

Armsparen mit der EZB

Policy Brief
29.10.2019

Lukas Sustala

Die Europäische Zentralbank befindet sich im Krisenmodus. Warum die Zinsen zu niedrig sind, die Sparer in Österreich zu den Leidtragenden zählen und der Finanzminister profitiert.

Überblick

Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), hat zusammen mit anderen Mitgliedern des EZB-Rats die Leitzinsen im September weiter gesenkt. Damit scheint die europäische Geldpolitik, die angesichts des niedrigen Zinsniveaus schon seit Jahren als sehr locker gilt, wieder im Krisenmodus. Das Erbe des italienischen Notenbankers lässt nur geringen Spielraum offen: Banken, die Geld bei der EZB liegen lassen,¹ werden dafür mit noch niedrigeren negativen Zinsen (minus 0,5 Prozent) belastet, ein neues Ankaufprogramm für Staatsanleihen wird bald gestartet, obwohl die EZB bereits rund ein Viertel der Staatsschulden aller Euroländer hält. Und mithilfe neuer Kredite an die Banken soll die lockere Geldpolitik auch stärker bei den Unternehmen in der Eurozone ankommen.

Die Haushalte in Österreich sind weit mehr von der Niedrigzinspolitik betroffen als jene anderer Länder, weil hierzulande sehr traditionell veranlagt wird. Etwa über das Sparbuch. Die Entwertung der Geldvermögen und die niedrigeren Vermögenseinkommen drücken daher auf die realen Einkommen. Gleichzeitig haben die niedrigen Zinsen im Bereich der Wohnkredite die Verschuldung und damit auch die Vermögenspreis-inflation auf dem Immobilienmarkt angefacht. Für die Regierungen der Euroländer sind die niedrigen Zinsen hingegen eine willkommene Entlastung. Trotz hoher Schulden in vielen Staaten sind die Zinskosten heute in Relation zur Wirtschaftsleistung um 40 Prozent geringer als noch 2012.

Handlungsempfehlungen

„Armsparen“ nicht weiter staatlich fördern. Es braucht in Österreich eine neue Spar- und erstmals eine Kapitalmarktkultur. Sparbücher sind keineswegs risikoarm, weil sie ein langfristiges Risiko für die Kaufkraft des persönlichen Geldvermögens sind. Ein erster Schritt wäre es, Sparbuchzinsen nicht weiter mit einem im Vergleich zu Wertpapieren begünstigten Steuersatz zu belegen.

Neue Wege für die Altersvorsorge. Angesichts der offensichtlichen Herausforderungen für die Finanzierung der öffentlichen Altersvorsorge braucht es günstige und steuerlich attraktive Vehikel für die private Vorsorge. Ein endbesteuertes Depot bzw. Konto für die eigene Altersvorsorge könnte so eines sein. Die Steuerlast wird also ans Ende des Lebens verschoben, der Zinseszins-Effekt kann in der Ansparphase hingegen voll wirken.

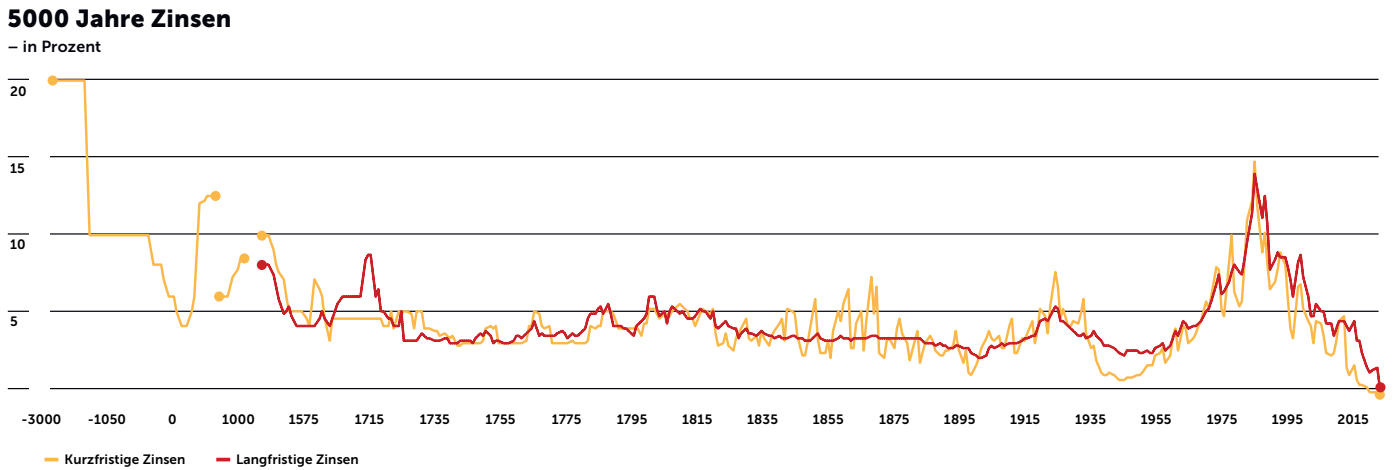
Die Niedrigzinsen nützen. Der österreichische Staat erspart sich Jahr für Jahr Milliarden durch die Niedrigzinsen. Diese Spielräume sollten genutzt werden, um die Bürger steuerlich zu entlasten.

