



TRENDWATCH » ZINSEN

IDW POSITIONSPAPIER ZU **AUSWIRKUNGEN VON ANHALTEND NIEDRIGEN ZINSEN, NEGATIVEN ZINSEN UND ZINSWENDE AUF UNTERNEHMEN, INDIVIDUEN UND GESELLSCHAFT** (STAND: 24.06.2016)

Dieses Positionspapier wurde von den Mitgliedern des IDW Arbeitskreises „Trendwatch“ erarbeitet.

Mitglieder des Arbeitskreises:

- WP StB RA Dr. Henning Hönsch
- WP StB Prof. Dr. Martin Jonas
- WP StB Dr. Werner Kleinle
- WP StB Dipl.-Kfm. Dipl.-Betriebsw. Rainer Plath
- WP StB Dipl.-Kfm. Hanns-Georg Schell
- WP StB Prof. Dr. W. Edelfried Schneider
- WP Prof. Dr. Wienand Schruff
- WP StB Dipl.-Kfm. Marc Ueberschär

Wir freuen uns über Ihre Anmerkungen. Sie können diese direkt an Dr. Matthias Schmidt, Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Postfach 320580, 40420 Düsseldorf, oder an schmidt@idw.de senden.

INHALTSVERZEICHNIS

Tabellarische Übersicht	4
1. Einleitung	11
2. Auswirkungen auf Unternehmen	12
2.1. Auswirkungen auf die Realwirtschaft	12
2.1.1. Investition und Finanzierung bei positiven Zinsen	12
2.1.2. Investition und Finanzierung bei negativen Zinsen	13
2.1.3. Übertragung auf die Realwirtschaft	14
2.2. Auswirkungen auf Finanzinstitute	19
2.2.1. Banken und Versicherungen im Spannungsfeld von niedrigen Zinsen, neuen regulatorischen Anforderungen und neuen Wettbewerbern	19
2.2.2. Auswirkungen auf Banken	22
2.2.3. Auswirkungen auf Versicherungen	27
2.2.4. Auswirkungen auf Bausparkassen	29
3. Auswirkungen auf Individuen	31
3.1. Auswirkungen auf Privatanleger	31
3.2. Auswirkungen auf die Altersvorsorge	34
4. Gesellschaftliche Auswirkungen	36
4.1. Auswirkungen auf die öffentliche Hand	36
4.2. Auswirkungen auf Stiftungen	37
4.3. Auswirkungen auf die Gesellschaft	39
5. Zusammenfassung	41

TABELLARISCHE ÜBERSICHT: SZENARIEN FÜR MÖGLICHE ZUKUNFTSENTWICKLUNGEN

AUSWIRKUNGEN AUF	SZENARIEN		
	ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG, NAHE 0 %	ZINSEN WERDEN NEGATIV	ZINSEN STEIGEN
Realwirtschaft	<p>Ziel der EZB-Geldpolitik ist, die (Real-)Wirtschaft anzukurbeln. Das funktioniert insofern, als die Kapitalkosten sehr niedrig sind. Schlechtere Rating-Einschätzungen wirken sich häufig nicht auf die Kapitalkosten aus. Zinsgefälle bewirkt Währungsgefälle, gleichzeitig niedrige Energiepreise, die Exportwirtschaft wird begünstigt. Keine Kreditklemme: Es ist genügend Liquidität für Unternehmen und Gründer verfügbar, sogar mehr als nachgefragt wird.</p> <p>>> Günstige Rahmenbedingungen nutzen, um strukturelle Investitionen (insb. vor dem Hintergrund von Industrie 4.0) voranzutreiben!</p> <p>Rückstellungserhöhungen und damit Aufwand in der Handelsbilanz, weil der handelsrechtliche Diskontierungszinssatz (Durchschnittszinssatz der vergangenen sieben bzw. zehn Jahre) weiter fällt.</p>	<p>Hohe Eigenkapitalbelastungen durch Rückstellungserhöhungen in Handels- und IFRS-Bilanz, insb. bei Pensionsrückstellungen – die betriebliche Altersvorsorge wird erschwert. Versorgungsregelungen verlagern das Risiko zunehmend auf die Arbeitnehmer. Umstritten, ob der Rückstellungsbetrag höher sein kann als der Erfüllungsbetrag. Wettbewerbsvorteile aus günstigen Wechselkursen führen möglicherweise dazu, dass notwendige Anpassungen von Geschäftsmodellen, insb. vor dem Hintergrund von Industrie 4.0, nicht ausreichend vorangetrieben werden.</p> <p>Umkehrung betriebswirtschaftlicher Gewissheiten: Kapitalwertverfahren führen tendenziell immer zu positivem Kapitalwert in $t=0$.</p>	<p>Moderater Zinsanstieg tendenziell ungefährlich.</p> <p>Exogene Wettbewerbsvorteile aus Zinsen und Währungskursen verschwinden.</p> <p>Gefahren drohen, wenn sich bei höheren Verschuldungsgraden und steigenden Zinsen Rating-Einschätzungen verschlechtern. Effekt kann durch Goodwill- und Asset-Impairments verstärkt werden, Impairment-Only-Approach wirkt potenziell krisenverstärkend.</p> <p>Gefahren einer aufgestauten Liquidität: Unternehmen würden freie Liquidität anlegen, die Inflation so über das Inflationsziel steigen.</p>

AUSWIRKUNGEN AUF	SZENARIEN		
	ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG, NAHE 0 %	ZINSEN WERDEN NEGATIV	ZINSEN STEIGEN
Banken	<p>Zinsergebnis unter Druck, Ausbau des Provisions- und Handelsergebnisses erforderlich. Banken scheuen sich, negative Guthabenzinsen einzuführen und weichen derzeit noch auf erhöhte Gebühren aus. Verschärfung der Ergebniswirkung durch neue regulatorische Anforderungen und notwendige digitale Transformation der Geschäftsmodelle. Regulatorik begrenzt die Kreditvergabe. Das billige Geld wird nicht in vollem Umfang zur Finanzierung von innovativen Investitionen genutzt.</p> <p>>> Banken müssen ihre Geschäftsmodelle vor dem Hintergrund von niedrigen Zinsen, Kosten aus Regulatorik sowie digitaler Transformation überdenken!</p> <p>Für Banken wird es immer schwieriger, auf die Einführung negativer Guthabenzinsen zu verzichten, wenngleich sie versuchen werden, ihre Zinsaufwendungen für Zentralbank-einlagen über Gebühren zu kompensieren.</p>	<p>Erhöhte Gebühren und neue Gebühren – sowie möglicherweise die Einführung negativer Guthabenzinsen – könnten dazu führen, dass Bankkonten ein Luxusprodukt werden, das nicht mehr allen Bevölkerungsschichten zugänglich ist.</p>	<p>Erfahrungsgemäß reagieren die Zinsaufwendungen (Guthabenzinsen der Anleger) schneller auf einen Zinsanstieg als die Zinserträge, die erst mit zeitlicher Verzögerung ansteigen. Banken sind jedoch auf einen Zinsanstieg besser vorbereitet als viele andere Betroffene. Banken haben regulatorische Puffer aufbauen müssen, die geeignet sind, steigende Zinsen abzufedern. Forderungsausfälle sind denkbar, wenn nach Auslaufen der Zinsbindungsfrist die Zinsverpflichtungen von Kreditnehmern auf ein nicht tragfähiges Niveau steigen. Ein abrupter Anstieg sollte daher unbedingt vermieden werden.</p> <p>Abschreibungsrisiko von Forderungen und Wertpapieren im Handelsbestand. Unterverzinsliche Forderungen und Wertpapiere des Bankbuchs sind nicht abzuschreiben, aber in der aufsichtlichen Risikotragfähigkeitsrechnung und bei einer eventuellen Drohverlustrückstellung für das Bankbuch zu berücksichtigen.</p>

