

## Nachgerechnet: Die Wirkung niedriger Langfristzinsen auf Altersvorsorgesparer

Am 27. Juli 2012 titelte Spiegel-Online zur EZB-Politik: „Mit Anleihekäufen und ultraniedrigen Zinsen will die Europäische Zentralbank den verschuldeten Staaten helfen. Der Durchschnittsbürger wird dadurch schleichend enteignet, seine Ersparnisse werden von der Inflation aufgefressen. Eine ganze Generation muss um ihre Altersvorsorge bangen.“ Andere Medien argumentierten ähnlich.

Dem Artikel ging am Tag zuvor eine Rede von EZB-Präsident Mario Draghi in London voraus. In dieser erwähnte er u. a., dass einige Beobachter außerhalb der Euro-Zone von wachsender Zerbrechlichkeit und Krise des Euro sprächen. Darauf bezogen antwortete er, dass solche Beobachter das politische Kapital unterschätzten, das in den Euro investiert werde. Draghi betonte, dass die EZB davon ausgehe, dass der Euro ein unumkehrbares Projekt ist.

Anschließend folgten jene zwei Sätze, die die Finanzmärkte aufhorchen ließen: „*Within our mandate, the ECB is ready to do **whatever it takes** to preserve the euro. And **believe me, it will be enough.***“ (Innerhalb unseres Mandats ist die EZB bereit, was auch immer notwendig sei zu tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird ausreichend sein.)

Eine Woche darauf kündigte die EZB ihr „Outright Monetary Transactions Programme (OMTs)“ an. Damit kann sie bei Bedarf unbegrenzt Anleihen von Staaten des Euro-Währungsgebietes ankaufen. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass bereits die bloße Ankündigung des OMT-Programms den Finanzmarkt beruhigte.

Parallel zu diesen Entwicklungen – bis heute anhaltend – meldeten sich in Deutschland gehäuft Stimmen in der Öffentlichkeit, die die These der „Enteignung der Sparer durch die Zentralbank“ vertraten und vertreten.

Der Begriff „Enteignung“ ist allerdings zur Beschreibung sinkender Zinserträge auf Spareinlagen nicht zutreffend. Es wird dadurch niemanden etwas weggenommen, was er besitzt.

Gemeint ist offenbar der Kaufkraftverlust der Ersparnisse, falls und wenn die Zinshöhe einer Anlage unter der Inflationsrate liegen sollte (negativer Realzins). Ein negativer Realzins ist/wäre historisch jedoch keine neue Erscheinung. Je nach betrachteter Laufzeit von Sparanlagen ist er sogar die Regel und war in den letzten 50 Jahren insbesondere bei kurzfristigen Geldanlagen zu beobachten.

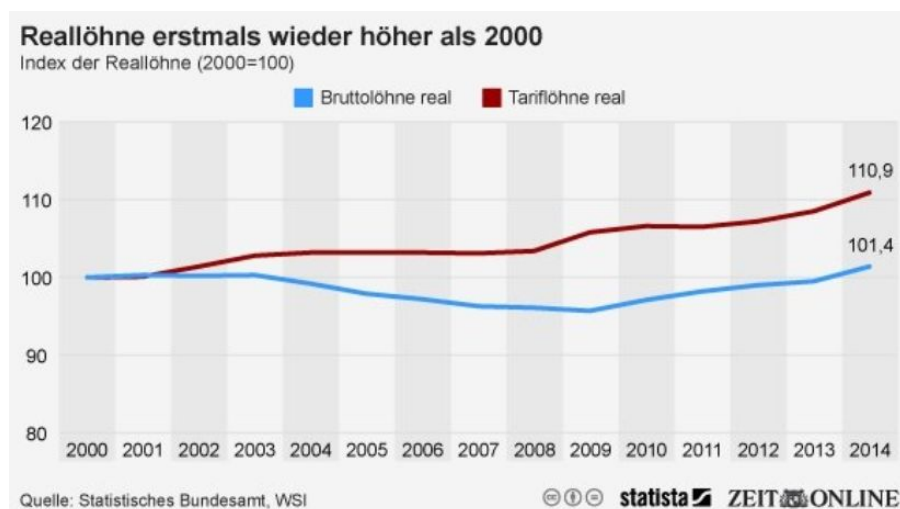
Situationen, in denen Preissteigerungen die Einkommenssteigerungen übertreffen und damit die Kaufkraft schmälern, gibt es zudem im Alltag immer wieder. Dennoch wird dabei korrekterweise auch nicht von Enteignung gesprochen.