Kritik äußern und Transparenz schaffen. Österreich sollte seine Stimme auf europäischer Ebene nutzen, um für eine weniger expansive Geldpolitik einzutreten. Darüber hinaus könnte das österreichische EZB-Ratsmitglied für eine Reform eintreten, die die Transparenz der Entscheidungsfindung im Rat erhöht.

Schulbildung für Vermögensaufbau. Es braucht insbesondere an den Schulen mehr Informationen und Wissen in Bezug auf die fundamentalen Fragen des Sparens, Investierens und Vorsorgens.

¹ Vor der Krise haben Banken bei der EZB kaum Geld in Form von Einlagen gehortet. Aktuell liegen aber rund 555 Milliarden Euro an Geldern bei der Zentralbank in Frankfurt. Ein negativer Zins von 0,5 Prozent bedeutet theoretisch also 2,7 Milliarden Euro Verluste jährlich auf diese Mittel.

Abb. 2: Zinssätze der vergangenen 5.000 Jahre



Quelle: Haldane (2015). Für die Zinsen zwischen 3000 vor und 1694 nach Christus wurden historische Dokumente ausgewertet. Bis 1919 Zinsen in UK, bis 1994 US-Zinsen, bis inkl. 2019 europäische Zinsen.



Negativzinsen: Eine Premiere in 5.000 Jahren Zinsgeschichte

Die europäische Geldpolitik ist derzeit für viele Ökonomen und Kommentatoren interessant. Doch es kommt nicht von ungefähr, dass „Mögest du in interessanten Zeiten leben“ als ein chinesischer Fluch gilt. Denn es sind gerade Verwerfungen, Krisen und Turbulenzen, die als „interessant“ gelten, und nicht das ruhige Fahrwasser. Und die europäische Geldpolitik ist auch eine Dekade nach der globalen Finanzkrise und zum Ende der EZB-Präsidentschaft von Mario Draghi noch nicht in ruhigem Fahrwasser angekommen, sondern immer noch im Krisenmodus.

„Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.“

– Mario Draghi, 26. Juli 2012²

So gut wie unbestritten ist, dass der EZB-Präsident am 26. Juli 2012 mit seinem „whatever it takes“-Statement die Wende in der europäischen Schuldenkrise eingeleitet hat. Damals wurde die lockere Geldpolitik vor allem damit gerechtfertigt, den europäischen Ländern Zeit

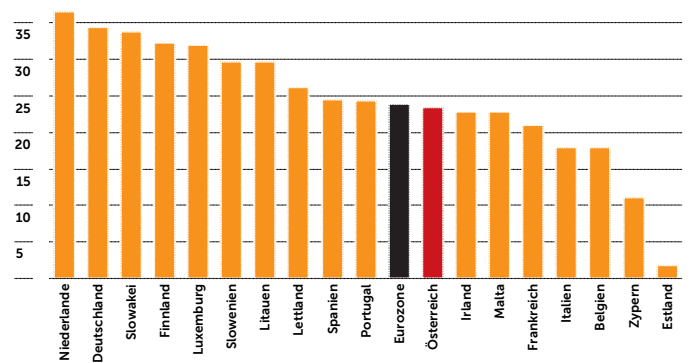
für Strukturreformen und eine wachstumsfreundliche Budgetkonsolidierung zu erkaufen.³ Doch da die vergangenen sieben Jahre gerade dafür kaum genutzt wurden, ist der zweitgrößte Währungsraum von einer Zinswende noch immer weit entfernt. Am 12. September 2019 beschloss der Rat der Europäischen Zentralbank ein weiteres Paket im Kampf gegen die schwache Wirtschaftslage.⁴

² Vgl. Draghi (2012).
³ Vgl. Reuters (2014).
⁴ Vgl. Europäische Zentralbank (2019).
⁵ Vgl. Agenda Austria (2019).
⁶ Vgl. Hannoun et al. (2019).

Zwei Maßnahmen verdienen besondere Aufmerksamkeit: Die Einlagenzinsen für Banken in der Eurozone wurden von minus 0,4 noch tiefer ins Negative gesenkt, auf minus 0,5 Prozent. Und die EZB, die zusammen mit den nationalen Notenbanken im Euroraum bereits 2.085 Milliarden Euro an Staatspapieren hält, kauft ab 1. November 2019 wieder jeden Monat um 20 Milliarden Euro neue Papiere. Und das, obwohl sie bereits jeden vierten Euro an Staatsschulden in der Eurozone in ihrer Bilanz hat.

Abb. 1: Wie viele Staatsanleihen die EZB bereits gekauft hat

Wie viele Staatsanleihen die EZB bereits gekauft hat – in Prozent der insgesamt ausstehenden Staatspapiere, 2019*



Quelle: EZB, eigene Berechnungen.
 * Anmerkung: Zuletzt verfügbare Daten für Juli bzw. August 2019.



Für ihre jüngsten Schritte wurde die EZB von vielen Seiten teils scharf kritisiert. Hervorzuheben ist der Brief von führenden ehemaligen europäischen Notenbankern, unter ihnen Otmar Issing und Jürgen Stark, die den „anhaltenden Krisenmodus der EZB“ verurteilen.⁶ „Die Zinsen haben ihre Lenkungsfunktion verloren und die Finanzstabilitätsrisiken haben sich erhöht“, kritisiert die Gruppe. Zinsen und Renditen sind für Kapital Signale, wo es besonders aussichtsreich veranlagt und eingesetzt werden kann. Der optimale Kapitaleinsatz ist langfristig vor allem entscheidend, um die Produktivität zu erhöhen.

