden. Zum anderen besitzen diese Haushalte auch mehr Betriebsvermögen, das heißt, sie halten auch unternehmerisches Risiko.

Abbildung 2: Durchschnittliches Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte nach Nettovermögensgruppen (in Prozent)



Quelle: Deutsche Bundesbank (2019).

Abbildung 3: Durchschnittliches Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte nach Alter



Quelle: Deutsche Bundesbank (2019).

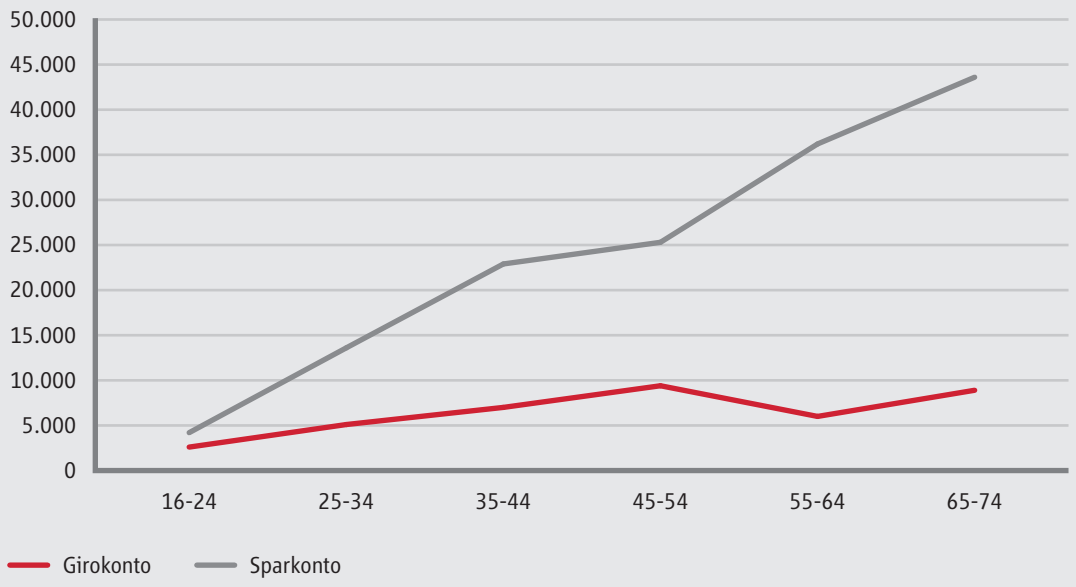
Ebenfalls interessant ist die Verteilung des Finanz- und Sachvermögens (brutto) nach Alter (Abbildung 3). Zum einen findet man hier einen typischen Verlauf mit steigendem Vermögen nach Alter, das in der Klasse der 45- bis 54-jährigen sein Maximum aufweist und dann wieder fällt.

Das heißt, bis zu dieser Altersklasse findet tendenziell der Vermögensaufbau statt, während in den Zeiträumen danach entweder Vermögen abgebaut oder vererbt wird. Zudem zeigt sich, dass der Aufbau von Sachvermögen stärker ausgeprägt ist als der Aufbau von Finanzvermögen. Das liegt daran, dass sich die Sachvermögen insbesondere aus Immobilienvermögen zusammensetzen und es sich bei Immobilien häufig um große und nicht teilbare Vermögenswerte handelt, die durch die Aufnahme von Krediten finanziert werden müssen.

I. Finanzvermögen

Bei einem genaueren Blick auf die Finanzvermögen zeigt sich eine weitestgehend monoton steigende Kurve, das heißt, dass ältere Haushalte tendenziell vermögender sind als jüngere Haushalte (Abbildung 4). Dies liegt vor allem an der längeren Zeit, die diese für den Vermögensaufbau hatten und an den in der Regel mit Alter und Betriebszugehörigkeit steigenden Gehaltsprofilen. Gleichzeitig steigt mit höherer Einkommensposition auch die Sparquote eines Haushaltes, sodass nicht nur absolut mehr Vermögen aufgebaut wird sondern auch prozentual. Zudem halten ältere Haushalte einen größeren Teil ihrer Finanzvermögen auf Bankkonten in Form von Sparkonten, die in jüngeren Haushalten einen deutlich kleineren Anteil ausmachen.

Abbildung 4: Durchschnittliche Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte auf Bankkonten nach Alter



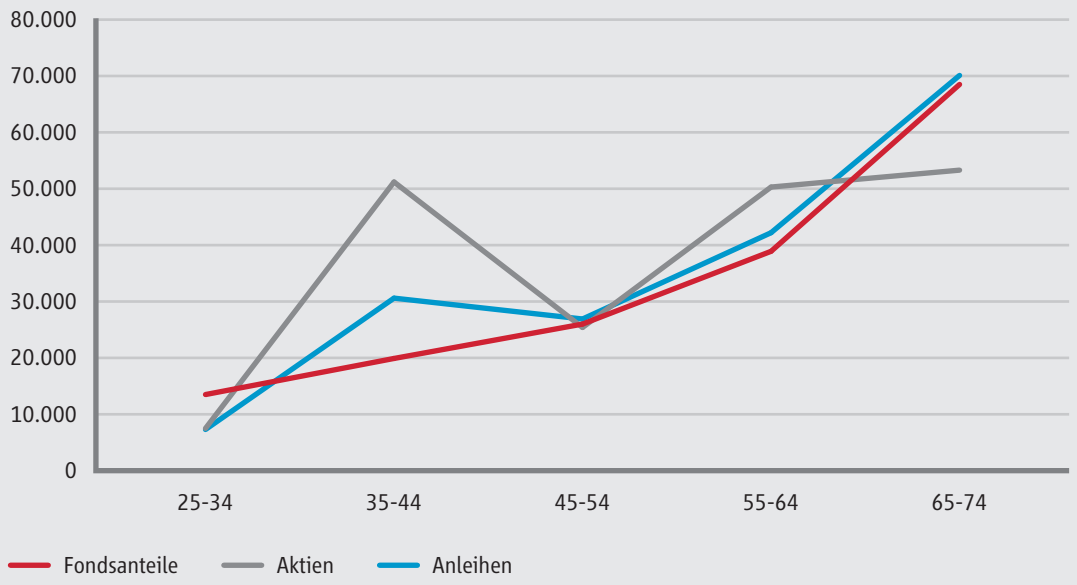
Quelle: Deutsche Bundesbank (2019).

Der Grund dieses Unterschiedes könnte in verschiedenen Liquiditätspräferenzen zu finden sein, die bei jüngeren Haushalten größer sein sollten. So zählen zu den Sparkonten neben klassischen Sparbüchern mit täglicher Verfügbarkeit auch Festgelder, die mit längeren Laufzeiten

und garantierten Zinssätzen verbunden sind und über die nicht jederzeit verfügt werden kann. Zudem könnte der Unterschied mit schlechteren Vertragskonditionen neuerer Sparkonten und geringeren Verzinsungen sowie Gewohnheitseffekten zu tun haben.

Bei Aktien, Anleihen und Fondsanteilen zeigt sich ebenfalls ein steigendes Altersprofil (Abbildung 5). Die Daten zeigen aber auch eine gewisse Variation bei den Aktien und Anleihen. Bei der Interpretation dieser Daten muss aber auch bedacht werden, dass nur ein geringer Teil der Haushalte Aktien oder Anleihen hält. Deshalb kann es zu einer gewissen Stichprobenvariabilität aufgrund der kleineren Zahl an Fällen kommen. Der starke Anstieg des Aktienvermögens in der Klasse der 35- bis 44-jährigen und der starke Abfall in der Klasse der 45- bis 54-jährigen sollte deshalb nicht überinterpretiert werden.

Abbildung 5: Durchschnittliche Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte am Kapitalmarkt nach Alter



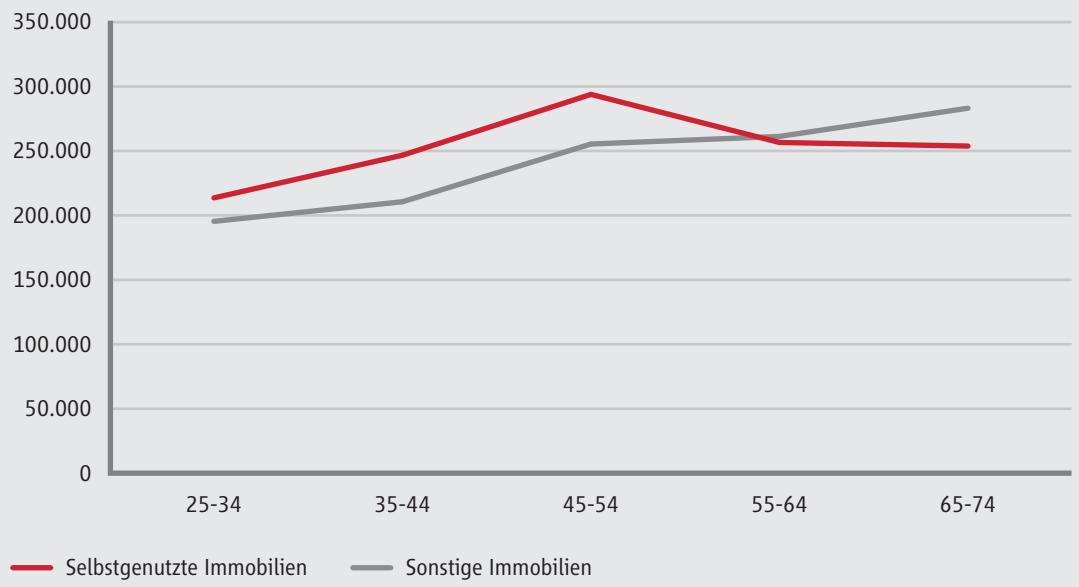
Quelle: Deutsche Bundesbank (2019).

II. Sachvermögen

Zum Sachvermögen gehören vor allen die selbstgenutzten und fremdgenutzten Immobilien sowie das Betriebsvermögen. Zwar gehören auch Fahrzeuge und Gemälde und ähnliche Wertgegenstände zum Sachvermögen. Da jedoch für diese Vermögenswerte keine Marktpreisdaten verfügbar sind und sie gegenüber Immobilien und Betriebsvermögen ein kleineres Portfoliogewicht haben, werden sie aus der Analyse ausgeblendet.

Während sich bei den selbstgenutzten Immobilien zunächst ein mit dem Alter steigendes und dann ab 55 Jahren ein fallendes Vermögen zeigt, so ist das fremdgenutzte Immobilienvermögen über alle Jahrgänge hinweg steigend (Abbildung 6). Der Grund dafür ist, dass fremdgenutzte Immobilien als Geldanlage dienen und auch einen Teil der Altersvorsorge darstellen können, während die selbstgenutzten Immobilien teilweise auch im Alter veräußert werden, um kleinere und altersgerechte Wohnungen zu erwerben. Den Rückgang im selbstgenutzten Immobilienvermögen der älteren Jahrgänge dürften ebenso Vermögensübertragungen an die nächste Generation erklären (Erbschaften und Schenkungen). Denkbar ist aber auch, dass selbstgenutzte Wohnimmobilien verkauft werden, um Pflege(heim)kosten zu finanzieren. In diesem Fall würde erneut das Vorsorgemotiv des Erwerbs von Immobilien in den Vordergrund rücken.

Abbildung 6: Durchschnittliche Immobilienvermögen (in Euro) der Haushalte nach Alter

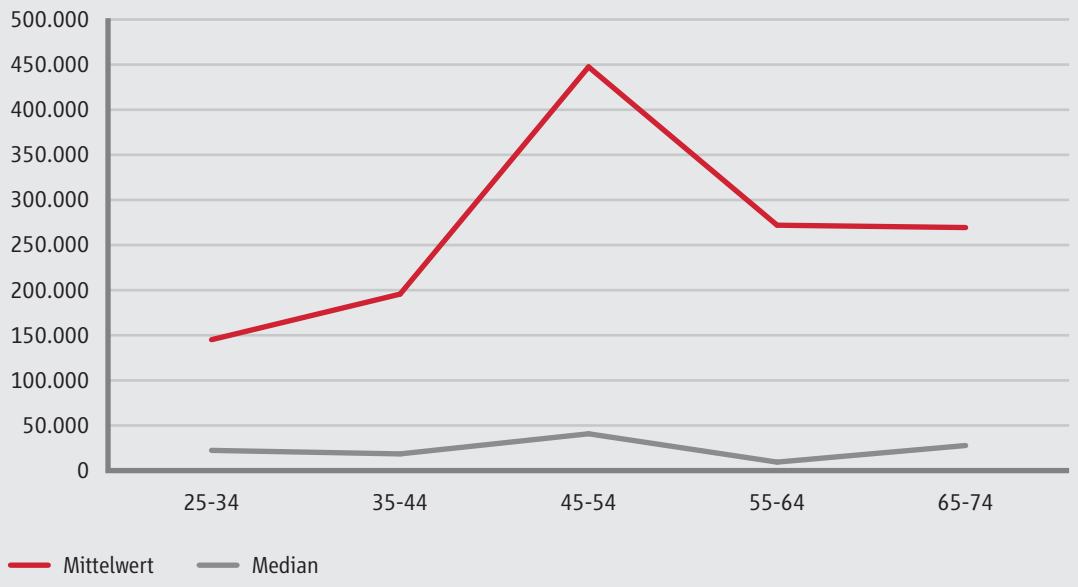


Quelle: Deutsche Bundesbank (2019).

Die Betriebsvermögen weisen, wie das Immobilienvermögen auch, ein steigendes Altersprofil auf (Abbildung 7). Der Aufbau von Betriebsvermögen steigt bis zum Alter von 45 bis 54 Jahren an und fällt dann ab. Ein Grund für diesen Abfall könnte sein, dass sich die Besitzer der Unternehmen in den Ruhestand begeben und das Unternehmen dann veräußern oder vererben. Bei den Betriebsvermögen zeigt sich zudem ein Unterschied zwischen dem Mittelwert und dem Median. Das liegt daran, dass viele Haushalte über kein Betriebsvermögen verfügen, was sich im geringen Median widerspiegelt. Der hohe Mittelwert resultiert daraus, dass es große Unterschiede bei der Höhe der Betriebsvermögen gibt. Da einzelne hohe Werte den Mittelwert stärker ansteigen lassen als den Median, kann der Unterschied zwischen Mittelwert und Median

darauf zurückzuführen sein, dass in diesen Dezilen einige Haushalte auch Betriebsvermögen von großen Mittelständlern und Großunternehmen besitzen.

Abbildung 7: Betriebsvermögen (in Euro) der Haushalte nach Alter



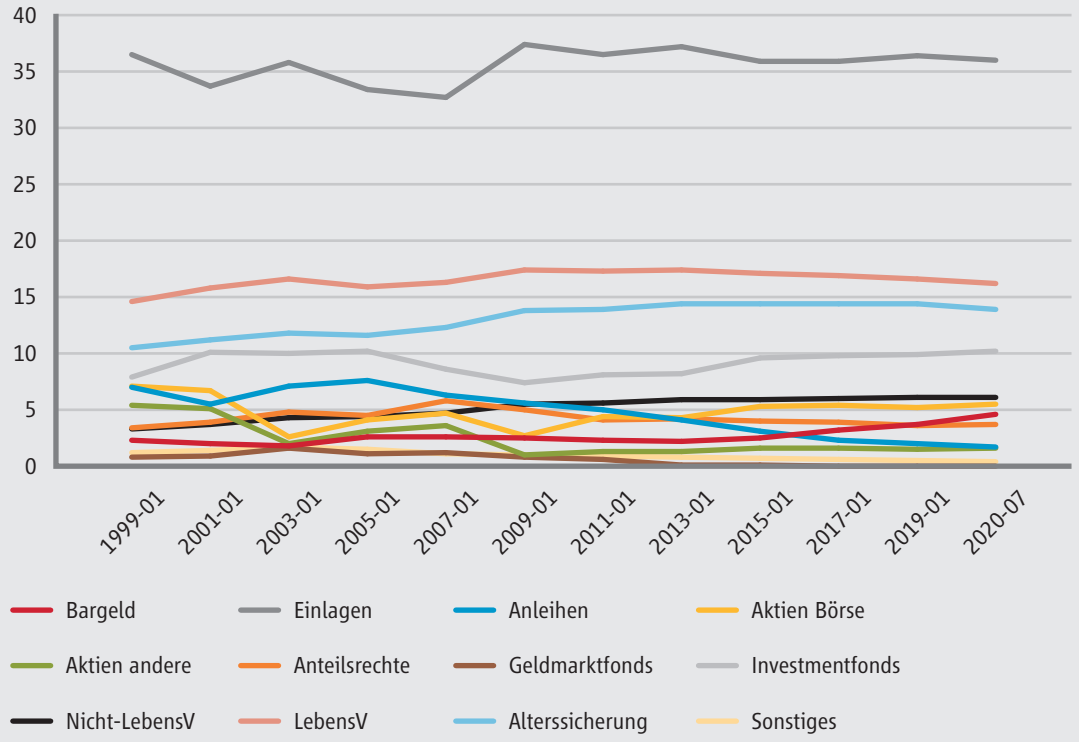
Quelle: Deutsche Bundesbank (2019).

III. Portfoliostruktur der Geld- und Sachvermögen

Für die weitere Analyse ist es wichtig zu wissen, inwieweit sich die Portfoliostruktur im Zeitablauf verschoben hat, das heißt, inwieweit die Haushalte ihre Geldanlage an die veränderte Geldpolitik angepasst haben. Aus diesem Grund werden in diesem Abschnitt die zeitlichen Veränderungen analysiert.

Die Portfolioaufteilung des Geldvermögens ist im Zeitablauf recht stabil und unterliegt nur geringeren Schwankungen (Abbildung 8). Während der Globalen Finanzkrise im Jahr 2008 gab es einen leichten Anstieg im Anteil der Bankeinlagen. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 ging der Aktienanteil leicht zurück. Ansonsten sind die Veränderungen in den Anteilen eher vernachlässigbar. Das heißt, für unsere spätere Analyse können wir konstante Portfolioanteile annehmen, ohne dass diese Annahme die Ergebnisse zu sehr beeinflusst. Dabei werden die isolierten Effekte von Änderungen bei Zinsen und Vermögenspreisen analysiert, ohne dass Portfolioumschichtungen der Haushalte Berücksichtigung finden.

Abbildung 8: Portfoliostruktur der Geldvermögen der Haushalte (in Prozent)

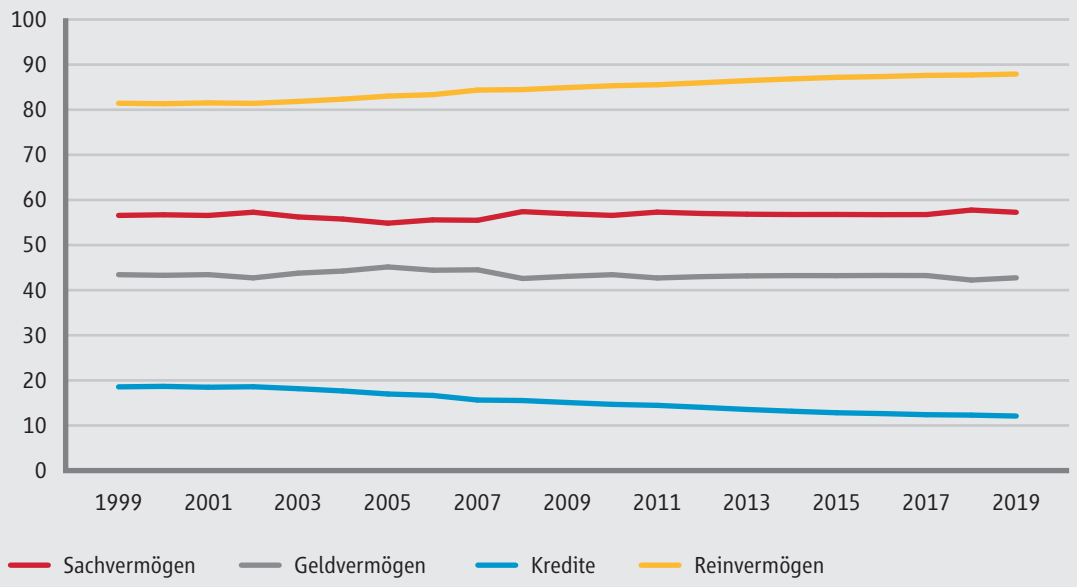


Anmerkung: Aktien Börse: börsengehandelte Aktien, Aktien andere: nicht börsengehandelte Aktien, LebensV: Lebensversicherungen
Quelle: Deutsche Bundesbank (2021a).

Der Großteil des Geldvermögens besteht aus Bankeinlagen, deren Anteil am gesamten Geldvermögen um rund 35 Prozent variiert, gefolgt von Ansprüchen gegenüber Lebensversicherungen, die einen Anteil von rund 15 bis 16 Prozent ausmachen. Nennenswert ist der über die Zeit gestiegene Anteil der Ansprüche gegenüber Alterssicherung, das heißt private Lebens- und Rentenversicherungen, der von rund 10,5 Prozent im Jahr 1999 auf 13,9 Prozent im Jahr 2020 anstieg. Dabei fand der wesentliche Zuwachs bis zum Jahr 2009 statt. Danach stagnierte der Anteil weitestgehend. Kapitalmarktbasierte Anlagen wie Aktien, Anleihen oder Investmentfonds bilden nur einen kleineren Teil des Finanzvermögens der Haushalte. Dies liegt unter anderem auch daran, dass diese Anlagen von einem kleineren Teil eher vermögender Haushalte gehalten werden. Einen ebenfalls kleinen Teil macht die Bargeldhaltung am Geldvermögen aus. Dennoch erhöhte sich auch dessen Anteil von rund 2,3 Prozent Ende der 1990er Jahre auf 4,6 Prozent. In den Daten ist insbesondere ein verhältnismäßig großer Anstieg nach 2015 zu beobachten. Zwischen höherer Bargeldpräferenz und der seit 2015 nochmals lockereren Geldpolitik kann durchaus ein Zusammenhang vermutet werden, wobei höhere Kontoführungsgebühren durch Privatbanken sowie Negativzinsen auf hohe Geldeinlagen ebenso denkbar sind. Im Gegensatz dazu hat sich der Anteil der Anleihen im Zeitraum von 1999 bis heute von

rund sieben auf unter 2 Prozent sehr stark verringert. Geldmarktfonds spielen ebenso nahezu keine Rolle mehr, während Investmentfonds deutlich im Anteil gestiegen sind.

Abbildung 9: Vermögen und Kredite der Haushalte



Anmerkung: In % der Bilanzsumme.
Quellen: Statistisches Bundesamt (2020), eigene Berechnungen.

Anders als erwartet hat das Volumen an Krediten in Relation zur Bilanzsumme der Haushalte abgenommen (Abbildung 9). Während der Kreditanteil zwischen 1999 und 2003 bei nahezu unveränderten 20 Prozent lag, sank er bis zum Jahr 2019 beinahe kontinuierlich auf leicht über 10 Prozent. Die Haushalte haben die Niedrigzinsphase also nicht dazu genutzt, um sich stärker zu verschulden. Vielmehr hat sich die finanzielle Situation der Haushalte verbessert und deren Kreditwürdigkeit ist angestiegen. Dieses Ergebnis unterstreicht, dass die Frage nach den Auswirkungen der Geldpolitik nur global betrachtet werden kann und Kredit- wie Vermögenspreisentwicklungen gleichermaßen einbezogen werden müssen. So spielen insbesondere Konsumkredite im unteren Teil der Vermögensverteilung eine größere Rolle als in den oberen Bereichen, sodass eine Reduzierung von Kreditlasten durchaus zu einer finanziellen Entlastung und Besserstellung der Haushalte führen kann.

Werden das Sachvermögen und das Geldvermögen als Anteil am Gesamtvermögen, das heißt in Prozent der Bilanzsumme, gemessen, so zeigt sich im Zeitablauf, dass sich die Aufteilung von Sachvermögen und Geldvermögen kaum verändert hat (Abbildung 9). Auf der Finanzierungsseite der Bilanz zeigt sich aber, dass Kredite an Bedeutung verloren haben und Eigenkapital an Bedeutung gewonnen hat. Dies kann unter anderem auch auf die Zunahme der Beschäftigung im Zeitablauf zurückzuführen sein. Durch höhere Löhne war es den Haushalten

demnach möglich, Kredite schneller zurückzuzahlen, sodass es zu einer Abnahme bei den Krediten kam. Die gute Beschäftigungssituation und die verbesserte Kreditwürdigkeit hat es den Haushalten dann aber auch erleichtert, Immobilien zu erwerben.

E. Die Reaktion der einzelnen Vermögensklassen auf die Geldpolitik

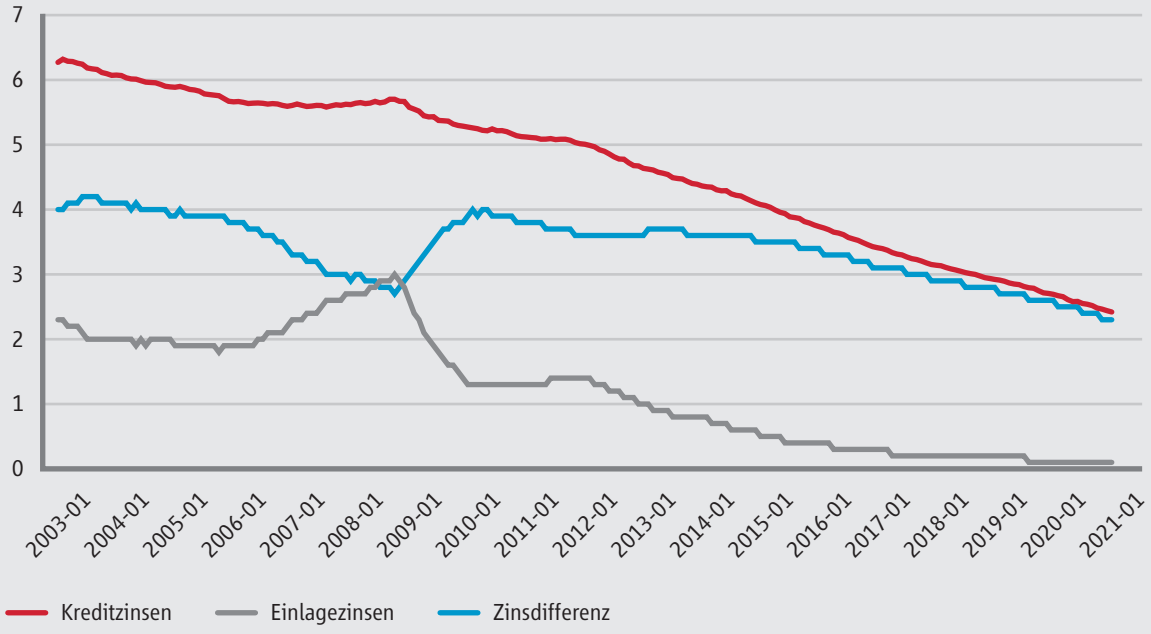
I. Analysezeitpunkte

Für die zu ermittelnden Effekte stellt die Wahl der Analysezeitpunkte eine wichtige Größe dar. Die EZB reagierte auf die globale Finanzkrise im Jahr 2008 mit den ersten Zinssenkungen. Damit stellen die Jahre vor 2008 den Referenzzeitraum dar. Für die Immobilienpreise liegen die Jahre 2005, 2006 und 2007 als Quartalsdaten vor, während für Aktien- und Anleihenkurse deutlich längere Zeiträume vorliegen. Der Zeitraum der expansiven Geldpolitik muss jedoch noch weiter unterteilt werden. Zum einen, weil sich Deutschland in den Jahren 2008 und 2009 in einer Rezession befand und von der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum in den Jahren 2011 und 2012 weitestgehend verschont geblieben ist. Zudem fand im Jahr 2011 noch eine Zinserhöhung durch die EZB statt, woraufhin einige Länder des Euroraums in eine Rezession abglitten, sodass die EZB die Leitzinsen wieder senken mussten. Zum anderen hat die EZB mit dem PSPP im Jahr 2015 ein umfangreiches Programm zum Ankauf von Anleihen initiiert. Diese Wertpapierankäufe haben vergleichsweise stark auf die Kapitalmärkte gewirkt, da sich insbesondere Deutschland in einer konjunkturellen Aufschwungphase befand. Von daher stellt der Zeitraum von 2015 bis 2019 einen Vergleichszeitraum zur Vorkrisenperiode dar. Die Zeit der Corona-Pandemie mit den Jahren 2020 und 2021 muss hingegen separat untersucht werden, da hier wieder ein konjunktureller Einbruch stattgefunden hat, der vor allem die Aktienmärkte, nicht aber die Immobilienmärkte betroffen hat. Zudem wirkte die Pandemie einerseits asymmetrisch auf Arbeitnehmer und Selbstständige und andererseits unterschiedlich auf Industrie- und Dienstleistungsunternehmen. Da dieser Zeitraum noch nicht abgeschlossen ist, wird er in dieser Studie nicht explizit untersucht.

II. Kreditzinsen, Einlagenzinsen und Lebensversicherungen

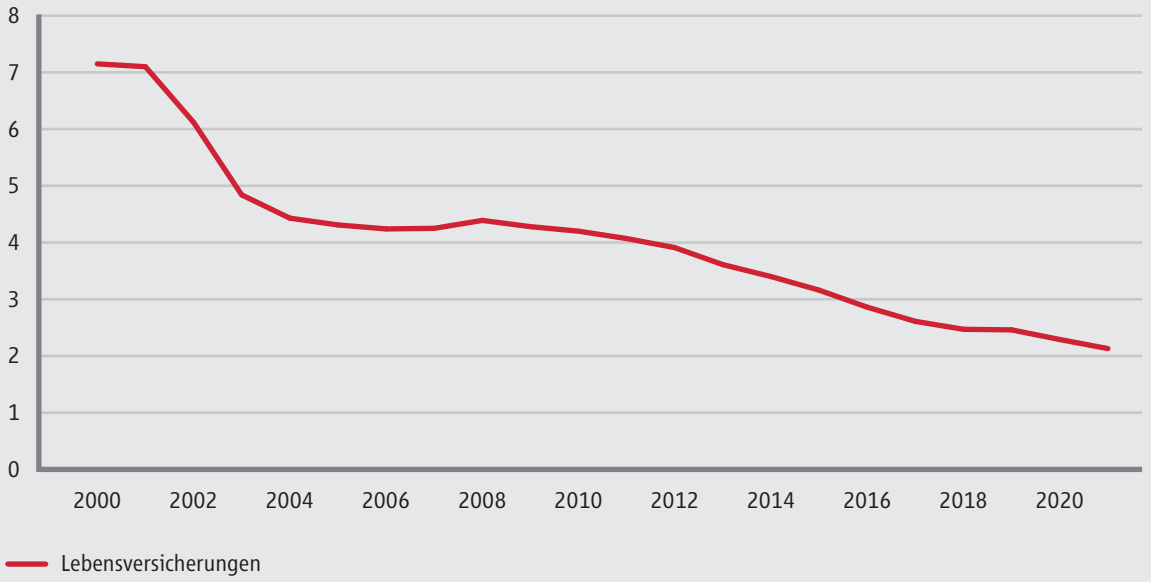
Abbildung 10 zeigt den Verlauf der Kreditzinsen und der Einlagezinsen. Diese wurden mit den jeweiligen Volumina nach Laufzeiten und Art des Kredits beziehungsweise Art des Einlagenvertrags gewichtet. In den Vorkrisenjahren 2006 und 2007 sind die Einlagenzinsen noch angestiegen, jedoch fielen diese im Zuge der konsequenten Zinssenkungen der EZB in Folge der globalen Finanzkrise sehr stark. Die Kreditzinsen sind aufgrund von langen Zinsbindungen, insbesondere bei Immobilienkrediten, weniger zinssensitiv, sodass diese erst einmal kaum auf die Zinssenkungen der EZB reagiert haben. Ab dem Jahr 2012 sanken die Kreditzinsen noch einmal stark ab und sind seitdem auch nicht mehr gestiegen. Wie an der Zinsdifferenz aus Kredit- und Einlagenzinsen zu sehen ist, sinken die Kreditzinsen seit circa 2015 stärker als die Einlagenzinsen.