AUSWIRKUNGEN AUF	SZENARIEN		
	ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG, NAHE 0 %	ZINSEN WERDEN NEGATIV	ZINSEN STEIGEN
Versicherungen	<p>Insbesondere Lebensversicherungsunternehmen mit Garantieverzinsung unter Druck. Niedrige Zinsen schlagen sich erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung in den Abschlüssen nieder, gesetzliche und regulatorische Änderungen sollen gewährleisten, dass in der Zwischenzeit künftig benötigte Mittel nicht abfließen. Solvabilitätsübersichten nützlich für Einschätzung der künftigen Entwicklung. Neue Lebensversicherungsprodukte wälzen Kapitalanlagerisiken verstärkt auf die Versicherungsnehmer ab. Attraktivität von Lebensversicherungen nimmt ab – diese machen bisher einen großen Teil des Geldvermögens deutscher Privatanleger aus.</p> <p>>> Lebensversicherungsunternehmen müssen Produktportfolio weiter anpassen!</p>	<p>Keine Nachfrage von Lebensversicherungen zur privaten Altersvorsorge.</p>	<p>Die Erwirtschaftung der Garantieverzinsung würde grundsätzlich vereinfacht. Lebensversicherungsunternehmen halten jedoch sehr langfristige Anlagen, die Zinserträge würden daher erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung steigen. Allerdings keine Abschreibung von unterverzinslichen Forderungen, wegen Zuordnung zu Kategorie „held to maturity“.</p>
Bausparkassen	<p>Bausparkassen unterliegen einer der Situation von Lebensversicherungsunternehmen vergleichbaren Problematik. Bauspardarlehen aus Altverträgen mit hoher Verzinsung werden von Bausparern überwiegend nicht in Anspruch genommen. Bei Erwartung einer bevorstehenden Zinswende wäre der Abschluss eines Bausparvertrags sinnvoll. Kündigung von Altverträgen umstritten. Das traditionelle Geschäftsmodell der Bausparkassen geht bei dem derzeit niedrigen Anlagegrad im Kollektivgeschäft für den Bausparbestand nicht mehr auf. Schnellen Änderungen des Geschäftsmodells steht das Bausparkassengesetz entgegen.</p>	<p>Das bisherige System würde auf den Kopf gestellt: Während der Ansparphase zahlen Bausparer, nach Inanspruchnahme des Darlehens würden sie Geld erhalten. Keine Nachfrage nach Bausparverträgen, wegen günstiger Finanzierung über Banken.</p>	<p>Die Erwirtschaftung des Bausparzinses würde grundsätzlich vereinfacht.</p> <p>>> Bausparkassen wären jedoch in einer deutlich schlechteren Situation als z.B. Banken, da Bestandskunden ihre niedrig verzinslichen Bauspardarlehen abrufen würden. Anders als Banken könnten Bausparkassen Darlehen kaum zu höheren Zinsen vergeben.</p>

AUSWIRKUNGEN AUF	SZENARIEN		
	ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG, NAHE 0 %	ZINSEN WERDEN NEGATIV	ZINSEN STEIGEN
Privat-anleger	<p>Niedrige Zinsen treffen das Geldvermögen und begünstigen eine Umschichtung in das Sachwertvermögen.</p> <p>>> Sparen lohnt sich, solange die Realverzinsung positiv ist!</p>	<p>Starker Anreiz, mehr zu konsumieren und weniger zu sparen, mit möglicherweise verheerenden Folgen für die Altersvorsorge.</p>	<p>Bei steigenden Zinsen sinken die Vermögenspreise – es drohen (hohe) Verluste, die aber (insbesondere bei selbst bewohnten Immobilien) möglicherweise nicht realisiert werden. Gefahr der fehlenden Bedienbarkeit von Privatkrediten (z.B. für Immobilienkredite) nach Auslaufen der Zinsbindung.</p>
Altersvorsorge	<p>Private und betriebliche Altersvorsorge werden bei Nullzinsen und bei negativen Zinsen nicht ausreichend nachgefragt. Altersarmut droht.</p> <p>>> Abschaffung der steuerlichen Benachteiligung der betrieblichen Altersvorsorge durch Vereinheitlichung der handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Pensionsrückstellungsbewertung!</p> <p>>> Gesellschaftlicher Diskurs über das Dreisäulenmodell der Altersvorsorge: Wie können Sparanreize gesetzt und Sparfähigkeit erhöht werden, sodass eine ausreichende private und betriebliche Altersvorsorge gewährleistet wird, um Altersarmut vorzubeugen? Muss der Gesetzgeber Sparzwänge schaffen?</p>		<p>Altersvorsorge wird wieder attraktiver.</p> <p>>> Allerdings drohende Vorsorgelücke durch Null- bzw. Negativzinsen, umso größer, je länger die Zinsen zuvor niedrig waren.</p>
Öffentliche Hand	<p>Größter Nutznießer der niedrigen Zinsen. Auch hohe öffentliche Verschuldung bleibt langfristig tragbar. Niedrige Zinsen mindern den Druck zur Vornahme notwendiger Strukturreformen. Wirtschaftliches Wachstum in Deutschland zudem durch Sonderfaktoren begünstigt.</p> <p>>> Die öffentliche Hand sollte Strukturreformen vorantreiben, insb. in Investitionen in Infrastruktur und vor dem Hintergrund von Industrie 4.0</p>		<p>Steigende Zinsen wären für öffentliche Haushalte gefährlich, mit möglicherweise gravierenden Auswirkungen im Euroraum.</p> <p>In EU-Mitgliedsstaaten, in denen (nahezu) Vollbeschäftigung herrscht, steigt die Inflation. Hoch verschuldete EU-Mitgliedsstaaten sind umso stärker von höherem Zinsaufwand betroffen.</p> <p>>> Steigende Zinsen könnten sich hier am gravierendsten auswirken.</p>

AUSWIRKUNGEN AUF	SZENARIEN		
	ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG, NAHE 0 %	ZINSEN WERDEN NEGATIV	ZINSEN STEIGEN
Stiftungen	<p>Stiftungen erfüllen bedeutsame soziale Aufgaben, deren Erfüllung andernfalls der öffentlichen Hand zukäme oder vollständig unterbliebe. Durch sinkende Erträge wird die Wahrnehmung dieser Aufgaben zunehmend erschwert. Je länger Null- bzw. Negativzinsen anhalten, desto größer ist die Gefahr, dass viele Stiftungen nicht so lange durchhalten können.</p> <p>>> Anpassung des Stiftungsrechts: Der Stifterwille sollte den Zusammenschluss von Stiftungen erlauben können.</p> <p>Stiftungserhalt gewährleistet, wenn durch niedrige Erträge die Verwaltungskosten gedeckt sind, der eigentliche Stiftungszweck kann aber nur noch eingeschränkt oder gar nicht mehr umgesetzt werden.</p>	<p>Gefahr, dass das Stiftingskapital durch Kosten der Verwaltung und negative Zinsen aufgebraucht wird.</p>	<p>Stiftungen hätten wieder (mehr) Mittel zur Verfügung, um ihre sozialen Aufgaben wahrzunehmen, zumindest, soweit sie nicht durch langfristige rendite-schwache Anlagen gebunden sind.</p>
Gesellschaft	<p>Alle vorgenannten Effekte werden in ihrer schädlichen gesellschaftlichen Wirkung verstärkt, je länger eine Null- bzw. Negativzinsphase anhält. Ferner verstärken die vorgenannten Effekte einander. Ein langes Anhalten von niedrigen bzw. negativen Zinsen ist für die Finanzbranche ein Problem, für Realwirtschaft, Privatpersonen und öffentliche Hand nicht unmittelbar, wohl aber mittelbar durch falsche Anreize. Eine (unkontrollierbare) Zinswende kann für alle genannten Gruppen problematisch sein, umso mehr, je länger die Zinsen zuvor niedrig bzw. negativ waren.</p>		
	<p>Insbesondere in diesen beiden Szenarien würde Deutschland künftig vollkommen anders aussehen, als wir es bisher kennen. Der Staat würde eine bedeutsamere Rolle spielen, wenn private Initiative, z.B. zur Altersvorsorge oder bei Stiftungen zur Wahrnehmung sozialer Aufgaben, wegfallen. Makro- und mikroökonomische Gewissheiten würden auf den Kopf gestellt: Konsum wäre wertvoller als Sparen. Gläubiger haben Aufwand, Schuldner erzielen Erträge. Sachvermögen wäre trotz geringerer Fungibilität gegenüber Geldvermögen vorzuziehen. Hohe Unsicherheit über künftige Entwicklung in der nahen Zukunft: bei ansonsten gleichen Verhältnissen können Zentralbanken ein bestimmtes Zinsniveau unbeschränkt beibehalten oder senken. >></p>		<p>Ein unkontrollierbarer Zinsanstieg hätte negative Folgen für alle genannten Gruppen und Institutionen, nicht nur für diejenigen, die vom niedrigen Zinsniveau profitieren.</p> <p>Bei steigenden Zinsen steigt der Schuldendienst der öffentlichen Hand, es wäre weniger Geld für andere Projekte verfügbar. >></p>

AUSWIRKUNGEN AUF	SZENARIEN		
	ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG, NAHE 0 %	ZINSEN WERDEN NEGATIV	ZINSEN STEIGEN
Gesellschaft	<p>Ereignisse, die außerhalb ihres Einflusses stehen, können jedoch eine unkontrollierbare, d.h., zu schnelle und zu starke Zinswende zur Folge haben, beispielsweise zwischenstaatliche Konflikte, eine Zinswende in USA, steigende Energiepreise etc. Ein solches Umfeld ist einer erforderlichen und unausweichlichen Anpassung der Wirtschaft an eine vierte industrielle Revolution alles andere als förderlich.</p> <p>>> Die derzeit günstigen Rahmenbedingungen sollten für strukturelle Investitionen zur Anpassung an geänderte Rahmenbedingungen genutzt werden!</p>		<p>Vorhandene Liquidität als aufgestaute Inflation: Bei steigender Inflation werden die Zinsen steigen. Daraufhin werden vorhandene liquide Mittel investiert, sodass die Inflation (unkontrollierbar und über das Inflationsziel hinaus) steigt.</p> <p>Stiftungen könnten diese Lücken nicht unmittelbar füllen – im Gegenteil: es ist zu befürchten, dass deren gesellschaftliche Beiträge in der Zwischenzeit ausgefallen wären.</p> <p>>> Steigende Zinsen können für einige Betroffene zu Entlastungen führen, sie decken aber auch strukturelle Probleme auf, die spätestens dann schnellstmöglich in Angriff genommen werden müssen.</p>



1. EINLEITUNG

In den vergangenen Jahren ist das Zinsniveau kontinuierlich gefallen, aber stets positiv geblieben. Die makro- und mikroökonomischen Funktionen von Zinsen standen bislang immer außer Frage:

- Zinsen sind ein Entgelt für eine Kapitalüberlassung auf Zeit, dem Gläubiger wird der befristete Verzicht auf die Nutzung des Kapitals vergütet.
- Zusätzlich hängt der Zinssatz vom Rendite-/Risiko-Profil des Schuldners ab.
- Zinsen können ferner Gebühren für zeitpunkt- oder zeitraumbezogene Dienstleistungen enthalten, wenn beispielsweise eine Bank keine Bearbeitungsgebühr in Rechnung stellt, sondern einen etwas höheren Zins fordert.