Wenn ein Vermieter den Mietzins stärker anhebt, als das Gehalt des Mieters steigt, wäre nach obiger Argumentation sonst von „Enteignung des Mieters“ zu sprechen.

Wenn Gehälter langsamer als die Inflationsrate steigen (die Reallohnentwicklung also negativ ist), wäre das nach obiger Logik dann auch als „Enteignung der Arbeitnehmer“ durch Unternehmensleitungen, Dienstleister und Handel zu bezeichnen.

Eine negative Reallohnentwicklung war tatsächlich für die Gesamtheit der Bruttolöhne in Deutschland im Zeitraum 2003 bis 2013 der Normalfall (siehe Grafik 1). Die „Enteignungs“-These wurde in den gesamten 11 Jahren von deren heutigen Anhängern jedoch nicht verwendet. Dies, obwohl die negative Reallohnentwicklung die Sparfähigkeit und die Vorsorgefähigkeit der Haushalte fraglos negativ beeinflusst hat.

Grafik 1



Offenbar messen die Kritiker der EZB mit zweierlei Maß. Und sie nehmen an, dass die aktuell niedrigen Zinsen sehr langfristig niedrig bleiben werden und folglich einst anvisierte Ablaufleistungen von Geldanlagen nicht mehr erreicht werden können. Sie schließen daraus, dass dann automatisch die Absicherung des materiellen Lebensniveaus der Altersvorsorgesparer im Ruhestand gefährdet sei. Mathematisch ist zweifellos korrekt, dass niedrigere Zinsen auch niedrigere Ablaufleistungen von Sparplänen zur Folge haben. Ob das 1:1 bedeutet, dass sich das angestrebte Absicherungs-niveau im Alter dazu parallel in Luft auflöst, das war die Fragestellung einer Proberechnung, über die weiter unten berichtet wird.

Einer juristischen Überprüfung dürfte der Enteignungsvorwurf ebenfalls kaum standhalten. Für Juristen ist Enteignung der Entzug des Eigentums an einer beweglichen oder unbeweglichen Sache durch den Staat. Diese hat im Rahmen der Gesetze sowie gegen Zahlung einer Entschädigung zu erfolgen. All dies erfüllen fallende Zinsen von Spareinlagen nicht. Es hat auch noch kein Anhänger der „Enteignungs“-These versucht auf juristischen Weg die Unterlassung sinkender Zinsen oder gar Schadenersatz von der EZB einzuklagen.

In solch kontroversen Diskussionen hilft zumeist ein genauer Blick auf die Daten.

### Rahmensituation

Zunächst empfiehlt sich ein historischer Blick. Dieser zeigt, dass die Langfristzinsen (Bundeswertpapiere mit 10 Jahren Restlaufzeit) seit mindestens 35 Jahren sinken. Sie hatten schon lange Zeit vor der Gründung der EZB einen deutlichen abwärts gerichteten Trend (Grafik 2).

Die EZB kann daher mit diesem Trend nicht in Zusammenhang gebracht werden.

Bei linearer Fortschreibung des Trends lässt sich feststellen, dass er zwar nicht 2015/2016, dafür einige Jahre später der Null-Linie sehr nahe gekommen wäre.

Bei der Betrachtung der monatlich festgestellten Umlaufrendite der an der Eurex jeweils lieferbaren Bundeswertpapiere mit Restlaufzeit von 9 bis 10 Jahren stellt sich heraus, dass diese im ersten Monat von Quantitative Easing (März 2015) bei 0,23 Prozent lag. Mit Start von QE sank sie nicht, sondern stieg bis Juni 2015 auf 0,79 Prozent an. Sie schwächte sich erst danach bis zum Jahresende 2015 auf 0,55 Prozent ab. Im Januar 2016, nach über 10 Monaten QE, lag sie mit 0,43 Prozent noch fast doppelt so

hoch, wie zum Start von QE. Anfang März hatte sie dann etwa dasselbe Niveau wie zu Beginn von QE (0,24 Prozent).