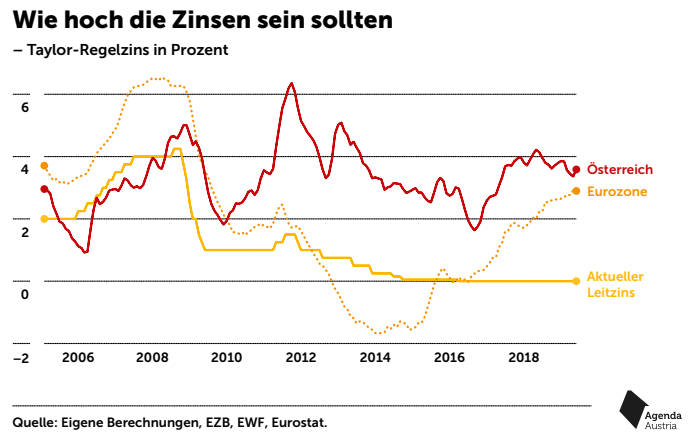
Tatsächlich sind aber die europäischen „Negativzinsen“, also nominale Renditen von unter null für Schuldpapiere, für große Währungsräume und lange Zeiten eine Abnormität. Das zeigt etwa ein Blick auf die vergangenen 5.000 Jahre Zinsgeschichte, wie Andy Haldane, Chefökonom der Bank of England, 2015 in einer Rede verdeutlichte.⁷

Dass die Geldpolitik der EZB exzessiv locker ist, lässt sich nicht nur wirtschaftshistorisch, sondern auch mithilfe von sogenannten „Taylor-Zinssätzen“ – benannt nach deren Urheber John B. Taylor – feststellen. Solche Zinssätze (auch als Taylor-Regel bekannt) entsprechen vereinfacht gesagt einem Index, der neben der Inflationsentwicklung auch realwirtschaftliche Indikatoren (wie z. B. die Arbeitslosenrate) berücksichtigt. Ein Vergleich des Taylor-Zinses mit dem tatsächlichen Leitzinssatz zeigt dann, ob die Leitzinsen genau richtig, zu hoch oder zu niedrig sind.⁸ Mit anderen Worten, ein Taylor-Zins ist so etwas wie ein Thermometer für die Volkswirtschaft. Falls er höher als der Leitzinssatz liegt, zeigt er damit Überhitzungstendenzen an und würde eine Erhöhung der Leitzinsen nahelegen; umgekehrt spräche es für eine Lockerung der Geldpolitik, falls der Taylor-Zins unter dem Leitzinssatz liegt.

Was zeigt dieses Thermometer aktuell für den Euroraum an? Bereits vor drei Jahren hätte die Taylor-Regel empfohlen, dass die EZB die Geldpolitik eher straffer denn lockerer gestalten sollte.⁹ Wie die aktuellen Taylor-Zinsen für die einzelnen Eurostaaten und die Eurozone insgesamt aussehen, veranschaulicht die folgende Grafik.¹⁰

¹⁰ Die hier gezeigten Taylor-Zinssätze errechnen sich wie folgt:
 $Taylorzins = 1 + 1,5 \times Inflation - 1 \times (Arbeitslosigkeit - NAIRU)$
 Bei der Kalibrierung folgen wir den Beispielen von Alcidi et al. (2017) und Darvas (2014) und unterstellen einen nach der Krise gleichgewichtigen Zins von einem Prozent, berechnen die Inflation anhand des harmonisierten Verbraucherpreisindex (ohne die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise) und nehmen den Abstand zwischen der Arbeitslosenrate und der strukturellen Arbeitslosigkeit NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment).

Abb. 3: Wie hoch die Zinsen eigentlich sein sollten



Drei Lektionen lassen sich aus der Analyse der Taylor-Regeln ziehen: Erstens, die EZB hätte bereits vor einigen Jahren (2016) eine Zinswende durchführen sollen.¹¹ Zweitens sind die Leitzinsen aktuell noch immer deutlich niedriger, als es die realwirtschaftlichen Indikatoren an der Preis- und Arbeitsmarktfrent nahelegen würden. Und drittens ist sichtbar, dass die EZB noch immer in einem Dilemma steckt. Der von ihr verantwortete Währungsraum weist große Divergenzen auf, die wenig mit den Zinsen zu tun haben, sondern mit realwirtschaftlichen Indikatoren. Diese Divergenzen sind zwar kleiner als auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise (2011–2014). Doch noch immer können es die Währungshüter in gewisser Weise niemandem recht machen.

Das verrät der Blick auf die regelbasierten Leitzinsen für jedes einzelne Euroland. Ein Beispiel: In Österreich zeigt die Taylor-Regel bereits seit mehreren Jahren eine Zinswende an, also Zinserhöhungen statt -senkungen. Für Italien etwa war die Geldpolitik der EZB bis 2018 angemessen. Und für Griechenland können die Leitzinsen aktuell fast nicht negativ genug sein, der Taylor-Zins steht bei minus fünf Prozent.