Aktuell sind die Zinsen infolge der expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und anderer Zentralbanken niedrig wie nie zuvor. Ziel der expansiven Geldpolitik ist, Wirtschaftswachstum zu befördern und Inflationsziele zu erreichen. Der Fokus der Maßnahmen ist vor allem auf Unternehmen der Realwirtschaft gerichtet. Gleichzeitig hilft sie kriselnden Euro-Mitgliedsstaaten. Negative Zinsen, früher undenkbar, werden zunehmend ein realistisches Szenario. Die genannten Funktionen wirken nicht mehr bei Nullzinsen und insbesondere nicht bei negativen Zinsen:

- Negative Zinsen wären eine Pflicht zur Leistung einer Gebühr, damit der Schuldner die Kapitalüberlassung durch den Gläubiger akzeptiert.
- Künstlich niedrige, u.U. negative Zinsen erfüllen die Kapitalallokationsfunktion nicht. Es besteht die Gefahr, dass das Kapital unproduktive Wege geht (Blasenbildung) und Innovationen gehemmt werden.
- Gebühren werden erhöht bzw. neu eingeführt, um die Einführung negativer Guthabenzinsen, insbesondere für Privatanleger, zu vermeiden.

Es stellt sich die Frage, wie sich eine Gesellschaft entwickelt, wenn ein zentraler Mechanismus ausfällt oder sich in sein Gegenteil verkehrt: Wie sieht Deutschland künftig aus, wenn die Zinsen anhaltend niedrig bei einem Nullzinsniveau verharren, wie sieht es aus, wenn die Zinsen negativ werden? Das IDW möchte in diesem Positionspapier die z.T. gravierenden Folgen für Banken, Versicherungen, Bausparkassen, Privatanleger und die Altersvorsorge erörtern.

Die Betrachtung der Auswirkungen des Zinsniveaus auf die o.g. Betroffenen erfolgt für die drei Szenarien

- Zinsen bleiben niedrig, nahe 0 %,
- Zinsen werden negativ und
- Zinsen steigen.

2. AUSWIRKUNGEN AUF UNTERNEHMEN

2.1 AUSWIRKUNGEN AUF DIE REALWIRTSCHAFT

2.1.1 Investitionen und Finanzierung bei positiven Zinsen

Investition und Finanzierung sind zwei Seiten derselben Medaille – sie sind untrennbar miteinander verbunden. Eine Investition ist eine heutige Auszahlung, die in der Absicht erfolgt, mit diesem Mitteleinsatz einen höheren Geldrückfluss (Einzahlungen) in der Zukunft zu erreichen. Finanzierung ist die Bereitstellung finanzieller Mittel zur Durchführung einer Investition.

Kapitalwertmethode:

Die Vorteilhaftigkeit einer Investition kann anhand der Kapitalwertmethode beurteilt werden. Der Kapitalwert im Zeitpunkt $t=0$ (K_0) ergibt sich aus dem Barwert aller einem Investitionsvorhaben zurechenbaren Einzahlungen (E_t) und Auszahlungen (A_t), ggf. ist am Ende der Nutzungsdauer ein Liquidationserlös (L_n) zu berücksichtigen. Die zu unterschiedlichen Zeitpunkten erwarteten Zahlungen werden durch Abzinsung mit dem Zinssatz i auf den Zeitpunkt $t=0$ vergleichbar gemacht:

$$K_0 = -A_0 + \sum_{t=0}^n (E_t - A_t) * (1 + i)^{-t} + L_n(1 + i)^{-n}$$

Je geringer (höher) der Zinssatz i ist, desto höher (geringer) ist der Barwert der künftigen Zahlungen. Ein Investitionsvorhaben sollte nur durchgeführt werden, wenn der errechnete Kapitalwert positiv ist, d.h., wenn aus dem Investitionsprojekt eine Reinvermögensmehrung bezogen auf den Zeitpunkt t_0 erwartet werden kann. Bei negativem Kapitalwert wird die Investition unterbleiben, bei $K_0=0$ ist der Entscheider indifferent zwischen der Vornahme der Investition und einer alternativen Anlage der Mittel am Kapitalmarkt.

Steigende Kapitalkosten führen c.p. zu sinkenden Investitionen, sinkende Kapitalkosten führen c.p. zu steigenden Investitionen.

Ziel der Finanzplanung ist, durch Kapitalkostenminimierung unter der Nebenbedingung der Sicherung der Zahlungsbereitschaft zur langfristigen Gewinnmaximierung beizutragen. Hierzu wird die Kapitalstruktur optimiert, also das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital. Durch die Hebelwirkung des Fremdkapitals kann durch zunehmende Verschuldung die Eigenkapitalrentabilität erhöht werden (Leverage-Effekt).

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wurde in der Vergangenheit häufig davon ausgegangen, dass der langfristige Kapitalmarktzins bei etwa 6 % sein Maximum und bei etwa 3 % sein Minimum erreicht und dass ein Zinszyklus etwa acht Jahre dauert.

2.1.2 Investition und Finanzierung bei negativen Zinsen

Durch die expansive Geldpolitik wurde das Zinsniveau zu einem künstlich niedrigen Zinsniveau nahe 0 % verschoben. Bislang beobachtbare und in der betriebswirtschaftlichen Lehre vermittelte Zinszyklen sind so außer Kraft gesetzt. Durch die Entscheidung der EZB, neben Staatsanleihen auch Unternehmensanleihen zu kaufen, wird das Zinsniveau voraussichtlich weiter sinken.

Die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben anhand der (oben dargestellten) Kapitalwertmethode führt bei negativen Zinsen zumindest zu fragwürdigen Ergebnissen. Künftige Zahlungen würden aufgezinst, eine künftige Einzahlung wäre aus heutiger Sicht wertvoller als der tatsächliche künftige Mittelzufluss. Dies spiegelt zwar die grundsätzliche Annahme einer alternativen Anlage am Kapitalmarkt wider, die ebenfalls negativ verzinst wäre. Ein rationaler Unternehmer würde aber wohl in der Regel keine solche Aufbewahrungsgebühr für Liquidität zahlen, sondern die Mittel bar vorhalten, z.B. in Bankschließfächern. Die Beurteilung von Investitionsvorhaben anhand der Kapitalwertmethode erfordert daher zumindest eine umfangreichere Interpretation der Ergebnisse vor dem Hintergrund eines – verglichen mit der Vergangenheit – breiteren Spektrums von Handlungsalternativen.

Bei Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsalternativen anhand von Kapitalwertverfahren werden Annahmen über die künftige Entwicklung getroffen. Solange die Rahmenbedingungen, z.B. das Zinsniveau, konstant bleiben, erlauben vergangene Entwicklungen Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung. Auch Änderungen von geld- und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen können berücksichtigt werden, soweit deren Zeitbezug und Ausmaß bekannt ist. Das ist aber bei der derzeitigen EZB-Geldpolitik nicht der Fall – niemand weiß, wie lange die Zinsen künstlich niedrig oder negativ bleiben werden bzw. wann und wie eine Zinswende erfolgt. Eine solch gravierende Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Rahmenbedingungen hemmt Investitionen und wirkt somit kontraproduktiv zu den von der EZB verfolgten Zielen. Solange das Finanzierungspotenzial das betriebsnotwendige Investitionsvolumen übersteigt, werden Unternehmen die freien Mittel tendenziell in nicht-betriebsnotwendigen Werten „parken“, insbesondere Wertpapieren und Immobilien.

2.1.3 Übertragung auf die Realwirtschaft

Ziel der EZB-Geldpolitik ist, die Realwirtschaft anzukurbeln. Das funktioniert insofern, als die Kapitalkosten sehr niedrig sind, bei top gerateten Unternehmen zeitweise sogar negativ. Verschlechterte Ratingeinschätzungen wirken sich häufig nicht auf die Kapitalkosten aus.