Abbildung 10: Kredit- und Einlagezinsen (in Prozent)



Quellen: Deutsche Bundesbank (2021b, 2021c), eigene Berechnungen.

Abbildung 11: Laufende Verzinsung auf Lebensversicherungen (in Prozent)



Quelle: Statista (2021).

An dieser Stelle zeigen sich schon einmal die Effekte des *Savings Redistribution Channel*. Denn die Geldpolitik wirkt aufgrund der unterschiedlichen Laufzeitstruktur von Einlagenverträgen und Kreditverträgen unterschiedlich auf Sparer und Schuldner. Durch die geringeren Laufzeiten

bei den Einlagenverträgen im Vergleich zu den Kreditverträgen reagieren die Einlagenzinsen deutlich sensitiver auf die Geldpolitik als die Kreditzinsen. Insbesondere bei Einbeziehung der Jahre 2008 und 2009 käme man somit zu unterschiedlichen Aussagen zur Bedeutung dieses Kanals als unter Berücksichtigung der Folgejahre. Denn die Einlagenzinsen sanken im Jahr 2009 recht stark, wohingegen die Kreditzinsen in diesen Jahren kaum reagierten. Gerade im Jahr 2009 waren die Sparer besonders im Nachteil, während sich die Vorteile niedrigerer Zinsen für die Schuldner erst allmählich entwickelten.

Die laufende Verzinsung der Lebensversicherungen orientiert sich stark an den Umlaufrenditen von Anleihen am Kapitalmarkt. Da die Versicherer aufgrund von regulatorischen Vorschriften sehr stark in dieser Anlageklasse investiert sind und weniger in riskantere Anlageklassen wie Aktien investieren, ist die laufende Verzinsung der Lebensversicherungen auch einem sinkenden Trend unterlegen (Abbildung 11). Da Lebensversicherungen ein beliebtes Anlageprodukt bei Haushalten sind, sind diese entsprechend auch von den Zinsrückgängen betroffen.

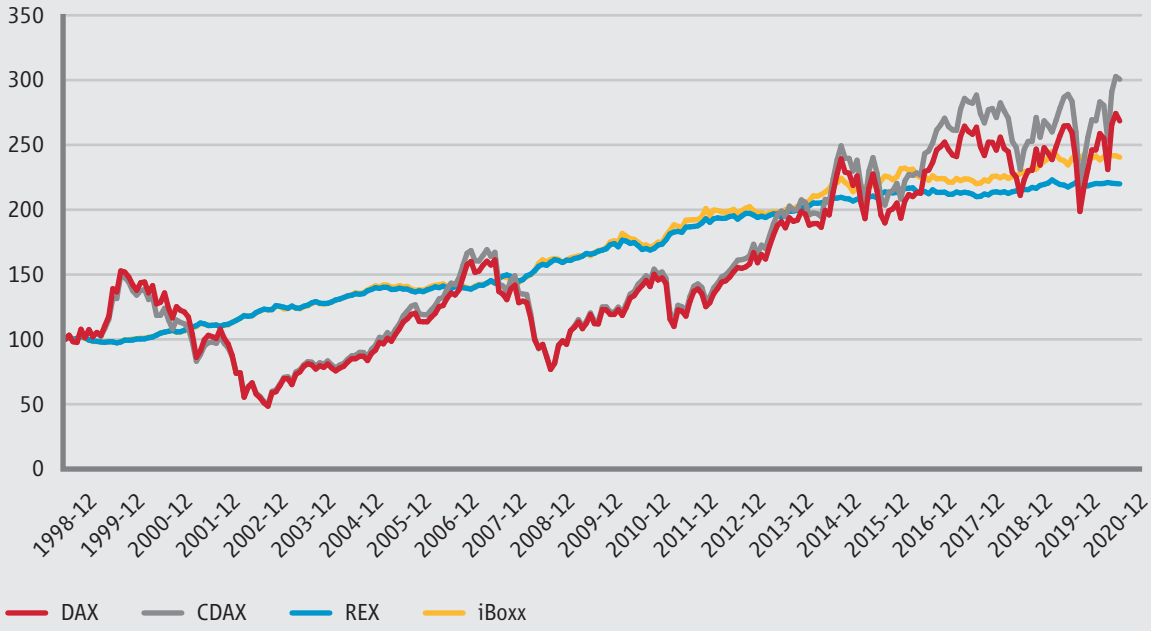
III. Entwicklung der kapitalmarktbasierten Vermögensklassen

Zu den kapitalmarktbasierten Vermögensklassen zählen Aktien, Anleihen und Investmentfonds, wobei Investmentfonds auf Anteilen aus Aktien, Anleihen, Immobilien oder einer Mischung dieser Vermögenswerte basieren können. Für diese Vermögensklassen sind der *Portfolio Channel*, aber auch der *Financial Segmentation Channel* besonders relevant, da vermögendere Haushalte einen besseren Zugang zu riskanteren Finanzmarktprodukten haben als weniger vermögende Haushalte. Während Aktien mittlerweile auch in kleiner Stückelung über Trading Apps für jeden handelbar sind, sind insbesondere Anleihen aufgrund ihrer höheren Stückelung eher uninteressant für weniger vermögende Haushalte. Bei den Investmentfonds gibt es ebenfalls Unterschiede: Während Investmentfonds von Typ UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities; landläufig: Investmentfonds, die in Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere investieren) für die breite Masse ausgelegt sind, richten sich Investmentfonds vom Typ AIF (Alternative Investment Fund) aufgrund ihrer höheren Risikostruktur und aufgrund der zu Grunde liegenden Vermögensklassen Rohstoffe, Infrastruktur, Private Equity oder Filmfonds eher an Hochvermögende.

Abbildung 12 enthält die zeitlichen Verläufe des Deutschen Aktienindex (DAX), des Composite DAX (CDAX), Des Deutschen Rentenindex (REX) und des Anleihenindex iBoxx. Während der DAX die 30 größten deutschen börsengehandelten Unternehmen enthält, so enthält der CDAX 485 börsengehandelte Unternehmen. Der REX basiert auf deutschen Staatsanleihen, während der iBoxx auch Unternehmensanleihen enthält. Die Indizes stellen sogenannte Performance-Indices dar, die bei den Aktien die Kursentwicklung und die Dividendenentwicklung abbilden und bei den Anleihenindizes die Entwicklung der Kupons sowie der Anleihenkurse. Die Rendite

einer Anleihe besteht immer aus der Kombination aus Kurs und Kupon, wobei der Kupon die festverzinslichen Zahlungen der Anleihe darstellt. Sofern der Ausgabekurs dem Rückgabewert entspricht, entspricht die Rendite der Anleihe den Kuponzahlungen. Da die Kurse der Anleihe aber bei Ausgabe vom Rückgabewert abweichen können und zudem im Zeitablauf schwanken, können höhere oder niedrigere Renditen im Vergleich zu den Kuponzahlungen erzielt werden. Durch die Intervention der EZB auf dem Anleihemarkt stiegen die Preise der Anleihen und dementsprechend auch die Renditen.

Abbildung 12: Aktien- und Anleihenmärkte (Index: 100=1998-12)



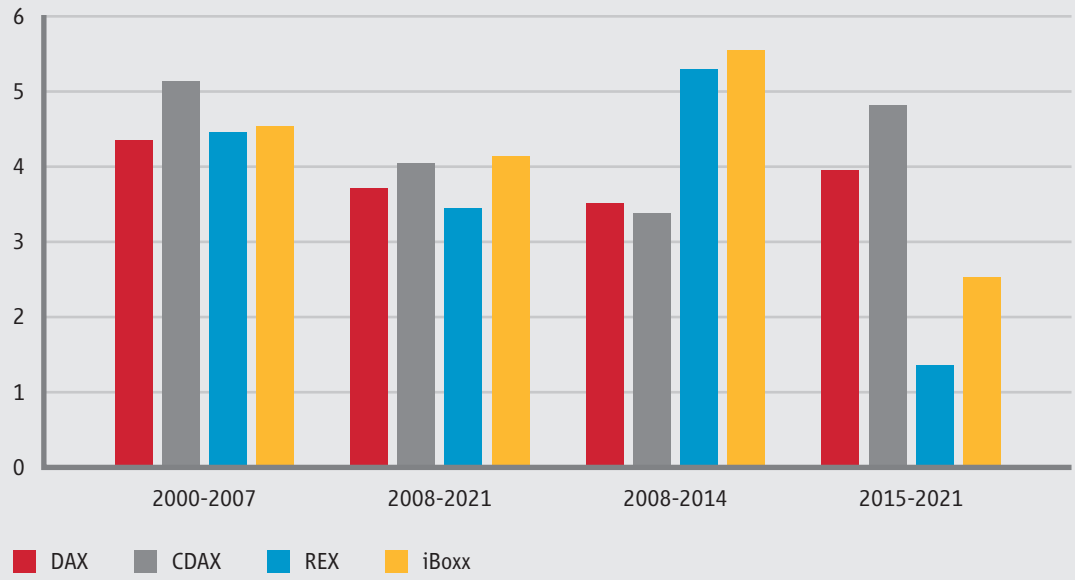
Quelle: Deutsche Bundesbank (2021d).

Während sich Aktien- und Anleihenmärkte im Trend ähnlich verhalten, schwanken Aktienkurse stärker als Anleihekurse (Abbildung 12). Während die Abwärtszyklen bei den Aktien im Vergleich zu den Anleihekursen in der Regel stärker ausgeprägt waren als die Aufwärtszyklen, scheint sich gerade der ab dem Jahr 2016 stattfindende Aufwärtszyklus bei den Aktien von den Anleihenkursen abzukoppeln. Hier zeigt sich die Wirkung der Anleihekaufprogramme der EZB auf die Anleihenkurse. Denn während die Anleihenkurse stagnieren, weil Anleihenrenditen unterhalb des Einlagenzinses der EZB von aktuell -0,5 Prozent nicht mehr nachgefragt werden, können die Aktienkurse weiter steigen. Durch Erreichen der Zinsuntergrenze kommt es somit zu einem Auseinanderlaufen von Aktien- und Anleihenkursen.

Abbildung 13 zeigt die durchschnittlichen jährlichen Renditen von Aktien und Anleihen deutscher Emittenten. Während sich in den Daten für die Jahre von 2008 bis 2014 noch die

Folgen der globalen Finanzkrise für die Aktienmärkte zeigen, zeigt sich für den Zeitraum der Anleihekäufe durch die EZB, die 2015 begannen, ein umgekehrtes Bild mit Anleiherenditen, die deutlich unterhalb der Aktienrenditen liegen. Es sieht demnach so aus, als ob es sich bei den Besitzern von Anleihen um mögliche Verlierer der expansiven Geldpolitik ab 2015 handelt, während die Aktienbesitzer eine deutlich höhere Rendite über diesen Zeitraum erzielen konnten.

Abbildung 13: Durchschnittliche Renditen auf Aktien- und Anleihenmärkten (in Prozent)

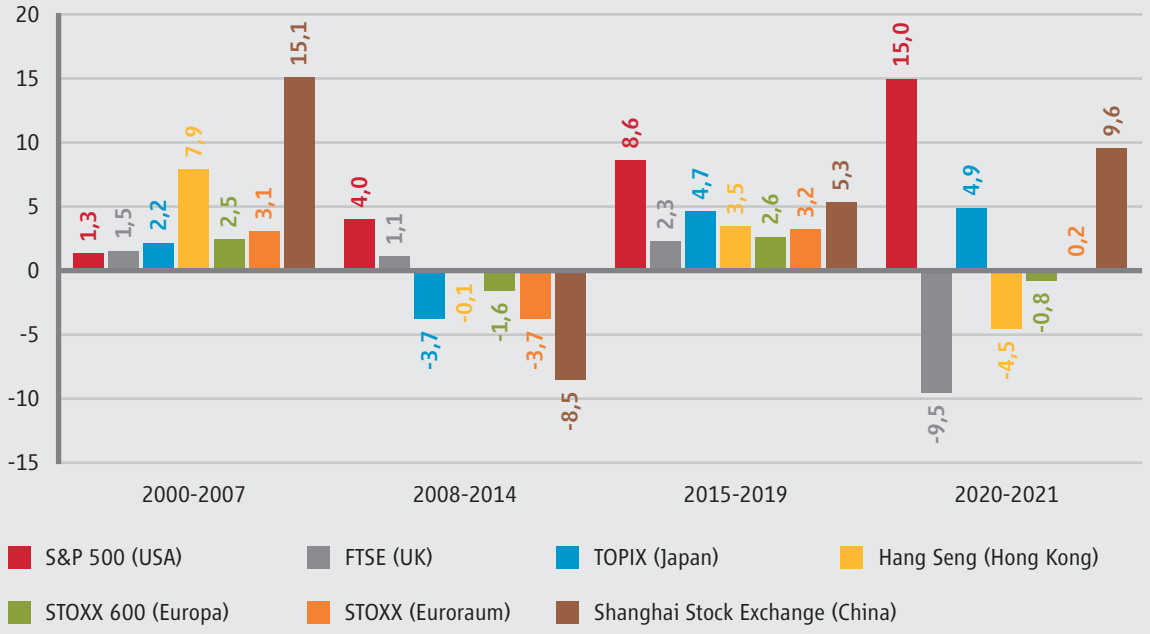


Quellen: Deutsche Bundesbank (2021d), eigene Berechnungen.

Allerdings halten viele Investoren ein global gestreutes Portfolio aus Aktien, während bei den Anleihen eine hohe Präferenz für die Bundesanleihe besteht, da diese als besonders ausfallsicher gilt. Aus diesem Grund kann bei der nachfolgenden Analyse nicht nur die Rendite des deutschen Aktienmarkts betrachtet werden. Abbildung 14 stellt daher auch die Renditen auf ausländischen Aktienmärkten dar. Insbesondere im oberen Vermögensbereich befinden sich Haushalte, die große Aktienbestände von einzelnen Unternehmen halten, die durch höhere Risikoübernahme und geringere Diversifikation durchaus auch höhere Renditen erzielen können – verglichen mit einem Portfolio, das den gesamten Aktienmarkt abbildet, wie es bei den Investmentfonds der vermögensärmeren Haushalte und der Mittelschicht zu finden ist. Da aber zu diesen einzelnen Aktienpositionen keine Daten vorliegen, können diese auch nicht explizit in der Analyse berücksichtigt werden. Aus diesem Grund wird in der Analyse ein gewichtetes Mittel aus deutschen und ausländischen Aktienmärkten gewählt, auch wenn hierdurch die Vermögenszuwächse einzelner Hochvermögender im Besitz von Einzelaktien nicht abgebildet werden können. Möglicherweise unterschätzen wir mit dieser Durchschnittsbetrachtung die Rendite einzelner Hochvermögender, die besonders stark in einzelne US-amerikanische

Technologiewerte investiert haben, die in den letzten Jahren hohe Kursgewinne erwirtschaftet haben. Da uns aber keine Informationen dazu vorliegen, wie sich die Aktienportfolien in der Bevölkerung unterscheiden, müssten Annahmen getroffen werden, die genauso diskutabel wären, wie die Annahme einer durchschnittlichen Rendite aus inländischen und ausländischen Aktien.

Abbildung 14: Aktienmärkte im internationalen Vergleich (Veränderung in Prozent)



Quellen: Macrobond, eigene Berechnungen.

IV. Selbstgenutzte und fremdgenutzte Immobilien

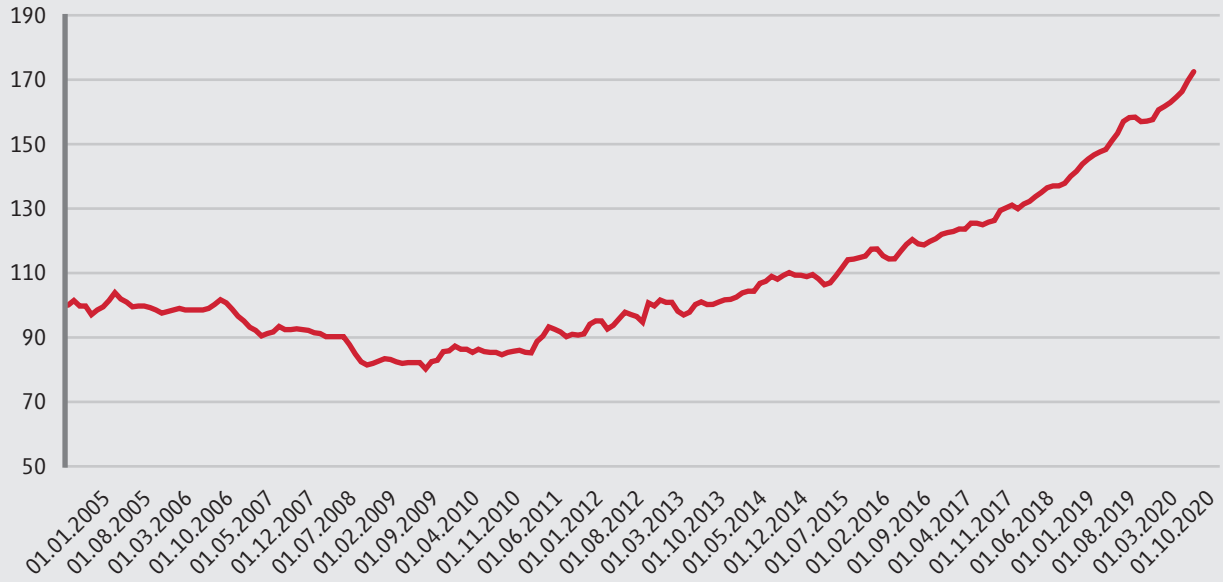
Für Immobilien gilt der *Financial Segmentation Channel* zum Teil auch. Zwar können selbstgenutzte Immobilien grundsätzlich von allen Haushalten erworben werden, jedoch existieren bei den fremdgenutzten Immobilien Objektklassen, die mit einem höheren Risiko verbunden sind als Wohnimmobilien. Hierzu zählen beispielsweise Bürogebäude, Lagereigebäude oder Handelsimmobilien. Auch die Investition in ein Wohngebäude mit einer Vielzahl an Mietern kann als eine Investition gezählt werden, die eher von hochvermögenden Haushalten getätigt wird. Der Grund hierfür ist, dass diese Haushalte aufgrund ihres höheren Eigenkapitals die Investitionen mit hohen Volumina durch weniger restriktive Kreditbeschränkungen tätigen können und zudem größere Risiken eingehen können.

Da Immobilien einen großen Anteil im Vermögen der Haushalte mit Immobilienbesitz darstellen, können Preissteigerungen bei den Immobilien – aufgrund der Größe dieser Vermögenswerte – auch zu großen Vermögenszuwächsen bei den Immobilienbesitzern führen. Es

liegt zunächst die Vermutung nahe, dass Immobilienpreissteigerungen einen relativ großen Effekt auf die Vermögensungleichheit haben werden. Welche Richtung dieser Effekt haben wird, hängt von der Verteilung des Immobilienvermögens innerhalb des Haushaltssektors ab. Da auch junge Haushalte Immobilien zur Selbstnutzung erwerben, obwohl sie tendenziell über weniger Vermögen verfügen als ältere Haushalte, ist der Effekt theoretisch vorerst unbestimmt und wird sich im weiteren Verlauf der Analyse zeigen.

Die Immobilienpreise für Wohnungen in Deutschland sind in den Jahren vor der globalen Finanzkrise im Durchschnitt gesunken. Mit Beginn der expansiven Geldpolitik stiegen die Immobilienpreise erst langsam, dann nahm die Preissteigerung an Fahrt auf. Besonders in der zweiten Phase der expansiven Geldpolitik, als die EZB mit den Anleihekäufen begann, nahm auch die Preissteigerung bei den Immobilien im Trend zu (Abbildung 15). Allerdings weisen viele Immobilienindizes sehr hohe Schätzungen der Renditen auf Immobilien aus, da sie vor allem die Preisentwicklung in den Großstädten abbilden. Verwendet man einen solchen Index, könnten zwar die Renditen von Immobilieninvestments von Hochvermögenden, die in Großstädten investiert haben, abgebildet werden. Unter der Verwendung dieses Indexes würden aber die Renditen der Mittelschicht möglicherweise überschätzt werden. Aus diesem Grund wird für die Analyse ein eigener Index aus regionalen Immobilienpreisdaten gebildet, dessen Daten mit den regionalen Bevölkerungsanteilen gewichtet werden.

Abbildung 15: Immobilienpreise in Deutschland

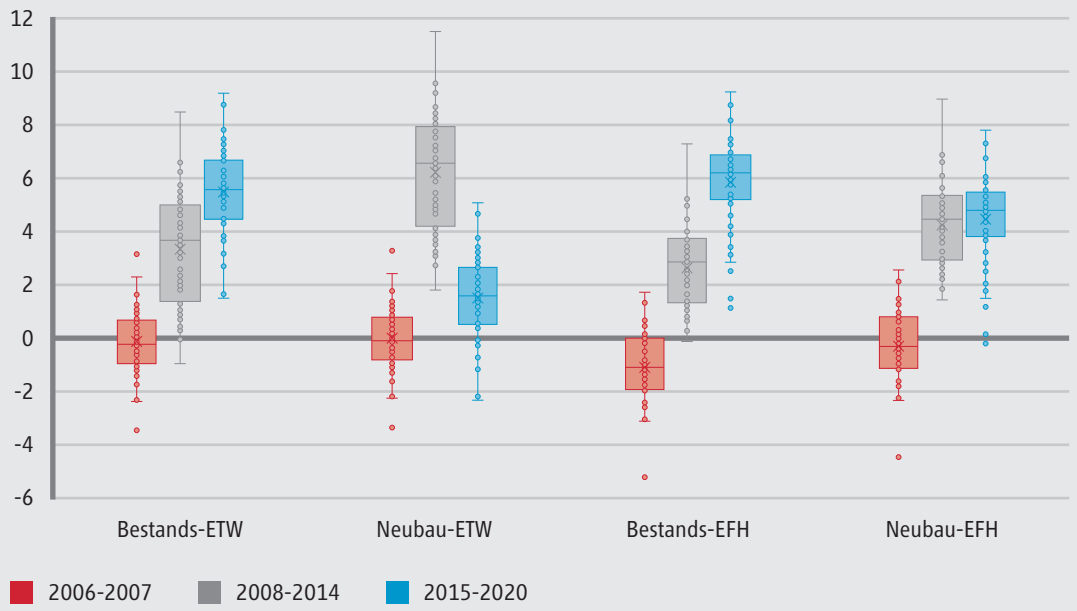


Anmerkung: Index: 01.01.2005 = 100.
Quellen: Macrobond, Europace.

Für die Immobilienpreise wurden Daten von F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt verwendet. Diese Daten liegen für Kreise und kreisfreie Städte vor. Zudem sind diese in Eigentumswohnung und Einfamilienhaus sowie in Neubau und Bestand unterteilt. Die Kreise und kreisfreien Städte wurden mit ihren Bevölkerungsanteilen gewichtet, um Preisindizes zu erhalten. Um Mittelwerte über Objekttypen und Alter zu ermitteln, wurden diese arithmetisch gemittelt. Das heißt, die Preisentwicklung von bevölkerungsreichen Regionen hat einen größeren Effekt auf den Index als die Preisentwicklung von bevölkerungsarmen Regionen, während Preisentwicklungen nach Alter und Objekttyp ein gleiches Gewicht haben. Zudem wurden Preisindizes für selbstgenutzte und fremdgenutzte Immobilien erstellt. Für die selbstgenutzten Immobilien wurde nur die Wertveränderung für die Renditeberechnung zu Grunde gelegt, während für die fremdgenutzten Immobilien sowohl die Wertveränderung als auch die Veränderung der Miete für die Renditeberechnung verwendet wurde.

Immobilienpreise zeigen eine starke regionale Streuung sowie eine Streuung nach Objekttyp beziehungsweise Alter der Immobilie (Abbildung 16). Die Preissteigerungsraten sind bei den neuen Immobilien etwas höher als im Bestand. Trotzdem zeigt sich zumindest bis zum Jahr 2014 für alle Immobilientypen im Trend eine Steigerung der Immobilienpreise nach Beginn der expansiven Geldpolitik. Bei den neugebauten Eigentumswohnungen zeigt sich allerdings auch ein Rückgang der Preissteigerungsraten.

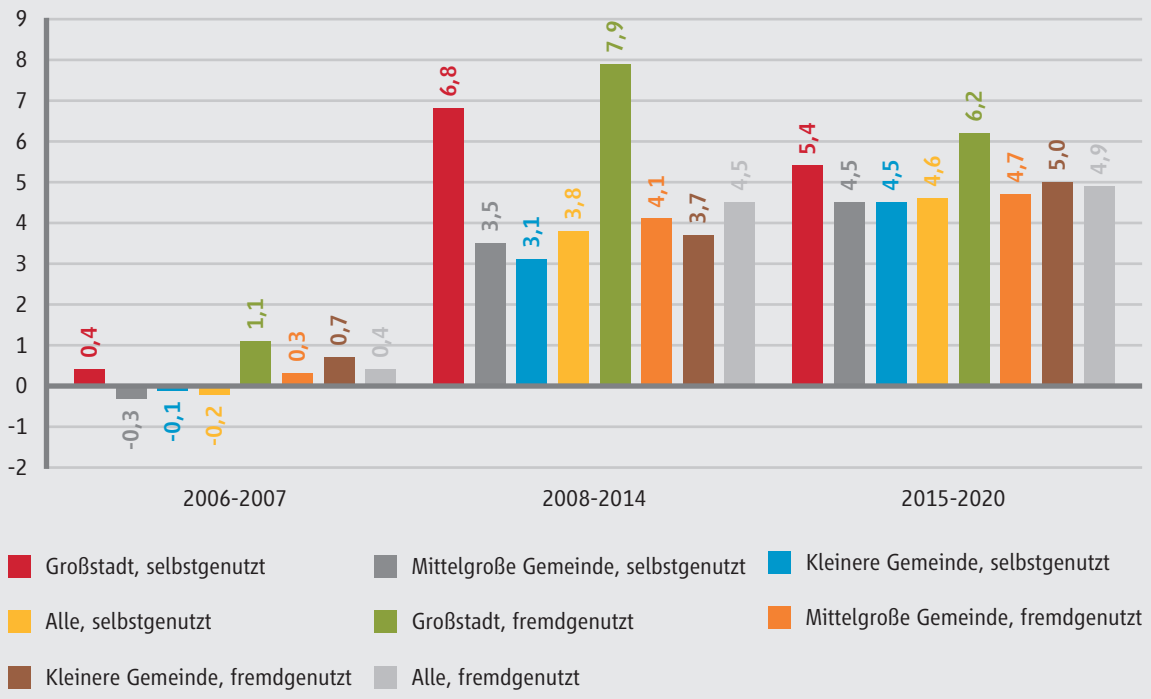
Abbildung 16: Regionale Immobilienpreissteigerungen



Anmerkung: ETW: Eigentumswohnung, EFH: Einfamilienhaus, Wachstumsraten in Prozent pro Jahr, basierend auf 50 Städten.
Quellen: F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), eigene Berechnung.

Auch wenn Immobilienpreise eine regionale Streuung aufweisen sowie eine Streuung nach dem Typ der Wohnung (Eigentumswohnung oder Einfamilienhaus), so zeigen sich durchaus Trends in Richtung einer stärkeren Preissteigerungsrate (Abbildung 17). Zwischen dem Referenzzeitraum von 2006 und 2007 und dem ersten Zeitraum der geldpolitischen Expansion von 2008 bis 2014 zeigt sich eine Verschiebung der Verteilung hin zu höheren Wachstumsraten. Die Verteilung bei Bestandseigentumswohnungen und Bestandseinfamilienhäusern verschiebt sich im zweiten Zeitraum der geldpolitischen Expansion erneut. Eine Abschwächung des Preiswachstums zeigt sich allerdings bei den Neubaueigentumswohnungen und den Neubaueinfamilienhäusern, wo die Preissteigerungen zurückgehen, da die Preise im vorherigen Zeitraum stark angestiegen sind und nun eine Normalisierung einsetzt.

Abbildung 17: Regionale Immobilienpreissteigerungen (in Prozent)



Anmerkung: Wachstumsraten, basierend auf 301 Kreisen und kreisfreien Städten.
Quellen: F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), eigene Berechnung.

Der Effekt der Immobilienpreissteigerungen auf die Vermögensungleichheit hängt somit zudem auch von räumlichen Effekten ab, also von der Frage, ob sich Immobilien in einer Großstadt mit hohen Preissteigerungsraten oder im ländlichen Raum mit weniger hohen Preissteigerungsraten im Besitz des jeweiligen Haushalts befinden.

Da die Immobilienpreisindizes vor allem die Entwicklung der Großstädte abbilden, was zu einer Überschätzung der Effekte der steigenden Immobilienpreise führen könnte, wurden die

Preise der Immobilien auf Städte- und Gemeindeebene mit der Einwohnerzahl gewichtet, um für die Analyse repräsentativere Preisindizes zu erlangen. Diese können zwar nur die Jahre 2005 bis 2007 des Vorkrisenzeitraums abbilden. Im Wesentlichen zeichnen diese den Verlauf der Großstadtindizes nach, weisen aber im Durchschnitt etwas weniger starke Preissteigerungen aus. Zudem kann mit Hilfe dieser Daten auch ein Total Return Index erstellt werden, der Preis- und Mietsteigerungen abbildet, um die Effekte der Geldpolitik auch auf fremdgenutztes Eigentum abbilden zu können.

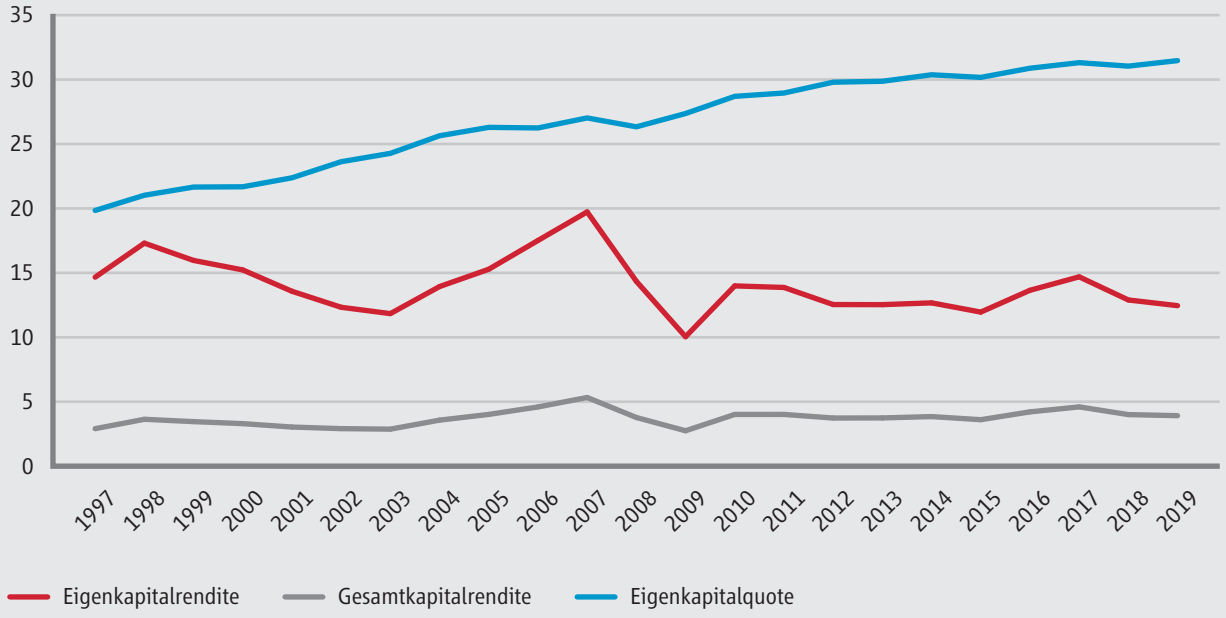
Abbildung 17 zeigt, dass die Unterschiede zwischen den Renditen aus Vermietung und Preissteigerung kleiner geworden sind. Im Zeitraum von 2006 bis 2007 erreichten Immobilien einen Total Return von 0,4 Prozent. Dabei waren 0,6 Prozent auf Mietsteigerungen zurückzuführen, da der Wert um 0,2 Prozent sank. Im Zeitraum von 2008 bis 2014 lag der Total Return bei 4,5 Prozent, wobei die Wertveränderung bei 3,8 Prozent gelegen hat und der Beitrag der Mietsteigerungen zum Total Return bei 0,7 Prozent lag. Im Zeitraum von 2015 bis 2020 lag der Total Return bei 4,9 Prozent mit einem Beitrag der Wertsteigerungen von 4,6 Prozent und ein Beitrag der Mietsteigerungen bei 0,3 Prozent.