Grafik 2 (Rendite Bundeswertpapiere Restlaufzeit 10 Jahre)



Der Anteil der EZB an den niedrigen Langfristzinsen ist sicher nicht zu leugnen, die Wirkung ihrer Geldpolitik ist aber im Langfristzinsbereich mitnichten so stark und unmittelbar, wie oft geglaubt wird.

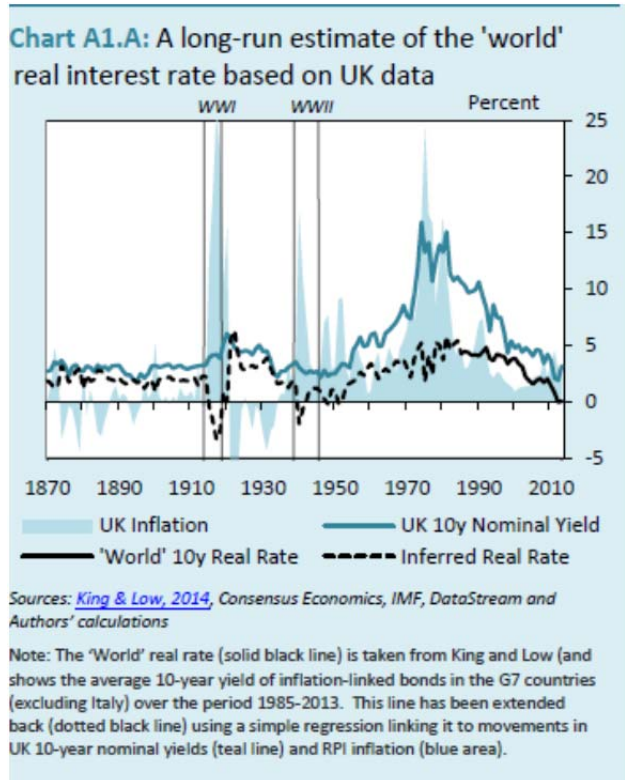
Als wichtige Erkenntnis bleibt festzuhalten: Die EZB hat den bereits lange vorhandenen Zinssenkungs-Trend im Langfristbereich bestenfalls beschleunigt bzw. verstärkt, nicht aber verursacht. Es ist darum gewagt, die EZB als die an der Niedrigzins-Situation im Langfristbereich „Schuldige“ hinzustellen. Es wäre hingegen eine gute Idee, die eigentlich treibenden Ursachen des langfristig angelegten Zinssenkungstrends eingehend zu untersuchen.

In diesem Kommentar sei nur darauf aufmerksam gemacht, dass Langfristzinsen durch viele Faktoren beeinflusst werden. Dazu gehören Inflationserwartungen, spekulative Momente, die Entwicklung des Angebots anlagesuchender Gelder, die Investitionsneigung der Volkswirtschaft mit ihren Sektoren Unternehmen, Privathaushalte und Staat, die Einkommensentwicklungen in den volkswirtschaftlichen Sektoren, die Wirtschafts-, Sozial-, Lohn- und Fiskalpolitik eines Landes, demografische Veränderungen, die allgemeine politische Stabilität und mehr.

In einer Studie der Bank of England (Staff Working Paper No. 571, Rachel/Smith) wird ein noch weiterer Blick in die Vergangenheit getan. Dieser ergibt Anhaltspunkte dafür, dass die Zinshöhen der Zeit von 1960 bis nach 1990, die viele EZB-Kritiker als naturgegeben annehmen, eventuell eher die Ausnahme waren (Grafik 4).