Zinseffekte führen zu Wechselkurseffekten: Wenn die Zinsen im Euroraum sinken und die Zinsdifferenz zum Ausland zunimmt, steigen die Nettokapitalexporte und der Euro wertet ab. Hierdurch werden inländische Exporte billiger und Importe aus dem Ausland teurer. Von dieser Entwicklung hat insbesondere die deutsche Exportwirtschaft profitiert. Gleichzeitig profitiert die Realwirtschaft von günstigen Energiepreisen, insbesondere für Öl und Gas: Diese würden grundsätzlich wechselkursbedingt teurer, dieser Effekt wird aber derzeit durch ein großes Angebot überkompensiert, sodass die Energiepreise per Saldo gesunken sind.

Eine Kreditklemme ist mit Blick auf die deutsche Realwirtschaft nicht erkennbar. Es ist genügend Liquidität für Unternehmen im Markt, sogar mehr als nachgefragt wird. Diese günstigen Finanzierungsmöglichkeiten können vor allem Gründern bzw. Start-Ups zugutekommen.

Das Zinsniveau hat einen bedeutsamen **Einfluss auf die bilanzielle Bewertung** des Vermögens und der Schulden. Die Diskontierungszinssätze für Werthaltigkeitstests auf der Aktivseite der Bilanz sinken. Dadurch steigen c.p. die beizulegenden Zeitwerte der Aktiva, sodass außerplanmäßige Abschreibungen unwahrscheinlicher werden.

Beispiel: Außerplanmäßige Abschreibungen einer Maschine bei unterschiedlichen Zinsniveaus

Eine Maschine habe am 31.12. t_0 einen Buchwert von 1.000 GE, die Restnutzungsdauer betrage fünf Jahre. Die jährlich gleichbleibenden Einzahlungsüberschüsse betragen 210 GE, der Restbuchwert 0 GE.

Der Diskontierungszinssatz betrage **(a) 3 %, (b) 0 %, (c) -1 %**

Der **beizulegende Zeitwert** am 31.12. t_0 beträgt...

$$(a) \frac{210}{1,03^1} + \frac{210}{1,03^2} + \frac{210}{1,03^3} + \frac{210}{1,03^4} + \frac{210}{1,03^5} = \mathbf{962 \text{ GE}}$$

→ Wertansatz am Bilanzstichtag = **962 GE**,
Außerplanmäßige Abschreibung = **38 GE**

$$(b) \frac{210}{1,00^1} + \frac{210}{1,00^2} + \frac{210}{1,00^3} + \frac{210}{1,00^4} + \frac{210}{1,00^5} = \mathbf{1.050 \text{ GE}}$$

→ Wertansatz am Bilanzstichtag = **1.000 GE**,
Außerplanmäßige Abschreibung = **0 GE**

$$(c) \frac{210}{0,99^1} + \frac{210}{0,99^2} + \frac{210}{0,99^3} + \frac{210}{0,99^4} + \frac{210}{0,99^5} = \mathbf{1.082 \text{ GE}}$$

→ Wertansatz am Bilanzstichtag = **1.000 GE**,
Außerplanmäßige Abschreibung = **0 GE**

Gleichzeitig sinken durch niedrige Zinsen die Diskontierungszinssätze für die Rückstellungsbewertung. Insbesondere Pensionsrückstellungen belasten die Ergebnisse der Unternehmen. Sinkt (steigt) der Diskontierungszinssatz um einen Prozentpunkt, steigt (sinkt) die Rückstellung um rund 15 %. Die Pensionsrückstellungen der DAX30- und der MDAX-Unternehmen werden zum Jahresende 2015 auf rund 412 Mrd. Euro geschätzt.

Die aus der Erteilung von Zusagen auf die Gewährung von Leistungen der betrieblichen Altersvorsorge resultierenden Pensionsrückstellungen werden mit ihrem Erfüllungsbetrag bewertet. Die Verpflichtungen werden dazu mit einem Marktzinssatz auf den Barwert am Abschlussstichtag diskontiert. Hierfür ist grundsätzlich ein laufzeitäquivalenter Durchschnittszinssatz der vergangenen zehn Jahre anzuwenden, so sollen volatile Ergebnissprünge durch schwankende Zinssätze vermieden werden. Ein sinkendes Zinsniveau beeinflusst die Aktiv- und Passivseite der Bilanz nicht gleichermaßen: Auf der einen Seite erhöhen sich die Barwerte erwarteter Mittelabflüsse, was zu aufwands-, aber nicht liquiditätswirksamen Rückstellungserhöhungen führt; auf der anderen Seite dürfen die infolge sinkender Zinssätze steigenden Barwerte erwarteter Mittelzuflüsse jedoch grundsätzlich nicht über die (fortgeführten) Anschaffungs- und Herstellungskosten gezeigt werden. Anders als nach IFRS erfolgt die handelsrechtliche Rückstellungsaufzinsung erfolgswirksam (nach IAS 19 (rev.) erfolgsneutral im Other Comprehensive Income).

Hintergrund: Bewertung des Geschäfts- oder Firmenwerts

Ein im Rahmen von Unternehmenserwerben im Wege der Einzelrechtsnachfolge entgeltlich erworbener Geschäfts- oder Firmenwert (Goodwill) ist in Handels-, IFRS- und Steuerbilanz ansatzpflichtig. Der Geschäfts- oder Firmenwert ist der Unterschiedsbetrag, um den die für die Übernahme eines Unternehmens bewirkte Gegenleistung den Wert des erworbenen Reinvermögens, d.h., des Vermögens ab-

züglich der Schulden, im Zeitpunkt der Übernahme übersteigt. Der (positive) Geschäfts- oder Firmenwert verkörpert nicht bilanzierungsfähiges Vermögen, z.B. Synergieeffekte, Humankapital und Kundenbeziehungen. Ein originärer, d.h., selbst geschaffener Geschäfts- oder Firmenwert darf nicht angesetzt werden.

In Handels- und Steuerbilanz ist der Geschäfts- oder Firmenwert planmäßig abzuschreiben: handelsrechtlich über die zu ermittelnde Nutzungsdauer, steuerrechtlich über die typisierte Nutzungsdauer von 15 Jahren. Gegebenenfalls sind zudem außerplanmäßige Wertminderungen vorzunehmen. In der IFRS-Bilanz wird der Goodwill lediglich außerplanmäßig abgeschrieben (Impairment-Only-Approach). Wertaufholungen sind nach allen drei Regelwerken verboten, um eine Aktivierung des originären Geschäfts- oder Firmenwerts zu vermeiden.

Unternehmen sind hiervon betroffen, weil sich die im handelsrechtlichen Abschluss gezeigte Lage unter sonst gleichen Bedingungen verschlechtert, obwohl das verschlechterte Bild nicht zwangsläufig die Lagebeurteilung nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten widerspiegelt – Financial Covenants sind aber i.d.R. an bilanzielle Kennzahlen geknüpft. So ist zu befürchten, dass sich die derzeitige Situation langfristig negativ auf die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge auswirkt: Betriebliche Pensionszusagen sind für Unternehmen ein wichtiges Instrument für die Mitarbeitergewinnung und Mitarbeiterbindung sowie gesamtgesellschaftlich ein wichtiges Instrument der Altersvorsorge. Sie erfordern aber auch eine langfristige Verpflichtung von Unternehmen. Hierfür ist Planungssicherheit unerlässlich. Die derzeitige Entwicklung konnte von Unternehmen nicht antizipiert werden, da sie nicht auf Marktkräfte zurückgeht, sondern auf geldpolitische Entscheidungen. Es ist davon auszugehen, dass Unternehmen aufgrund der aktuellen Entwicklungen bei der Erteilung von Pensionszusagen künftig zurückhaltender sein werden.

Zu beobachten ist, dass Unternehmen zunehmend von Defined Benefit Plans zu Defined Contribution Plans übergehen. Bei Defined Benefit Plans erhalten die Mitarbeiter eine festgelegte und garantierte Rente (Benefit). Bei Defined Contribution Plans leistet der Arbeitgeber einen festen Beitrag (Contribution) zur Betriebsrente, es wird keine Auszahlung in einer bestimmten Höhe garantiert. Die Unternehmen gewinnen hierdurch Planungssicherheit, das Risiko (aber auch die Chancen) aus Parameteränderungen werden zumindest teilweise auf die Arbeitnehmer übertragen.

Hintergrund:

Der Deutsche Bundestag hat am 18. Februar 2016 eine Änderung der Ermittlung des Rechnungszinses für die Abzinsung von Pensionsrückstellungen beschlossen: Diesem liegt nunmehr der Durchschnittszins der vergangenen zehn, statt sieben Jahre zugrunde. Der Differenzbetrag, der sich durch den verlängerten Ermittlungszeitraum ergibt, ist ausschüttungsgesperrt. Der Sieben-Jahres-Durchschnittzinssatz zum 31.12.2014 betrug 4,53 %, zum 31.12.2015 beträgt er 3,89 %. Der Zehn-Jahres-Durchschnittzinssatz zum 31.12.2015 beträgt 4,30 %. Hierdurch wird die schädliche Auswirkung auf die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge zwar leicht abgemildert, aber keineswegs beseitigt.