⁷ Vgl. Haldane (2015). In der Rede mit dem Titel „Stuck“ ging es vor allem um die Gründe dafür, wieso die Zinsen anhaltend niedrig sind.
⁸ Vgl. Taylor (1993).
⁹ Vgl. Schnabl (2017).
¹¹ Vgl. Alcidi et al. (2017).

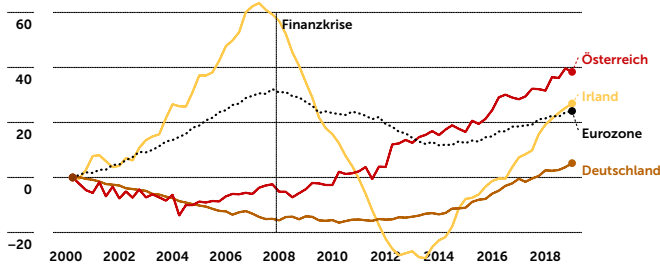
Die Gefahren zu niedriger Zinsen

Warum ist eine allzu lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank problematisch? Die Studien zu den historischen Abweichungen der Geldpolitik von den Taylor-Regeln sind ziemlich eindeutig. In Phasen, in denen die Geldpolitik deutlich niedrigere Zinssätze wählt, als es eine Taylor-Regel nahelegen würde, trägt sie zur Überhitzung der Wirtschaft bei. Das kann sich unter anderem in höherem Inflationsdruck, höheren außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten oder Kreditblasen mit anschließenden Finanzkrisen niederschlagen. Es war unter anderen John B. Taylor, der die US-Notenbank mitverantwortlich dafür machte, dass sich in den USA eine derart massive Immobilienblase

Abb. 4: Der österreichische Immobilienboom im Vergleich

Der österreichische Immobilienboom

– Veränderung der inflationsbereinigten Immobilienpreise, in Prozent



Quelle: BIZ.



bilden konnte, die durch ihr Platzen die große Finanzkrise ab 2008 erst ausgelöst hat.¹² Auch andere Wirtschaftsforscher haben einen klaren Zusammenhang zwischen lockerer Geldpolitik und Vermögenspreislagen mit anschließenden Finanzkrisen festgestellt.¹³

Auf vielen Finanzmärkten lassen sich mittlerweile die Verwerfungen durch die anhaltende Niedrigzinspolitik feststellen. Mehr als 17 Billionen Dollar an Anleihen, insbesondere die als sicher gehandelten Staatsanleihen, weisen bereits negative Renditen auf.¹⁴ Wer diese Papiere kauft und bis zum Ende der Laufzeit hält, verliert fix Geld. Auch andere Vermögensmärkte zeigen bereits Überhitzungstendenzen. So erleben europäische Immobilien seit einigen Jahren einen immensen Preisauftrieb. Waren es vor der Krise noch Länder wie Spanien und Irland, in denen massive Immobilienbooms zu verzeichnen waren, sind es jetzt Länder wie Österreich, in denen die Preise regelrecht davongaloppieren. Um 46 Prozent sind die Immobilienpreise seit 2008 real bereits gestiegen. Im selben Zeitraum ist in Österreich auch das Volumen an Immobilienkrediten real um 23 Prozent gewachsen.

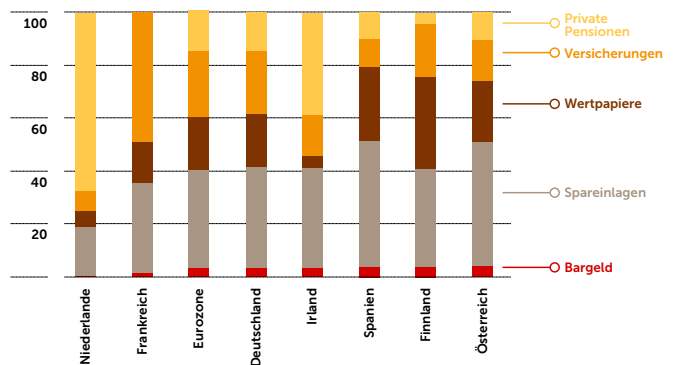
Profiteure und Leidtragende

Geldpolitik hat nicht nur makroökonomische Effekte, also auf Inflation oder Arbeitslosigkeit. Sie hat natürlich auch Verteilungswirkungen. Der Effekt auf die Vermögensverteilung hängt ganz erheblich davon ab, in welchen Vermögenswerten Haushalte ihre Ersparnisse halten. Einige Spar- und Anlageformen sind Profiteure niedriger Zinsen, andere hingegen werden dadurch entwertet. Bankeinlagen etwa werfen in Phasen lockerer Geldpolitik drastisch geringere Zinsen ab. Dafür profitieren eher reale Vermögenswerte wie Aktien und die zuvor angesprochenen Immobilien. Gerade in Gesellschaften, die kaum über eine breit gestreute Vermögensbasis verfügen, verschärft die lockere Geldpolitik die Vermögensungleichheit.¹⁵

Abb. 5: Wie das Geldvermögen in Österreich veranlagt ist

Wie Geldvermögen veranlagt ist

– in Prozent des gesamten Finanzvermögens



Quelle: EZB, Eurostat, eigene Berechnungen.