Bezüglich der Gründe für die niedrigen Langfristzinsen vertreten einige Wirtschaftswissenschaftler die These, dass die Welt sich in einer anhaltenden Situation des Spar-Überhangs befindet. Das exzessive Angebot anlagesuchender Gelder im Verhältnis zur gleichzeitigen schwachen Kreditnachfrage von Unternehmen, Privatpersonen und Staaten drücke nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage die Zinsen in den Keller (prominente Beispiele: Larry Summers, Foreign Affairs, März/April 2016, The Age of Secular Stagnation oder Ben Bernanke, The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit, Sandridge Lecture, Virginia, Association of Economists, Richmond, Virginia, 2005).

Grafik 4 Britische Langfristzinsen und Schätzung langfristigen „Weltzinsen“



Quelle: Bank of England

Andere versuchen die sinkenden Zinsen mit der Höhe des Schuldenstands ganzer Volkswirtschaften in Zusammenhang zu bringen (Kenneth Rogoff).

Die Bank of England hält die Verschiebungen der Spar- und Anlagepräferenzen, die Folgen des demografischen Wandels, die zunehmende Ungleichheit in den Gesellschaften, das Vorsichts-Sparen der Emerging Markets, das sich stetig abschwächende Wirtschaftswachstum, sinkende öffentliche und private Investitionen für die Hauptgründe des Verfalls der Zinsen.

*Im Ergebnis kommt die Bank of England zu dem Schluss, dass die „Welt“-Zinsen mittel- und langfristig bei nahe bzw. unter 1,0 Prozent liegen werden.*

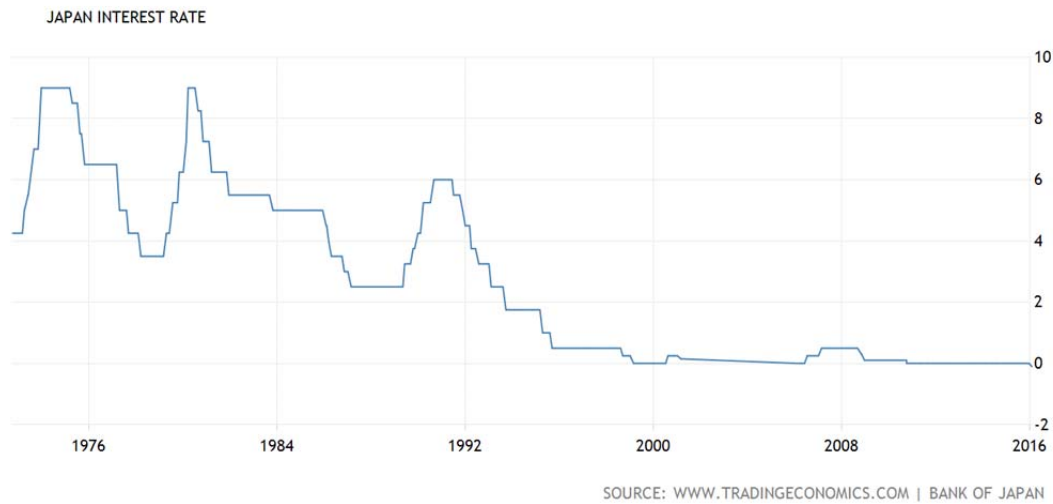
Momentan deutet also nichts darauf hin, dass das Langfristzinsniveau bald wieder die früheren Stände zwischen 4,0 und 6,0 Prozent erreichen könnte.

Sollten Inflation und Inflationserwartungen mittelfristig anziehen, z.B. infolge von deutlich positiven Einkommensentwicklungen und eines in der gesamten Euro-Zone anziehenden Wirtschaftswachstums, dann dürften schon Langfristzinsstände zwischen 1,5 und 2,5 Prozent als gutes Niveau gelten.