Sollten die Zinsen in der Zukunft konstant bleiben, würden die handelsrechtlichen Rückstellungen dennoch steigen, weil der handelsrechtliche Diskontierungszinssatz (Durchschnittzinssatz der vergangenen sieben bzw. zehn Jahre) weiter fällt. In der IFRS-Bilanz würde es nicht zu zinsinduzierten Bewertungsänderungen kommen.

Bei negativen Zinsen wären die Rückstellungen in Handels- und IFRS-Bilanz wohl deutlich zu erhöhen. Allerdings ist umstritten, ob durch einen negativen Diskontierungszinssatz der Rückstellungsbetrag über dem Erfüllungsbetrag liegen kann. Interessanterweise sieht § 253 Abs. 2 Satz 1 HGB lediglich die Abzinsung von Rückstellungen vor – die Möglichkeit einer Aufzinsung infolge negativer Zinsen hatte der Gesetzgeber nicht für möglich gehalten. IAS 19.83 schreibt die Abzinsung der Pensionsrückstellungen auf der Grundlage erstrangiger, festverzinslicher Markttrenditen vor – dies könnte dazu führen, dass negative Diskontierungszinssätze heranzuziehen wären. Für sonstige Rückstellungen kann IAS 37.37 dahingehend interpretiert werden, dass die Rückstellungshöhe auf den Erfüllungsbetrag beschränkt ist.

Problematisch sind sowohl konstant niedrige als auch negative Zinsen bei der Bewertung sehr langfristiger Rückstellungen. Insbesondere bei solchen Verpflichtungen führt die Verwendung des Stichtagszinses zu erheblichen Ergebnisbelastungen. Mitunter wird gefordert, die Rechnungslegungsvorschriften so fortzuentwickeln, dass dem Diskontierungszinssatz nicht die künstlich niedrigen Zinsen, sondern ein nachhaltiger Zinssatz, wie er sich ohne die EZB-Geldpolitik ergeben hätte und wie er sich annahmegemäß früher oder später wieder einstellen wird, zugrunde zu legen. Aus Gründen der Objektivierung könnte dabei auf einen Durchschnittzinssatz der letzten Jahre zurückgegriffen werden, wie dies nach HGB der Fall ist.

Beispiel: Rückstellungsbewertung

Ein Unternehmen ist verpflichtet, in 15 Jahren ein Grundstück zu reaktivieren. Der Erfüllungsbetrag wird am 31.12. t_0 auf 1.000 GE geschätzt. Der Diskontierungszinssatz betrage konstant **(a) 3 %, (b) 0 %, (c) -1 %**.

Der **Rückstellungsbetrag** am 31.12. t_0 beträgt...

(a) $\frac{1.000}{1,03^{15}} = \mathbf{642 \text{ GE}}$

(b) $\frac{1.000}{1,00^{15}} = \mathbf{1.000 \text{ GE}}$

(c) $\frac{1.000}{0,99^{15}} = \mathbf{1.163 \text{ GE} (?)}$

Insgesamt wirken sowohl niedrige als auch negative Zinsen überwiegend positiv auf Unternehmen der Realwirtschaft. Es besteht jedoch die Gefahr, dass Wettbewerbsvorteile, die sich aus den günstigen Rahmenbedingungen ergeben, den Anpassungsdruck an strukturelle Veränderungen, insbesondere vor dem Hintergrund von Industrie 4.0, vermindern. Unternehmen sollten die günstigen Rahmenbedingungen nutzen, um strukturelle Investitionen voranzutreiben.

Ein künftiger, moderater Zinsanstieg wäre für die Unternehmen der Realwirtschaft tendenziell ungefährlich. Die exogenen Wettbewerbsvorteile, die sich durch niedrige Zinsen, einen schwachen Euro und niedrige Rohstoffpreise ergeben haben, würden sich wieder umkehren.

Gefahren drohen, wenn sich bei höheren Verschuldungsgraden und steigenden Zinsen Rating-Einschätzungen verschlechtern. Goodwill- und Asset-Impairments können diesen Effekt verstärken – der Impairment-Only-Approach nach IAS 36 wirkt prozyklisch und damit potenziell krisenverstärkend. Außerplanmäßige Wertminderungen können insbesondere bei Immobilien und Wertpapieren erforderlich werden, deren Werte bei steigenden Zinsen tendenziell sinken werden.

Die den Unternehmen zur Verfügung stehenden, umfangreichen liquiden Mittel bergen das Risiko einer aufgestauten Inflation: Die EZB hat angekündigt, dass sie ihre expansive Geldpolitik erst aufgeben wird, wenn das Inflationsziel von 2 % erreicht ist. Allerdings ist Inflation ein dynamischer Prozess und ebenso, wie es der EZB derzeit kaum gelingt, sie in Gang zu bringen, wird es ihr schwerfallen, die In-

flation bei 2 % zu stoppen. Unternehmen – und andere Wirtschaftssubjekte – scheuen derzeit langfristige Anlagen und verfügen somit über sehr viel relativ kurzfristig verfügbare Liquidität. Im Falle eines Zinsanstiegs wird die längerfristige Anlage dieser Mittel interessant, was inflationserhöhend wirken würde, die Inflation würde so über das Inflationsziel von 2 % steigen.

2.2 AUSWIRKUNGEN AUF FINANZINSTITUTE

2.2.1 Banken und Versicherungen im Spannungsfeld von niedrigen Zinsen, neuen regulatorischen Anforderungen und neuen Wettbewerbern

Die Meinung des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf Banken und Versicherungen ist düster und veranschaulicht, wieso sich der Berufsstand mit diesem Thema auseinandersetzt: *„Insgesamt ist zu erwarten, dass die Niedrigzinsphase die Ertragslage von Banken und Lebensversicherern spürbar belastet und somit mittelfristig deren Geschäftsmodelle aushöhlt, wenngleich dies aufgrund der verzögerten Wirkung bislang in den Bilanzen kaum sichtbar ist. Die Erosion des Eigenkapitals und der Anreiz zu einer erhöhten Risikoübernahme gefährden die Finanzstabilität und machen das System anfällig gegenüber Schocks, zum Beispiel einem Zinsanstieg oder einem Verfall der Vermögenspreise. Gleichzeitig könnte der erschwerte Aufbau von Eigenkapital die Kreditvergabe dämpfen und damit teilweise die erwünschten Effekte der Geldpolitik konterkarieren.“*

Bei Unternehmen der Realwirtschaft und Individuen sind die Auswirkungen niedriger bzw. negativer Zinsen anhand von Realzinsen, also dem Zusammenspiel von Nominalzins und Inflation, zu beurteilen. Banken und Versicherungen haben indes Verträge über Nominalzinsen im Fokus ihres Geschäftsmodells – Nominalzinsen sind für diese daher wesentliche Ertrags- und Kostentreiber.

Das derzeitige Zinsniveau trifft Banken und Versicherungen in einer Phase, in der deren wirtschaftliche Lage außerdem durch weitere Entwicklungen belastet wird, nämlich durch neue regulatorische Anforderungen sowie den Eintritt neuer Wettbewerber im Rahmen der digitalen Transformation der Geschäftsmodelle.

Die neuen regulatorischen Anforderungen betreffen insbesondere Eigenkapitalanforderungen, neue Berichtspflichten und Regulierungsverfahren. Diese ergeben sich für Banken aus Basel III und der neuen Aufsichtsstruktur (vor allem der Bankenunion), bei Versicherungen aus Solvency II.

Zwar wird durch die negativen Einlagezinsen für Kreditinstitute Anreize für eine stärkere Kreditvergabe durch Banken gesetzt werden, allerdings wird deren Mög-

lichkeit zur Kreditvergabe auf der anderen Seite durch strengere regulatorische Anforderungen eingeschränkt: Eigenmittelanforderungen an Banken werden qualitativ und quantitativ im Zeitraum von 2014 bis 2019 verschärft, damit sie über ausreichende Mittel verfügen, mit denen sie unvorhergesehene Verluste im laufenden Geschäftsbetrieb oder auch Konjunkturschwankungen auffangen können.

Hintergrund: Regulierung von Banken

Die risikosensitiven Eigenmittelanforderungen werden ergänzt durch die Einführung einer Meldepflicht für eine nicht-risikosensitive Verschuldungsquote (Leverage Ratio). Zielsetzung der Leverage Ratio ist die Vermeidung einer übermäßigen Verschuldung von Kreditinstituten trotz ausreichender Eigenmittelquoten.