Für Österreich lassen sich jedenfalls drastische Effekte auf die Vermögensentwicklung ableiten. Denn hierzulande sind die Geldvermögen der Haushalte sehr risikoarm und wenig renditeorientiert veranlagt. Bargeld und Einlagen machen in der Breite einen großen Anteil des Vermögens aus, Pensionsansprüche, die am Kapitalmarkt veranlagt werden, sowie eigene Veranlagungen in Aktien¹⁶ oder Investmentfonds einen relativ kleinen Anteil. Die Konsequenz: Die Österreicher erzielen mit ihren Vermögen im Vergleich zu anderen Ländern nur sehr geringe Renditen.¹⁷

¹² Vgl. Taylor (2007).

¹³ Vgl. Brunnermeier & Schnabel (2014).

¹⁴ Vgl. Bloomberg (2019).

¹⁵ Vgl. Domanski et al. (2016).

¹⁶ Abseits von Unternehmensbeteiligungen wie GmbH-Anteilen.

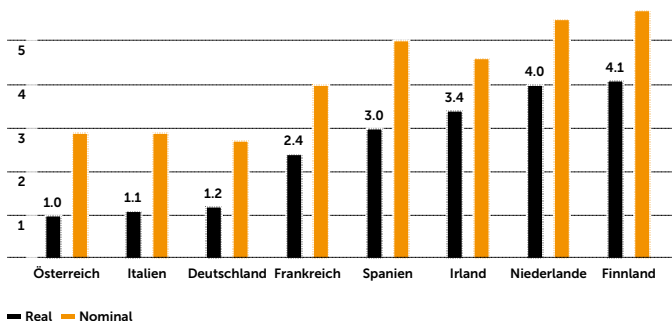
¹⁷ Vgl. Brandmeir, K. et al. (2018).

Die Agenda Austria hat auf Grundlage der finanzwirtschaftlichen Gesamtrechnung errechnet, dass die österreichischen Haushalte aus ihrem Vermögen einen der niedrigsten realen Erträge in der Eurozone erzielen. Die Rendite beträgt real seit dem Ausbruch der Finanzkrise nur rund 0,5 Prozent – und das, obwohl es an den Aktien- und Anleihenmärkten deutliche Booms gegeben hat und andere Länder wie die Niederlande oder Dänemark im selben Zeitraum ein Vielfaches der Rendite erzielt haben. Hätten die österreichischen Sparer so renditeorientiert wie die niederländischen Sparer angelegt, dann hätten sie im Zeitraum von 2009 bis 2017 rund 110 Milliarden Euro mehr an Kaufkraft ihrer Vermögen gesichert. Das entspricht fast einem Fünftel des Geldvermögens.

Abb. 6: Österreichische Sparer verdienen mit ihren Vermögen niedrige Renditen

Von Sparern und Anlegern

– Rendite auf das gesamte Geldvermögen, in Prozent pro Jahr von 2003–2017



Quelle: Allianz, Eurostat.
Anmerkung: Bei der realen Rendite wurden die jeweiligen nationalen Inflationsraten herangezogen. Bei der nominalen Rendite sind die in der finanzwirtschaftlichen Gesamtrechnung enthaltenen sonstigen Anteilsrechte nicht berücksichtigt.

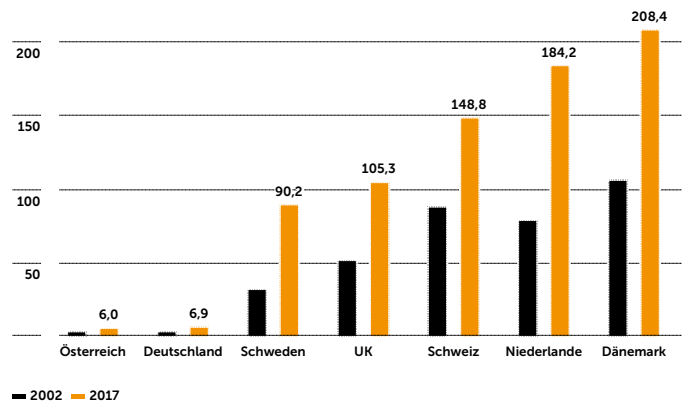
Die Niederländer sind dabei nicht unbedingt finanziell besser gebildet als die Österreicher. Die hohen Vermögensrenditen sind auch damit begründet, dass es dort eine starke zweite und dritte Säule der Altersvorsorge gibt, die kapitalmarktnahe zugunsten der Sparer veranlagt. In Dänemark etwa wird 35 Mal so viel für die eigene Pension in Form kapitalgedeckter privater Vorsorgeprodukte veranlagt wie bei uns.

Die Effekte auf die Einkommensverteilung sind hingegen weniger eindeutig.¹⁸ Die Geldpolitik wirkt nur mittelbar auf die Einkommen. Warum? Weil sie weniger stark von den Finanzmärkten getrieben sind, sondern von der Produktivität. So mag etwa Italien überdurchschnittlich von der Geldpolitik der EZB profitieren, doch das heißt nicht unbedingt, dass auch die italienischen Löhne und Gehälter durch höhere Produktivität in Italien steigen.

Abb. 7: Österreich, eines der Schlusslichter bei der privaten Vorsorge

Vermögen in privaten Pensionsplänen

– in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: OECD Pensions Outlook 2018.