V. Betriebsvermögen

Als Rendite auf Betriebsvermögen kann die durchschnittliche Eigenkapitalrendite deutscher Unternehmen verwendet werden, die sich aus den Jahresabschlussdaten der Bundesbank berechnen lassen (Deutsche Bundesbank, 2021e). Die Eigenkapitalrendite hängt allerdings nicht nur von den Gewinnen der Unternehmen ab, sondern auch vom Verschuldungsgrad. Denn mit einem höheren Verschuldungsgrad kann durch die Hebelwirkung des Fremdkapitals eine höhere Eigenkapitalrendite erwirtschaftet werden.

Wie aus der Abbildung zu erkennen ist, ist die Verschuldung des Unternehmenssektors im Zeitablauf gesunken und damit die Eigenkapitalquote des Unternehmenssektors gestiegen. Dies hat unter anderem dazu beigetragen, dass auch die Eigenkapitalrendite der Unternehmen im Zeitablauf leicht gefallen ist, während die Gesamtkapitalrendite im Zeitablauf nahezu konstant beziehungsweise leicht steigend verläuft. Einen starken Anstieg der Eigenkapitalquote gab es in der Vorkrisenzeit in den Jahren 2004 bis 2007. Im Untersuchungszeitraum ist es vor allem das Jahr 2017, in dem die Eigenkapitalrendite stark angestiegen ist. Im zeitlichen Durchschnitt ist die Eigenkapitalrendite im Untersuchungszeitraum im Vergleich zum Vorkrisenzeitraum leicht niedriger, was auch auf den gesunkenen Verschuldungsgrad der Unternehmen zurückzuführen ist. Ähnlich wie bei den Immobilien, bei denen wir die Wertsteigerung in Prozent berechnen, wird die Zunahme des Betriebsvermögens als Wertsteigerung des Eigenkapitals gemessen.

Abbildung 18: Renditen auf Betriebsvermögen (in Prozent)



Quellen: Deutsche Bundesbank (2021e), eigene Berechnungen.

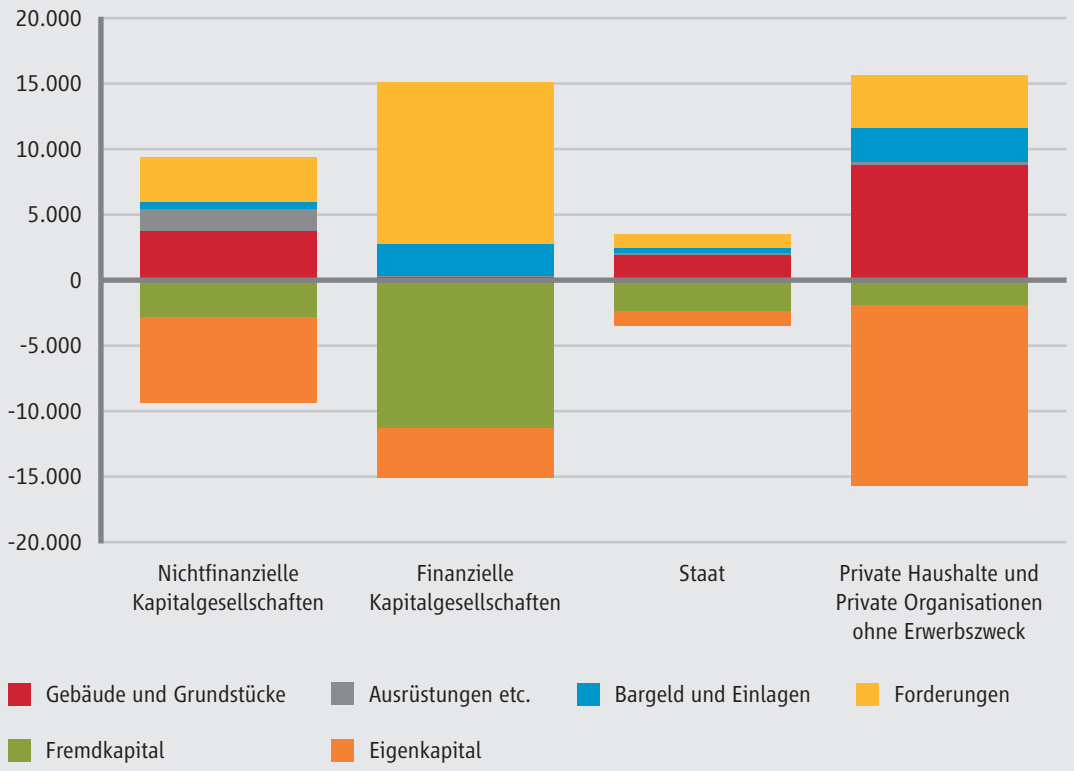
F. Portfoliozusammensetzung und Ungleichheit

Auch wenn der Schwerpunkt der Studie auf den Effekten der Geldpolitik auf die Vermögensungleichheit innerhalb des Haushaltssektors liegt, beginnt dieses Kapital mit den Effekten der Geldpolitik zwischen den Sektoren, denn insbesondere dem Sektor Staat kamen günstige Finanzierungskonditionen – in Form von negativen Renditen auf die Bundesanleihen – zugute. Es ist also davon auszugehen, dass im Rahmen des *Savings Redistribution Channels* auch eine Umverteilung vom sparenden Haushaltssektor hin zum Staat stattgefunden haben kann.

I. Intersektorale Ungleichheit

Während der Haushaltssektor traditionell Netto-Sparer ist, sind der Unternehmenssektor und der Staatssektor Netto-Schuldner. In den letzten Jahren zeigt sich aber auch, dass Unternehmen zunehmend Schulden reduziert und Liquiditätspositionen aufgebaut haben, was anhand der steigenden Eigenkapitalquoten aus dem vorherigen Kapitel zu erkennen war. Zudem konnte sich der Staat teilweise auch zu negativen Zinsen verschulden. Vor diesem Hintergrund ist eine sektorale Betrachtung der Effekte der Zinsrückgänge durchaus relevant.

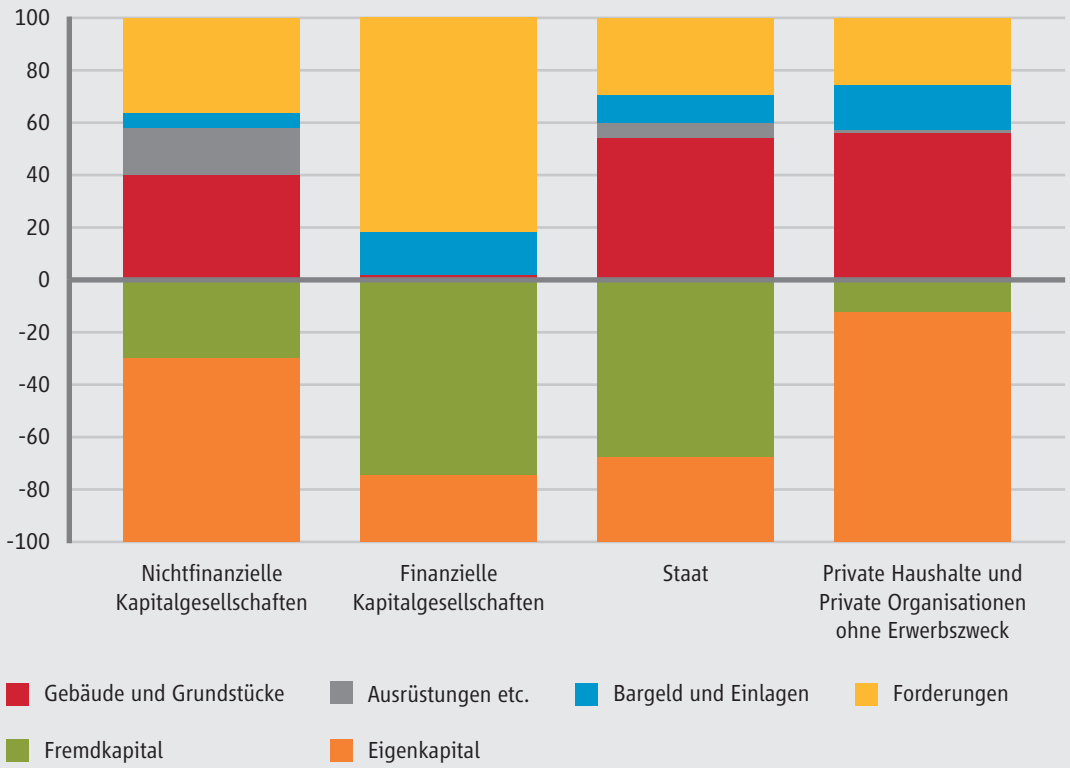
Abbildung 19: Vermögenspositionen der Sektoren – absolute Betrachtung



Anmerkung: In Mrd. Euro, Jahr: 2019, Vermögen werden als positive Werte auf der Y-Achse dargestellt und Kapital als negative Werte.
Quelle: Eigene Berechnung auf Basis von Statistisches Bundesamt (2020).

Die Sektoren unterscheiden sich sowohl auf der Aktivseite als auch auf der Passivseite ihrer Bilanzen. Allerdings bildet das Statistische Bundesamt den Unternehmenssektor in den Vermögensbilanzen nur durch Kapitalgesellschaften ab (Statistisches Bundesamt, 2020). Dabei findet eine Unterteilung in finanzielle Kapitalgesellschaften, also zum Beispiel Banken, und nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, also die Unternehmen der Realwirtschaft, statt. Die finanziellen Kapitalgesellschaften arbeiten mit einem hohen Einsatz von Fremdkapital (Abbildung 19). Fremdkapital ist auch für Unternehmen der Realwirtschaft, das heißt die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, und den Staat eine wichtige Finanzierungsform, aber in einem volumenmäßig kleineren Umfang. Der Haushaltssektor fragt im Vergleich zu den anderen Sektoren wenig Fremdkapital nach. Gebäude und Grundstücke haben für den Haushaltssektor die größte Bedeutung, die in der Regel durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden. Auch für den Unternehmenssektor spielen diese in der Bilanz eine wichtige Rolle, jedoch in einem kleineren Umfang, verglichen mit dem Haushaltsektor. Darüber hinaus spielen Bargeld und Einlagen für den Haushaltssektor eine größere Rolle als für die Unternehmen oder den Staat, da der Haushaltssektor entsprechend seinen Liquiditätspräferenzen einen viel größeren Teil seines Vermögens in liquiden Aktiva hält (Abbildung 20).

Abbildung 20: Vermögenspositionen der Sektoren – relative Betrachtung/Aufteilung



Anmerkung: In Mrd. Euro, Jahr: 2019, Vermögen werden als positive Werte auf der Y-Achse dargestellt, während Kapital als negative Werte dargestellt werden.
Quelle: Eigene Berechnung auf Basis von Statistisches Bundesamt (2020).

Verglichen mit dem Unternehmenssektor und dem Staat spielen für die Haushalte die günstigeren Finanzierungskosten im Zuge der expansiven Geldpolitik somit eine kleinere Rolle, da die Haushalte eine geringere Fremdkapitalquote aufweisen. Die Haushalte sind aber stärker vom Rückgang der Einlagenzinsen betroffen, da sie einen größeren Teil ihres Vermögens in liquiden Vermögenswerten halten. Vom Anstieg der Immobilienpreise scheinen aber sowohl Haushaltssektor als auch Unternehmen und Staat zu profitieren, da alle drei Sektoren einen relativ großen Anteil ihres Vermögens in Form von Gebäuden und Grundstücken halten.

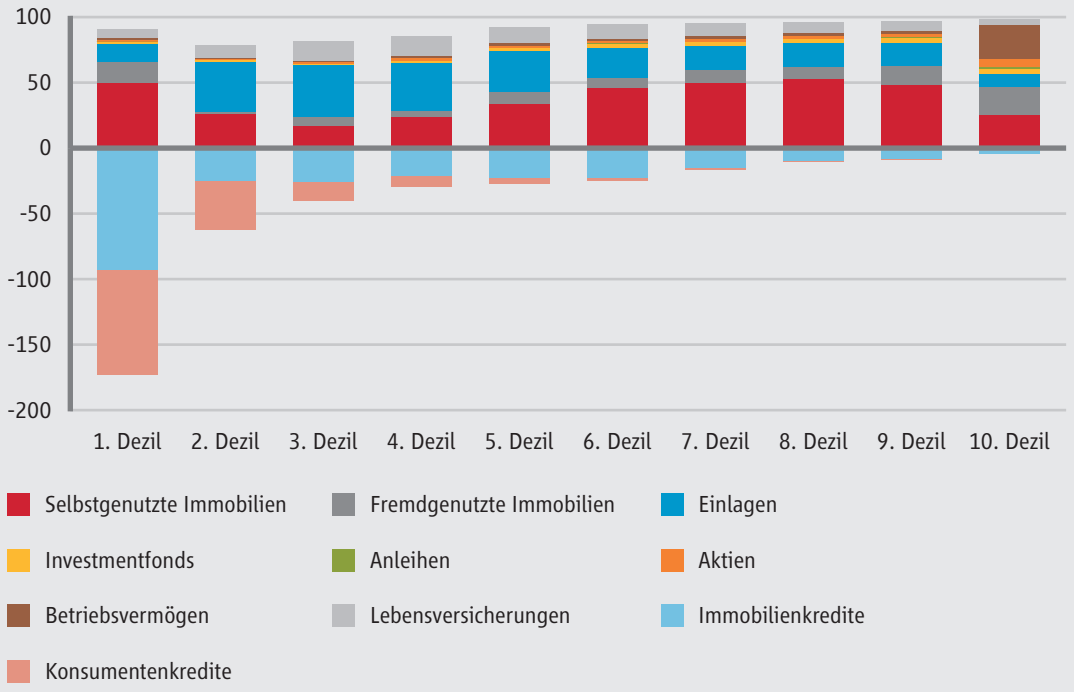
Da der Haushaltssektor vor allem aus dem Anstieg der Immobilienpreise seine Vermögenszuwächse erzielt hat, aber nicht alle Haushalte Immobilien besitzen, ist eine noch detailliertere Betrachtung der Vermögensportfolios des Haushaltssektors als in Kapitel D vonnöten, um auch Effekte innerhalb des Haushaltssektors abbilden zu können.

II. Vermögenszusammensetzung nach Vermögenshöhe

Um die Auswirkung der Veränderungen der Vermögenspreise auf die Vermögensungleichheit zwischen Haushalten zu untersuchen, ist die Auswertung von Mikrodaten erforderlich. Hierfür wird im Grundsatz auf die Haushaltsbefragungsdaten „Private Haushalte und ihre Finanzen" (PHF) der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen, die für die Jahre 2010/11, 2014 und 2017 verfügbar sind. Ein Abgleich der Befragungsdaten mit den Referenzwerten der sektoralen Vermögensbilanz oder der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank zeigt jedoch, dass viele Vermögenskomponenten in den Mikrodaten substanziell untererfasst sind (Beznoska et al., 2017). Eine detaillierte Betrachtung der Betriebsvermögen in den Mikrodaten deutet zudem darauf hin, dass insbesondere (hohe) Betriebsvermögen in den Befragungsdaten unzureichend erfasst sind (Albers et al., 2020; Stiftung Familienunternehmen 2021). In den folgenden Auswertungen wird daher auf angepasste PHF-Befragungsdaten zurückgegriffen, bei denen die Geldvermögen an Referenzwerte der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank und Immobilienvermögen an Referenzwerte der Sektoralen Vermögensbilanz angepasst wurden. Details zur Vorgehensweise dieses Upratings der Vermögenskomponenten finden sich innerhalb des Gutachtens „Die Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung" der Stiftung Familienunternehmen (2021, S. 53 ff.). Für die (eigentümergeführten) Betriebsvermögen wurden mit Hilfe des vereinfachten Ertragswertverfahrens und Gewinnangaben aus Unternehmensdaten Bandbreiten für die Höhe des aggregierten Betriebsvermögens bestimmt. Für die folgenden Berechnungen werden die nach Maßgabe des unteren Schätzwerts der Betriebsvermögen angepassten Befragungsdaten für die Analyse der Portfoliostruktur der Haushalte zugrunde gelegt. Demnach betragen die Betriebsvermögen der privaten Haushalte im Jahr 2011 etwas mehr als 1,6 Billionen Euro, im Jahr 2014 rund 1,8 Billionen Euro und im Jahr 2017 knapp 2,4 Billionen Euro.

Um die Auswirkungen der Änderungen der Vermögenspreise ausgehend von einer *typischen Portfoliostruktur* zu analysieren, wird als Ausgangsbasis für die Betrachtung die durchschnittliche Vermögenszusammensetzung der verfügbaren Betrachtungsjahre verwendet. Das heißt, für jedes Beobachtungsjahr wurde auf Basis der angepassten Befragungsdaten die Höhe der Vermögenskomponenten für die einzelnen Vermögensdezile des entsprechenden Jahres berechnet und schließlich wurden die Werte für die drei Zeitpunkte gemittelt. Durch diese Vorgehensweise werden auch die Einflüsse teilweise erratisch wirkender Änderungen in den Portfoliostrukturen einzelner Vermögensdezile zwischen den drei Zeitpunkten verringert. Diese sind auch auf die teilweise geringe Zahl von Beobachtungen für bestimmte Vermögenskomponenten, wie zum Beispiel Aktien, zurückzuführen. Dieser Effekt findet sich ebenfalls bei den unteren Vermögensdezilen, in denen beispielsweise Betriebsvermögen seltener vorkommen.

Abbildung 21: Relative Portfoliostruktur nach Dezilen des Haushaltsnettovermögens



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens, Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge, durchschnittliche Portfoliostruktur der Jahre 2010/2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021).
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Abbildung 21 zeigt zunächst die relative Zusammensetzung der Bruttovermögen, sortiert nach den Dezilen des privaten Nettovermögens der Haushalte. Die relative Portfoliostruktur nach Vermögenshöhe ist ausschlaggebend dafür, wie heterogene Preisänderungen der verschiedenen Vermögenskomponenten sich auf die konventionell relativ gemessene Vermögensungleichheit auswirken. Wertgegenstände und Fahrzeuge bleiben in der folgenden Betrachtung

außen vor, da sich für diese keine systematischen Renditen ableiten lassen. In der Darstellung ist vor allem zu erkennen, wie stark überschuldet die Haushalte des 1. Vermögensdezils sind. Zudem nehmen selbstgenutzte und auch fremdgenutzte Immobilien einen relativ hohen Anteil am Bruttovermögen des ersten Dezils ein. Lässt man die Betriebsvermögen für einen Augenblick außen vor, so entspricht die Portfolioaufteilung der positiven Vermögenswerte des 1. Dezils in etwa der des 10. Dezils und weist somit deutliche Unterschiede – hinsichtlich der Vermögenshöhe – zum näher liegenden 2. Dezil – auf. So spielen Bankeinlagen eine bedeutende Rolle für das 2. Dezil, während Immobilien eine untergeordnete Rolle spielen. Im 1. und 10. Dezil ist die Aufteilung genau andersherum. Die Beobachtung geht allerdings vor allem darauf zurück, dass sich die Haushalte im 1. Dezil grob in zwei Gruppen einteilen lassen: Zum einen in Immobilienbesitzer mit für den unteren Vermögensbereich vergleichsweise hohem Bruttovermögen, dem aber gleichzeitig sehr hohe Schulden gegenüberstehen und zum anderen Haushalte ohne Immobilienvermögen (größtenteils Mieter), die durch Konsumentenkredite ein negatives Nettovermögen aufweisen.

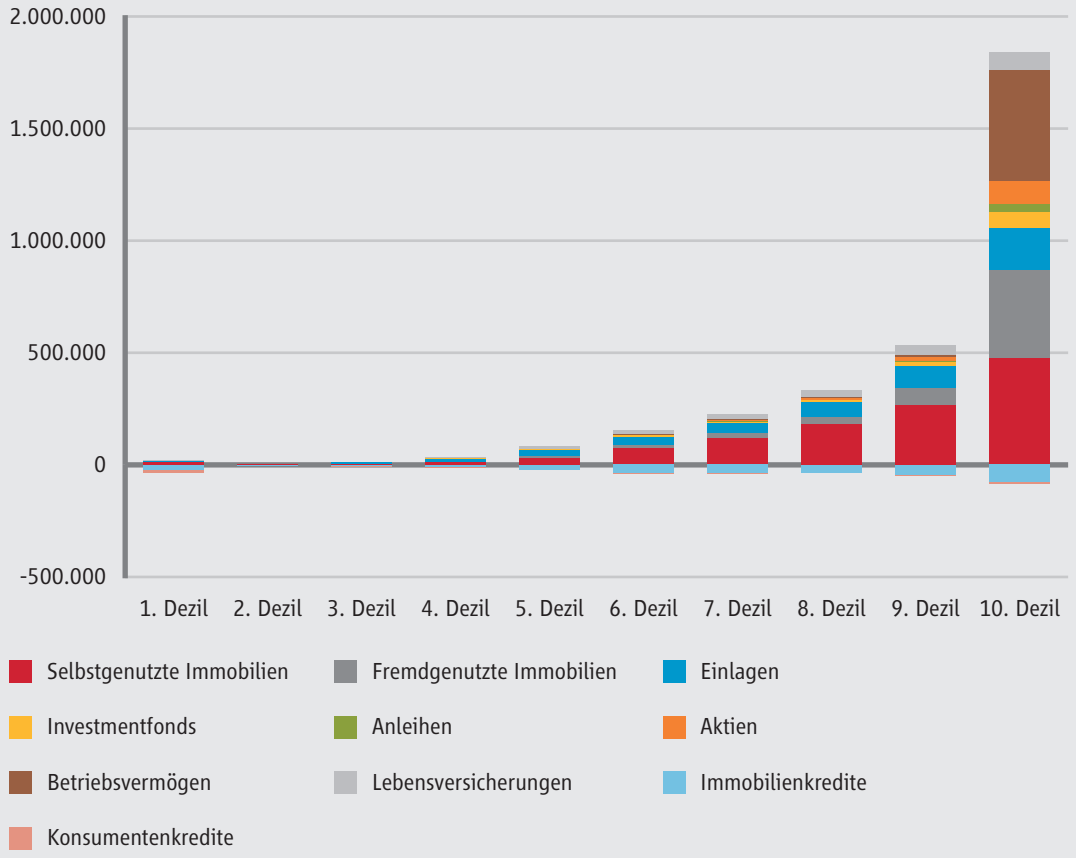
Im 2. Dezil spielen Immobilien in der Durchschnittsbetrachtung eine weniger bedeutende Rolle, nicht weil diese Haushalte kleinere Immobilien gekauft haben, sondern auch weil viele der Haushalte in diesem Dezil zur Miete wohnen. Dass das Immobilienvermögen mit zunehmendem Vermögen steigt, geht insbesondere darauf zurück, dass die Anzahl der Immobilienbesitzer innerhalb der Dezile zunimmt, und nicht nur, weil größere und teurere Immobilien erworben werden. Dies trägt zu einem großen Effekt auf die Vermögensverteilung bei, falls Immobilienpreise steigen. Neben der größeren Bedeutung von fremdgenutzten Immobilien unterscheidet sich das Portfolio der vermögensreichsten 10 Prozent der Haushalte insofern von den restlichen Haushalten, als das Vermögen zu mehr als einem Viertel aus betrieblich gebundenen Vermögen besteht.

Aufgrund der wesentlichen Bedeutung des Immobilienvermögens für die Positionierung in der Vermögensverteilung sowie für die Untersuchung des Einflusses von Preisänderungen erfolgt in der späteren Analyse auch noch eine Differenzierung der Portfoliostruktur zwischen Mieter- und Eigentümer-Haushalten.

Abbildung 22 ergänzt die Perspektive insofern, dass die absoluten Durchschnittswerte der einzelnen Vermögenskomponenten in den jeweiligen Vermögensdezilen dargestellt werden. Gegenüber der vorherigen Betrachtung zeigen sich die großen Unterschiede in der Vermögenshöhe zwischen den Dezilen – und im Besonderen die Unterschiede zwischen den vermögensärmsten und vermögensreichsten 10 Prozent. Während das untere Dezil im Durchschnitt über Immobilienwerte in Höhe von rund 13.500 Euro verfügt, sind es im obersten Dezil durchschnittlich rund 870.000 Euro. Neben den Werten der Immobilien geht der Unterschied vor allem auf den Umstand zurück, dass im untersten Dezil weniger als 10 Prozent

über selbstgenutztes Eigentum verfügen, im obersten Dezil hingegen rund 90 Prozent der Haushalte.

Abbildung 22: Vermögenszusammensetzung nach Dezilen des Haushaltsnettovermögens – absolute Betrachtung



Anmerkung: In Euro; durchschnittliche Werte der Jahre 2010/2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021); Wertgegenstände und Fahrzeuge bleiben unberücksichtigt.
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Weiterhin fällt auf, dass das 1. Dezil, also die 10 Prozent der Haushalte mit dem geringsten Nettovermögen über ein leicht höheres Bruttovermögen verfügen als der Durchschnitt der Haushalte aus dem 3. Dezil. Der Unterschied erklärt sich im Wesentlichen dadurch, dass die Eigentümerquoten im 2. und 3. Dezil geringer ausfallen als im untersten Vermögensdezil. Dass sich die Haushalte aus dem 1. Dezil trotzdem im niedrigeren Vermögensbereich einsortieren, liegt daran, dass diese Haushalte deutlich stärker verschuldet sind als die Haushalte aus dem 2. und 3. Dezil, da sie entweder Kredite für den Kauf von Immobilien aufgenommen haben oder sich durch Konsumentenkredite verschuldet haben. Die Tatsache, dass in diesem Dezil Immobilienvermögen und Immobilienschulden vorliegen, hat eine wichtige Bedeutung für die Interpretation der weiteren Ergebnisse der Analyse. Denn diese Haushalte profitieren von

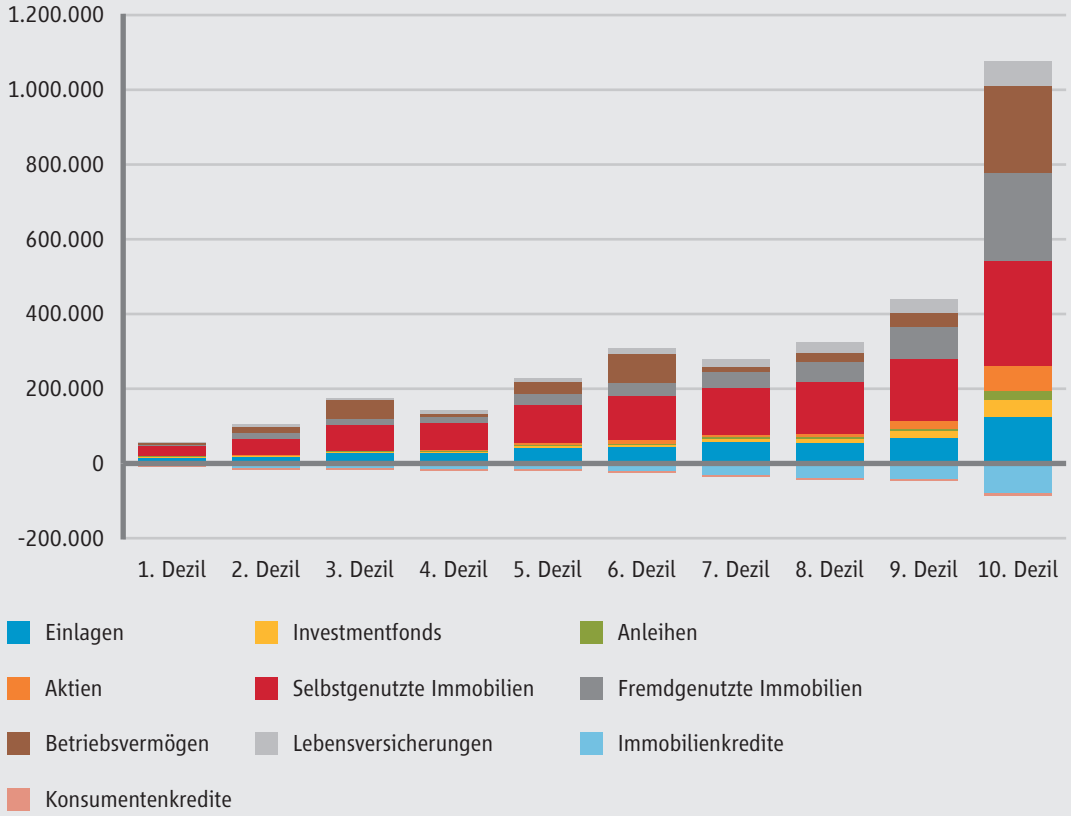
steigenden Immobilienpreisen und gesunkenen Finanzierungskosten. Im Durchschnitt des Dezils verfügen diese Haushalte über ein negatives Nettovermögen, das heißt viele der in diesem Dezil einsortierten Haushalte sind überschuldet. Die Höhe des negativen Nettovermögens deckt sich in etwa mit der Höhe der Konsumentenkredite. Auch wenn einige Haushalte im 1. Dezil über Immobilienvermögen verfügen, so liegt der Median bei null Euro, da die meisten Haushalte in diesem Dezil eben kein Immobilienvermögen besitzen.

Mit zunehmender Vermögenshöhe nehmen die Unterschiede zwischen Bruttovermögen und Nettovermögen ab, das heißt die vermögenderen Haushalte sind in Relation zu ihrem Vermögen weniger verschuldet. Die Höhe der Vermögen steigt zuerst nur langsam an, dann zeigt sich aber ein starker Anstieg zwischen dem 9. Dezil und dem 10. Dezil, was auf die im 10. Dezil vorkommenden Hochvermögenden zurückzuführen ist. Auch zeigt sich, dass zwischen dem 9. Dezil und dem 10. Dezil Unterschiede in der Zusammensetzung der Vermögensarten vorliegen. Überraschenderweise unterscheiden sich die Dezile weniger durch die Aktienvermögen, sondern vor allem durch die im 10. Dezil stärker vorkommenden fremdgenutzten Immobilien und die Betriebsvermögen. Von daher ist davon auszugehen, dass eine Höherbewertung von fremdgenutzten Immobilien und eine Höherbewertung von Betriebsvermögen hier stärker die Ungleichheit treiben, während eine Höherbewertung von selbstgenutzten Immobilien eher zu einer sinkenden Ungleichheit beiträgt, da selbstgenutzte Immobilien insbesondere im mittleren Vermögensbereich eine bedeutende Rolle einnehmen sowie im 1. Dezil.