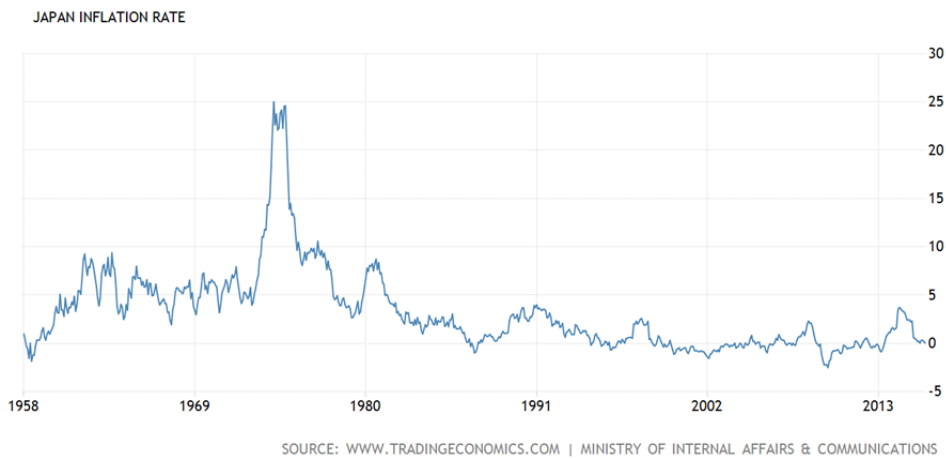
Dennoch ist der Fundamentalpessimismus, dass die Langfristzinsen für die nächsten Jahrzehnte um Null schwanken werden, mit hoher Wahrscheinlichkeit übertrieben.

Ein interessantes Beispiel ist in diesem Zusammenhang Japan. Seit 20 Jahren schwanken dort Inflation und Leitzinsen um 0,0 Prozent, seit 15 Jahren hat man Erfahrungen mit Quantitative und Qualitative Easing Politik der Zentralbank (Grafiken 5 und 6).

Grafik 5 (Leitzinsen in Japan)

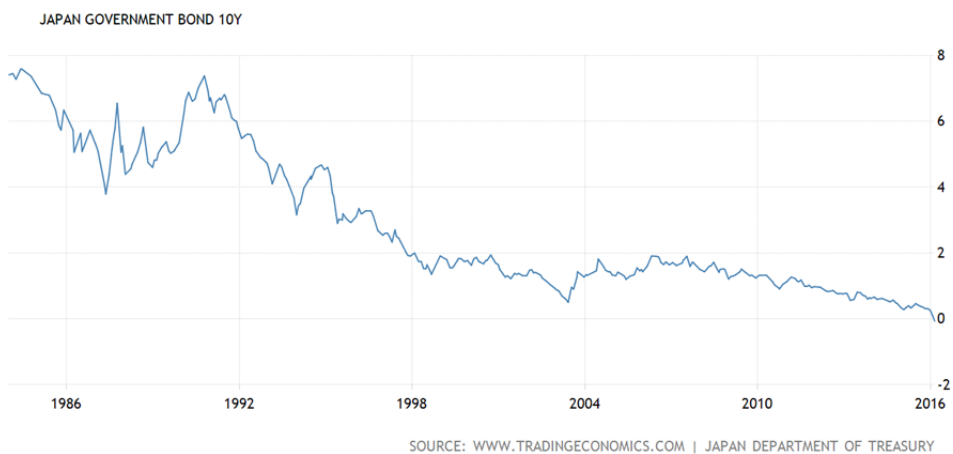


Grafik 6 (Inflation in Japan)



Dennoch bewegten sich die Langfristzinsen dort bis 2011 oberhalb von 1,0 Prozent. Erst 2016 sanken sie deutlich, zuletzt in den negativen Bereich (Grafiken 7 und 8).

Grafik 7 (Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen, 30-Jahre-Blick)



Grafik 8 (Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen, 5 Jahre-Blick )



### Die Annahmen zur Berechnung

Obwohl in Deutschland einige Analysten bereits 2018 die 10-Jahreszinsen bei 1,55 Prozent sehen (Anfang März 2016 lagen sie bei 0,24 Prozent), wurde für die Ermittlung der Wirkungen der EZB-Politik auf das langfristige Vorsorgesparen mit Produkten, die eine unterstellte Laufzeit und Verzinsung ähnlich Bundeswertpapiere mit Restlaufzeiten von 9 bis 10 Jahren haben, für ein mittleres Szenario (genannt Szenario 2) angenommen, dass die Zinsen ab 2000 wie gehabt steigen. Das bedeutet, zunächst steigen sie acht Jahre lang durchschnittlich um 4,29 Prozent, dann acht Jahre lang um 2,16 Prozent und anschließend 21 Jahre lang um durchschnittlich 1,17 Prozent.