Zinsen und Zombies

Die Gefahr ist, dass eine sehr lockere Geldpolitik langfristig Wohlstand und Produktivität gefährdet. Denn sie trägt zur „Zombifizierung“ einer Volkswirtschaft bei. Dieser Effekt beschreibt eine Dynamik, in der sehr günstige Finanzierungsbedingungen dazu führen können, dass an sich insolvente Unternehmen am Leben gehalten werden, obwohl sie auf dem Markt nicht überlebensfähig sind. Diese „Zombies“ verbrauchen zwar Ressourcen und binden Kapital und Arbeit, sie machen die Volkswirtschaft aber nicht produktiver und unterbinden den Strukturwandel.¹⁹ Niedrige Zinsen in der Eurozone verringern also ganz entscheidend den Druck für Produktivitätsfortschritte. Langfristig, so zeigen etwa jüngste Untersuchungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, sorgt die Geldpolitik damit für das Gegenteil dessen, was sie zu erreichen vorgibt: weniger Wachstum, weniger Produktivität.²⁰

¹⁸ Vgl. Coibion et al. (2012).

¹⁹ Vgl. Caballero et al. (2008).

²⁰ Vgl. Banerjee & Hofmann (2018).

²¹ Laut Staatsschuldenagentur OeBFA (Österreichische Bundesfinanzierungsagentur) erspart sich der Staat über die gesamte Laufzeit der aktuell noch ausstehenden Staatsanleihen sogar 69 Milliarden Euro.

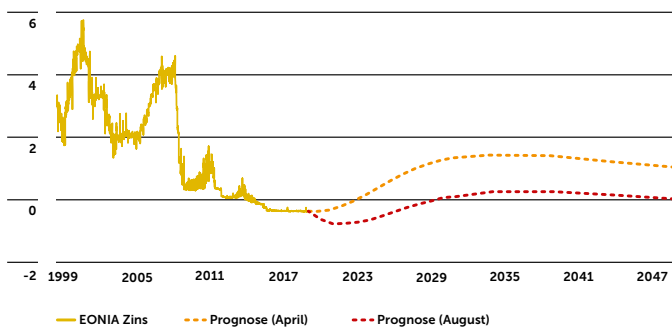
²² Vgl. OECD (2018a).

Ein ganz ähnlicher Effekt des sinkenden Reformdrucks ist auch bei den Staaten selbst zu beobachten. Wäre die Zinsbelastung in Relation zur Wirtschaftsleistung seit dem Vorkrisenzeitraum stabil geblieben, so hätte die Republik Österreich 34,8 Milliarden Euro mehr für den Schuldendienst aufwenden müssen, zeigen die Berechnungen der Agenda Austria für die Jahre 2009 bis 2019.²¹ Ganz ähnlich wurde auch der Finanzierungsdruck in anderen Euroländern zum Teil drastisch gemildert. Die gesamten Zinsausgaben sind heute um rund 54 Milliarden Euro niedriger als noch vor zehn Jahren. Und das, obwohl die Staatsschulden insgesamt um rund 2.951 Milliarden Euro höher sind. Die günstigen Zinsen erhöhen aber nicht der Druck, Strukturreformen umzusetzen, sondern er sinkt sogar. Tatsächlich legen die Zahlen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) nahe, dass der Reformeifer in den Industrieländern zuletzt wieder merklich nachgelassen hat.²²

Abb. 8: Die Zinserwartungen in der Eurozone bleiben bis 2050 sehr niedrig

Die Märkte erwarten eine Nullzinsphase bis 2050

– Markterwartung kurzfristiger Zinsen in Prozent



Quelle: Bruegel, Bloomberg, Claey's et al. (2019).
 Anmerkung: EONIA ist ein Referenzzinssatz. Der Euro Overnight Index Average spiegelt die Zinsen wider, die Banken untereinander für Ausleihungen in Euro von einem Tag auf den nächsten zahlen.



Ein Ausweg für die Geldpolitik?

Empfehlungen für eine „Normalisierung“ der Geldpolitik liegen auf dem Tisch.²³ Dafür sollte die EZB zunächst einen Ausstieg aus den Ankaufprogrammen für Staatsanleihen vornehmen, ehe die Zinsen langsam angehoben werden. Parallel dazu sollten auch die anderen Zentralbanken ihre Geldpolitik stärker an Regeln orientieren.²⁴

Doch die Geldpolitik versucht derzeit „alles, was nötig ist“, um die Inflation nach oben zu treiben. Ein Erfolg dieser EZB-Bemühungen ist aktuell noch nicht zu messen. Das zeigen etwa die Erwartungen an den Finanzmärkten. Die Investoren dort rechnen gegenwärtig damit, dass die Nullzinspolitik bis 2050 nahezu ununterbrochen in Kraft bleibt.²⁵ Die Erwartungen sind offenbar, dass die negativen Nebenwirkungen der expansiven Geldpolitik, wie die zunehmende Zombifizierung und Reformmüdigkeit, das Wachstum und die Preisdynamik im Euroraum eher dämpfen werden. Die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflation bei den Vermögenspreisen bleiben aber sichtbar und könnten sich noch weiter verstärken. Insbesondere der Effekt von höheren Immobilienpreisen in Ländern wie Deutschland und Österreich könnte dabei einen inflationären Schub begünstigen, der durch viel Bauaktivität, steigende Preise und in letzter Konsequenz auch höhere Mieten die Kaufkraft der Menschen schmälern und auch zu mehr Lohnauftrieb führen wird.