III. Vermögenszusammensetzung nach Einkommenshöhe

Abbildung 23 stellt die absolute Höhe der einzelnen Vermögenskomponenten nach Dezilen des bedarfsgewichteten Haushaltsgesamteinkommens dar. Das Gesamteinkommen umfasst dabei das Bruttoeinkommen der Haushalte inklusive Renten und Transfers aber vor Abzug von Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen. Auf dieses Einkommenskonzept wird zurückgegriffen, da die PHF-Daten keine Informationen über die Nettoeinkommen der Haushalte enthalten. Die Betrachtung der Vermögenshöhe nach Einkommensdezilen zeigt eine gewisse Korrelation zwischen Einkommen und Vermögen. Allerdings sind bei einer Differenzierung nach dem Einkommen die Vermögensunterschiede deutlich schwächer ausgeprägt als bei Betrachtung der Vermögensdezile. Liegt das durchschnittliche Bruttovermögen der vermögensreichsten 10 Prozent rund neunzigmal höher als das durchschnittliche Bruttovermögen des vermögensärmsten Dezils, liegt dieses Verhältnis bei einer Differenzierung nach den bedarfsgewichteten Haushaltsgesamteinkommen bei etwa dem achtzehnfachen. Zudem zeigt sich eine recht breite Mittelschicht, die in selbstgenutzte Immobilien investiert.

Abbildung 23: Vermögenszusammensetzung nach Dezilen des Haushaltseinkommens – absolute Betrachtung

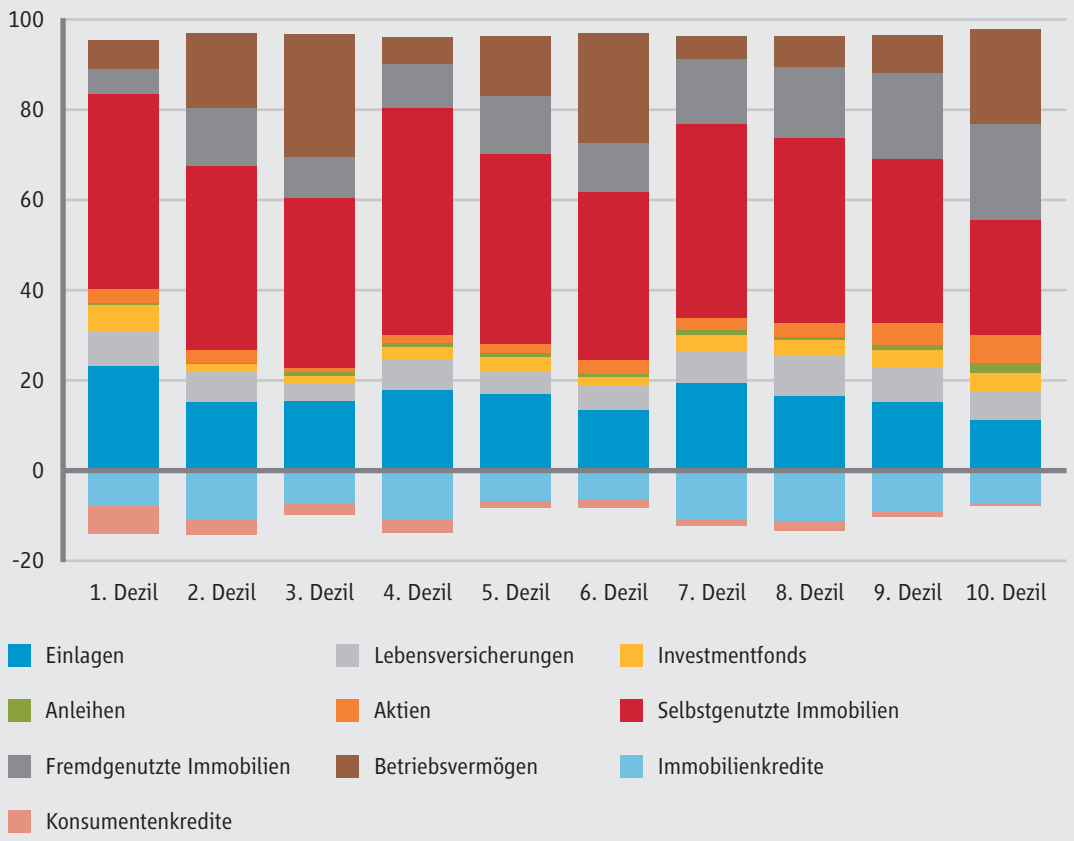


Anmerkung: In Euro; Dezile auf Basis der bedarfsgewichteten Haushaltsgesamteinkommen, durchschnittliche Werte der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021); Wertgegenstände und Fahrzeuge bleiben unberücksichtigt.
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Abbildung 24 stellt die relative Portfoliozusammensetzung nach den Dezilen des Bruttogesamteinkommens der Haushalte dar. Hier zeigen sich insofern wesentliche Unterschiede zu der vorherigen Betrachtung nach Vermögensdezilen, dass es kaum systematische Unterschiede in der Portfoliostruktur nach Einkommenshöhe gibt. Einzig der Anteil fremdgenutzter Immobilien nimmt in der Tendenz mit der Einkommenshöhe zu und das 10. Einkommensdezil kennzeichnet sich durch höhere Aktienanteile gegenüber den übrigen Einkommensdezilen. Im oberen Einkommensbereich spielen riskantere Vermögenswerte somit tendenziell eine größere Rolle. Das hat auch damit zu tun, dass Haushalte mit einem höheren Einkommen die mit diesen Vermögenswerten einhergehenden Risiken besser schultern können als Haushalte mit einem geringeren Einkommen, die tendenziell in risikoarme Finanzprodukte investieren. Auffällig ist bei dieser Perspektive zudem, dass Betriebsvermögen nicht nur im obersten Einkommensbereich eine große Bedeutung einnehmen, sondern auch im 3. und 6. Dezil der Einkommensverteilung. Dass hier einige Dezile stark herausragen, dürfte jedoch auch daran

liegen, dass in den Dezilen einige sehr hohe Betriebsvermögen stark zu Buche schlagen – ein Effekt, der durch das Uprating der Betriebsvermögen noch einmal stärker hervortritt.

Abbildung 24: Relative Portfoliostruktur nach Dezilen des Haushaltseinkommens



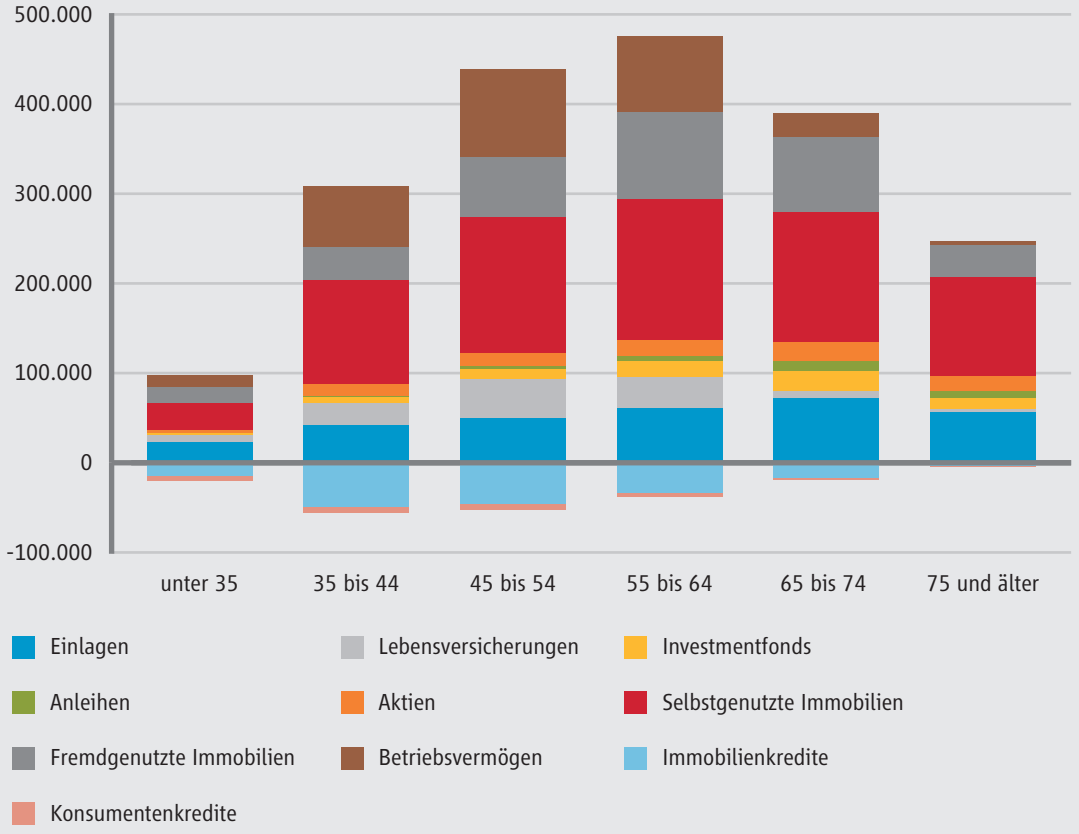
Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens, Dezile auf Basis der bedarfsgewichteten Haushaltsgesamteinkommen, Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge, durchschnittliche Portfoliostruktur der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021).
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

IV. Vermögenszusammensetzung nach Altersgruppen

In Abschnitt D wurde bereits die wesentliche Bedeutung des Alters für die Höhe des Vermögens und Portfolioentscheidungen herausgearbeitet. Ein ähnliches Altersprofil ergibt sich nach Maßgabe der Durchschnittswerte der drei an die Referenzwerte angepassten PHF-Befragungsdaten (Abbildung 25). Demnach steigen die Vermögen bis zu einem Alter von 55 bis 64 Jahren und sinken in den höchsten Altersgruppen der Referenzperson des Haushalts. Das Altersprofil der Verschuldung nimmt bis zum Alter von 35 bis 44 Jahren zu und anschließend ab. Das Betriebsvermögen nimmt ab circa dem 65. Lebensjahr ab, da Haushalte in der Regel Betriebsvermögen veräußern oder vererben, um in den Ruhestand zu gehen. Das Immobilienvermögen nimmt in diesem Alter nur leicht ab, da zwar einige Haushalte im Alter in kleinere Immobilien ziehen,

viele in diesem Alter aber auch in ihrer Immobilie verbleiben. Anders verhält es sich mit den fremdgenutzten Immobilien. Diese werden in den höheren Altersklassen seltener, weil die Haushalte diese auch deshalb veräußern, um von den Erlösen zu leben oder sie werden an die nächste Generation übertragen. Die Bedeutung von Aktien, Anleihen und Investmentfonds scheint im Gegensatz dazu relativ unabhängig vom Alter zu sein.

Abbildung 25: Vermögenszusammensetzung nach Altersgruppen – absolute Betrachtung

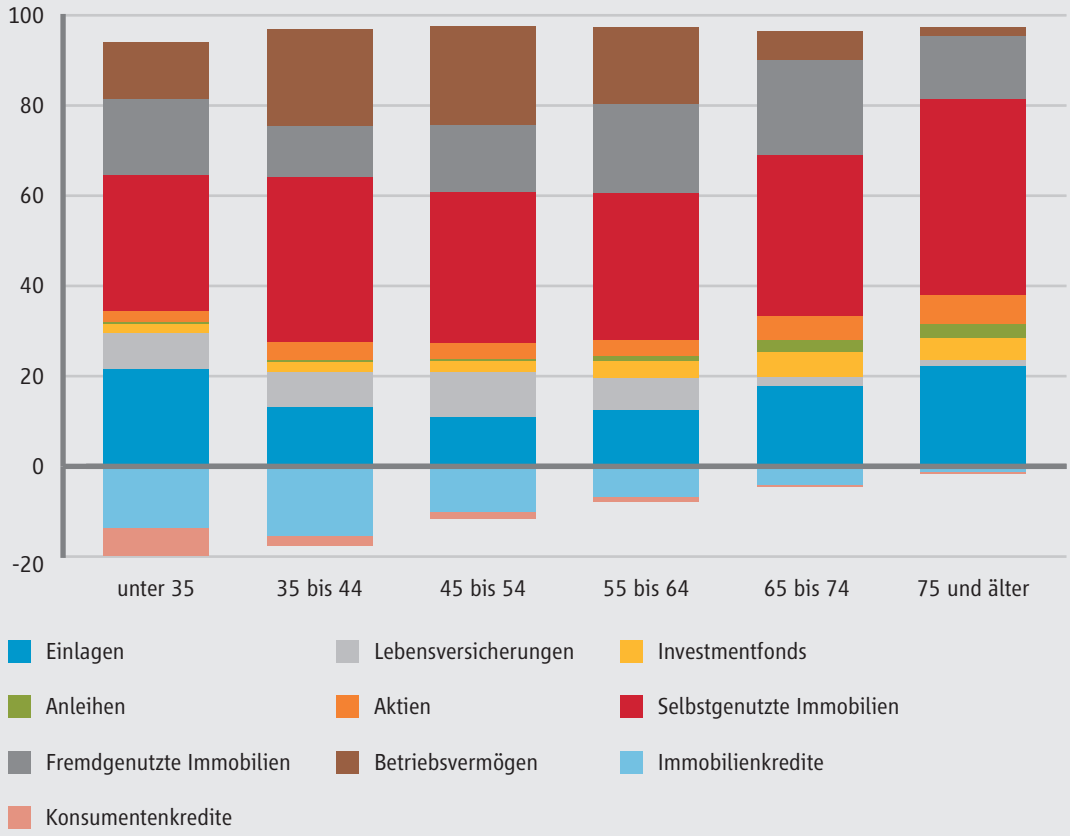


Anmerkung: In Euro; Altersgruppen nach Referenzperson des Haushalts, durchschnittliche Werte der Jahre 2010/2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021); Wertgegenstände und Fahrzeuge bleiben unberücksichtigt.
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Bei der relativen Portfoliozusammensetzung nach Altersgruppen ändert sich das Bild insofern, dass in Bezug auf die niedrige Vermögenshöhe die Verbindlichkeiten in der jüngsten Altersgruppe die relativ größte Bedeutung einnehmen (Abbildung 26). Relativ zur Vermögenshöhe haben zudem Einlagen in der jüngsten und in der älteren Altersgruppe eine besonders hohe Bedeutung – in den mittleren Altersgruppen spielen diese hingegen nur eine untergeordnete Rolle. Anteilig verteilt sich die Bedeutung von selbstgenutzten und fremdgenutzten Immobilien relativ stabil über die Altersgruppen, der Anteil der Betriebsvermögen am Bruttovermögen nimmt in den Altersgruppen 65 und älter hingegen sehr stark ab.

Für die Analyse der Verteilungswirkungen der Geldpolitik bedeutet dies, dass die älteren Haushalte wohl weniger von der expansiven Geldpolitik profitieren als die jüngeren Haushalte. Dies liegt an der geringeren Verschuldung der älteren Haushalte, aber auch an dem mit dem Alter sinkenden Anteil an Betriebsvermögen und (zumindest bei der absoluten Betrachtung) Immobilienvermögen. Da Einlagen in der älteren Altersklasse und in der ganz jungen Altersklasse einen bedeutenden Anteil ausmachen, machen sich hier die Rückgänge der Zinsen auf Spareinlagen bemerkbar.

Abbildung 26: Relative Portfoliostruktur nach Altersgruppen



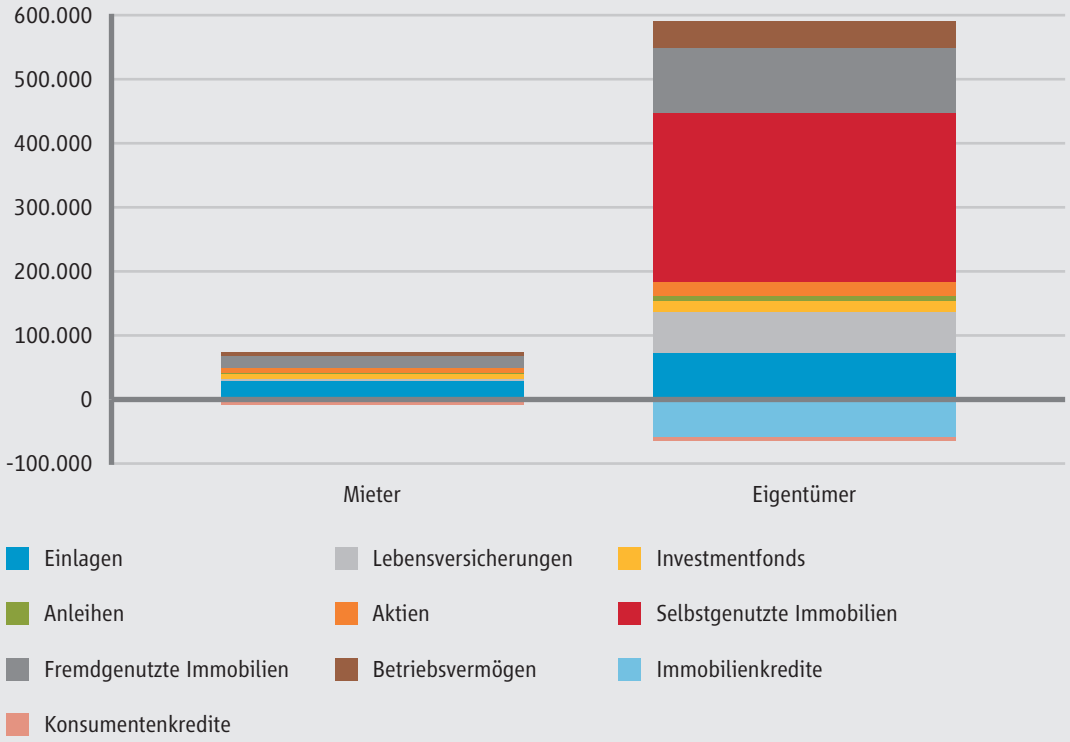
Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens, Altersgruppen nach Referenzperson des Haushalts, Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge, durchschnittliche Portfoliostruktur der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021).
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

V. Vermögenszusammensetzung nach Wohnentscheidung

Bereits der Blick auf die Vermögenszusammensetzung in Abschnitt F.II hat die Abhängigkeit der Vermögenshöhe von der Wohnentscheidung der Haushalte gezeigt, also ob die Haushalte zur Miete wohnen oder in Wohneigentum. Daher werden in diesem Abschnitt die Vermögensunterschiede zwischen Mieter- und Eigentümer-Haushalten näher betrachtet. Abbildung 27

verdeutlicht noch einmal eindrücklich den Vermögensunterschied zwischen Eigentümern und Mietern. Auch Betriebsvermögen und fremdgenutzte Immobilien sind bei den Eigentümern eher anzutreffen als bei den Mietern. Zudem verfügen Eigentümer über höhere Aktieninvestments als Mieter. Insgesamt liegt das Nettovermögen der Eigentümer-Haushalte im Durchschnitt der drei Betrachtungszeitpunkte rund siebenmal höher als das durchschnittliche Nettovermögen der Mieter-Haushalte. Der in Deutschland relativ geringe Anteil von Wohneigentümern mit zuletzt rund 45 Prozent führt auch dazu, dass die Deutschen im internationalen Vergleich über ein vergleichsweise geringes mittleres Nettovermögen verfügen. Betrachtet man lediglich die Wohneigentümer, nivelliert sich dieser Unterschied.

Abbildung 27: Vermögenszusammensetzung nach Wohnentscheidung – absolute Betrachtung

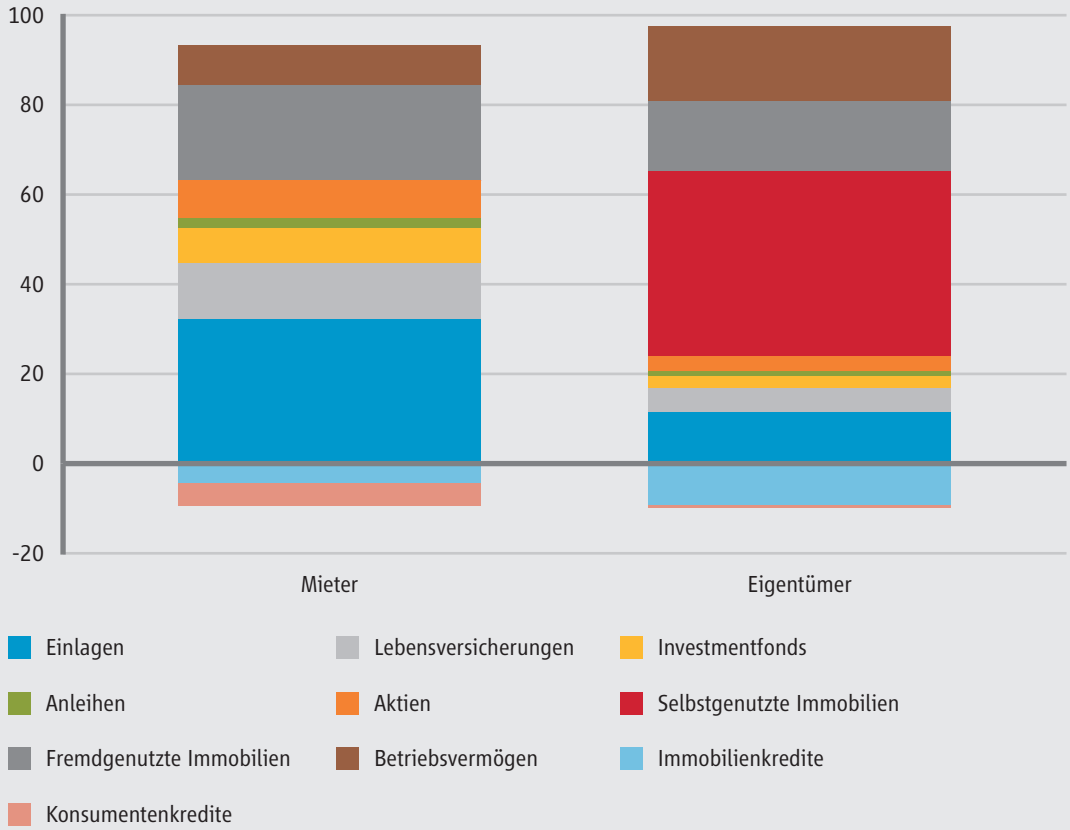


Anmerkung: In Euro, durchschnittliche Werte der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021); Wertgegenstände und Fahrzeuge bleiben unberücksichtigt.
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Abbildung 28 ergänzt die Betrachtung um die relative Zusammensetzung der Portfolios. Aufgrund des höheren Immobilienanteils ist die Verschuldung mit Immobilienkrediten bei den Eigentümern höher als bei den Mietern, in den Portfolios der Mieter machen hingegen Konsumentenkredite und Kredite für den Erwerb von fremdgenutztem Eigentum einen höheren Anteil aus – im Gesamtdurchschnitt liegt der Anteil der Schulden in beiden Gruppen bei knapp

unter 10 Prozent. Besonders auffällig im Portfolio der Mieter ist die relativ hohe Bedeutung zinstragender Einlagen. Auch fremdgenutzte Immobilien spielen eine vergleichsweise große Rolle, was aber auch auf wenige – dafür vergleichsweise hohe Werte – fremdgenutzter Immobilien zurückgeht. Aufgrund der großen Unterschiede in der Portfoliostruktur sowie in der Vermögenshöhe ist davon auszugehen, dass aufgrund der unterschiedlichen Vermögensaufteilung Eigentümer und Mieter unterschiedlich von den Auswirkungen der Geldpolitik betroffen sein werden. Wohneigentümer in städtischen Gebieten haben vermutlich deutlich stärker von Immobilienpreissteigerungen profitiert. Denn hier fanden schon Immobilienpreissteigerungen statt, bevor sich der Anstieg der Hauspreise verbeiterte.

Abbildung 28: Relative Portfoliostruktur nach Wohnentscheidung



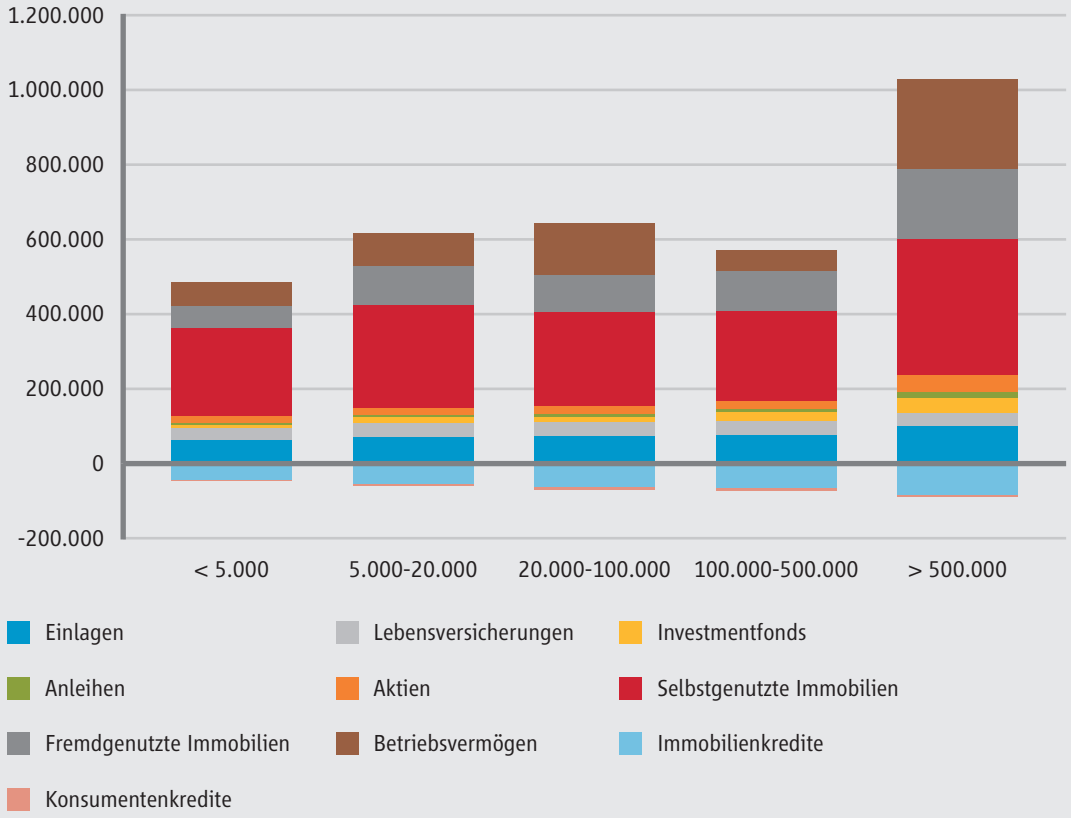
Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens, Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge, durchschnittliche Portfoliostruktur der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021).
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

VI. Vermögenszusammensetzung nach Gemeindegrößenklasse

Die Betrachtung verschiedener Immobilienpreisindizes in Abschnitt E.IV hat bereits die heterogene Preisentwicklung in ländlichen und städtischen Regionen verdeutlicht. Daher wird auch die Vermögenszusammensetzung nach der Gemeindegrößenklasse des Haushalts in den

Befragungsdaten beleuchtet. Wie in Abbildung 29 zu erkennen ist, leben in größeren Städten im Durchschnitt vermögendere Menschen als in kleineren Städten oder Kreisen. Während der Vermögensunterschied zwischen Wohnorten in Kreisen und Städten mit bis zu 500.000 Einwohnern eher gering ist, zeigen sich deutliche Unterschiede bei den Städten mit mehr als 500.000 Einwohnern (Großstädte). In Großstädten ist im Durchschnitt der Haushalte besonders das Betriebsvermögen und auch das fremdgenutzte Immobilienvermögen höher. Bei der Höhe der Lebensversicherungen sowie den Bankeinlagen zeigen sich nur geringfügige Unterschiede zwischen den Gemeindegrößen.

Abbildung 29: Vermögenszusammensetzung nach Gemeindegrößenklasse – absolute Betrachtung

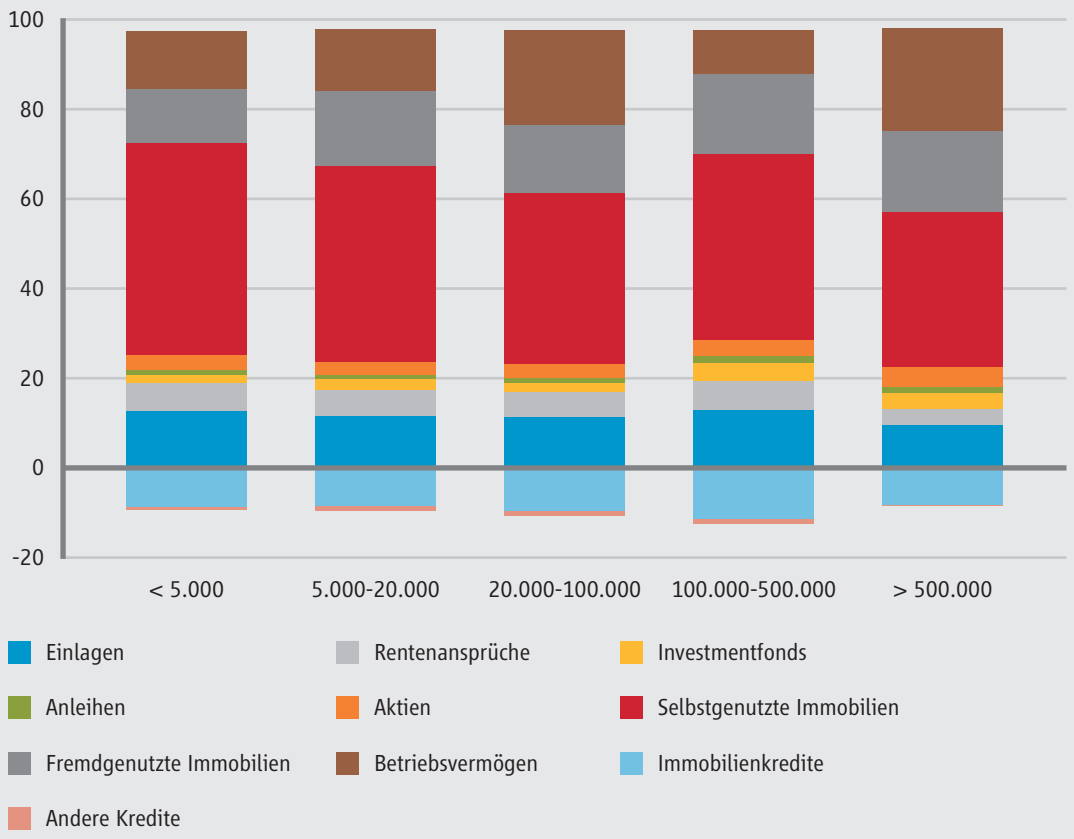


Anmerkung: In Euro, durchschnittliche Werte der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021); Wertgegenstände und Fahrzeuge bleiben unberücksichtigt.
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Bei Betrachtung der relativen Portfoliozusammensetzung in Abbildung 30 zeigen sich weniger systematische Unterschiede zwischen ländlichen Kreisen, Städten und Großstädten. Selbstgenutztes Wohneigentum nimmt einen etwas größeren Anteil im Bruttovermögen der Haushalte in Gemeinden mit weniger als 5.000 Einwohnern ein, Betriebsvermögen spielt eine stärkere

Rolle im Portfolio von Haushalten mit Wohnort in Kleinstädten mit 20.000 bis 100.000 Einwohnern sowie in Großstädten mit 500.000 Einwohnern und mehr.