Neben dem Szenario 2 wurden zwei „Extrem“-Szenarien berechnet. Szenario 1 mit der Annahme, dass die langfristigen Zinsen von 2000 bis 2037 unverändert im Durchschnitt 3,5 Prozent betragen. Bei Szenario 3 verharren die Zinsen über 37 Jahre bei durchschnittlich 0,25 Prozent.

Angenommen wurde für die Berechnung außerdem eine im Jahr 2000 30 Jahre alte Person, die seitdem monatlich in Höhe von 9,8 Prozent (durchschnittliche Sparquote der Jahre 2000 bis 2014) ihres verfügbaren Haushaltseinkommens in o.g. Produkte zur Altersvorsorge spart. Mit steigendem Einkommen spart die Muster-Person also in allen drei Szenarien absolut höhere monatliche Beträge. Die fiktive Person erreicht zur Jahreswende 2036/2037 das Rentenalter.

Das verfügbare Jahreseinkommen geht in die Berechnung deswegen ein, da für die Altersvorsorge weniger das absolut erreichbare Endkapital aussagekräftig ist, als die mit dem Endkapital zukünftig mögliche Niveauabsicherung des materiellen Lebensstandards, gemessen am dann durchschnittlich verfügbaren Haushaltseinkommen des passenden Haushaltstyps.

Außerdem wurde von vollständigem Kapitalverzehr über 20 Jahre nach Rentenbeginn ausgegangen. Darum wurde angenommen, dass ab Beginn der monatlichen Kapitalauszahlung, mit Eintritt in das Rentenalter, der Zins bei 0,00 Prozent liegt.

## Zwischenergebnis

Am Ende der Sparphase verfügt die betreffende Muster-Person in den unterschiedlichen Szenarien aufgrund der verschiedenen Einkommensentwicklungen in den Szenarien und der jeweiligen Zinsannahmen sowie der Wirkung des Zinseszins effekts über:

	Kapitalertrag im Jahr 2037
Szenario 1 (Dauerverzinsung 3,50%)	156.002 EUR
Szenario 2 (variable Verzinsung s.o.)	93.367 EUR
Szenario 3 (Dauerverzinsung 0,25%)	71.365 EUR

Mit sinkendem Zins sinkt erwartungsgemäß das Endkapital. Nach den „Enteignungs“-Thesen-Anhängern wird dabei davon ausgegangen, dass die Differenz der Kapitalerträge in den Szenarien 2 bzw. 3 zum Betrag in Szenario 1 die „Enteignungssumme“ ist. Der so ermittelte Betrag wird dann noch rechnerisch einer jährlichen Inflation von 2 Prozent ausgesetzt, was dessen Kaufkraft in 37 Jahren deutlich senkt und damit die „Enteignungssumme“ vergrößert.

Dieses Vorgehen ist fundamental falsch, denn es ignoriert, dass die EZB bei einer Inflation von 2 Prozent keinen Grund für Niedrigzinspolitik und Quantitative Easing mehr hat. Werden dennoch 2 Prozent Inflation angesetzt, sollte nicht zugleich mit den aktuellen, markant niedrigen Zinsen gerechnet werden.

Für die Berechnungen mit den oben angeführten Zinssätzen wurde ein dazu passendes, steigendes Einkommen mit Wachstumsraten zwischen 1,0 bis 2,0 Prozent jährlich angenommen. Dies ist zwar nicht mit der Inflationsentwicklung identisch, aber in die Einkommenssteigerungen gehen Inflationsentwicklungen im langfristigen Durchschnitt immer ein.