Zusätzlich werden schrittweise die regulatorischen Vorgaben zur Liquidität angepasst, als Reaktion auf die Finanzkrise, in deren Verlauf eine systematische Liquiditätskrise zu beobachten war. Ermittelt wird die Angemessenheit der Liquidität eines Kreditinstituts zum einen mittels einer kurzfristigen Liquiditätsquote, der Liquidity Coverage Ratio (LCR), zum anderen mittels einer strukturellen Liquiditätsquote, der Net Stable Funding Ratio (NSFR). Durch Erfüllung der LCR und damit durch Vorhalten einer Reserve an hochliquiden Aktiva sollen Banken in die Lage versetzt werden, kurzfristig (der Regulierungshorizont beträgt 30 Tage) unabhängig von einer Unterstützung durch die Zentralbank eine Liquiditätskrise zu überstehen. Die Einhaltung der NSFR soll über einen einjährigen Horizont sicherstellen, dass Banken ihre langfristigen Geschäftsaktivitäten nicht über kurzfristige Finanzierungsquellen (z.B. über den Interbankenmarkt) refinanzieren, sondern in ausreichendem Maß über langfristige, stabile Refinanzierungsquellen verfügen. Die LCR gilt seit 1. Oktober 2015, mit Inkrafttreten der NSFR ist frühestens im Jahr 2018 zu rechnen.

Durch die gestiegenen regulatorischen Anforderungen entstehen zusätzliche Kosten: Konnte in der Vergangenheit einem Geschäftskunden beispielsweise eine Kreditlinie über 10 Mio. Euro ohne Weiteres eingeräumt werden, ist mittlerweile davon auszugehen, dass wenn diese Kreditlinie zu 40 % in Anspruch genommen wird, ein institutsspezifischer Liquiditätspuffer von i.d.R. 5 bis 10 Basispunkten (auf 4 Mio. Euro) vorzuhalten ist; ferner entstehen Prozesskosten sowie ggf. eine erforderliche Unterlegung mit Eigenmitteln. Hierdurch entstehen für das Institut zusätzliche (Risiko-)Kosten, die dazu führen, dass Kreditlinien „teurer“ werden.

Im Ergebnis sind die Institute gezwungen, die Mehrkosten durch negative Guthabenzinsen bzw. höhere Gebühren gegenüber den Kunden aufzufangen bzw. Rationalisie-

ungsmaßnahmen (z.B. Personal-, Filialabbau) anzustrengen oder in (teilweise risiko-reichere) neue Geschäftsfelder zu investieren, um eine weitere Erosion der Margen bzw. wesentlicher Kennzahlen (z.B. risikobereinigte Eigenkapitalrendite, cost-income-ratio etc.) sowie der angemessenen Eigenmittelausstattung zu vermeiden.

Hintergrund: Regulierung von Versicherungen

Bei Versicherungen wurden durch Solvency II die Anforderungen an Kapitalausstattung, Risikomanagement und Governance sowie die Berichterstattung grundlegend geändert. Den Kern von Solvency II bildet eine risikoorientierte Eigenmittelausstattung. Dabei wird ein Drei-Säulen-Ansatz verfolgt. Säule 1 umfasst Anforderungen an die Kapitalausstattung, nämlich das Mindestkapital als absolute Untergrenze und das Solvabilitätskapital, jeweils im Verhältnis zu den anrechenbaren Eigenmitteln. Im Rahmen dessen sind die marktbewerteten Vermögenswerte den marktbewerteten Schulden in einer Solvenzbilanz (vom Gesetzgeber als Solvabilitätsübersicht bezeichnet) gegenüberzustellen. Säule 2 umfasst Grundsätze und Methoden für die Aufsicht und stellt qualitative Anforderungen an die Geschäftsorganisation der Versicherungsunternehmen, beispielsweise hinsichtlich Eignungsanforderungen, Risikomanagement, interne Revision sowie die interne Bewertung des Risikos und der Solvabilität – letztere erfordert u.a. eine Mehrjahresprojektion der Solvenzbilanz und der Solvenzkapitalanforderung auf der Basis des unternehmenseigenen Risikos. Säule 3 umfasst Anforderungen an Berichterstattung und Offenlegung. Im Rahmen dessen ist erstmals eine Offenlegung von ausschließlich zu Aufsichtszwecken aufbereiteten Informationen vorgesehen, nämlich die Veröffentlichung eines Berichts über Solvabilität und Finanzlage (Solvency and Financial Condition Report, SFCR). Dieser Bericht enthält insbesondere die Solvenzbilanz, daneben u.a. Informationen zu Geschäftstätigkeit und Leistung, Governance-System, Risikoprofil und zum Kapitalmanagement. Die BaFin erhält zudem jährlich und vierteljährlich quantitative Meldebögen sowie mindestens alle drei Jahre von den Versicherungsunternehmen einen regelmäßigen aufsichtsrechtlichen Bericht (Regular Supervisory Report, RSR), die über die Inhalte des SFCR hinaus zusätzliche Detailinformationen enthalten. Weil in der Solvabilitätsübersicht die Aktiva und Passiva zum Marktwert angesetzt werden, sind dort die ökonomischen Auswirkungen einer Durationslücke sichtbar: bei fallenden Zinsen steigt der Wert der langlaufenden Passiva schneller als der der kürzer laufenden Aktiva.

Als Reaktion auf die Niedrigzinsphase wurde für den Jahresabschluss mit der Zinszusatzreserve (ZZR) ein Puffer geschaffen, der die Erfüllung der Verpflichtungen der Unternehmen gegenüber den Kunden sicherstellen soll. Mit der Zinszusatzreserve soll also langfristig die Lücke zwischen den zugesagten Garantien und

den real am Markt erzielbaren Zinsen geschlossen werden. Lebensversicherer mussten erstmals im Jahr 2011 eine Zinszusatzreserve für Verträge mit einer Verzinsung von 4 % bilden, weil der ZZR-Referenzzinssatz auf 3,92 % gefallen war. Ende des Jahres 2014 hatten die deutschen Lebensversicherer infolge der weiter gefallenen Zinsen der ZZR über 20 Mrd. Euro zugeführt.

Der Referenzzinssatz betrug zum 31. Dezember 2015 2,88 %, sodass weitere Zuführungen erforderlich werden, auch für Lebensversicherungen mit einer Garantieverzinsung in Höhe von 3 %. Hierdurch werden die Ergebnisse der Lebensversicherer erheblich belastet. Die ZZR wird allerdings als ein notwendiges, vorübergehendes Instrument in der derzeitigen Niedrigzinsphase erachtet. Wenn der ZZR-Referenzzinssatz wieder steigt, stehen die durch (teilweise) Auflösung der ZZR frei werdenden Mittel zur Auskehrung an die Versicherungsnehmer zur Verfügung. Dies ist allerdings umstritten – auch die Aktionäre der Lebensversicherer werden wohl einen Anteil an diesen Mitteln beanspruchen.

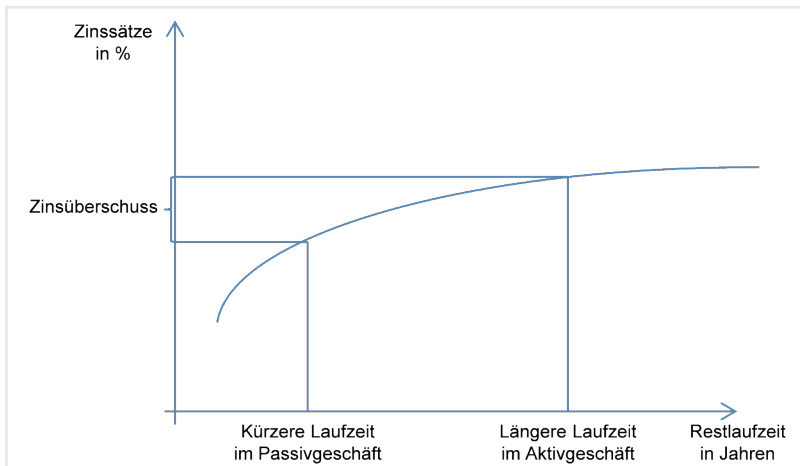
Da Risiken aus sinkenden Zinsen in den Jahresabschlüssen und Solvenzbilanzen von Lebensversicherern erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung sichtbar werden, wurden durch das Lebensversicherungsreformgesetz Vorkehrungen getroffen, um die Risikotragfähigkeit der Versicherer zu stärken. Es soll kein Vermögen abfließen, welches langfristig zur Erfüllung der Garantien für die Versicherten benötigt wird. Wesentliche Bestandteile sind eine Beschränkung der Beteiligung ausscheidender Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven der Kapitalanlagen, soweit diesen Bewertungslasten bei den Rückstellungen gegenüberstehen (sog. Sicherungsbedarf) sowie die Modifizierung der Überschussbeteiligung. Bei Verlusten im Zinsergebnis kann die Beteiligung an den Risikoüberschüssen vermindert werden.