Abbildung 30: Relative Portfoliostruktur nach Gemeindegrößenklasse



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens, Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge, durchschnittliche Portfoliostruktur der Jahre 2011, 2014 und 2017 auf Basis der Befragungsdaten inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021).
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

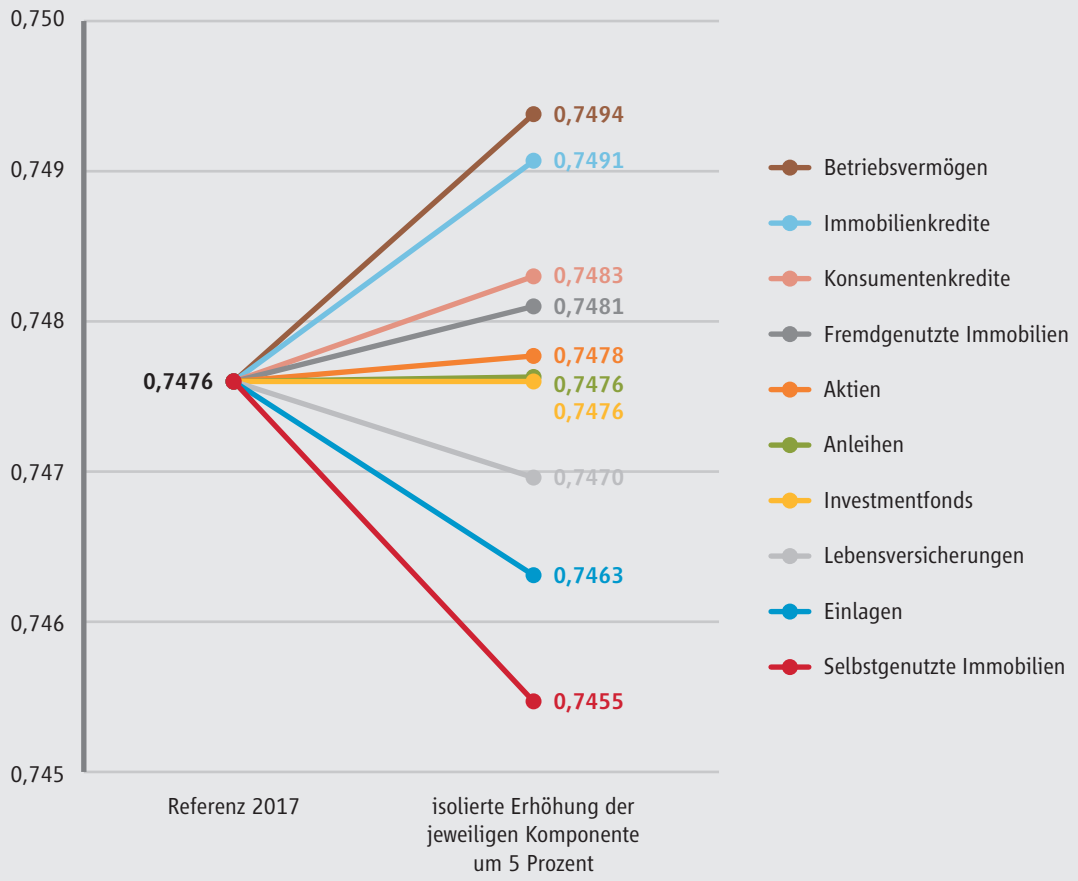
VII. Einfluss von Wertveränderungen auf den Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung

Die Beschreibung der Zusammensetzung der Portfolios entlang der Vermögensverteilung hat bereits darauf hingedeutet, dass die Auswirkungen von Wertveränderungen einzelner Vermögenskomponenten auf die Ungleichheit sehr unterschiedlich ausfallen.

In Abbildung 31 wird herausgearbeitet, wie die relative Ungleichheit der Haushaltsnettovermögen auf isolierte Preisanstiege der einzelnen Vermögenskomponenten reagiert. Beispielhaft ausgehend von den angepassten Befragungsdaten des Jahres 2017 wird gezeigt, wie sich der Gini-Koeffizient der Haushaltsnettovermögen verändert, wenn sich der Wert

einer Vermögenskomponente *ceteris paribus* um 5 Prozent erhöht. Gleichermaßen über alle Komponenten zeigt sich, dass pauschale Wertanpassungen einzelner Vermögenskomponenten nur einen vergleichsweise geringen Einfluss auf den Gini-Koeffizienten der Haushaltsnettovermögen haben.

Abbildung 31: Einfluss hypothetischer Wertveränderungen auf den Gini-Koeffizienten der Nettovermögen des Jahres 2017



Anmerkung: Ausgehend von der Referenz der Ungleichverteilung der Nettovermögen auf Basis des PHF 2017 inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021) werden die jeweiligen Vermögenskomponenten ceteris paribus um 5 Prozent erhöht und der resultierende Gini-Koeffizient ermittelt.
Quellen: PHF, eigene Berechnungen.

Betragsmäßig den größten Einfluss hat die isolierte und pauschale Erhöhung der selbstgenutzten Wohnimmobilien, die einen Rückgang des Gini-Koeffizienten um knapp 0,3 Prozent implizieren würde. Erhöht sich der Wert der Betriebsvermögen pauschal um 5 Prozent, erhöht sich der Gini-Koeffizient der Vermögensungleichheit um etwas mehr als 0,2 Prozent. Bei sinkenden Zinsen erhöhen sich die Betriebsvermögen rechnerisch, da bei Bewertungsverfahren, wie zum Beispiel den vereinfachten Ertragswertverfahren, ein höherer Kapitalisierungsfaktor verwendet werden muss, der Gewinne stärker gewichtet. Ökonomisch rechtfertigt sich dieser

höhere Kapitalisierungsfaktor, da bei niedrigeren Zinsen eine geringere Gegenwartspräferenz vorliegt. Eine unterstellte pauschale Erhöhung aller Immobilienkredite hat einen vergleichbaren ungleichheitserhöhenden Einfluss auf die Vermögensverteilung. Würden alle Bankeinlagen *ceteris paribus* um 5 Prozent steigen, würde der Gini-Koeffizient um knapp 0,2 Prozent zurückgehen. Aufgrund der eher geringen Bedeutung im Vermögensportfolio implizieren pauschale Wertveränderungen der verschiedenen Wertpapierformen kaum messbare Veränderungen des Gini-Koeffizienten. Werden als Ausgangspunkt alternativ die angepassten Befragungsdaten des Jahres 2011 herangezogen, fällt die ungleichheitserhöhende Wirkung einer fünfprozentigen Erhöhung der Immobilienkredite etwas höher aus als eine analoge isolierte Erhöhung der Betriebsvermögen. Grundsätzlich fallen die simulierten Ungleichheitswirkungen der verschiedenen Vermögenskomponenten in allen drei Befragungsdaten jedoch sehr ähnlich aus.

G. Gewinner und Verlierer der expansiven Geldpolitik

I. Methodik

In diesem Kapitel werden die Gewinner und Verlierer der expansiven Geldpolitik ermittelt. Dazu werden die Zinsänderungen und die Wertveränderungen der einzelnen Vermögenswerte und Kredite im Untersuchungszeitraum von 2015 bis 2019 mit den entsprechenden Werten aus der Vorkrisenzeit verglichen. Aus einer positiven Differenz ergibt sich ein Vorteil, der aus dem aktuellen Umfeld aus niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen gegenüber dem Vorkrisenzeitraum resultiert, während ein negativer Effekt einen Nachteil anzeigt. Für die Analyse wird die Aufteilung des Bruttovermögens der Haushalte nach den folgenden Kriterien untersucht:

- Vermögensverteilung nach Nettovermögen: Die Vermögensverteilung wird nach Dezilen des Nettovermögens dargestellt. Diese Aufteilung ermöglicht eine Analyse dahingehend, dass ermittelt werden kann, ob vermögensärmere oder vermögensreichere Haushalte vom aktuellen Umfeld profitiert haben oder benachteiligt wurden.
- Vermögensverteilung nach Alter: In dieser Analyse wird die Vermögensverteilung nach Altersklassen dargestellt. Ältere Haushalte hatten tendenziell mehr Jahre Zeit für den Vermögensaufbau als jüngere Haushalte. Zudem zeigen sich altersspezifische Vermögensaufteilungen. In der Analyse soll ermittelt werden, welche Altersklassen aus dem aktuellen Umfeld profitiert haben oder benachteiligt wurden.
- Vermögensverteilung nach Wohnentscheidung: Die boomenden Immobilienpreise scheinen Wohneigentümer gegenüber Mietern zu bevorteilen. Inwieweit dies tatsächlich der Fall ist, soll in diesem Analyseschritt betrachtet werden.
- Vermögensverteilung nach Einwohnerzahl der Region: Der Immobilienpreisanstieg begann in den Großstädten und verbreiterte sich dann auf mittelgroße Regionen. Damit besteht Grund zu der Annahme, dass die Regionsgröße eine Determinante einer möglicherweise zunehmenden Ungleichheit sein könnte. Zudem können regionale Unterschiede dadurch entstehen, dass Betriebsvermögen in Großstädten eher zu finden sind als in ländlichen Regionen. Aus diesem Grund ist eine Analyse nach Regionsgröße geboten.

Wie schon eingangs in Kapitel B erwähnt, können die Argumente der EZB und ihrer Kritiker nicht direkt gegeneinander getestet werden. Vielmehr machen die Argumente zwei Analyserahmen erforderlich, bei denen die Argumente auf ihren empirischen Gehalt überprüft werden können. Möglicherweise haben aber auch die Argumente beider Seiten einen gewissen empirischen Gehalt, sodass beiden Seiten durchaus Recht gegeben werden könnte, sofern die

empirischen Ergebnisse aus beiden Analyserahmen dies ergeben. Die Analyserahmen sind folgendermaßen aufgebaut:

- Die Argumente der EZB fokussieren auf eine Verbesserung der aktuellen Situation. Aus diesem Grund wird im ersten Analyserahmen das aktuelle Umfeld mit dem Umfeld aus der Vorkrisenzeit verglichen. Für die Dezile und die Vermögenswerte werden dann die entsprechenden Kapitalerträge und Kapitalkosten pro Jahr errechnet, wie sich in den Vorkrisenjahren und in den Jahren, in denen die EZB Anleihekaufprogramme betrieben hat, im Durchschnitt pro Jahr ergeben haben. Die Differenz aus den Vorkrisenjahren und den Jahren der Anleihekaufpogramme werden dann als Vor- beziehungsweise Nachteile des aktuellen Umfelds gegenüber dem Umfeld aus der Zeit vor der expansiven Geldpolitik interpretiert, je nachdem ob diese Effekte positiv oder negativ ausfallen. Die Effekte stellen Durchschnittswerte dar, da unterschiedliche Entwicklungen von Immobilienpreisen in verschiedenen Städten nicht den einzelnen Dezilen zugeordnet werden konnten, beziehungsweise systematische Unterschiede der Anleger, zum Beispiel in ihrem Aktien- oder Anleihenportfolio, innerhalb der Anlageklassen nicht berücksichtigt werden konnten. Stattdessen wurde die Rendite eines repräsentativen Portfolios aus inländischen und ausländischen Aktien unterstellt. Da keine Informationen dazu vorliegen, ob vermögendere Haushalte andere Aktienportfolien halten als weniger vermögende Haushalte, wurde für beide Haushaltstypen die gleiche durchschnittliche Rendite unterstellt. Zudem wurden die Effekte nicht nur in Euro pro Jahr berechnet, sondern auch in Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Die Renditen auf das Betriebsvermögen wurden über die Zunahme des Eigenkapitals deutscher Unternehmen aus der Jahresabschlussstatistik der Deutschen Bundesbank berechnet. Es werden die Parameterwerte aus Tabelle 1 unterstellt.
- Die Kritiker der EZB richten ihren Fokus auf die Folgen eines länger andauernden Umfelds aus niedrigen Zinsen und boomenden Vermögenspreisen. Aus diesem Grund wird im zweiten Analyserahmen das aktuelle Umfeld um zehn Jahre in die Zukunft fortgeschrieben und die Effekte eines solchen Umfelds auf die so prognostizierte Vermögensverteilung werden ermittelt. Allerdings werden die Effekte der aktuellen Corona-Krise nicht mitbeleuchtet, da diese einen eigenen Analyserahmen erforderlich machen.

Die Parameter für die Berechnung finden sich in Tabelle 1. Die Werte in Tabelle 1 stellen Durchschnittswerte über den Betrachtungszeitraum dar. Bei den selbstgenutzten und den fremdgenutzten Immobilien zeigt sich deutlich die höhere Preissteigerungsrate zwischen dem aktuellen Umfeld und der Vorkrisenzeit. Bei den Zinsen auf Bankeinlagen, den Zinsen auf Krediten, den Renditen auf Anleihen und den Zinsen auf Lebens- und Rentenversicherungen zeigen sich die Effekte des Niedrigzinsumfelds. Bei den Aktien und den Betriebsvermögen zeigen sich im aktuellen Umfeld zwar auch positive Wachstumsraten. Die Renditen sind höher

als die Renditen auf Immobilien. Diese fallen aber im Vergleich zur Vorkrisenzeit leicht geringer aus, sodass hier im Periodenvergleich ein negativer Effekt entsteht.

Die Berechnungen in diesem Kapitel sind als Vorteile beziehungsweise Nachteile zu interpretieren, die man im Zeitraum von 2015 bis 2019 gegenüber dem Vorkrisenzeitraum verzeichnet (Analyserahmen Nr. 1). Da für alle Haushalte dieselben (jahresdurchschnittlichen) Preiseffekte für die jeweiligen Vermögensklassen unterstellt werden, können die Ergebnisse als stilisierte Auswirkungen der Geldpolitik interpretiert werden. Die Untersuchung der Effekte eines langanhaltenden Umfeldes, wenn für die nächsten zehn Jahre eine vergleichbare Entwicklung wie im Zeitraum von 2015 bis 2019 unterstellt wird, ist dann Gegenstand des folgenden Abschnitts (Analyserahmen Nr. 2).

Tabelle 1: Parameter für die Analyse

	2006-2007	2008-2014	2015-2019*
Wertveränderung von selbstgenutzten Immobilien	-0,2	3,8	4,6
Rendite auf fremdgenutzte Immobilien	0,4	4,5	4,9
Zins auf Bankeinlagen	2,1	1,4	0,2
Rendite auf Investmentfonds	4,7	4,0	3,7
Rendite auf Anleihen	4,5	5,3	1,4
Rendite auf Aktien	6,8	3,0	5,0
Wertveränderung des Betriebsvermögens	7,4	5,1	5,7
Zins auf Lebens- und Rentenversicherungen	4,2	4,0	2,6
Zins auf Immobilienkredite	5,2	4,5	2,7
Zins auf Konsumentenkredite	6,9	6,3	4,6

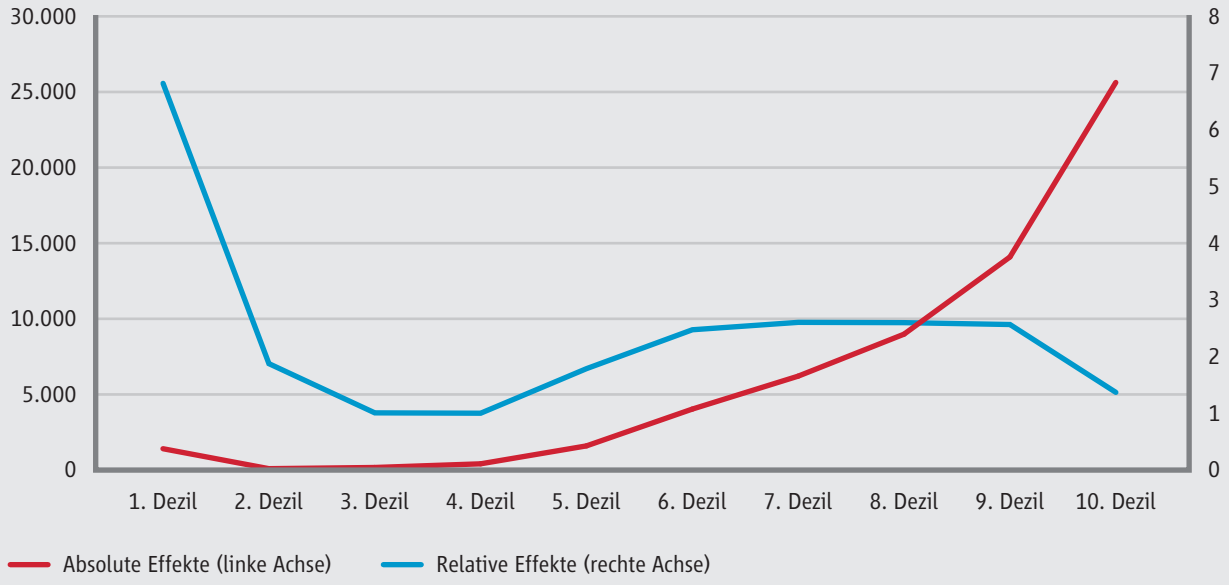
Anmerkung: Zinsen bzw. Renditen, in Prozent pro Jahr. *Aktienkurse und Betriebsvermögen stellen Durchschnitte von 2015-2019 dar, Immobilienpreise stellen Durchschnitte von 2015-2020 dar.
Quellen: F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

II. Vergleich zwischen aktuellem Umfeld und der Vorkrisenzeit

Im Folgenden werden die Unterschiede der Entwicklung der Vermögenspreise im aktuellen Umfeld mit der Entwicklung der Vermögenspreise in der Vorkrisenzeit auf die Vermögensverteilung ermittelt. Hiermit soll empirische Evidenz dahingehend geschaffen werden, inwieweit das Umfeld aus niedrigen Zinsen und boomenden Vermögenspreisen im Vergleich zur Entwicklung in der Vorkrisenzeit die Haushalte bevorteilt beziehungsweise benachteiligt hat. Ein positiver Effekt bedeutet, dass Haushalte im aktuellen Umfeld besser gestellt sind als in der

Vorkrisenzeit, während ein negativer Effekt darauf hindeutet, dass die Haushalte im aktuellen Umfeld gegenüber der Vorkrisenzeit schlechter gestellt sind. Wie auch im vorhergehenden Kapitel F werden die Dezile sowie die Zusammensetzung der Portfolios auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet, um die stilisierten Auswirkungen der Geldpolitik für eine möglichst typische Vermögenszusammensetzung eines bestimmten Vermögensbereichs zu analysieren.

Abbildung 32: Gewinner und Verlierer der expansiven Geldpolitik



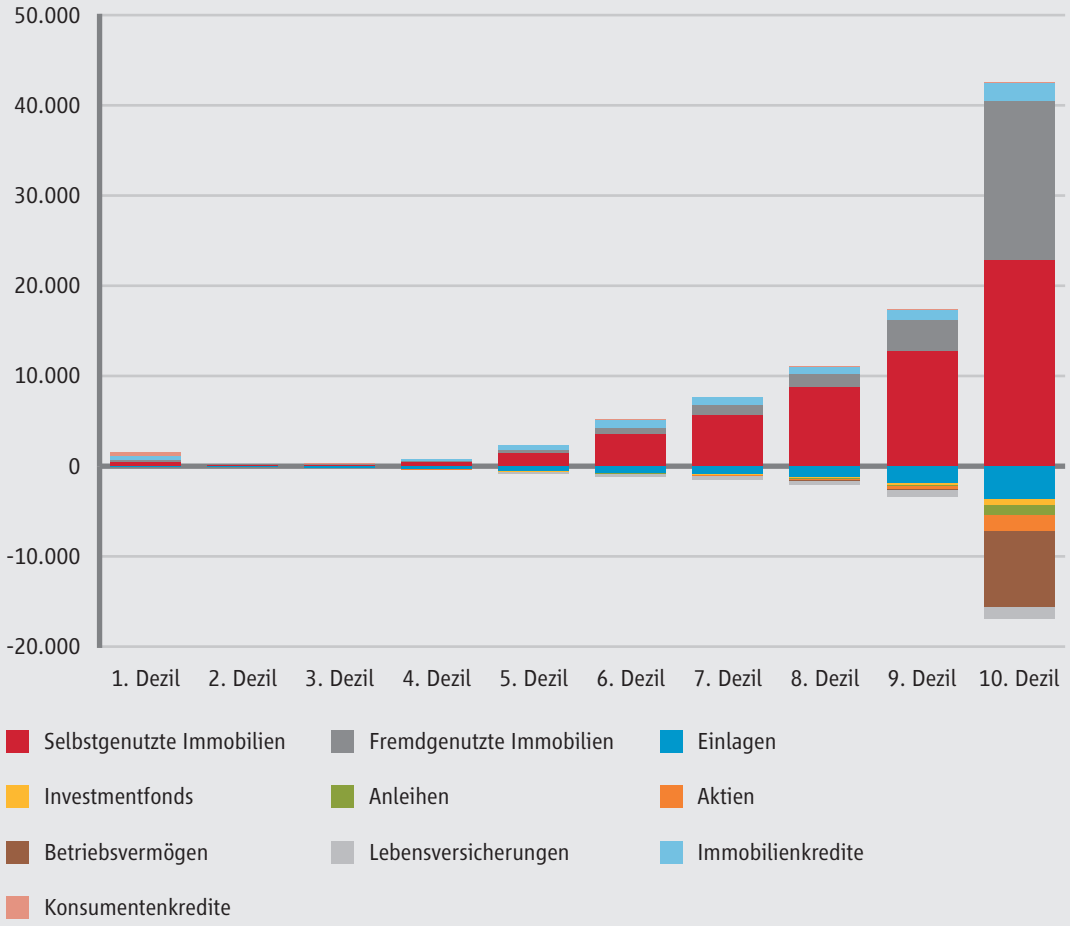
Anmerkung: In Euro (linke Achse) bzw. in Prozent (rechte Achse) des Bruttovermögens. Differenz der jahresdurchschnittlichen Vor- und Nachteile zwischen dem Zeitraum 2015-2019 und dem Vorkrisenzeitraum. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Abbildung 32 zeigt sowohl die absoluten Gesamteffekte (in Euro pro Jahr) als auch die relativen Gesamteffekte (in Prozent des Bruttovermögens pro Jahr) der Wertänderungen der Vermögenskomponenten über den Zeitraum von 2015 bis 2019 gemäß den unterstellten Parametern aus Tabelle 1. Die absoluten Gesamteffekte steigen ab dem 2. Vermögensdezil stetig an. Zudem besteht eine deutliche Zunahme im 10. Dezil, welche aufgrund der Höherbewertung der hier vorliegenden fremdgenutzten Immobilien entsteht, welche im Folgenden noch näher analysiert wird. Einen besonderen Fall stellt das erste Vermögensdezil dar. Im Durchschnitt sind die Haushalte in diesem Dezil überschuldet, das heißt sie weisen im Durchschnitt ein negatives Nettovermögen auf, jedoch im Durchschnitt ein Bruttovermögen, das höher als das durchschnittliche Bruttovermögen der Haushalte des 2. Dezils liegt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass einige Haushalte in diesem Vermögensdezil sowohl selbstgenutzte als auch fremdgenutzte Immobilien erworben haben. Sie profitieren damit stärker von niedrigen

Zinsen und gestiegenen Immobilienpreisen als die Haushalte im 2., 3. und 4. Dezil, die über vergleichsweise weniger Immobilienvermögen verfügen. Zudem ergibt sich ein gewisser positiver Effekt durch den Rückgang der Zinsen auf Konsumentenkredite, die besonders im ersten Vermögensdezil eine große Rolle spielen. Bei der Betrachtung der relativen Effekte, das heißt gemessen in Prozent des Bruttovermögens, weisen die Haushalte im 1. Dezil mit Immobilienvermögen und Immobilienkrediten den größten Effekt auf. Gegenüber dem 2. Dezil weisen zwar die Haushalte aus dem 3., 4. und 5. Dezil höhere relative Effekte auf, diese stagnieren aber ab dem 6. Dezil. Im zehnten Dezil geht der relative Zuwachs zurück, was vorrangig auf den geringeren durchschnittlichen Wertzuwachs bei den Betriebsvermögen zurückzuführen ist. Durch die niedrigen Zinsen und gestiegenen Vermögenspreise steigen somit zwar die absoluten Vermögensunterschiede eindeutig an, bei der relativen Ungleichheit ist bei diesem Analyserahmen jedoch eher mit einem Rückgang der Ungleichheit zu rechnen, da der relative Zuwachs im untersten Dezil vergleichsweise hoch ausfällt und der relative Zuwachs gleichzeitig im obersten Dezil leicht zurückgeht. Dieses erste Ergebnis wird in den folgenden Abschnitten nun genauer analysiert.

Abbildung 33 zeigt die absoluten Effekte der niedrigen Zinsen und der Höherbewertung von Vermögenswerten. Dabei werden die durchschnittlichen Zinserträge, Zinsaufwendungen und Wertveränderungen innerhalb des Zeitraums von 2015 bis 2019 mit den entsprechenden durchschnittlichen Zinserträgen, Zinsaufwendungen und Wertveränderungen aus der Vorkrisenzeit verglichen. Negative Effekte entstehen dabei aufgrund einer schlechteren Verzinsung bei Bankeinlagen und Lebensversicherungen, aber auch aufgrund der etwas geringeren Rendite auf Aktien und Betriebsvermögen im Vergleich zur Vorkrisenzeit. Positive Effekte entstehen hingegen durch geringere Finanzierungskosten und Höherbewertungen von Immobilienvermögen.

Abbildung 33: Absolute Effekte der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung

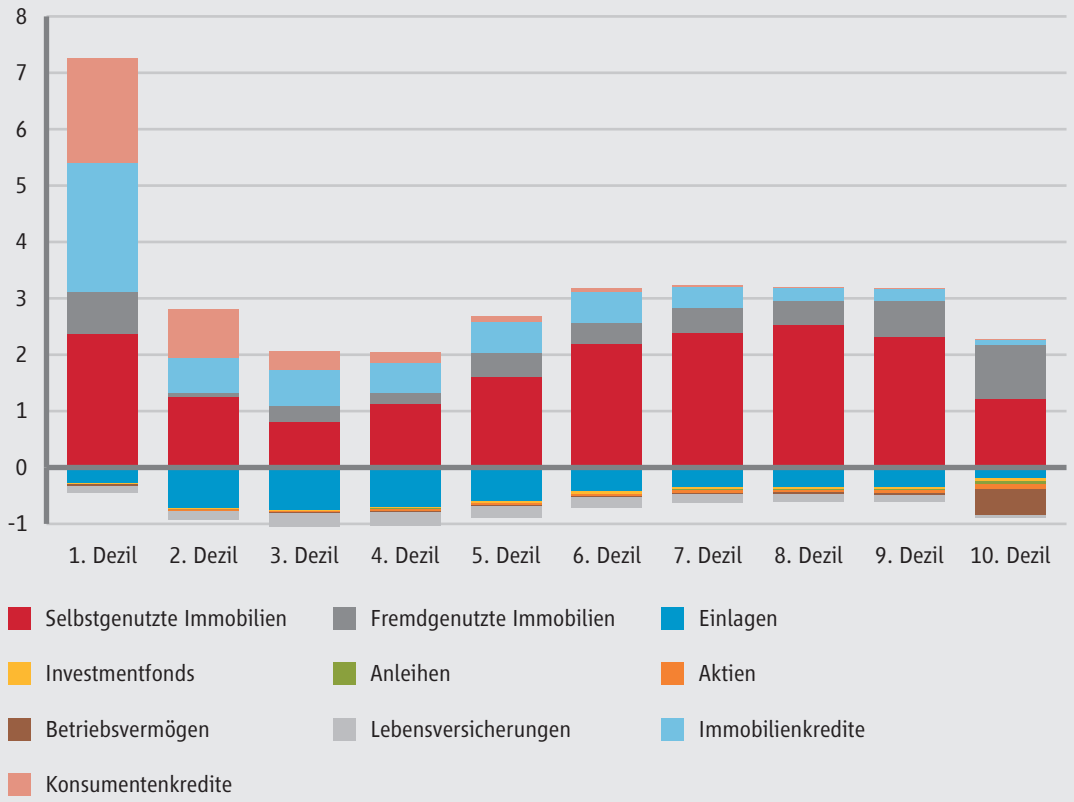


Anmerkung: Differenz der jahresdurchschnittlichen Vor- und Nachteile zwischen dem Zeitraum 2015-2019 und dem Vorkrisenzeitraum, in Euro pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Das 1. Dezil stellt dabei einen Sonderfall dar, da bei diesen Haushalten im Vergleich zu ihrem geringen Nettovermögen durch hohe Verschuldung und vergleichsweise hohen Immobilieninvestments große Effekte anfallen. Steigende absolute Vermögensungleichheit lässt sich ab dem 2. Dezil feststellen. Denn das Immobilienvermögen steigt mit zunehmendem Vermögen, und zwar sowohl in Form von selbstgenutzten Immobilien als auch in Form von fremdgenutzten Immobilien. Vor allem der Bestand an fremdgenutzten Immobilien steigt im 9. und 10. Dezil an, sodass hier große Effekte einer Höherbewertung zu erkennen sind. Aktien sind hier zwar auch stärker vertreten, aber im Vergleich zu Immobilien und Betriebsvermögen im 10. Dezil weniger bedeutend, sodass Aktienkursveränderungen hier kaum einen Effekt zeigen. Hier gilt es aber zu beachten, dass es innerhalb dieses Dezils auch andere Aktienportfolien gibt, die vom Marktportfolio dahingehend abweichen, dass sie stärker auf einzelne Unternehmen fokussieren und möglicherweise höhere Renditen aufweisen als die unterstellte Durchschnittsrendite.

Höherbewertungen von Betriebsvermögen fallen vor allem im 10. Dezil an, da hier das Betriebsvermögen in Form von größeren Unternehmen gegeben ist. Im Vergleich zur Vorkrisenzeit ist die Höherbewertung im Untersuchungszeitraum aber leicht niedriger, sodass hier im Periodenvergleich ein negativer Effekt entsteht.

Abbildung 34: Relative Effekte der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung



Anmerkung: Differenz der durchschnittlichen Vor- und Nachteile zwischen dem Zeitraum 2015-2019 und dem Vorkrisenzeitraum, in Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Im Gegensatz zur vorherigen Abbildung werden die Effekte nun in Prozent des Bruttovermögens ausgegeben (Abbildung 34). Hier zeigt sich vor allem die Hebelwirkung des Fremdkapitals im 1. Dezil. Aufgrund der geringen Nettovermögen und einer im Vergleich zu den anderen Dezilen großen Differenz zwischen Nettovermögen und Bruttovermögen fallen in diesem Dezil nur geringe Bestände an Bankeinlagen und Lebensversicherungen an. Von daher ist der Effekt des Rückgangs der Einlagezinsen hier auch eher gering. Aufgrund der hohen Verschuldung wirkt sich aber der Zinsrückgang bei den Immobilienkrediten und der Zinsrückgang bei den Konsumentenkrediten in diesem Dezil besonders stark aus. Zudem profitieren einige Haushalte in diesem Dezil von der Höherbewertung ihrer selbstgenutzten und fremdgenutzten

Immobilien. Aufgrund der vergleichsweise geringen übrigen Vermögenswerte in diesem Dezil fällt der durchschnittliche Effekt der Höherbewertung bei den fremdgenutzten Immobilien in diesem Dezil deutlich höher aus als bei den anderen Dezilen und ist von vergleichbarer Größe mit dem Effekt der Höherbewertung im 10. Dezil. Der Effekt geht allerdings auf vergleichsweise wenige (verschuldete) Besitzer mit fremdgenutzten Immobilien im 1. Dezil zurück, die den Durchschnittseffekt des Dezils stark beeinflussen. Zudem zeigt sich auch, wie riskant die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in diesem Dezil sind. Denn mit der Hebelwirkung des Fremdkapitals geht auch ein höheres Insolvenzrisiko einher, wenn sich der Trend bei den Vermögenspreisen einmal umdrehen wird.

Wertveränderungen selbstgenutzter Immobilien sind im 2. Dezil am geringsten, da Immobilien in der Vermögenszusammensetzung dieser Haushalte eine geringere Rolle spielen. Der Effekt der Höherbewertung von selbstgenutzten Immobilien nimmt bis zum 6. Dezil zu und nimmt ab da bis zum 9. Dezil und im 10. Dezil wieder ab. Der Grund dafür ist, dass fremdgenutzte Immobilien im 10. Dezil eine höhere Bedeutung haben als in den anderen Dezilen. Das Gleiche gilt für die Betriebsvermögen. Zwar befinden sich auch Eigentümer von kleineren Unternehmen in den Dezilen zwei bis neun. Jedoch sind die Besitzer größerer Unternehmen im 10. Dezil, sodass der Effekt auf die Betriebsvermögen vor allem im 10. Dezil anfällt.