## Endergebnis

Kundenberater in Kreditinstituten und Versicherungsvertreter wissen, dass sich die nötige Höhe der privaten Altersvorsorge am konkret zu erwartenden Versorgungs-Bedarf ausrichtet. In der Regel wird vom letzten Nettoeinkommen ausgegangen, zu dem die gesetzliche Rente (wenn vorhanden zuzüglich anderer Absicherungen) ins Verhältnis gesetzt wird. Die Differenz zwischen Versorgungs-Bedarf und zu erwartender Rente ist die Rentenlücke oder Versorgungslücke. Allgemein gilt dabei die Faustformel, dass alle im Ruhestand vorhandenen Einkommen zusammen ein Niveau von 80% des letzten Nettoeinkommens erreichen sollten.

Um den Versorgungs-Bedarf des Beispielhaushalts zu ermitteln, wurde angenommen, dass die Einkommen ab 2016 im Szenario 1 jährlich mit 2,0 Prozent, im Szenario 2 mit 1,5 Prozent und im Szenario 3 mit 1,0 Prozent steigen.

Angenommen wurde auch, dass die Renteneinkünfte ohne Sparplan bei 45 Prozent des letzten verfügbaren Haushaltsnettoeinkommens liegen. Hierbei kommt es nicht auf die genaue Höhe, etwa nach gültiger Rentenformel an, da die Rechnung nur den Zweck verfolgt, Versorgungsniveau-Unterschiede infolge von Zinsunterschieden zu erkennen, nicht aber exakte Rentenhöhen zu ermitteln. Für die Rechnung ist daher im Prinzip jeder mathematisch sinnvolle Wert für die gesetzlichen Renteneinkünfte denkbar. Die im Jahr 2037 erzielten Kapitaleinkünfte sollen außerdem ohne weitere Verzinsung über 20 Jahre lang in gleichen Monatsraten aufgezehrt werden.



	Ein-Personen-Haushalt (Steuerklasse I)	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3
1	Ermitteltes verfügbares Haushalts-Einkommen vor Renteneintritt 2037 in EUR	2.730	2.438	1.886
2	Ziel-Versorgungsniveau im Ruhestand (80% von Zeile 1)	2.184	1.951	1.509
3	Künftige Renteneinkünfte bei 45% Renteneinkommen, gemessen am letzten Haushalts-Einkommen vor Renteneintritt (ohne Sparplan) in EUR	1.229	1.097	849
4	Aus Sparplan über 20 Jahre auszahlbarer Monatsbetrag in EUR (bei Kapitalverzehr und ab 2037 ohne fortlaufende Verzinsung)	650	389	297
5	Rente + Sparplanauszahlungsbetrag in EUR (Zeile 3 + Zeile 4)	1.879	1.486	1.146
6	Versorgungsniveau in Prozent (Zeile 5 in Prozent von Zeile 1)	69	61	61
7	<b>Abweichung des Versorgungsniveaus der Szenarien 2 und 3 von Szenario 1 in Prozentpunkten</b>	0	<b>8</b>	<b>8</b>

Die Szenarien 2 bzw. 3 ergeben im Vergleich zum Szenario 1, welches den Vorstellungen der „Enteignungs“-Thesen-Anhänger am nächsten kommt, Differenzen beim zu erwartenden Versorgungsniveau von rund 8 Prozentpunkten.

Unter den gegebenen Annahmen sinkt also das Versorgungsniveau in den Niedrigzins-Szenarien etwas schwächer, als die in den letzten Rentenreformen beschlossene Absenkung des Rentenniveaus von ehemals 53 Prozent auf künftig 44 Prozent, also um 9 Prozentpunkte. Daher könnte, wer von Jahrzehnten niedriger Zinsen ausgeht, die Rücknahme der beschlossenen Absenkung des Rentenniveaus einfordern, um den künftigen Rentnern einen Ausgleich für die Zinsmindereinnahmen zu ermöglichen. Dies umso mehr, da die zur Rentenniveauabsenkung kompensatorisch eingeführte Riester-Rente nicht zu einem Anstieg der Sparquote geführt hat, also das beabsichtigte echte Zusatzsparen nicht stattfand und das Anreizsystem damit offenbar sein Ziel verfehlt hat. Dieser Weg ist zudem sicherer bzw. wirkungsvoller, als eine Subvention auf das Sparen am Kapitalmarkt, da eine Rentenniveaueinhebung 1:1 auf das Versorgungsniveau wirkt. Es sei an dieser Stelle nebenbei angemerkt, dass die meisten heutigen „Enteignungs“-Thesen-Anhänger auch zur Zeit der Rentenniveaueinhebungen nicht von Enteignung sprachen.