2.2.2 Auswirkungen auf Banken

Kreditinstitute handeln als Finanzintermediäre mit finanziellen Leistungen. Hierfür beschaffen sie sich auf der einen Seite Kapital zur zeitlichen Nutzung gegen Entgelt, z.B. am Geld- oder Kapitalmarkt, durch Kundeneinlagen oder Aufnahme von Eigenkapital und geben diese Mittel zur zeitlichen Nutzung gegen Entgelt an Kunden heraus (Kundengeschäft) oder investieren selbst in Geld- bzw. Kapitalmarktgeschäfte (Eigengeschäft). Damit lassen sich grundsätzlich drei typische Geschäftsmodelle unterscheiden:

- die durch Kundeneinlagen refinanzierte Geschäftsbank,
- die am Interbanken- bzw. Kapitalmarkt refinanzierte Geschäftsbank
- sowie die kapitalmarktorientierte (Investment-)Bank.

Eine durch Kundeneinlagen refinanzierte Geschäftsbank verfügt typischerweise über kurzfristige Verbindlichkeiten (z.B. Einlagen), die sie als längerfristige Kredite an Kapitalmarktteilnehmer weiterleitet (Fristentransformation). Hierbei profitiert sie davon, dass bei einer normalen Zinsstrukturkurve kurzfristige Mittel am Geld- und Kapitalmarkt günstiger refinanziert werden können als langfristige Mittel. Die Fristentransformation besteht folglich darin, die kurzfristigen Anlegereinlagen (z.B. von Privatanlegern) zu sammeln, diese Einlagen in Kredite mit längerer Laufzeit umzuwandeln und diese Leistung mit höheren als den Guthabenzinsen auszuliegen:

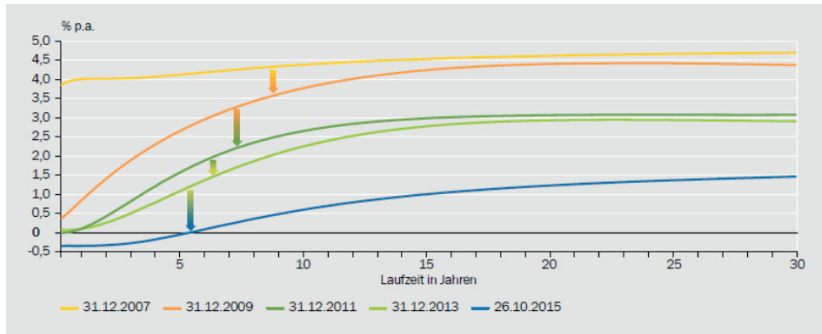


Das Kreditinstitut vertraut darauf, dass es sich nach Ablauf der passiven Refinanzierungsdauer zumindest zum gleichen oder sogar zu einem niedrigeren Zinssatz refinanzieren kann. Dieser Gewinnchance steht natürlich ein Verlustrisiko gegenüber, wenn der Zinssatz für das Refinanzierungsgeschäft in der Zukunft (stark) steigt (Zinsänderungsrisiko). Das von den Instituten eingegangene Zinsänderungsrisiko ist durch regulatorische Maßnahmen begrenzt.

Neben der Fristentransformation bestimmen die Losgrößentransformation (Umwandlung von Sparbeträgen in Kapitalbeträge) und die Risikotransformation (Diversifikation durch mittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt) die Zinsmarge eines Kreditinstituts – diese Aspekte spielen aber bei der Analyse der Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf diese Branche allenfalls eine untergeordnete Rolle.

Seit 2008 senkte die EZB den Leitzins schrittweise auf ein historisch niedriges Niveau (ab 10. September 2014 lag er bei 0,05 %, seit 10. März 2016 bei 0,00 %). Hierdurch waren zunächst nur die kurzfristigen Zinsen gesunken (im nachstehen-

den Schaubild sichtbar durch steilere Zinsstrukturkurven, vor allem im Vergleich der Daten zum 31. Dezember 2007 bzw. 2009). Zunehmend sanken auch die langfristigen Zinsen, erkennbar an der zunehmenden abgeflachten Zinsstrukturkurve:



1 - Spot Rate basierend auf Staatsanleihen mit Rating AAA. Zur Berechnung und Definition siehe: <https://www.eob.europa.eu/stats/money/yo/html/index.en.html>.

Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Für Banken ist die geringe Steigung der Zinsstrukturkurve problematisch, soweit deren Geschäftsmodell auf Erträgen aus Fristentransformation beruht. Negativzinsen für kurze Laufzeiten können aus Wettbewerbsgründen kaum an Einlagenkunden weitergegeben werden. Bei einer langen Niedrigzinsphase wird die Profitabilität der Banken mittelfristig bedroht.

Der Niedrigzins ist mittlerweile in den Bankbilanzen deutlich bemerkbar. Die Zinssenkungen wirkten einerseits zunächst leicht positiv auf die Ertragslage, weil sich die Kreditzinsen im Bestandsgeschäft aufgrund der längeren Zinsbindung langsamer anpassten als die Guthabenzinsen. Zudem wurde das Neugeschäft zunächst aufgrund der steileren Zinsstrukturkurve attraktiver. Relativ zum Jahr 2008 ist der Rückgang der Margen im Neugeschäft jedoch deutlich zu erkennen. Die Niedrigzinsphase wirkt also mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung. Andererseits führte die sinkende Zinsmarge zu immer schlechter werdenden Anlagekonditionen für den üblicherweise von Privatkunden auf Giro- und Sparkonten gehaltenen „Bodensatz“ an Liquidität. Dieser Effekt ist vor allem bei Kreditinstituten signifikant, die traditionell stark im Privatkundengeschäft engagiert sind.

Banken sind unterschiedlich stark von niedrigen Zinsen betroffen, abhängig von der jeweiligen Bedeutung des Zinsgeschäfts. Bei Sparkassen, Landesbanken und Kreditgenossenschaften macht dies knapp 80 % der Gesamterträge aus, bei Großbanken und genossenschaftlichen Zentralbanken nur ca. 60 %.

Noch scheuen Banken die Einführung negativer Zinsen und erhöhen stattdessen die Gebühren bzw. führen neue Gebühren ein. Diese Gebühren sind letztlich versteckte negative Zinsen. Die offene Einführung negativer Zinsen beinhaltet das Risiko, dass Kunden der ersten Banken, die diesen Schritt wagen, zu Banken mit niedrigen positiven Zinsen oder Nullzinsen wechseln – selbst wenn diesen möglicherweise höhere Gebühren gegenüberstehen. Bei weiterer Verbreitung negativer Guthabenzinsen wird die Bargeldhaltung von Privatkunden massiv steigen, sofern die EZB diese Reaktion nicht durch weitere Maßnahmen unterbindet.

Eine Umfrage von BaFin und Bundesbank unter rund 1.500 kleinen und mittelgroßen deutschen Kreditinstituten kommt zu dem Ergebnis, dass je nach Zinsszenario und Annahmen ein Rückgang der Vorsteuerergebnisse bis 2019 um 25 bis 75 % im Vergleich zu 2014 erwartet wird. Mittel- bis langfristig seien Geschäftsmodelle und Strategien hieran anzupassen. Dies bedeutet, dass Kreditinstitute Ausfälle beim Zinsergebnis durch Steigerung des Provisionsergebnisses und des Eigenhandelsergebnisses kompensieren müssen – bei strengeren regulatorischen Vorgaben und infolgedessen gestiegener Verwaltungsaufwendungen.

FinTechs:

Banken sind nicht nur durch sinkende Zinsergebnisse und steigende Kosten der Regulatorik betroffen, sondern auch durch neue Wettbewerber. Bill Gates' Ausspruch „Banking is necessary, Banks are not.“ zeigt, wie Banken von der digitalen Transformation betroffen sind. FinTechs, d.h., innovative Unternehmen, die mithilfe technologiebasierter Systeme spezialisierte und besonders kundenorientierte Dienstleistungen anbieten, setzen die etablierten Geschäftsmodelle unter Druck.

Vier FinTech-Typen können unterschieden werden:

- solche, die beim Zahlungsverkehr ansetzen,
- Kreditplattformen, auf denen Privatpersonen und Gewerbetreibende auch in kleinen Beträgen und für ungewöhnliche Projekte Fremdkapital aufnehmen können,
- Crowdfunding-Plattformen, die es ermöglichen, außerhalb der Börse Unternehmensanteile oder hybrides Kapital zu platzieren,
- Plattformen für die Vermögensanlage.

Banken droht durch die neuen Wettbewerber der Verlust von Erträgen, z.B. aus Gebühren im Zahlungsverkehr und aus Wertpapiergeschäften. Ferner wird der Kundenkontakt verringert, dadurch gehen Möglichkeiten des Cross-Selling zurück. Banken verlieren Kundeninformationen bezüglich Konsum- und Investitionsgewohnheiten.

Ferner steigt die Preistransparenz für die Kunden, sodass der Druck tendenziell weiter zunehmen wird.

Die Ratingagentur Standard & Poor's hat bereits die Frage aufgeworfen, wie sich die zunehmende Verbreitung von FinTechs auf die Ratingeinschätzungen von Banken auswirken könnte. Auch vor diesem Hintergrund hat die Bankenaufsicht bereits angekündigt, sich im Jahr 2016 mit der Zukunftsfähigkeit der Geschäftsmodelle von Banken auseinander zu setzen.