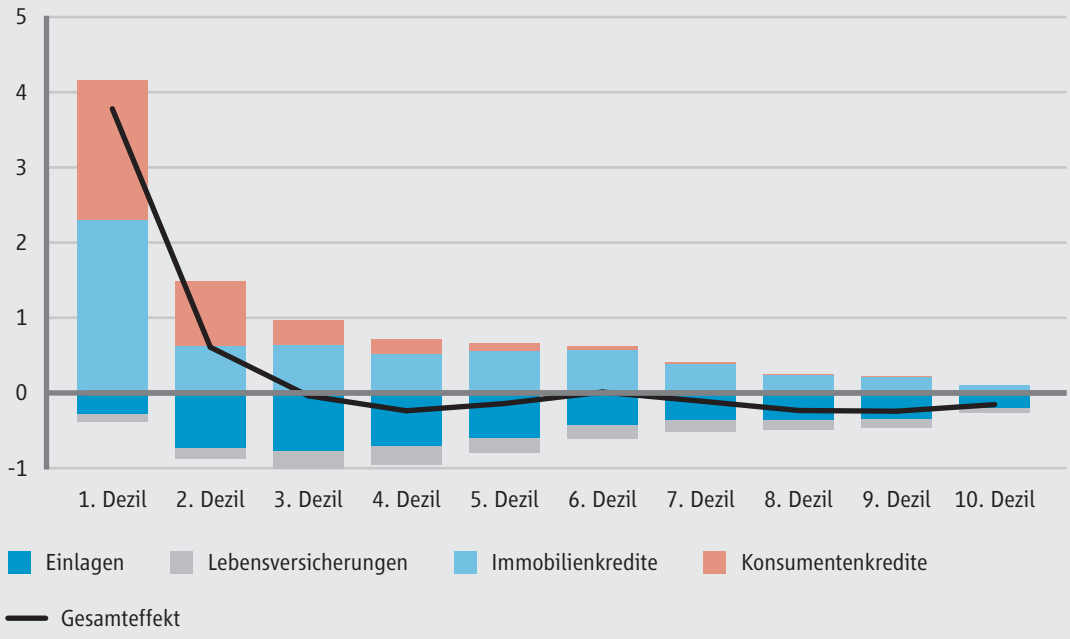
Das 2. Dezil hat die höchsten relativen Einbußen bei den Zinsrückgängen auf Bankeinlagen und Lebensversicherungen, da diese bei den Haushalten in diesem Dezil eine relative hohe Bedeutung in der Vermögenszusammensetzung haben. Die negativen Effekte der niedrigeren Zinsen nehmen mit zunehmendem Vermögen ab, da mit zunehmendem Vermögen andere Anlageformen an Bedeutung gewinnen.

Die Effekte der gesunkenen Zinsen auf Immobilienkredite sind für das 2. Dezil recht gering, steigen aber bis zum 5. Dezil an und sinken dann wieder. Dies liegt zum einen daran, dass Immobilien im 2. Dezil eine recht geringe Rolle spielen und diese mit zunehmendem Vermögen an Bedeutung gewinnen. Gleichzeitig nimmt aber auch die Bedeutung der Verschuldung mit zunehmendem Vermögen ab, sodass ab dem 6. Dezil der Effekt niedriger Kreditzinsen wieder abnimmt. Gleiches gilt für den Effekt von gesunkenen Zinsen auf Konsumentenkredite. Dieser Effekt nimmt mit steigendem Vermögen ab, da Konsumentenkredite mit zunehmendem Vermögen weniger stark genutzt werden.

Abbildung 35 zeigt die isolierten Effekte des *Savings Redistribution Channel*, wie er in der Literatur genannt wird. Das heißt es werden hier ausschließlich die Effekte von niedrigeren Zinsen auf Kredite und Einlagen diskutiert. Es ist zu erkennen, dass sowohl die positiven als auch die negativen Effekte dieses Übertragungskanals mit zunehmendem Vermögen abnehmen. Der Grund hierfür ist, dass risikolose Anlagen, wie Bankeinlagen und Lebensversicherungen, mit

zunehmender Vermögenshöhe in der relativen Vermögenszusammensetzung eine abnehmende Rolle einnehmen, während riskantere Anlageformen an Bedeutung zunehmen. Gleiches gilt für die Verschuldung. Diese nimmt in Relation zur Vermögenshöhe mit zunehmendem Vermögen ab. Eine besondere Rolle nimmt hier wieder das 1. Dezil ein, das eine starke Asymmetrie zwischen positiven und negativen Effekten zeigt. Dies liegt daran, dass bei den Haushalten in diesem Dezil die Differenz zwischen Bruttovermögen und Nettovermögen besonders hoch ist, das heißt diese Haushalte halten wenig Bankeinlagen, sind aber stark verschuldet. Die Immobilienbesitzer aus dem 1. Dezil können über diesen Kanal den größten positiven Gesamteffekt vorweisen und sind somit Profiteur der gesunkenen Zinsen. Negative Gesamteffekte zeigen sich hingegen für die obere und untere Mitte, wobei insbesondere die untere Mitte von geringeren Einlagenzinsen betroffen ist. Aber auch für das 10. Vermögensdezil zeigt sich für diesen Kanal ein negativer Gesamteffekt.

Abbildung 35: Relative Effekte über den Savings Redistribution Channel



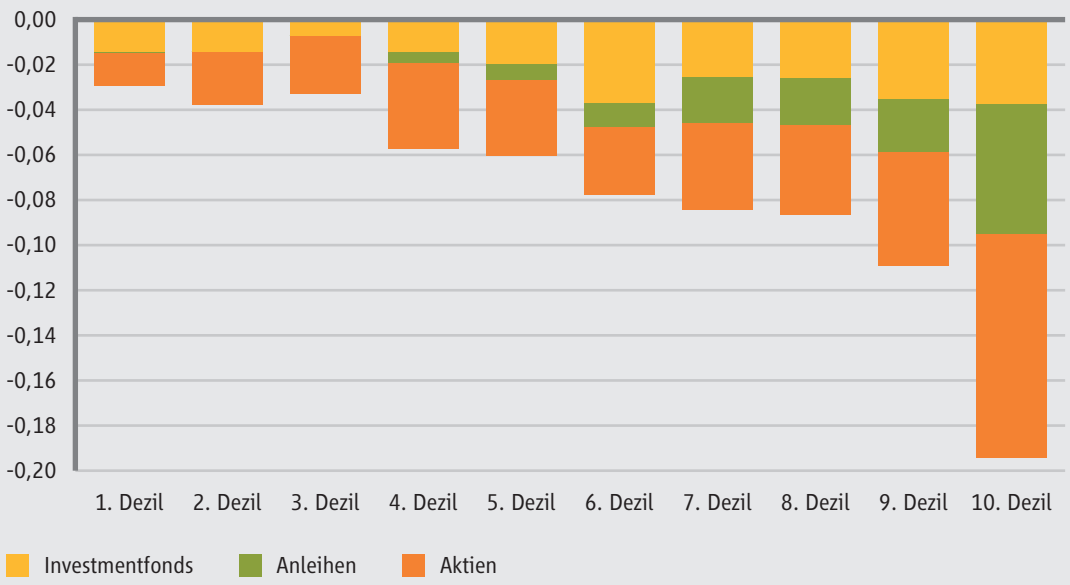
Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Von den gesunkenen Zinsen profitiert vor allem das stark verschuldete 1. Dezil, in dem Immobilien in der Durchschnittsbetrachtung eine größere Rolle spielen als in den darauffolgenden Dezilen. Das 2. Dezil verfügt kaum über Immobilien. Hier findet der Zinseffekt fast ausschließlich über die gesunkenen Zinsen auf Konsumentenkredite statt. Mit zunehmender Höhe der Dezile sind dann zwei Effekte zu beobachten. Zum einen steigt der Anteil an Immobilienkrediten und damit der Effekt gesunkener Zinsen im Vergleich zu den Konsumentenkrediten. Es

muss hier aber auch bedacht werden, dass bei den Immobilienkrediten zum Teil sehr lange Zinsbindungen gelten, sodass die Immobilienzinsen im Vergleich zu den Einlagenzinsen weniger sensitiv auf Leitzinsänderungen der EZB reagieren. Zum anderen sinkt der Anteil der Kredite am Bruttovermögen und damit auch der positive Effekt der gesunkenen Zinsen.

Da die Geldpolitik einen unmittelbareren Effekt auf Zinsen und auf andere Faktoren, wie beispielsweise das Wirtschaftswachstum, auf die anderen Vermögenpreise wirken, hat, spricht dies für die These, dass die expansive Geldpolitik für die vermögensarmen Haushalte und die unteren 20 Prozent von Vorteil war. Allerdings hat die Geldpolitik auch das riskante Finanzierungsverhalten der Haushalte im 1. Dezil belohnt. Die mittlere Mittelschicht, das heißt das vierte und fünfte Dezil, ist hingegen eher negativ betroffen durch diesen Übertragungskanal zu sein.

Abbildung 36: Effekte über den Financial Segmentation Channel



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

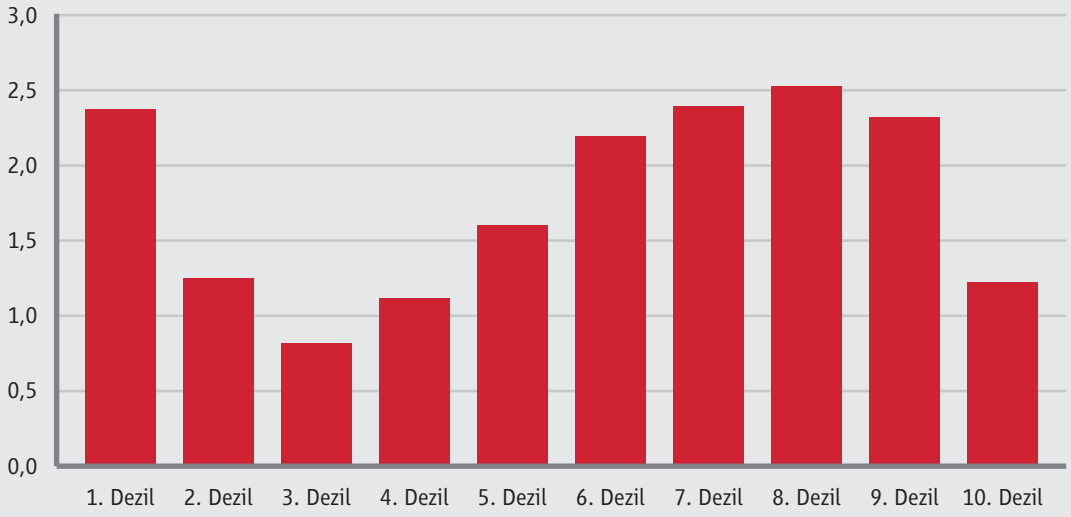
Nach dem *Financial Segmentation Channel* sollten vermögendere Haushalte einen besseren Zugang zu höher verzinsten, aber auch riskanteren Kapitalmarktprodukten haben als weniger vermögende Haushalte und deshalb von gestiegenen Vermögenpreisen stärker profitieren als vermögensärmere Haushalte. Da Kapitalmarktprodukte mit einer höheren Rendite auch mit einem höheren Risiko einhergehen, sind nicht alle Kapitalmarktprodukte für die breite Masse zugänglich. Während UCITS (Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities)

Investmentfonds für alle Haushaltstypen geeignet sind, können Alternative Investmentfonds nur an vermögende Haushalte vertrieben werden. Die Effekte auf kapitalmarktbasierte Anlagen, wie Aktien, Anleihen und Investmentfonds sind quantitativ eher klein. Da die Kapitalmärkte in der Vorkrisenzeit ähnlich gewachsen sind wie in der Zeit des Quantitative Easing, zeigen sich hier leicht negative Effekte im Promillebereich. Wie später noch gezeigt wird, sind die Effekte nur im Periodenvergleich negativ. Dies bedeutet, dass in beiden Perioden positive Effekte bestanden, die in der Vorkrisenzeit leicht höher ausfielen. Zudem können auch Einzelne größere Gewinne mit Aktien gemacht haben, sofern sie auf ausgewählte, stark wachsende Aktien gesetzt haben und nicht, wie in der Simulation unterstellt, in ein breit gestreutes Portfolio investiert haben, das den Gesamtmarkt abbildet. Die absoluten wie relativen Effekte sind im 10. Dezil am größten, da hier die wertmäßig größten Aktienportfolien liegen (Abbildung 36).

An dieser Stelle sollen die Effekte steigender Immobilienpreise noch einmal separat analysiert werden, da uns dieser Kanal aufgrund der hohen Bedeutung von Immobilien in der Vermögenszusammensetzung als besonders bedeutsam erscheint. Dass diese Haushalte trotz geringen Nettovermögens in Immobilien investieren können, liegt an ihrem hohen Verschuldungsgrad. Das negative Eigenkapital dieser Haushalte könnte daraus resultieren, dass die Immobilienwerte gesunken sind. Diese Haushalte investieren aber nicht nur in selbstgenutzte, sondern auch in fremdgenutzte Immobilien. So erreichen sie eine vergleichbare Rendite wie die reicheren Haushalte aus dem 8. und dem 9. Dezil. Im 10. Dezil sind diese Effekte etwas geringer, da hier Betriebsvermögen und fremdgenutzte Immobilien in der Vermögenszusammensetzung eine größere Rolle spielen. Vom 2. Dezil bis zum 8. Dezil steigt der Effekt der Immobilienpreisanstiege, da Immobilien eine größere Rolle im Portfolio spielen. Im 1. Dezil und im 10. Dezil spielen fremdgenutzte Immobilien eine größere Rolle als bei den anderen Dezilen.

Bei den selbstgenutzten Immobilien zeigen sich, je nach Dezil, recht unterschiedlich große Effekte (Abbildung 37). Im 1. Dezil spielen Immobilien trotz der geringen und teilweise negativen Nettovermögen im Durchschnitt des Dezils eine große Rolle. Deshalb kommen die Haushalte in diesem Dezil im Durchschnitt zu einem Vermögenseffekt von fast 2,5 Prozent ihres Bruttovermögens. Da im 2. bis 4. Dezil deutlich weniger Immobilienvermögen vorhanden sind, ist der Effekt in diesen Dezilen kleiner. Der positive Beitrag der Immobilien zur Vermögensentwicklung steigt dann jedoch mit zunehmendem Dezil an und erreicht im 8. Dezil einen vergleichbaren Durchschnittswert wie im 1. Dezil. Im 10. Dezil ist der Effekt hingegen deutlich kleiner und entspricht den Werten im 2. und 4. Dezil, da im 10. Dezil Betriebsvermögen eine zunehmende Bedeutung erfahren und Immobilienvermögen deshalb eine geringere.

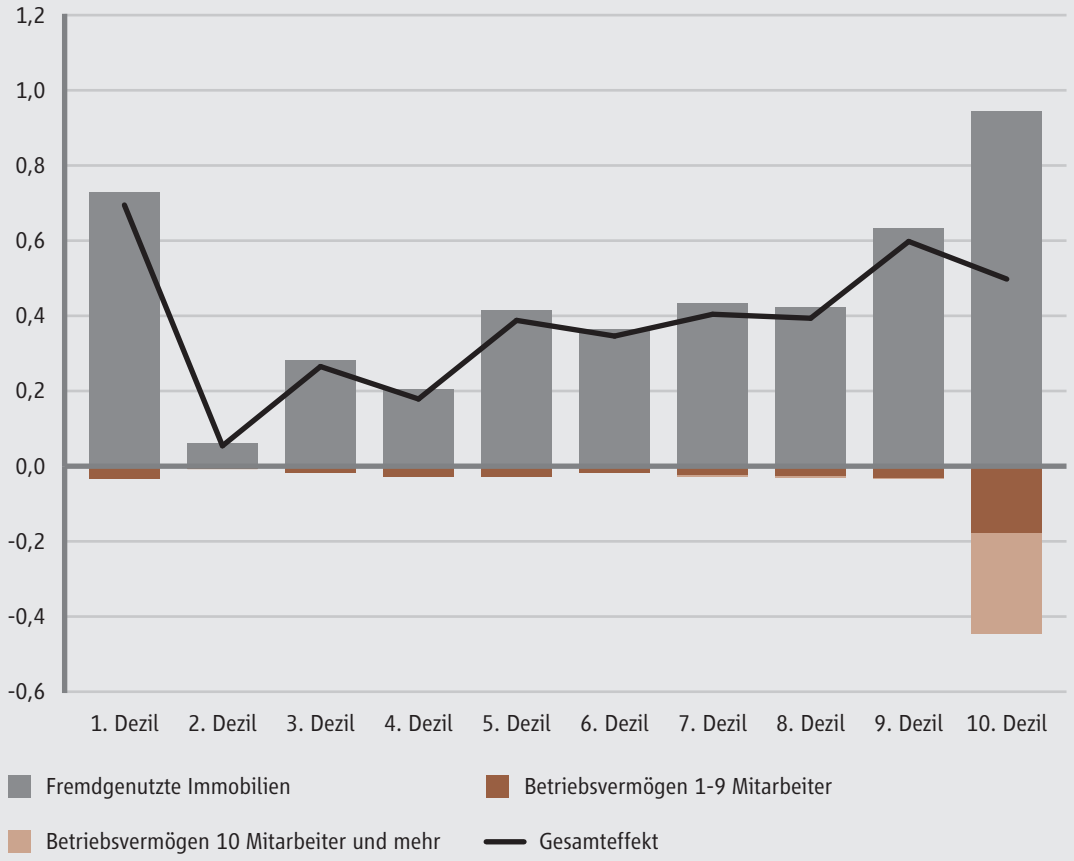
Abbildung 37: Effekte über selbstgenutzte Immobilien



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Der *Financial Segmentation Channel* unterstellt, dass vermögende Haushalte auch stärker in Alternative Assets investiert sind, die für weniger vermögende Haushalte aufgrund ihrer Risikostruktur eher unattraktiv sind. Zu den Alternative Assets zählen Betriebsvermögen und fremdgenutzte Immobilien. An dieser Stelle wird deshalb der isolierte Effekt einer Höherbewertung von fremdgenutzten Immobilien und Betriebsvermögen analysiert (Abbildung 38). Fremdgenutzte Immobilien und Betriebsvermögen spielen vor allem im 10. Dezil eine Rolle in der Vermögenszusammensetzung. Während sich in den anderen Dezilen auch Betriebsvermögen in Form von kleineren Unternehmen befinden, so befinden sich die großen Betriebsvermögen eigentümergeführter mittelständischer Unternehmen mit mehr als zehn Mitarbeitern vor allem im 10. Dezil (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021). Auch wenn diese nicht an Börsen gehandelt werden, so können die Betriebsvermögen bei sinkenden Zinsen trotzdem höher bewertet werden, zum Beispiel beim Ertragswertverfahren. Zwar ist der Wert des Eigenkapitals deutscher Unternehmen auch im Untersuchungszeitraum gestiegen. Doch waren hier die Anstiege im Vorkrisenzeitraum ebenfalls recht stark, sodass sich im Vergleich der Zeiträume ein leicht negativer Effekt ergibt. Vom 1. Dezil bis zum 9. Dezil ist der Effekt der Betriebsvermögen recht klein.

Abbildung 38: Effekte über den Financial Segmentation Channel: Alternative Assets



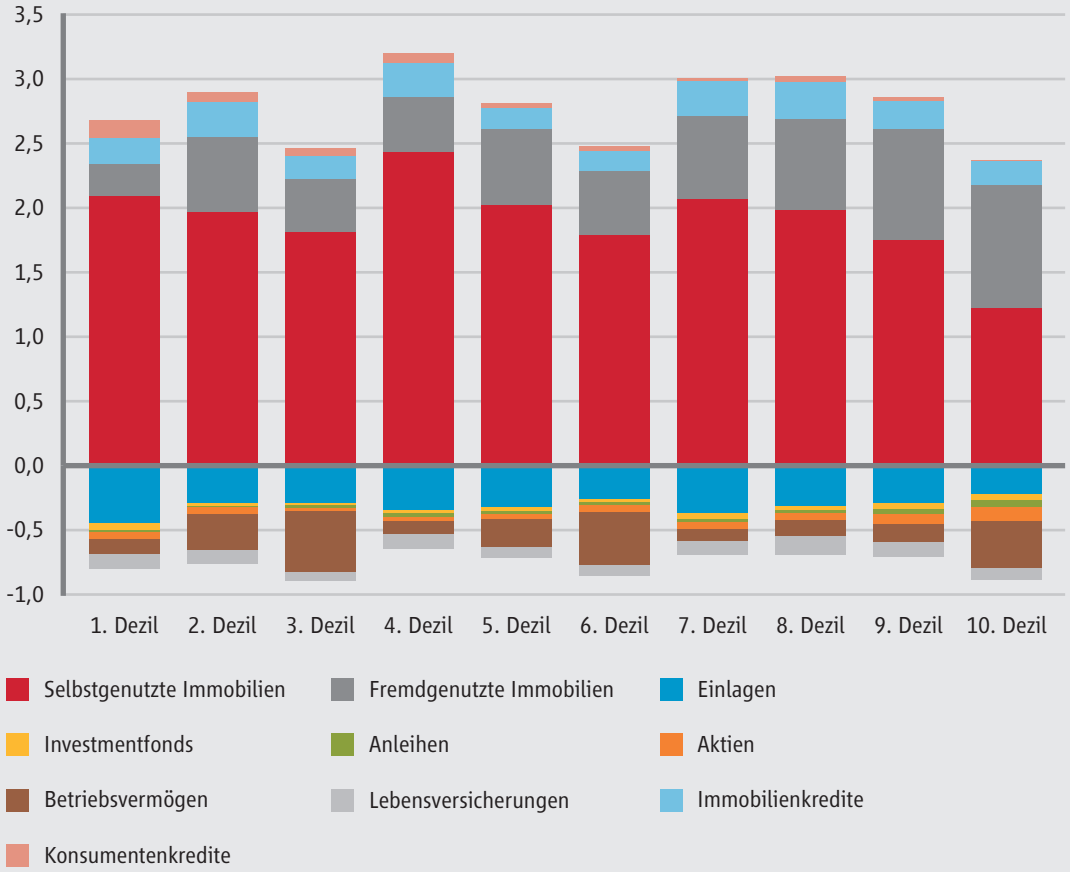
Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Der geringe Effekt resultiert daraus, dass Betriebsvermögen in diesen Dezilen eine eher untergeordnete Rolle gegenüber den anderen Vermögenswerten, wie beispielsweise Immobilien, spielt. Im 10. Dezil haben die Betriebsvermögen allerdings eine herausragende Rolle. Zudem ist der Effekt der Höherbewertung der fremdgenutzten Immobilien recht hoch. Diese spielen für das 2. bis 4. Dezil eine kleinere Rolle. Das 1. Dezil stellt hier wiederum einen Spezialfall dar. Besonders profitiert hat vom Wertanstieg der fremdgenutzten Immobilien das 10. Dezil, da fremdgenutzte Immobilien bei diesen Haushalten besonders stark vertreten sind.

Ebenfalls von Interesse ist eine Analyse der Effekte im Periodenvergleich nach der Vermögensverteilung nach Einkommenshöhe der Haushalte (Abbildung 39). Die Effekte auf die Vermögensverteilung nach Bruttogesamteinkommen sind aber eher gleichverteilt und zeigen kein ausgeprägtes Muster. Dies liegt unter anderem daran, dass die Vermögen relativ ähnlich in den Einkommensdezilen zusammengesetzt sind. Die selbstgenutzten Immobilien sind etwas stärker bei den mittleren Einkommen vorhanden. Dafür sind die Effekte der selbstgenutzten

Immobilien im oberen Einkommensbereich etwas geringer, während die Effekte aus fremdgenutzten Immobilien hier höher ausfallen. Auch die Effekte gesunkener Finanzierungskosten scheinen recht gleichmäßig über die einzelnen Einkommenshöhen verteilt zu sein.

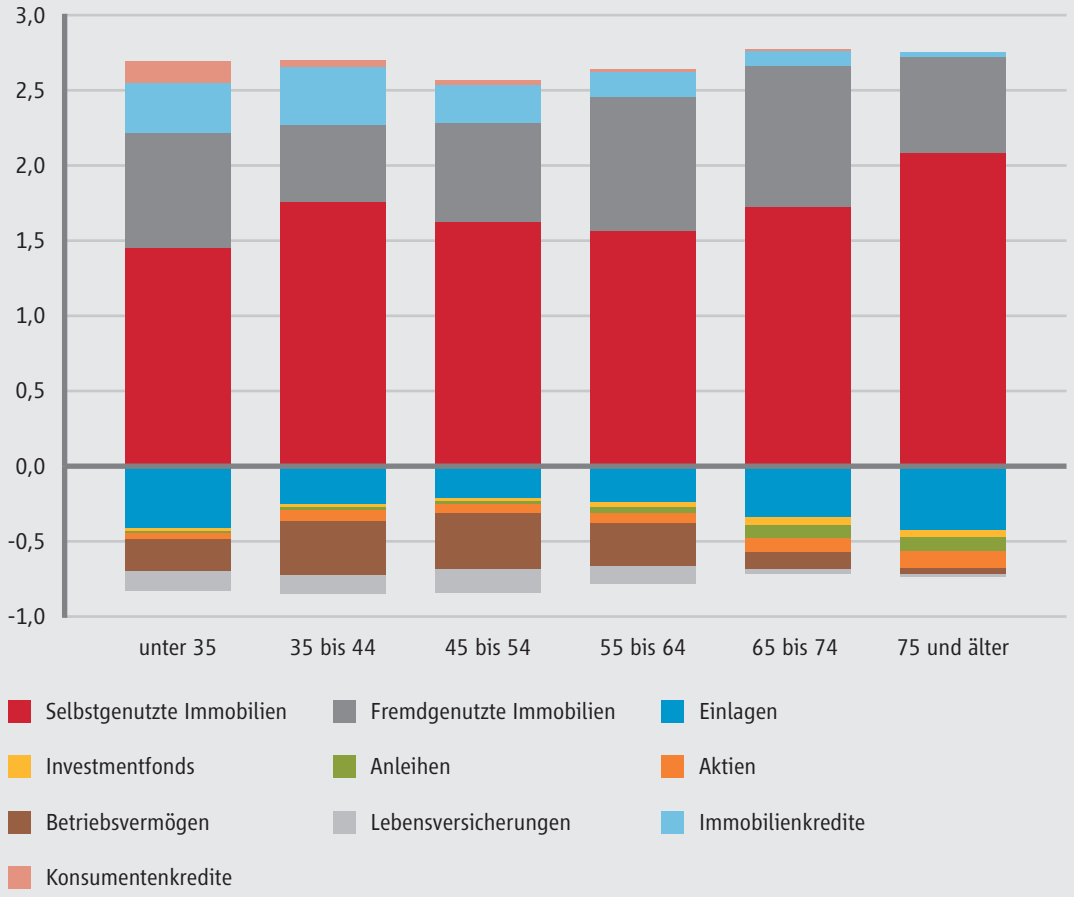
Abbildung 39: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Einkommen



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Zudem ist es interessant, die Effekte nach Alter zu analysieren (Abbildung 40). Ältere Haushalte hatten mehr Zeit für den Vermögensaufbau als jüngere Haushalte und weisen eine andere Portfolioaufteilung auf. Es zeigt sich jedoch, dass die Effekte auf die Vermögensverteilung nach Alter ebenfalls annähernd gleich verteilt sind. Die Zuwächse bei den selbstgenutzten Immobilien sind bei den älteren Haushalten etwas ausgeprägter. Dafür sind die Effekte der gesunkenen Zinsen auf Immobilienkredite bei den jüngeren Haushalten stärker ausgeprägt, da diese auch stärker verschuldet sind als die älteren Haushalte.

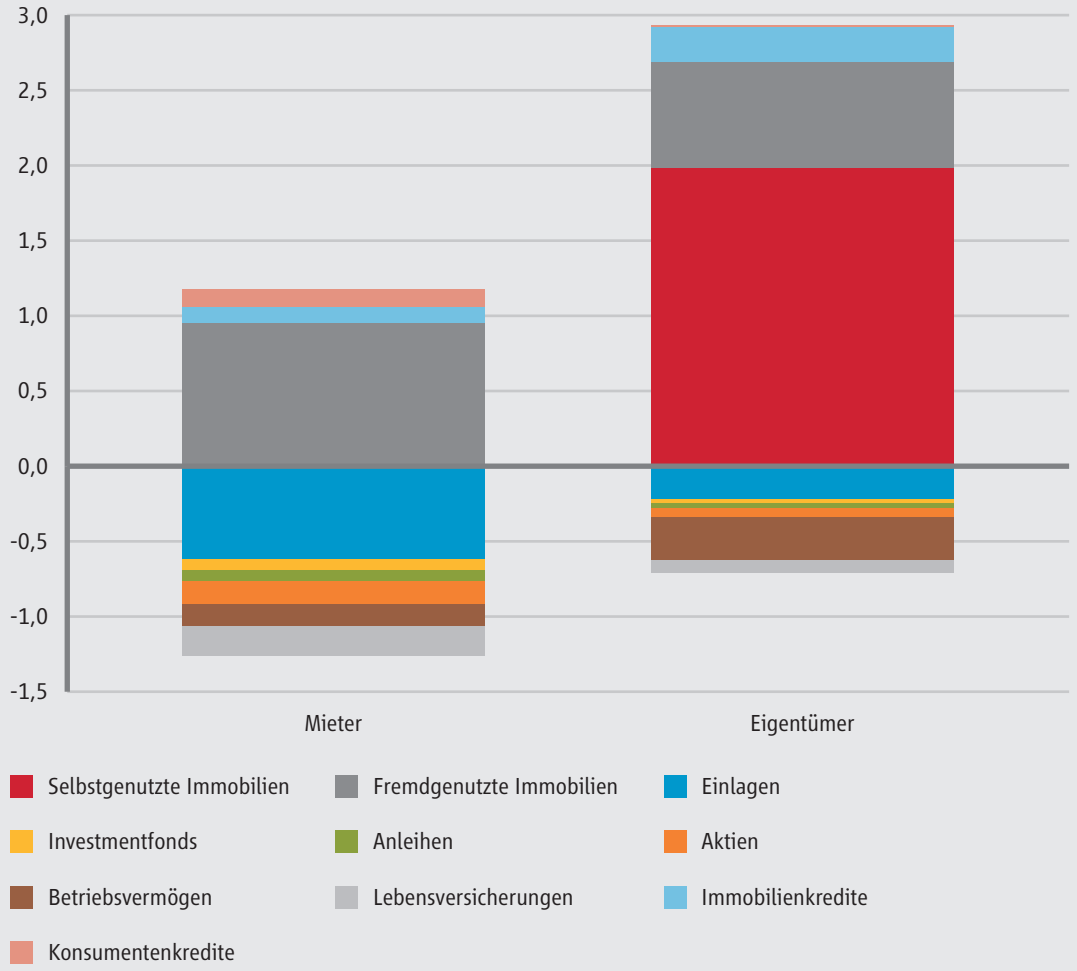
Abbildung 40: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Alter



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Aufgrund der hohen Bedeutung von Immobilienpreisanstiegen im Periodenvergleich sind unterschiedliche Effekte auf Mieter und Eigentümer zu erwarten. Zum einen, weil Mieter über keine selbstgenutzte Immobilie verfügen und zum anderen, weil die Portfolioaufteilung zwischen den beiden Gruppen eine andere sein könnte. Es zeigt sich, dass die Effekte bei den Eigentümern stärker als bei den Mietern ausgeprägt sind (Abbildung 41). Denn Eigentümer profitieren nicht nur durch die gestiegenen Preise der Wohnimmobilien, sondern auch durch die gesunkenen Finanzierungskosten. Sie sind auch weniger stark von Rückgang der Zinseinkommen aus Bankeinlagen betroffen als Mieter, die einen höheren Anteil an Bankeinlagen halten als Hausbesitzer. Bei den Mietern scheinen aber die Effekte von Preissteigerungen auf fremdgenutzte Immobilien stärker auszufallen als bei den Wohneigentümern.