²³ Vgl. Sachverständigenrat (2018).

²⁴ Vgl. Taylor (2019).

²⁵ Vgl. Claey's et al. (2019).

Handlungsempfehlungen

Maßnahmen für ein Ende des „Armsparens“.

Es braucht in Österreich eine neue Spar- und erstmals eine Kapitalmarktkultur. Sparbücher sind nicht risikoarm, weil sie ein langfristiges Risiko für die Kaufkraft des persönlichen Geldvermögens sind. Ein erster Schritt sollte sein, Sparbuchzinsen nicht weiter mit einem im Vergleich zu Wertpapieren begünstigten Steuersatz zu belegen. Die Kapitalertragsteuer sollte für alle Anlageformen auf 25 Prozent gesenkt werden.

Vehikel für die Altersvorsorge. Angesichts der offensichtlichen Herausforderungen für die Finanzierung der öffentlichen Altersvorsorge²⁶ braucht es günstige und steuerlich attraktive Vehikel für die private Vorsorge. Ein endbesteuertes Depot bzw. Konto für die eigene Altersvorsorge könnte so eines sein. Dabei werden die Erträge während der Laufzeit unabhängig von dem jeweiligen Wertpapier oder Sparplan nicht besteuert, sondern am Ende der Laufzeit einmal der halben Kapitalertragsteuer unterworfen. Die Steuerlast wird also ans Ende des Lebens verschoben, der Zinseszins-Effekt kann in der Ansparphase hingegen voll wirken.

Reform von Mitarbeitervorsorgekassen. Für die aktuell wenig verbreitete zweite Säule (Pensions- und Mitarbeitervorsorgekassen) braucht es hingegen eine Verbreiterung der Basis analog zu den 401(k)-Plänen in den USA. Dort können Mitarbeiter derzeit bis zu 19.000 US-Dollar jedes Jahr von ihrem Lohnzettel einkommensteuerfrei auf Sparpläne transferieren. Österreich gibt im Vergleich kaum Anreize.²⁷ Ein Ansatz wäre, für Mitarbeiter die Möglichkeit zu schaffen, den aktuellen Satz für die Mitarbeitervorsorgekassen (1,53 Prozent des Bruttolohns) mit einem eigenen Ansparplan steuerbefreit zu verdoppeln. Das müsste aber mit mehr Wettbewerb und damit weniger Kosten für die Kassen einhergehen und daher mit einer Reform der Mitarbeitervorsorgekassen. Das Ziel muss sein, dass auch diese Kassen tatsächlich langfristig investieren können. Derzeit können Mitarbeiter nach drei Jahren bereits ihr Geld aus den Vorsorgekassen abziehen, was dazu führt, dass diese hohe Bestände an Anleihen, aber geringe Bestände an renditebringenden Aktien oder Immobilien im Depot haben. Eine Opt-out-Möglichkeit für gerade junge Sparer könnte dafür sorgen, dass sie renditeorientierter veranlagen können.

Die Niedrigzinsen nützen. Der österreichische Staat erspart sich Jahr für Jahr Milliarden durch die Niedrigzinsen. Diese Spielräume sollten genutzt werden, um die Bürger steuerlich zu entlasten. Die Niedrigzinsen haben etwa in der Vergangenheit bereits mehr gebracht, als die kalte Progression an zusätzlichen Steuereinnahmen ausmacht. Letztere sollte in einem ersten Schritt abgeschafft werden.²⁸

Unternehmerische Investitionen besserstellen. Um der Geldpolitik die Arbeit zu erleichtern und die Konjunktur zu beleben, sollte alles unternommen werden, damit Unternehmen stärker in Europa investieren. In Österreich sollte bei den Abschreibungsregeln angesetzt werden.²⁹ Die Republik sollte Unternehmen einen schnelleren Abschreibungsplan als Alternative ermöglichen. Ein Beispiel zeigt den möglichen Vorteil: Wer eine Investition über zehn Millionen Euro tätigt, muss derzeit beispielsweise über sieben Jahre gleichmäßig abschreiben. Das vermindert den zu versteuernden Gewinn um 1,4 Millionen Euro jährlich. Höhere Abschreibungssätze zu Beginn der Investition (degressive Abschreibung) hingegen ermöglichen in den ersten Jahren der Anschaffung eine höhere Abschreibung, die in weiterer Folge absinkt. Investitionen wären in den ersten Jahren steuerlich deutlich bessergestellt. Eine größere Investitionsbereitschaft würde zu mehr Produktivität und Wohlstand führen.

Kritik an der Geldpolitik äußern und Transparenz schaffen. Österreich sollte seine Stimme auf europäischer Ebene nutzen, um für eine restriktivere Geldpolitik einzutreten. Darüber hinaus könnte das österreichische EZB-Ratsmitglied eine Reform forcieren, die die Transparenz der Entscheidungsfindung erhöht. Transparent über das Abstimmungsverhalten und die Argumente zu informieren würde die Entscheidungen nachvollziehbarer machen.