#### **Fazit:**

Der sinkende Trend langfristiger Zinssätze ist kein Ergebnis der EZB-Politik. Er herrscht seit über 30 Jahren vor. Die EZB hat diesen Trend nur beschleunigt.

Die Kritik an der konkreten Höhe langfristiger Zinsen auf die EZB zu fokussieren, überzeichnet deren tatsächliche Macht und verstellt den Blick dafür, dass offenbar andere Ursachen für die langfristig sinkenden Zinsen verantwortlich sind. Sie zu finden dürfte



wichtig sein, um dem Zinssenkungstrend evtl. wirtschafts- und gesellschaftspolitisch zu begegnen.

Übersehen wird von den „Enteignungs“-Thesen-Anhängern grundsätzlich, dass Niedrigzinsen Teil einer gesamtwirtschaftlichen Situation sind, die u. a. durch schwaches Wachstum, gebremstes Investitionswachstum, ein großes Volumen anlagensuchender Gelder, gebremstes Einkommenswachstum, nachteilig wirkende demografische Entwicklungen und weitere Faktoren mehr gekennzeichnet ist.

Die Berechnung vermeintlicher Verluste für Vorsorge-Sparer, unter fiktiver Annahme von hohen langfristigen Zinssätzen (durchschnittlich 3,5 Prozent oder gar höher), die einer früheren und damit gänzlich anderen Wirtschaftssituation entsprachen als sie derzeit vorherrscht, die auch anderen Wachstumsraten der Einkommen und des damit wachsenden abzusichernden, materiellen Lebensniveaus entsprachen, ist methodisch nicht korrekt.

Die „Enteignungs“-Thesen-Anhänger verwechseln Kaufkraftverlust mit Enteignung. Zusätzlich überzeichnen sie die realen Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Absicherung eines künftig erforderlichen Versorgungsniveaus. Im getätigten Rechenbeispiel sinkt das Versorgungsniveau um 8 Prozentpunkte.

Der Rückgang des Versorgungsniveaus um 8 Prozentpunkte könnte durch eine Teilrücknahme der mit den letzten Rentenreformen vorgenommenen langfristigen Rentenniveauabsenkung um 9 Prozentpunkte ausgeglichen oder gemildert werden. Dieser Weg ist zudem sicherer bzw. wirkungsvoller als eine Subvention auf das Sparen am Kapitalmarkt, denn eine Rentenniveauehebung wirkt 1:1 auf das Versorgungsniveau, der Ertrag am Kapitalmarkt angelegter Gelder nicht, wie die aktuelle Situation vor Augen führt.

Fraglos ist jeder Prozentpunkt weniger Einkommen im Ruhestand ein Einschnitt. Der in der aktuellen Diskussion häufig an den Tag gelegte Alarmismus angesichts der Wirkung des Zinsrückgangs auf Vorsorgesparer überzeichnet die reale Problemlage aber deutlich und birgt die Gefahr, dass Sparer und potentielle Sparer abgeschreckt werden.

Es besteht somit die Gefahr, dass die Anhänger der „Enteignungs“-These den Zustand erst herbeireden, den sie zu vermeiden versuchen.

Zwar wurden bei den Berechnungen nur die Wirkungen auf Altersvorsorgesparer betrachtet. In der gesellschaftlichen Diskussion über die niedrigen Zinsen sollte jedoch nicht ausgeklammert werden, dass nicht nur die Anlagezinsen deutlich gesunken sind, sondern auch die Kreditzinsen. Dies stellt insbesondere für Wohneigentumserwerber einen großen Zinsvorteil dar, ist doch eine eigengenutzte Wohnimmobilie eine Art langfristiger Sparvertrag.