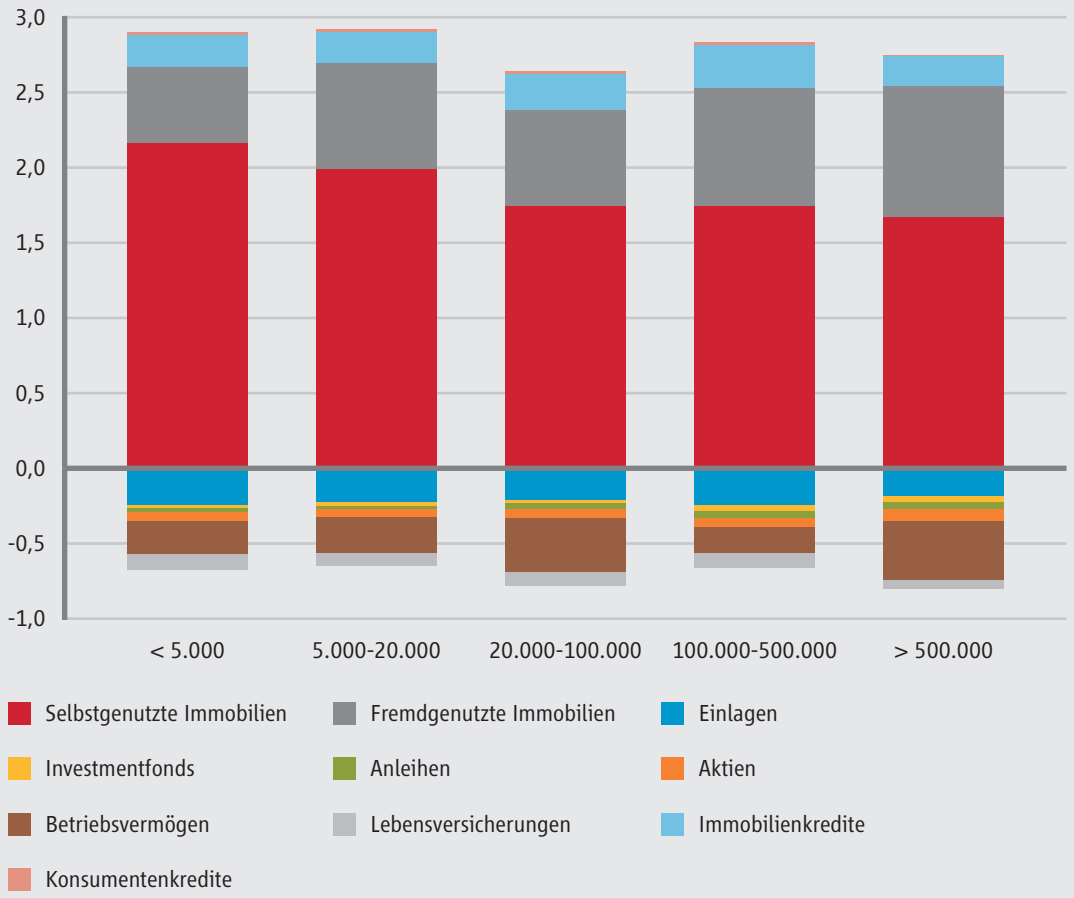
Abbildung 41: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Wohnentscheidung



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Da die Immobilien in den Großstädten höhere Preissteigerungen verzeichnen konnten, bietet es sich an, die Effekte im Periodenvergleich auch nach Regionsgröße auszuwerten (Abbildung 42). Hierbei wurden auch die unterschiedlichen Preissteigerungsraten nach Regionsgröße berücksichtigt. Damit weichen die Parameter für die Immobilien von denen aus Tabelle 1 ab, in der der Durchschnitt über die hier verwendeten Parameterwerte verwendet wird. Es zeigt sich, dass die Effekte auf die Vermögensverteilung nach Regionsgröße auch eher gleichmäßig sind. In den Städten mit mehr als 500.000 Einwohnern halten die Haushalte im Schnitt mehr Betriebsvermögen und mehr fremdgenutzte Immobilien. Dafür ist der Anteil der selbstgenutzten Immobilien recht gleich über die Regionsgröße verteilt, sodass sich keine nennenswerten regionalen Unterschiede in den Effekten zeigen. Dies liegt auch daran, dass sich die Bankeinlagen relativ gleich über die Regionen verteilen, sodass hier die negativen Effekte gesunkener Zinsen gleichmäßig anfallen.

Abbildung 42: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Regionsgröße



Anmerkung: In Prozent des Bruttovermögens pro Jahr.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Der Periodenvergleich hat gezeigt, dass die Effekte von gesunkenen Zinsen und gestiegenen Vermögenspreisen unterschiedlich auf die Haushalte gewirkt haben. Immobilienbesitzer haben dabei über Preissteigerungen ihrer Immobilie und gesunkene Finanzierungskosten profitiert. Die Zinsrückgänge über den *Savings Redistribution Channel* haben vor allem die unteren beiden Dezile begünstigt. Über den *Financial Segmentation Channel* haben vermögendere Haushalte über ihre Investitionen in fremdgenutzte Immobilien profitiert. Selbstgenutzte Immobilien haben vor allem die Mittelschicht profitieren lassen. Nachteilig war das aktuell für Mieter, die stärker in Form von zinssensitiven Einlagen sparen. Allerdings blendet diese Untersuchung aus, dass einige Haushalte ihre Vermögenswerte nicht schon in der Vorkrisenzeit erworben haben, sondern erst später. Aus diesem Grund werden im Folgenden in einem zweiten Analyserahmen, die Effekte des aktuellen Umfelds aus niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen über einen Zeitraum von zehn Jahren analysiert.

III. Langfristige Auswirkungen der Geldpolitik auf die Vermögensungleichheit

Ein wichtiger Punkt der Kritiker der expansiven Geldpolitik der EZB ist der, dass die Phase der expansiven Geldpolitik nicht vorübergehender Natur war, sondern über viele Jahre und über den Aufschwung hinaus anhielt. Damit finden, anders als bei einer antizyklischen Geldpolitik, bei der sich positive und negative Effekte auf die Vermögensverteilung im Konjunkturzyklus ausgleichen, hier permanente Effekte statt. In diesem Abschnitt sollen mögliche permanente Effekte quantifiziert werden. Diese sind aber weniger als Prognose, sondern eher als Szenariorechnung zu verstehen. Dabei werden die Effekte eines längerfristigen Umfelds aus niedrigen Zinsen und steigenden Immobilienpreisen, wie es im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2019 zu finden war, in die nächsten zehn Jahre fortgeschrieben. Ausgeblendet werden allerdings die Effekte der aktuellen Corona-Krise, da die Effekte der Corona-Krise einer eigenen Analyse bedürfen.

1. Die Möglichkeit dauerhafter Niedrigzinsen

In Demary und Voigtländer (2018) haben wir die Ursachen für eine Niedrigzinsphase ökonometrisch analysiert. Es zeigte sich, dass es vor allem demografische Effekte sind, die seit den 1990er Jahren zu niedrigen Zinsen geführt haben. Da diese demografischen Faktoren in den nächsten Jahren anhalten, wurde mittels einer Szenariorechnung ermittelt, dass eine Niedrigzinsphase bis zum Jahr 2050 anhalten könnte, wenn sich die Rahmenbedingungen nicht ändern. Eine Änderung der Rahmenbedingungen, die zu höheren Zinsen führen könnten, wäre beispielsweise eine Ausweitung der staatlichen Infrastrukturinvestitionen. Sollten die demografischen Faktoren also die Marktzinsen niedrig halten, so schränkt das die Möglichkeit der EZB ein, ihre Leitzinsen anzuheben, ohne dabei die Wirtschaft in eine Rezession zu führen. Damit könnte das aktuelle Szenario für weitere Jahre anhalten, was für die weitere Analyse unterstellt wird und später durch alternative Szenarien ergänzt und diskutiert wird.

Von daher wird im Folgenden simuliert, in welche Richtung sich die Vermögensverteilung in Folge der pauschalierten Wertänderungen durch die Geldpolitik ändern könnte, wenn das gegenwärtige Umfeld zehn weitere Jahre anhalten sollte. Dies spiegelt die Argumente der Kritiker der Geldpolitik wider, die von anhaltenden Effekten dieser Geldpolitik ausgehen, die zu einer höheren Vermögensungleichheit beitragen. Zudem werden die Effekte von alternativen Szenarien auf die Vermögensverteilung diskutiert, in denen die Zinsen durch eine restriktivere Geldpolitik steigen und die Immobilienpreise fallen.

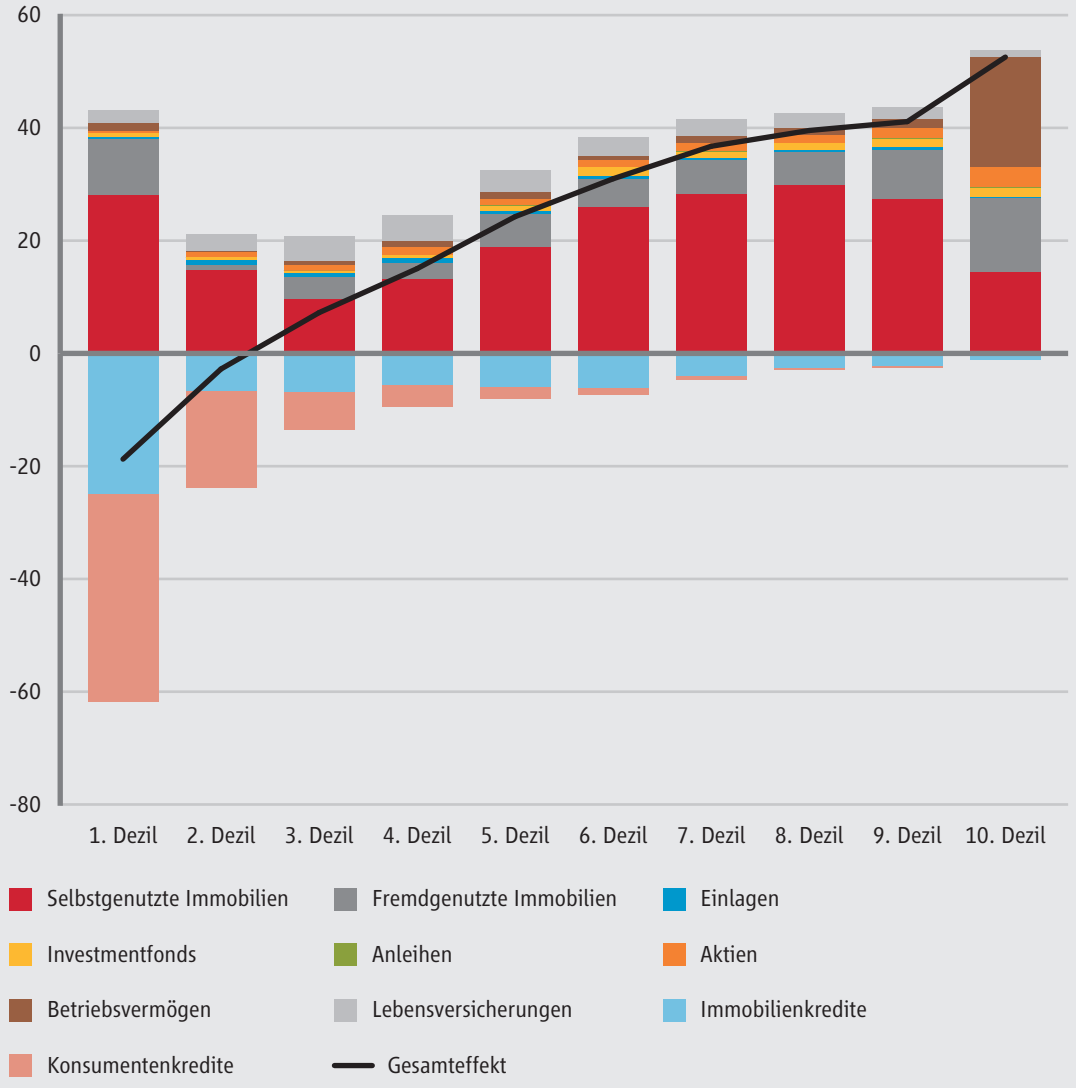
2. Auswirkungen auf die Vermögensanlage

Aus der vorangegangenen Analyse wurde ersichtlich, dass das erste Dezil aus der Kombination aus Aufschwung und expansiver Geldpolitik gegenüber der Vorkrisenzeit durch eine

Kombination aus gestiegenen Immobilienpreisen und gesunkenen Finanzierungskosten bei relativer Betrachtung im Durchschnitt am stärksten profitiert hat. Zudem haben die Dezile 6 bis 9 durch ihre selbstgenutzten und fremdgenutzten Immobilien von der Höherbewertung gegenüber der Vorkrisenzeit profitiert. Nicht berücksichtigt in der vorangegangenen Analyse wurde die Frage, wie sich die Vermögensverteilung ändert, wenn wir vom jetzigen Zeitpunkt ausgehen und die aktuellen Entwicklungen zehn Jahre in die Zukunft fortschreiben. Eine mögliche Hypothese ist, dass die Haushalte aus dem 1. Dezil von der Niedrigzinsphase und den boomenden Immobilienpreisen profitieren. Denn die steigenden Immobilienpreise ermöglichen es ihnen, dass ihr Nettovermögen steigt. Damit könnte es diesen Haushalten möglich sein, in ein höheres Dezil aufzusteigen. Auf der anderen Seite können die steigenden Immobilienpreise aber auch über die großen Bestände an Immobilien in den höheren Dezilen zu mehr Ungleichheit beitragen. In der weiteren Analyse soll diese Hypothese analysiert werden.

Diese Frage beantwortet Abbildung 43. Unter der Annahme, dass erst im Zeitraum von 2015 bis 2019 die Vermögenswerte erworben wurden und die Finanzierungsunterschiede gegenüber der Vorkrisenzeit nicht mehr bestehen, ergibt sich eine Erhöhung der Ungleichheit. Zwar machen die Haushalte im ersten Dezil innerhalb von zehn Jahren auch erhebliche Bewertungsgewinne bei Immobilien. Diese reichen aber aufgrund der hohen Verschuldung in diesem Dezil nicht aus, die anfallenden Zinskosten zu decken. Ähnlich sieht es im 2. Dezil aus, in dem Immobilienvermögen und Verschuldung allerdings geringer ausfallen als im 1. Dezil. Die Höherbewertungen bei Immobilien reichen also noch nicht aus, um diesen Dezilen einen Aufstieg in der Vermögensverteilung zu ermöglichen. Bei einer restriktiven Geldpolitik würde dieser Effekt sogar noch größer ausfallen. Die Vermögensungleichheit nimmt bei der isolierten und pauschalisierten Wertfortschreibung also tendenziell zu, da die Verschuldung mit zunehmendem Vermögen abnimmt und gleichzeitig das Immobilienvermögen mit zunehmendem Vermögen zunimmt. Ein positiver Effekt zeigt sich erst ab dem 3. Dezil, da die Verschuldung mit zunehmendem Vermögen abnimmt. Im 10. Dezil gibt es noch einmal einen zusätzlichen Effekt durch die Höherbewertung der Betriebsvermögen.

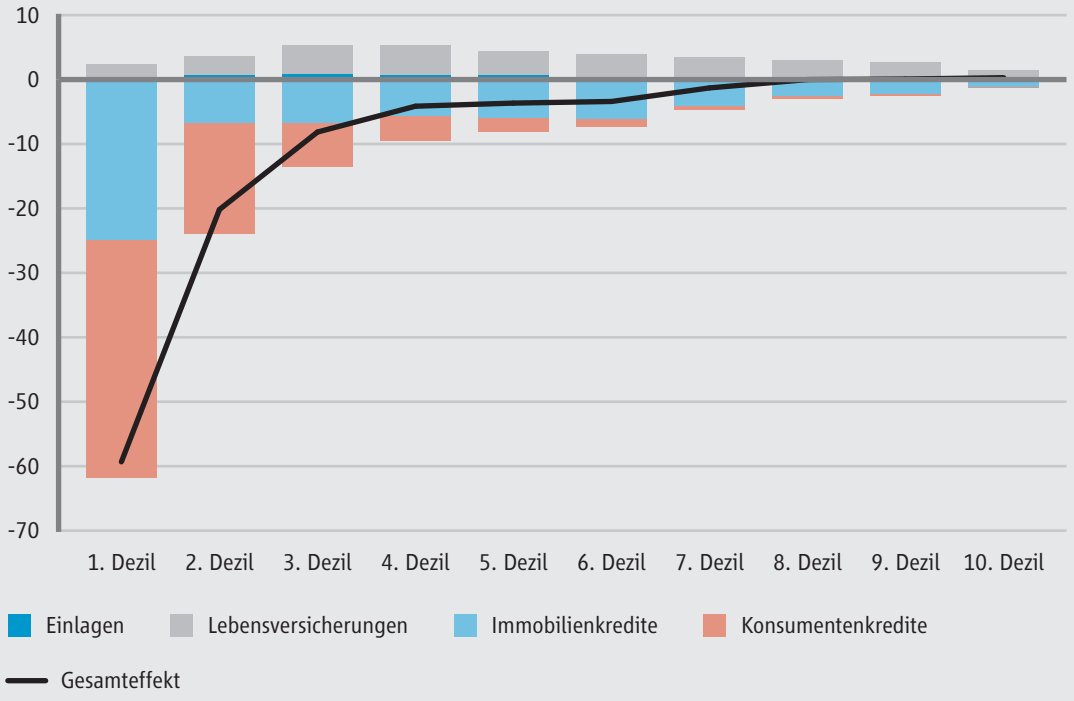
Abbildung 43: Verteilungswirkungen bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld



Anmerkung: Wertveränderungen bei Anlage im Zeitraum 2015-2019 bei einem 10-jährigen Anlagehorizont, in Prozent des Bruttovermögens. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Da die Zinsen an einer Untergrenze angekommen sind und damit nicht mehr nennenswert fallen können, hat der langfristige Effekt über den *Savings Redistribution Channel* für die weniger vermögenden Haushalte größere negative Effekte als für vermögendere Haushalte (Abbildung 44). Dies liegt daran, dass die Verschuldung der Haushalte mit steigendem Vermögen sinkt. Aufgrund dessen fallen – bedingt durch hohe Verschuldung und relativ niedrigem Niveau an Einlagen – hohe Zinszahlungen und niedrige Zinseinnahmen bei den weniger vermögenden Haushalten an. Mit zunehmendem Vermögen nehmen die Schulden ab und die Bankeinlagen zu. Ab dem 8. Dezil reichen die Zinseinnahmen in etwa, um die Zinsausgaben decken zu können.

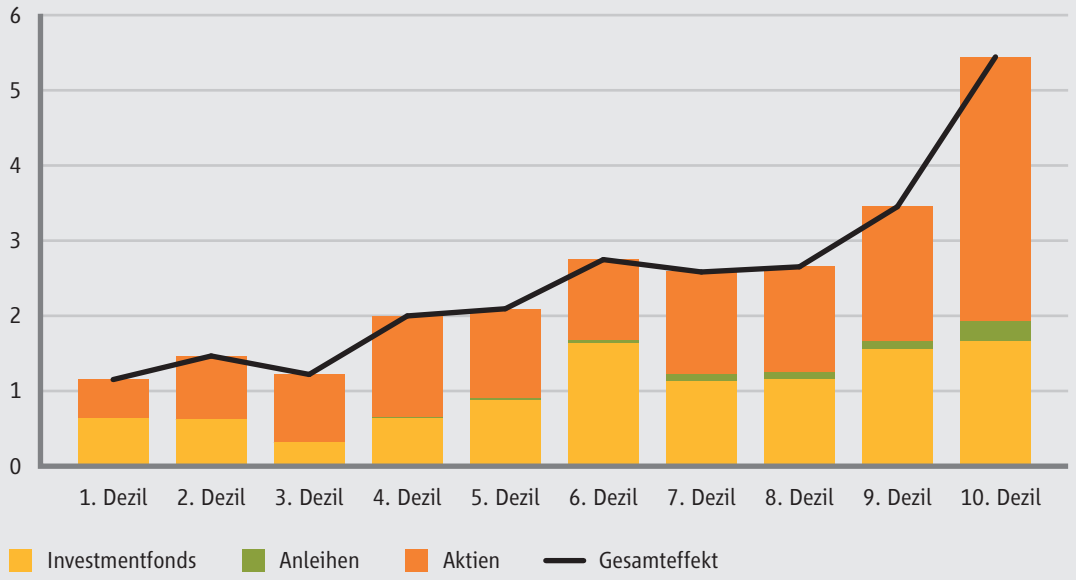
Abbildung 44: Savings Redistribution Channel bei anhaltendem Niedrigzinsumfeld



Anmerkung: Wertveränderungen bei Anlage im Zeitraum 2015-2019 bei einem 10-jährigen Anlagehorizont, in Prozent des Bruttovermögens. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Bei den kapitalmarktbasierten Anlageformen, wie Investmentfonds, Aktien und Anleihen zeigt sich über den *Portfolio Channel* ein steigender Effekt mit zunehmendem Vermögen (Abbildung 45). Aufgrund der niedrigen Renditen auf Anleihen ist der Effekt bei dieser Anlageklasse eher gering gegenüber den Vermögenszuwächsen bei Investmentfonds und Aktien. Vor allem die Vermögenszuwächse bei den Aktien steigen mit zunehmenden Vermögen, da die Haushalte mit hohem Vermögen im Vergleich zu den weniger vermögenden Haushalten einen größeren Anteil ihres Vermögens in Aktien halten. Der Effekt bei den Investmentfonds ist ähnlich wie der Effekt bei den Aktien, aber nicht so ausgeprägt, da auch bei den weniger vermögenden Haushalten Investmentfonds zu finden sind.

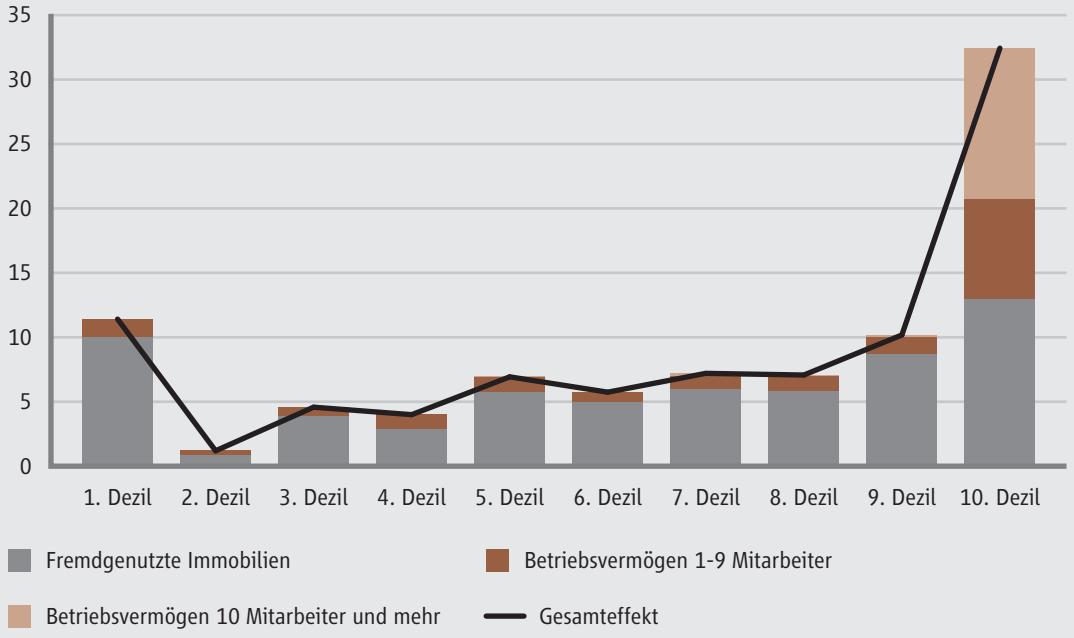
Abbildung 45: Kapitalmarktprodukte bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld



Anmerkung: Wertveränderungen bei Anlage im Zeitraum 2015-2019 bei einem 10-jährigen Anlagehorizont, in Prozent des Bruttovermögens. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Bei den Alternative Assets, wie fremdgenutzten Immobilien und Betriebsvermögen, zeigt sich ein starker Ungleichheitseffekt über den *Financial Segmentation Channel* durch die Fortschreibung des gegenwärtigen Umfelds (Abbildung 46). Im 10. Dezil ist dieser Effekt vor allem durch die fremdgenutzten Immobilien und die Betriebsvermögen bedingt, die im Vergleich zu den anderen Dezilen in diesem Dezil deutlich stärker verbreitet sind. Während Betriebsvermögen in Form von kleineren Betrieben auch in den niedrigeren Dezilen zu finden sind, sind Betriebsvermögen in Form von mittleren und größeren Unternehmen vor allem im 10. Dezil zu finden, weshalb in diesem Dezil der Effekt besonders ausgeprägt ist.

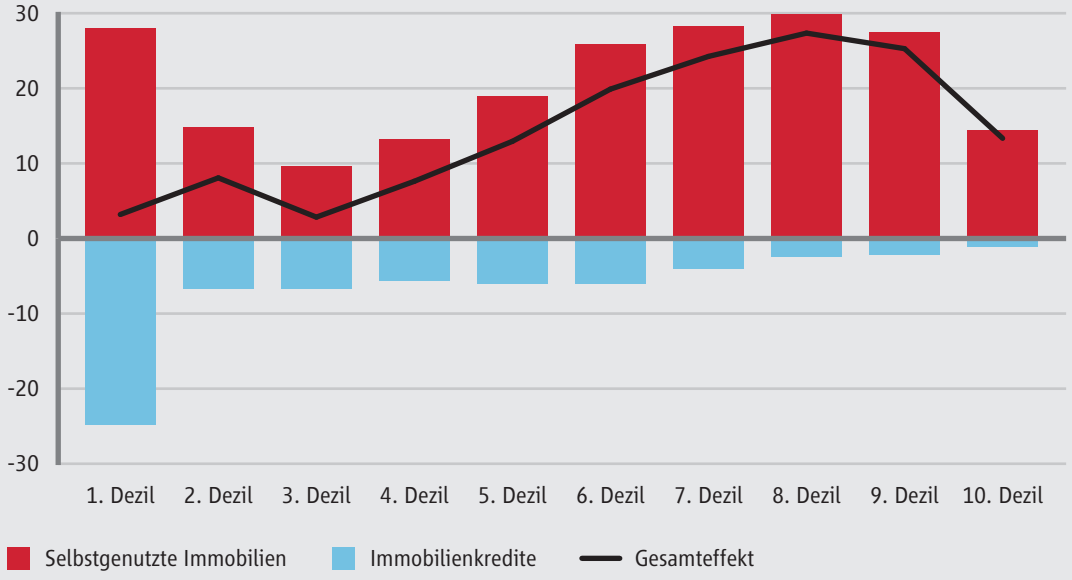
Abbildung 46: Alternative Assets bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld



Anmerkung: Wertveränderungen bei Anlage im Zeitraum 2015-2019 bei einem 10-jährigen Anlagehorizont, in Prozent des Bruttovermögens. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

Bei den selbstgenutzten Immobilien ist der Gesamteffekt bis zum 8. Dezil steigend und sinkt dann wieder, weil bei den höheren Dezilen die fremdgenutzten Immobilien und die Betriebsvermögen eine größere Rolle spielen (Abbildung 47). Die positiven Effekte der steigenden Immobilienpreise überwiegen in allen Dezilen die Zinskosten, sodass der Gesamteffekt positiv ist und mit zunehmendem Vermögen zunimmt. Zum einen nimmt der Gesamteffekt zu, weil das Immobilienvermögen bei den Haushalten mit höheren Vermögen eine größere Rolle spielt, und zum anderen, weil diese Haushalte weniger verschuldet sind als die Haushalte im 1. Dezil.

Abbildung 47: Selbstgenutzte Immobilien bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld



Anmerkung: Wertveränderungen bei Anlage im Zeitraum 2015-2019 bei einem 10-jährigen Anlagehorizont, in Prozent des Bruttovermögens. Nettovermögensdezile auf Basis der Durchschnittswerte der PHF-Beobachtungsjahre 2011, 2014 und 2017 gebildet.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

3. Alternative Szenarien

Bei der vorangegangenen Analyse wurde davon ausgegangen, dass das Umfeld aus niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen in den kommenden zehn Jahren anhalten wird. Auch wenn dieses Szenario plausibel erscheint, so ist es dennoch möglich, dass die Zentralbanken die Zinsen anheben müssen, wenn die Inflationsrate mittelfristig ansteigen sollte. Tatsächlich sind bereits jetzt höhere Inflationsraten zu beobachten. Allerdings sind diese auf eine ganze Reihe von Einmaleffekten zurückzuführen, auf die die Geldpolitik womöglich nicht reagieren wird (Demary und Hüther, 2021). Gleichwohl müssen solche alternativen Szenarien diskutiert werden.

Ein alternatives Szenario stellt eine Zinserhöhung durch die EZB dar. In diesem Fall würden die Einlagenzinsen – und mit zeitlicher Verzögerung wegen längerer Zinsbindungen nachfolgend auch die Kreditzinsen – steigen. Allerdings stellen die Einlagen im Vergleich zum Immobilienvermögen einen zu geringen Anteil am Vermögen der Haushalte dar, als dass sich hier ein besonders starker Effekt auf die Ungleichheit ergeben würde. Ein größerer Effekt könnte allerdings über steigende Finanzierungskosten erfolgen. Bei einem Zinsanstieg wäre dann ein negativer Effekt auf die Vermögensverteilung zu erwarten.

Ein anderes Szenario mit einem größeren Effekt auf die Vermögensverteilung wäre ein Einbruch der Immobilienpreise, der durch eine restriktive Geldpolitik hervorgerufen werden könnte. Da Immobilienvermögen einen großen Teil der Vermögen der Haushalte aus machen und diese mit steigendem Vermögen, vor allem ab dem 5. Dezil, größer ausfallen, sind die höheren Dezile sensitiver gegenüber einem Immobilienpreisverfall als die mittleren Dezile. Ein solcher Immobilienpreisverfall wäre für die überschuldeten Immobilienbesitzer im ersten Dezil besonders problematisch. Denn mit fallenden Immobilienpreisen sinkt der Wert der Kreditsicherheit, während die Kredithöhe hiervon unberührt bleibt. Bei einem Rückgang der Immobilienpreise dürften im 1. Dezil Privatinsolvenzen anfallen. Sinkende Immobilienpreise würden somit zu einem Ansteigen der Vermögensungleichheit beitragen.

Ein Einbruch der Aktienkurse hätte einen vergleichsweise kleinen Effekt, da alle Dezile im Vergleich zu anderen Vermögenswerten, wie beispielsweise Immobilien, relativ wenig in Aktien investiert sind. Allerdings würden sich mögliche Aktienkursverluste bei diesen Haushalten ebenso wenig auf die Vermögensverteilung auswirken, wie sich Aktienkurssteigerungen in der vorherigen Analyse auf die Vermögensverteilung ausgewirkt haben.

IV. Einfluss der verschiedenen Zinsumfelder auf den Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung

In einem letzten Schritt wird in Abbildung 48 in hypothetischen Simulationsvarianten dargestellt, wie sich der Gini-Koeffizient der Haushaltsnettovermögen der jeweiligen PHF-Befragungsjahre verändern würde, wenn sich die einzelnen Vermögenskomponenten jeweils für ein Jahr entsprechend den in Tabelle 1 hergeleiteten Preis- und Renditefaktoren für die unterschiedlichen Zeiträume entwickeln würden. Zudem wird in einer weiteren Variante dargestellt, in welche Richtung sich der Gini-Koeffizient ändern würde, wenn entsprechend dem ersten Analyserahmen für die Wertentwicklung der Vermögenskomponenten die Differenz der durchschnittlichen Vor- und Nachteile zwischen dem Zeitraum von 2015 bis 2019 und dem Vorkrisenzeitraum unterstellt wird. Das heißt, alle Vermögenskomponenten werden gleichzeitig entsprechend den Parametern für den jeweiligen Zeitraum erhöht und schließlich der resultierende Gini-Koeffizient ausgerechnet.