Schulbildung hilft Vermögensaufbau. Es braucht insbesondere an den Schulen mehr Informationen und Wissen bezüglich der fundamentalen Fragen des Sparens, Investierens und Vorsorgens. In Österreich gilt die Veranlagung in Aktien nach wie vor als Spekulation, auch wenn sie langfristig gesehen eine der wenigen Möglichkeiten darstellt, um Vermögen aufzubauen. Es braucht die Vermittlung von Grundlagen, etwa die Bedeutung der breiten Streuung von Wertpapieren. Dazu gehören auch wissenschaftliche Erkenntnisse, etwa zu den langfristig drastischen Renditeunterschieden zwischen Aktien (7,8 Prozent), Anleihen (1,46 Prozent) und Bankeinlagen (0,3 Prozent).³⁰

²⁶ Vgl. Kucsera & Nagl (2019).

²⁷ Vgl. OECD (2018b).

²⁸ Vgl. Kucsera & Sustala (2019).

²⁹ Vgl. Kucsera et al. (2019).

³⁰ Jorda et al. (2019).

Literatur

- Agenda Austria (2019).** Bei wem sich die Staaten verschulden. Grafik der Woche. Online verfügbar: <https://www.agenda-austria.at/grafiken/bei-wem-sich-die-staaten-verschulden/> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Alcidi, C., Busse, M., Gros, D. (2017).** Time for the ECB to normalise its monetary policy? Insights from the Taylor rule. CEPS Commentary.
- Brandmeir, K. et al. (2018).** Allianz Wealth Report. Allianz Economic Research.
- Banerjee, R., Hofmann, B. (2018).** The rise of zombie firms: causes and consequences. BIS Quarterly Review, September 2018. Online verfügbar: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.htm (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Bloomberg (2019).** The unstoppable surge in negative-yielding bonds. Online verfügbar: <https://www.bloomberg.com/graphics/negative-yield-bonds/> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M., Rungcharoenkitkul, P. (2017).** Why so low for so long? A longterm view of real interest rates. BIS Working Papers No. 685, Bank for International Settlements.
- Brunnermeier, M., Schnabel, I. (2014).** Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives. Mimeo.
- Caballero, R., Hoshi, T., Kashyap, A. (2008).** Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review* 98 (5), 1943–1977.
- Claeys, G., Demertzis, M., Papadia, F. (2019).** Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark? *Monetary Dialogue* September 2019.
- Coibion, O. et al. (2012).** Innocent Bystanders? Monetary Policy and inequality in the US. NBER Working Paper 18170.
- Darvas, Z. (2014).** Taylor-rule interest rates for euro area countries: diversity remains. Bruegel Blog Post. Online verfügbar: <https://bruegel.org/2014/04/taylor-rule-interest-rates-for-euro-area-countries-diversity-remains/> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Domanski, D., Scatigna, M., Zabai, A. (2016).** Wealth inequality and monetary policy. BIS Quarterly Review, March 2016. Online verfügbar: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603f.htm (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Draghi, M. (2012).** Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London on 26 July 2012. Online verfügbar: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Europäische Zentralbank (2019).** Monetary policy decisions. Online verfügbar: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Haldane, A. (2015).** Stuck. Speech given by Andrew G. Haldane, Chief Economist, Bank of England on June 30th, 2015.
- Hannoun, H. et al. (2019).** Memorandum on the ECB's Monetary Policy. Online verfügbar: <http://www.hanswernersinn.de/dcs/Memorandum-ECB-Monetary-Policy-04102019.pdf> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Jorda, O. et al. (2019).** The Rate of Return on Everything, 1870–2015? *The Quarterly Journal of Economics*, 134 (3), 1225–1298.
- Kucsera, D., Nagl, W. (2019).** Warum das gesetzliche Pensionsantrittsalter steigen muss. Agenda Austria.
- Kucsera, D., Lorenz, H., Nagl, W., Sustala, L. (2019).** Do it Now! Handlungsempfehlungen für die nächste Regierung. Agenda Austria.
- Kucsera, D., Sustala, L. (2019).** Damit sich Arbeit wieder lohnt. Agenda Austria.
- OECD (2018a).** Going for Growth. Overview of structural reforms actions in 2017. Organization for Economic Cooperation and Development.
- OECD (2018b).** The tax treatment of retirement savings in private pension plans. Policy Brief N°1. OECD Project on Financial Incentives and Retirement Savings.
- Reuters (2014).** Euro zone risks “relapse into recession” without structural reforms – Draghi. Online verfügbar: <https://www.reuters.com/article/eu-summit/update-3-euro-zone-risks-relapse-into-recession-without-structural-reforms-draghi-idUSL6N0S-J2GC20141024> (abgerufen am 18. Oktober 2019).
- Sachverständigenrat (2018).** Jahresgutachten 2017/18. Kapitel 4 – Geldpolitische Wende und nachhaltige Wirtschaftspolitik im Euro-Raum.
- Schnabl, G. (2017).** The Failure of ECB Monetary Policy from a Mises-Hayek Perspective, CESifo Working Paper, No. 6388, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo).
- Taylor, J. (1993).** Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214.
- Taylor, J. (2007).** Housing and Monetary Policy. NBER Working Paper 13682.
- Taylor, J. (2019).** Reform of the International Monetary System: Why and How? Karl Brunner Distinguished Lecture Series.

Agenda Austria
Türkenstraße 25/1/10
1090 Wien
Austria

T +43 1 361 99 61-0
office@agenda-austria.at