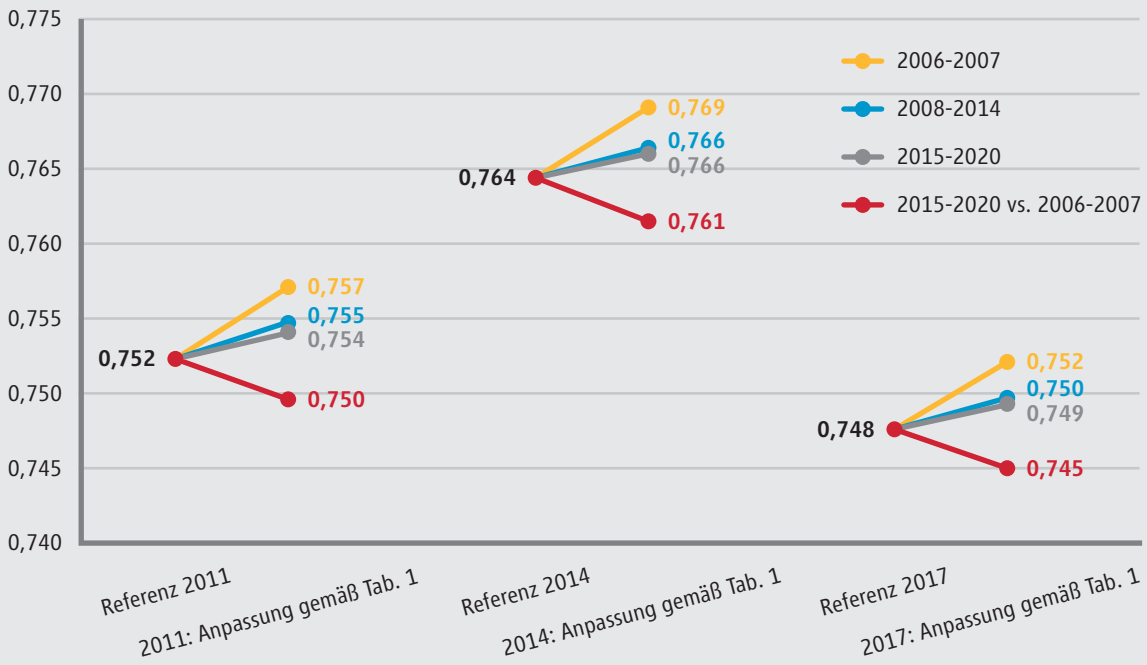
Strukturelle Bevölkerungsveränderungen oder Investitionen sowie De-Investitionen in einzelne Vermögensklassen bleiben bei dieser hypothetischen Simulation außen vor. Wie aus der Abbildung hervorgeht, wären von den isolierten Preis- und Renditeanpassungen in Summe jeweils leichte Anstiege der Ungleichheit zu erwarten, die vor allem auf die Wirkung des isolierten Anstiegs der Betriebsvermögen zurückgehen, aber auch auf die Höherbewertung der fremdgenutzten Immobilien. Trotz des eher ungleichheitserhöhenden Effekts der geringeren Zinsen auf Bankeinlagen im Zuge der expansiven Geldpolitik ist der mit den Parametern

für den Zeitraum von 2006 bis 2007 verbundene Effekt auf die Ungleichheit am höchsten. Dies geht vor allem darauf zurück, dass in diesem Zeitraum der ungleichheitsreduzierende Effekt der Erhöhung der selbstgenutzten Immobilienvermögen ausbleibt sowie die ebenfalls ungleichheitsreduzierende Wirkung der geringeren Kreditzinsen fehlt.

Dass die Preis- und Renditeentwicklung des Zeitraums von 2006 bis 2007 mit einem stärker ungleichheitserhöhenden Effekt auf die Vermögensverteilung einhergeht, passt zu dem empirischen Befund, dass Befragungsdaten des Sozio-oekonomischen Panels und der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe für den Zeitraum vor der Finanzkrise auf einen Anstieg der Vermögensungleichheit hindeuten. Seit der Finanzkrise deuten jedoch auch unterschiedliche Datensätze tendenziell auf eine stabile bis leicht sinkende Konzentration der Vermögensungleichheit hin (Stockhausen/Niehues, 2019). Dies gilt auch dann, wenn die verschiedenen Vermögenskomponenten an makroökonomische Referenzdaten angepasst werden (Stiftung Familienunternehmen, 2021). Dass sich der Ungleichheitsanstieg bei der Vermögensverteilung im Zuge der expansiven Geldpolitik abschwächt, passt zu den Ergebnissen der Gegenüberstellung des Zeitraums von 2015 bis 2019 mit den Wertveränderungen des Zinsumfelds im Vorkrisenzeitraum. Passend zu den Ausführungen in Kapitel G.II deutet der Vergleich der Wertentwicklungen auf einen Rückgang der Vermögensungleichheit, der vor allem auf die Höherbewertungen der selbstgenutzten Immobilien aber auch auf die etwas geringere Bewertung der Betriebsvermögen zurückgeht. Entsprechend den Ergebnissen des zweiten Analyserahmens (Kapitel G.III) deutet die ceteris paribus Fortschreibung der Wertänderungen der expansiven Geldpolitik jedoch ebenfalls auf einen leichten Anstieg der Vermögensungleichheit. Bei Betrachtung der Veränderung für ein einzelnes Jahr ändert sich der Gini-Koeffizient nur geringfügig. Wird die Entwicklung jedoch für fünf weitere Jahre fortgeschrieben, erhöht sich der Gini-Koeffizient ungefähr um einen Prozentpunkt.

Dass sich für den Zeitraum von 2014 bis 2017 gemäß den PHF-Daten im Gegensatz dazu selbst nach Hinzuschätzung und Anpassung der Vermögenskomponenten ein Rückgang der Vermögensungleichheit zeigt, betont die Bedeutung von Mikrodaten für eine abschließende Analyse der Vermögensungleichheit. Neben Preis- und Renditeanpassungen können auch weitere Faktoren die Ungleichverteilung der Vermögen beeinflussen. Durch Investitionen und De-Investitionen können sich beispielsweise Besitzstrukturen verändern. Zudem kann sich im Zuge der positiven Wirtschaftsentwicklung der letzten Jahre das Sparverhalten der Haushalte verändert haben und weiterhin werden in der Simulation pauschale Preis- und Renditeveränderungen unterstellt, die in der Realität natürlich sehr heterogen zwischen den einzelnen Haushalten ausfallen können. Bei der hypothetischen Simulationsanalyse in Abbildung 48 handelt es sich somit um stilisierte Effekte auf die Ungleichheit, wenn sich die entsprechenden Vermögenskomponenten für alle Haushalte in gleichem Ausmaß verändern würden.

Abbildung 48: Einfluss der Wertveränderungen unterschiedlicher Zeiträume auf den Gini-Koeffizienten



Anmerkung: Ausgehend von der Referenz der Ungleichverteilung des jeweiligen Befragungsjahres inklusive Uprating und unterem Schätzwert für die Betriebsvermögen (vgl. Stiftung Familienunternehmen, 2021) werden die Vermögenskomponenten entsprechend der Parameter aus Tabelle 1 für die verschiedenen Jahre fiktiv für ein Jahr fortgeschrieben. In der Variante „2015-2020 vs. 2006-2007" werden die Vermögenskomponenten entsprechend der Differenz der Parameter für die beiden Zeiträume angepasst.
Quellen: PHF, F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020), Macrobond, Deutsche Bundesbank (2021a, b, c, d,e), Statista (2021), eigene Berechnungen.

In der Begleitforschung zum Sechsten Armuts- und Reichtumsbericht der Bundesregierung ermitteln Kleimann et al. (2020) anhand von kontrafaktischen Analysen die Einflussfaktoren der empirisch beobachteten Ungleichheitsreduktion zwischen den Jahren 2008 und 2018 auf Basis der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe. Hierfür wurde für verschiedene Faktoren eine kontrafaktische Vermögensverteilung für das Jahr 2018 berechnet, die sich ergeben hätte, wenn der betreffende Faktor auf dem Stand des Jahres 2008 geblieben wäre. Aus den Analysen geht hervor, dass die Ungleichheitsreduktion neben dem Anstieg der selbstgenutzten Immobilienvermögen insbesondere auf veränderte Einkommensgruppen zurückging. Beide Faktoren „führten zu Vermögenszuwächsen insbesondere im unteren und mittleren Bereich der Verteilung und reduzierten daher zwischen den Jahren 2008 und 2018 die Ungleichheit" (BMAS, 2021, S. 79). Hierdurch wird verdeutlicht, dass die Geldpolitik auch über die Wirkung auf Arbeitsmarkt und Einkommensverteilung indirekt auf die Vermögensverteilung wirken kann.

Insgesamt zeigen die Analysen zu den Gewinnern und Verlierern der expansiven Geldpolitik die folgenden Befunde:

- Gegenüber dem Vorkrisenniveau haben die Haushalte im 1. Dezil einen Vorteil, da sie im Durchschnitt ihrer Gruppe sowohl von niedrigeren Finanzierungskosten als auch von höheren Immobilienpreissteigerungen profitieren. Dies gilt aber nur für die Haushalte, die im Vorkrisenzeitraum eine Immobilie erworben haben. Die Analyse in diesem Abschnitt hat hingegen gezeigt, dass Haushalte aus dem 1. Dezil, die im Zeitraum von 2015 bis 2019 Immobilien erworben haben, eher benachteiligt sind, da sie zum Erwerb einer Immobilie einen viel zu großen Kredit aufgenommen haben und die Immobilienpreisanstiege nicht hoch genug ausfallen, um die Zinskosten auszugleichen. Zudem verzeichnen sie einen negativen Effekt durch die vergleichsweise hohen Konsumentenkredite. Adverse Effekte durch höhere Zinsen oder sinkende Immobilienpreise würden vor allem die Haushalte in diesem Dezil treffen.
- Die zunehmende Vermögensungleichheit resultiert daraus, dass fremdgenutzte Immobilien mit steigendem Vermögen eine zunehmende Bedeutung in der Vermögenszusammensetzung besitzen. Selbstgenutzte Immobilien tragen hingegen zu einer geringeren Vermögensungleichheit bei.
- Die Höherbewertung von Betriebsvermögen führt vor allem durch die hohen Betriebsvermögen im 10. Dezil zu einer Zunahme an Ungleichheit. Allerdings sind diese auch eine sehr riskante Form der Vermögensanlage, da mit der höheren Rendite auch ein höheres Risiko einhergeht. Gleiches gilt für fremdgenutzte Immobilien, bei denen es sich häufig um Spezialimmobilien handelt, die von vermögensärmeren Haushalten aufgrund der höheren Risiken und aufgrund des fehlenden Eigenkapitals für eine solche Investition nicht nachgefragt werden.

H. Wirtschaftspolitische Einordnung

Je nach Fokus auf einen Vergleich des aktuellen Zeitraums mit dem Vorkrisenzeitraum (Analyserahmen Nr. 1) oder eines Vergleichs mit dem aktuellen Zeitraum und einer Fortschreibung in die Zukunft (Analyserahmen Nr. 2), kommt man zu unterschiedlichen Ergebnissen. Somit hat die EZB in ihrer Argumentation in einigen Punkten recht: Beispielsweise waren die günstigen Finanzierungsbedingungen vor allem für die ärmeren Haushalte von Vorteil. Es zeigt sich aber auch, dass die Kritiker der EZB in einigen Punkten recht haben und eine längere Phase niedriger Zinsen und steigender Vermögenspreise vor allem die jungen Haushalte, die nun Vermögen aufbauen wollen, belastet, und somit zu mehr Ungleichheit führen könnte. Nachteile ergeben sich vor allem für Haushalte, die nicht in eine Immobilie investiert haben beziehungsweise konnten und ihre Vermögensanlage über Zinsprodukte gestalteten.

Auch wenn die expansive Geldpolitik auf Dauer Verteilungseffekte nach sich zieht, so ist die EZB in der Durchführung ihrer Geldpolitik unabhängig vom politischen Einfluss. Trotzdem ist es wichtig, dass sie der Öffentlichkeit die Wirkungsweise ihrer Geldpolitik, mitsamt der möglichen Nebenwirkungen, erklärt und den Fragen der Öffentlichkeit begegnet.

Mit zunehmender Dauer des Niedrigzinsumfeldes stellt sich die Frage, wie mit diesem umgegangen wird. Denn die Belastungen für die Altersvorsorge nehmen zu. So müssen Haushalte, die feste Sparziele für ihr Alter haben, in einem Niedrigzinsumfeld mehr Geld zur Seite legen, das heißt weniger konsumieren. Hierbei sind zwei mögliche Wege denkbar:

- Instrumente der Förderungen der Vermögensbildung, wie beispielsweise die Arbeitnehmersparzulage, wurden jahrelang nicht reformiert. Eine Anpassung an gestiegene Gehälter und gestiegen Preise wäre hier längst überfällig. Gleiches gilt für den Sparer-Pauschbetrag, der erhöht werden könnte. Zudem sollten die negativen Effekte auf die Vermögensbildung der Haushalte, die bei der Einführung einer Finanztransaktionssteuer entstehen würde, stärkere Berücksichtigung finden, und von dieser abgesehen werden.
- Die Förderung einer Aktienkultur in Deutschland könnte konsequenter angegangen werden. Hierbei sollte der Fokus vor allem auf dem Beitrag des Aktienmarkts für den langfristigen Vermögensaufbau und für die Altersvorsorge liegen. Möglich wäre auch mehr finanzielle Bildung an den Schulen.
- Zudem gibt es noch den Vorschlag eines Bürgerfonds des ifo Instituts, der auf eine stärkere Beteiligung des Staates an den Aktienmärkten setzt, um die gesetzliche Rente zu stärken (ifo, 2019). Hierbei würde der Staat Schulden zu den aktuell niedrigen Kapitalmarktzinsen aufnehmen und an den Aktienmärkten anlegen, um eine Rendite für die Bürger zu erzielen.

- Für einen erschwinglichen Immobilienerwerb ist vor allem eine Ausweitung der Bautätigkeit erforderlich, beispielsweise durch eine Reduzierung der Erwerbsnebenkosten, wie der Grunderwerbssteuer. Dadurch würde ein höheres Angebot an Immobilien entstehen und die Immobilienpreise senken.

Zudem sollte vor dem Hintergrund eines anhaltenden Umfelds aus niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen von der Einführung einer Vermögensteuer abgesehen werden. Eine expansive Geldpolitik führt zu einer bilanziellen Höherbewertung von Immobilienvermögen und Betriebsvermögen und erhöht die Steuerbasis für die Vermögensteuer. Dies führt dazu, dass die Unternehmen weniger Gewinne einbehalten können, was die Investitionstätigkeit hemmen würde.

Trotzdem sollte nicht ausgeschlossen werden, dass die Zinsen in baldiger Zukunft auch wieder steigen könnten. Die Transformation der Wirtschaft in Richtung Digitalisierung und Klimaneutralität erfordert erhebliche Investitionen. Eine höhere Nachfrage der Unternehmen nach Krediten zur Finanzierung dieser Investitionen würde zu höheren Zinsen führen, die sich dann auch in höheren Sparzinsen und höheren Zentralbankzinsen widerspiegeln werden. Zudem ist damit zu rechnen, dass die Inflation zumindest in diesem Jahr höher ausfallen wird, was zu höheren nominalen Zinsen führen wird, da Inflationserwartungen eingepreist werden. Außerdem müssten die Zentralbanken bei einer höheren Inflationsrate auch ihre Leitzinsen anheben. Dies alles kann zu höheren Zinsen führen. Von starken Zinsanstiegen ist aber erst einmal nicht auszugehen.

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Parameter für die Analyse 57

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Hoch- und Niedriginflationsländer 4

Abbildung 2: Durchschnittliches Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte nach Nettovermögensgruppen (in Prozent) 16

Abbildung 3: Durchschnittliches Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte nach Alter 16

Abbildung 4: Durchschnittliche Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte auf Bankkonten nach Alter 17

Abbildung 5: Durchschnittliche Bruttovermögen (in Euro) der Haushalte am Kapitalmarkt nach Alter 18

Abbildung 6: Durchschnittliche Immobilienvermögen (in Euro) der Haushalte nach Alter 19

Abbildung 7: Betriebsvermögen (in Euro) der Haushalte nach Alter 20

Abbildung 8: Portfoliostruktur der Geldvermögen der Haushalte (in Prozent) 21

Abbildung 9: Vermögen und Kredite der Haushalte 22

Abbildung 10: Kredit- und Einlagezinsen (in Prozent) 26

Abbildung 11: Laufende Verzinsung auf Lebensversicherungen (in Prozent) 26

Abbildung 12: Aktien- und Anleihenmärkte (Index: 100=1998-12) 28

Abbildung 13: Durchschnittliche Renditen auf Aktien- und Anleihenmärkten (in Prozent) 29

Abbildung 14: Aktienmärkte im internationalen Vergleich (Veränderung in Prozent) 30

Abbildung 15: Immobilienpreise in Deutschland 31

Abbildung 16: Regionale Immobilienpreissteigerungen 32

Abbildung 17: Regionale Immobilienpreissteigerungen (in Prozent) 33

Abbildung 18: Renditen auf Betriebsvermögen (in Prozent) 35

Abbildung 19: Vermögenspositionen der Sektoren – absolute Betrachtung 37

Abbildung 20: Vermögenspositionen der Sektoren – relative Betrachtung/ Aufteilung 38

Abbildung 21: Relative Portfoliostruktur nach Dezilen des Haushaltsnettovermögens 40

Abbildung 22: Vermögenszusammensetzung nach Dezilen des Haushaltsnettovermögens – absolute Betrachtung 42

Abbildung 23: Vermögenszusammensetzung nach Dezilen des Haushaltseinkommens – absolute Betrachtung 44

Abbildung 24: Relative Portfoliostruktur nach Dezilen des Haushaltseinkommens....45

Abbildung 25: Vermögenszusammensetzung nach Altersgruppen – absolute Betrachtung 46

Abbildung 26: Relative Portfoliostruktur nach Altersgruppen 47

Abbildung 27: Vermögenszusammensetzung nach Wohnentscheidung – absolute Betrachtung 48

Abbildung 28: Relative Portfoliostruktur nach Wohnentscheidung....49

Abbildung 29: Vermögenszusammensetzung nach Gemeindegrößenklasse – absolute Betrachtung 50

Abbildung 30: Relative Portfoliostruktur nach Gemeindegrößenklasse 51

Abbildung 31: Einfluss hypothetischer Wertveränderungen auf den Gini-Koeffizienten der Nettovermögen des Jahres 2017....52

Abbildung 32: Gewinner und Verlierer der expansiven Geldpolitik 58

Abbildung 33: Absolute Effekte der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung 60

Abbildung 34: Relative Effekte der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung 61

Abbildung 35: Relative Effekte über den Savings Redistribution Channel 63

Abbildung 36: Effekte über den Financial Segmentation Channel....64

Abbildung 37: Effekte über selbstgenutzte Immobilien 66

Abbildung 38: Effekte über den Financial Segmentation Channel: Alternative Assets....67

Abbildung 39: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Einkommen....68

Abbildung 40: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Alter 69

Abbildung 41: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Wohnentscheidung....70

Abbildung 42: Effekte auf die Vermögensverteilung nach Regionsgröße....71

Abbildung 43: Verteilungswirkungen bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld 74

Abbildung 44: Savings Redistribution Channel bei anhaltendem Niedrigzinsumfeld....75

Abbildung 45: Kapitalmarktprodukte bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld 76

Abbildung 46: Alternative Assets bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld 77

Abbildung 47: Selbstgenutzte Immobilien bei länger anhaltendem Niedrigzinsumfeld....78

Abbildung 48: Einfluss der Wertveränderungen unterschiedlicher Zeiträume auf den Gini-Koeffizienten 81

Literaturverzeichnis

Acharya, V., M. Crosignani, T. Eisert und C. Eufinger (2020): Zombie Credit and (Dis-) Inflation: Evidence from Europe, NBER Working Paper 27158, May 2020. Online verfügbar unter: https://www.nber.org/papers/w27158, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Adam, K. und P. Tzamourani (2016): Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area, European Economic Review, Elsevier, Volume, Issue 89(C), 172-192.

Adam, K und J. Zhu (2015): Price Level Changes and the Redistribution of Nominal Wealth Across the Euro Area, Journal of the European Economic Association, Volume 14, Issue 4, 871-906.

Albers, T., C. Bartels und M. Schularick (2020): The Distribution of Wealth in Germany, 1895-2018, ECONtribute, University of Bonn. Online verfügbar unter: https://www.econtribute.de/RePEc/ajk/ajkpbs/ECONtribute_PB_001_2020.pdf, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Ampudia, M., D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen und G. Violante (2018): Monetary Policy and Household Inequality, ECB Working Paper No. 2170, Frankfurt.

Barro, R. und D. Gordon (1983): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, Journal of Political Economy, Volume 91, Issue 4, 589-610.

Bernanke, B. (2004): The Great Moderation, Remarks by Governor Ben S. Bernanke: At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004. Online verfügbar unter: https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Bernanke, B. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Online verfügbar unter: https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Bernanke, B. (2015): Why are Interest Rates So Low?, part 3: The Global Savings Glut, Online verfügbar unter: https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-lowpart-3-the-global-savings-glut/, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Beznoska, M., T. Hentze und J. Niehues (2017): Vermögensverteilung – Vorurteilen auf der Spur, Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e. V. (Hrsg.).

BMAS – Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2021): Lebenslagen in Deutschland. Sechster Armuts- und Reichtumsbericht der Bundesregierung, Berlin.

BVerfG – Bundesverfassungsgericht (2020): Beschlüsse der EZB zum Staaatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig, Pressemitteilung Nr. 32/2020 vom 5. Mai 2020. Online verfügbar unter: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2020/bvg20-032.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

BVerfG – Bundesverfassungsgericht (2021): Erfolglose Vollstreckungsanträge zum Urteil des Zweiten Senats zu dem PSPP-Anleihekaufprogramm der EZB, Pressemitteilung Nr. 38/2021 vom 18. Mai 2021. Online verfügbar unter: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2021/bvg21-038.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Carpenter, S. und W. Rodgers III (2004): The Disparate Labor Market Impacts of Monetary Policy, Journal of Policy Analysis and Management, Volume 23, Issue 4, 813-30.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng und J. Silvia (2017): Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality, Journal of Monetary Economics, Volume 88, Juni 2017, 70-89.

Cœuré, B. (2012): What Can Monetary Policy Do about Inequality?, Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, International Day for the Eradication of Poverty, Intergroup "Extreme Poverty and Human Rights, Fourth World Committee" event, European Parliament, Brussels, 17 October 2012. Online verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121017.en.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Colciago, A., A. Samarina und J. de Haan (2019): Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey, Journal of Economic Surveys, Volume 33, Issue 4, 1199-1231.

Cukierman, A. und S. Gerlach (2003): The Inflation Bias Revisited: Theory and Some International Evidence, The Manchester School, Volume 71, Issue 5, 541-566.

Dahiya, S., B. Kamrad, V. Potì und A. Siddique (2019): The Greenspan Put. Online verfügbar unter: https://ssrn.com/abstract=2993326 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2993326, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Demary, M. und M. Voigtländer (2018): Reasons for the Declining Real Interest Rates, IW-Report Nr. 47. Online verfügbar unter: https://www.iwkoeln.de/studien/iw-reports/beitrag/markus-demary-michael-voigtlaender-reasons-for-the-declining-real-interest-rates.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Demary, M. und M. Hüther (2015): When Low Interest Rates Cause Low Inflation, Intereconomics, Vol. 50, Issue 6, 350-355.

Demary, M. und M. Hüther (2021): Global Inflation: Low for Long or Higher for Longer?, IW Report Nr. 12. Online verfügbar unter: https://www.iwkoeln.de/studien/iw-reports/beitrag/markus-demary-michael-huether-low-for-long-or-higher-for-longer.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2021a): Geld- und Kapitalmärkte, Zinssätze und Renditen, MFI-Zinsstatistik (Deutscher Beitrag), Bestände, Einlagen. Online verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GELD&statisticType=BBK_ITS, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2021b): Geld- und Kapitalmärkte, Zinssätze und Renditen, MFI-Zinsstatistik (Deutscher Beitrag), Bestände, Kredite an private Haushalte. Online verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GELD&statisticType=BBK_ITS, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2021c): Geld- und Kapitalmärkte, Zinssätze und Renditen, MFI-Zinsstatistik (Deutscher Beitrag), Neugeschäft, Einlagen. Online verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GELD&statisticType=BBK_ITS, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2021d): Geld- und Kapitalmärkte, Zinssätze und Renditen, MFI-Zinsstatistik (Deutscher Beitrag), Neugeschäft, Kredite an private Haushalte. Online verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GELD&statisticType=BBK_ITS, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2021e): Geld- und Kapitalmärkte, Wertpapieremissionen, Indizes. Online verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_skms_mb05, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2021f): Gesamtwirtschaftliche Rechenwerke, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Finanzierungsrechnung nach ESVG 2021, Bestände, Private Haushalte, Geldvermögen. Online verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GESAMT&statisticType=BBK_ITS, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Deutsche Bundesbank (2020): Jahresabschlussstatistik (Hochgerechnete Angaben), Dezember 2020, Statistische Fachreihe, Frankfurt.

Deutsche Bundesbank (2019): Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2019, Monatsbericht April, 2019, 13-44, Frankfurt.

Dobbs, R., S. Lund, T. Koller und A. Shwayder (2013): QE and Ultra Low Interest Rates: Distributional Effects and Risks, McKinsey Global Institute, discussion Paper, November 2013, Online verfügbar unter: http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/qe_and_ultra_low_interest_rates_distributional_effects_and_risks, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Doepke, M. und M. Schneider (2006): Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth, Journal of Political Economy, Volume 114, 1069-1097.

Dolado, J., G. Motyovszki und E. Pappa (2018): Monetary Policy and Inequality under Labor Market Frictions and Capital-Skill Complementarity, American Economic Journal: Macroeconomics, Volume 13, Issue 2, April 2021, 292-332.

Dosche, M., J. Slačálek und G. Wolswijk (2021): Monetary Policy and Inequality, European Central Bank Economic Bulletin, March 2021. Online verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202102.en.html#toc2, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Erosa, A. and G. Ventura (2002): On Inflation as a Regressive Consumption Tax, Journal of Monetary Economics, Volume 49, Issue 4; 761-795.

Europäische Zentralbank (2021): Objective of Monetary Policy. Online verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

F+B Forschung und Beratung für Wohnen, Immobilien und Umwelt (2020): F+B-Marktmonitor 2020, Hamburg.

Federal Reserve Bank of Chicago (2020): The Federal Reserve's Dual Mandate. Online verfügbar unter: https://www.chicagofed.org/research/dual-mandate/dual-mandate, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Glaeser, E. (2014): Secular Joblessness, in: Teulings, Coen/Baldwin, Richard (Eds.), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, London, 69-82.

Gornemann N., K. Kuester und M. Nakajima (2012): Monetary Policy with Heterogeneous Agents, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper Nr. 12-21.

Gürer, E. und A. Weichenrieder (2018): Pro-Rich Inflation in Europe: Implications for the Measurement of Inequality, CESIfo Working Paper, No 7085, Online verfügbar unter: https://www.cesifo.org/en/publikationen/2018/working-paper/pro-rich-inflation-europe-implications-measurement-inequality, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Hakkio, C. (2013): The Great Moderation 1982-2007, Federal Reserve History. Online verfügbar unter: https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Hall, P. (2011): Is there Any Evidence of a Greenspan Put?, Working Papers 2011-06, Swiss National Bank.

Heathcote, J., F. Perri und G. Violante (2009): Unequal We Stand: An Empirical Analysis of Economic Inequality in the United States, 1967-2006, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report no. 436.

ifo (2019): ifo Institut – „Deutscher Bürgerfonds" könnte Altersvorsorge stärken, Pressemitteilung, 24. Juli 2019. Online verfügbar unter: https://www.ifo.de/node/44055, zuletzt geprüft am 06.08.2021.

Jahan, S. (2021): Inflation Targeting: Holding the Line. Online verfügbar unter: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/pdf/jahpan-inflation-targeting.pdf, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Kleimann, R. et al. (2020): Analyse der Einkommens- und Vermögensverteilung in Deutschland. Hg. v. Bundesministerium für Arbeit und Soziales. Bonn (BMAS Forschungsbericht).

Krueger, D. und A. Ludwig (2007): On the Consequences of Demographic Change for Rates of Return to Capital, and the Distribution of Wealth and Welfare, Journal of Monetary Economics, Volume 54, Issue 1, 49-87.

Kydland, F. und E. Prescott (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy, Volume 85, Issue 3, 473-491.

Lenza, M. und J. Slacalek (2021): How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area, CEPR Discussion Paper No. DP16079. Online verfügbar unter: https://ssrn.com/abstract=3846188, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Meh, C. und Y. Terajima (2008): Inflation, Nominal Portfolios, and Wealth Redistribution in Canada, Canadian Journal of Economics, Volume 44, 1369-1402.

Mersch, Y. (2014): Monetary Policy and Economic Inequality, Keynote Speech Corporate Credit Conference, Zurich, 17 October 2014. Online verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017_1.en.html, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Miller, M., P. Weller und L. Zhang (2002): Moral Hazard and The US Stock Market: Analysing the 'Greenspan Put', The Economic Journal, Volume 112, Issue 478, C171-C186. Online verfügbar unter: https://doi.org/10.1111/1468-0297.00029, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Rachel, L. und L. Summers (2019): On Secular Stagnation in the Industrialized World, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2019, 1-76.

Roger, S. (2010): Inflation Targeting Turns 20, Finance & Development, March 2010, Volume 47, Issue 1, 46-49.

Romer, C. und D. Romer (1999): Monetary Policy and the Wellbeing of the Poor, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, First Quarter 1999, 21-49.

Saiki, A. und J. Frost (2014): How Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan, DNB Working Paper Nr. 423, Mai 2014, De Nederlandsche Bank.

Schnabl, G. (2020): Die Inflationsmessung erzeugt die Illusion der stabilen Kaufkraft, Wirtschaftsdienst, 2020, Heft 11, 838-841.

Schnabl, G. und P. Duarte (2019): Monetary Policy, Inequality and Political Instability, The World Economy, Volume 42, Issue 2, 614-634.

Schnabl, G. und A. Freytag (2017): Monetary Policy Crisis Management as a Threat to Economic Order, Credit and Capital Markets, Volume 50, Issue 2, 151-169.

Statista (2021): Laufende Verzinsung der Lebensversicherer in Deutschland von 2000 bis 2021. Online verfügbar unter: https://de.statista.com/statistik/daten/studie/168461/umfrage/ueberschussbeteiligung-der-lebensversicherer-seit-1995/, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Statistisches Bundesamt (2020): Vermögensbilanzen, Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen, 1999-2019, Wiesbaden.

Stock, J. und M. Watson (2003): Has the Business Cycle Changed and Why?, in: Gertler, Mark and Kenneth Rogoff (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17, 159-230.

Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.): Die Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung, erstellt vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V., München 2021, www.familienunternehmen.de.

Stockhausen, M. und J. Niehues (2019): Vermögensverteilung: Bemerkenswerte Stabilität, IW-Kurzbericht 81/2019, Köln.

Svensson, L. (2010): Inflation Targeting. In: Durlauf S.N., Blume L.E. (eds) Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection. Palgrave Macmillan, London. Online verfügbar unter: https://doi.org/10.1057/9780230280854_16, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Weizsäcker, C. (2014): Public Debt and Price Stability, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 42-61.

Weltbank (2021): Inflation, Consumer Prices. Online verfügbar unter: https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG, zuletzt geprüft am 23.07.2021.

Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50
D-80538 München

Telefon + 49 (0) 89 / 12 76 400 02
Telefax + 49 (0) 89 / 12 76 400 09
E-Mail info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

Preis: 19,90 €

ISBN: 978-3-948850-03-6