Banken müssen ihre Geschäftsmodelle vor dem Hintergrund von niedrigen Zinsen, Kosten aus Regulatorik sowie digitaler Transformation überdenken. Insbesondere Vorstände sowie Aufsichts- bzw. Verwaltungsräte müssen sich intensiv mit der Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells befassen.

Bei anhaltend niedrigen Zinsen und insbesondere bei negativen Zinsen wird es für Banken immer schwieriger, auf die Einführung negativer Guthabenzinsen für Geschäfts- und Privatkunden zu verzichten. Bei Einführung negativer Zinsen wäre erheblicher Unmut in der Gesellschaft zu erwarten. Einer möglicherweise erhöhten Bargeldhaltung könnten Zentralbanken mit einer Gebühr auf Bargeld entgegensteuern. Es gibt allerdings keinerlei Erfahrungen, wie eine Notenbank bei Negativzinsen einer übermäßigen Bargeldhaltung begegnen kann. Damit wären rigide Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, um ein Ausweichen in andere Währungsräume zu verhindern. Daher ist davon auszugehen, dass die Einführung negativer Zinsen für Einlagen von Unternehmen und Privaten aus heutiger Sicht auf Ausnahmen begrenzt bleibt. Banken werden so weit wie möglich versuchen, ihre Zinsaufwendungen für Zentralbankeinlagen über Gebühren, auch bei Kreditkunden, zu kompensieren.

Erhöhte Gebühren (z.B. für die Kontoführung) und neue Gebühren (z.B. für persönliche Beratung, Durchführung von Überweisungen, Abhebungen an Geldautomaten) – sowie möglicherweise die Einführung negativer Guthabenzinsen – könnten dazu führen, dass Bankkonten ein Luxusprodukt werden, das nicht mehr allen Bevölkerungsschichten zugänglich ist. Die Preistransparenz des Bankensektors würde dazu führen, dass insbesondere junge Kontoinhaber zu günstigeren Anbietern wechseln, z.B. zu Direktbanken. Die Lage von Filialbanken könnte sich dann weiter verschlechtern.

Erfahrungsgemäß reagieren die Zinsaufwendungen (Guthabenzinsen der Anleger) auf einen Zinsanstieg schneller als die Zinserträge, die erst mit zeitlicher Verzögerung ansteigen. Banken sind jedoch auf einen Zinsanstieg besser vorbereitet als viele andere Betroffene. Sie haben regulatorische Puffer aufbauen müssen, die ge-

eignet sind, steigende Zinsen abzufedern. Es sind Forderungsausfälle denkbar, wenn nach Auslaufen der Zinsbindungsfrist die Zinsverpflichtungen von Kreditnehmern auf ein nicht tragfähiges Niveau steigen. Es besteht ein Abschreibungsrisiko bei infolge eines Zinsanstiegs unterverzinslich gewordenen Forderungen und Wertpapieren des Handelsbestands, die ggf. auf den niedrigeren beizulegenden Zeitwert abzuschreiben wären. Forderungen und Wertpapiere des Bankbuchs sind nicht abzuschreiben, da hier keine zinsinduzierte Bewertung erfolgt. Mögliche stille Lasten wären aber in der Risikotragfähigkeitsrechnung und bei einer eventuellen Drohverlustrückstellung für das Bankbuch zu berücksichtigen. Ein unkontrollierbarer Zinsanstieg sollte daher unbedingt vermieden werden, insbesondere nach einer lang anhaltenden Niedrigzinsphase.

2.2.3 Auswirkungen auf Versicherungen

Versicherungsunternehmen werden in Erstversicherungsunternehmen und Rückversicherungsunternehmen unterschieden. Erstversicherungsunternehmen schließen Versicherungsverträge mit Versicherungsnehmern ab, Rückversicherungsunternehmen schließen Versicherungsverträge mit Erstversicherungs- und anderen Rückversicherungsunternehmen ab. Innerhalb der Erstversicherung dürfen Versicherungsunternehmen nicht alle Versicherungszweige betreiben (Spartentrennungsprinzip) – in der Praxis lassen sich drei wesentliche Typen von Erstversicherungsunternehmen unterscheiden: Lebensversicherungsunternehmen, Krankenversicherungsunternehmen sowie Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen.

Das Versicherungsgeschäft kann in drei Bestandteile unterteilt werden:

- **Risikogeschäft:** Der Versicherer leistet ein Versicherungsschutzversprechen an den Versicherten und erhält hierfür vom Versicherten eine Prämie für die Übernahme des Risikos. Der Versicherer betrachtet hierbei Erwartungswert und Streuung des Risikos, das Risiko ist für den Versicherer aufgrund des Risikoausgleichs im Kollektiv geringer als für den einzelnen Kunden.
- **Spar- und Entspargeschäft:** Versicherte sparen zunächst Kapital an (einmalig oder laufend), durch Zahlungen an den Versicherer. Der Versicherer ist verpflichtet, diese Beträge zu verzinsen und zu einem bestimmten, vertraglich festgelegten Zeitpunkt oder über einen Zeitraum auszuzahlen (Entspargeschäft).
- **Dienstleistungs- und Abwicklungsgeschäft:** Hierdurch werden Risiko- sowie Spar- und Entspargeschäft ergänzt, z.B. um Kundenberatung, Risikoversorge, Risikovermeidung und Abwicklungsleistungen.

Während bei Krankenversicherern sowie Schaden- und Unfallversicherern das Risikogeschäft im Vordergrund steht, wird von Lebensversicherern zudem das Spar-

und Entspargeschäft wesentlich betrieben. Das Niedrigzinsumfeld wirkt sich vor allem auf das Spar- und Entspargeschäft von Versicherern aus, vor diesem Hintergrund werden in der Folge nur die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf Lebensversicherer betrachtet.

Lebensversicherer schließen Verträge mit langer Laufzeit ab und investieren die Versicherungsbeiträge überwiegend in festverzinsliche Anlagen. Anders als bei Banken ist die Fristigkeit der Verbindlichkeiten bei Lebensversicherern i.d.R. länger als die der Anlagen. In der Vergangenheit haben Lebensversicherer üblicherweise Lebensversicherungsverträge mit fester, jahrzehntelanger Garantieverzinsung abgeschlossen. Versicherer haben daher das Risiko, dass bei sinkenden Zinsen die Wiederanlagen nur zu geringeren Zinsen möglich sind und damit die zugesagten Garantiezinsen nicht mehr erwirtschaftet werden können.

Lebensversicherer sind ebenfalls erst mit zeitlicher Verzögerung von den Auswirkungen der Niedrigzinsphase betroffen, da hochverzinsliche Anlagen im Bestand nur nach und nach durch niedrigverzinsten ersetzt werden. In den Jahren 2012 bis 2014 konnten hierdurch Bewertungsgewinne realisiert werden, sodass die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen vergleichsweise hoch war – dieser Effekt wird weiter abnehmen, weil der Bestand an hochverzinslichen Papieren abnimmt und weitere Bewertungsgewinne angesichts des bereits niedrigen Zinsniveaus unwahrscheinlich sind. Die Buchgewinne wurden u.a. dafür verwendet, die Zuführungen zur Zinszusatzreserve zu finanzieren.

Hintergrund: Lebensversicherungsreformgesetz

Durch das Lebensversicherungsreformgesetz wurden die Regelungen bezüglich der Bewertungsreserven angepasst. Bis dahin waren Lebensversicherungskunden bei Ablauf ihres Vertrags zu 50 % an den zu diesem Zeitpunkt vorhandenen Bewertungsreserven zu beteiligen. Bewertungsreserven entstehen, wenn der Marktwert einer Kapitalanlage über ihren Anschaffungskosten liegt. Das ist bei Lebensversicherern in der Vergangenheit regelmäßig der Fall gewesen, weil sie viele festverzinsliche Anlagen mit langer Laufzeit und über dem stark gesunkenen Marktzinsniveau liegender Verzinsung im Portfolio hatten. Da diese Anlagen allerdings bis zur Endfälligkeit gehalten wurden, wurden diese Bewertungsgewinne nie realisiert, mussten aber dennoch an ausscheidende Lebensversicherungskunden ausgezahlt werden, zulasten der weiteren bzw. künftigen Kunden. Künftig erhalten ausscheidende Kunden lediglich die Hälfte derjenigen Bewertungsreserven, die den Sicherungsbedarf aus Verträgen mit Zinsgarantien übersteigen.

Zunehmend entwickeln und vertreiben Versicherungsunternehmen Lebensversicherungsprodukte die mit geringeren Garantien ausgestattet sind (z.B. zeitliche Begrenzungen oder Begrenzung auf Beitragserhalt). Diese Produkte wälzen verstärkt die Kapitalanlagerisiken auf die Versicherungsnehmer um und sind für die Versicherer weniger kapitalintensiv. Höhere Renditen lassen sich auch durch relativ illiquide Investments erzielen; das ist für Lebensversicherer kein großes Problem, da wegen Stornoabschlägen, die Versicherungsnehmer in Kauf nehmen müssten, kein signifikanter Abzug von Mitteln droht.

Lebensversicherungsunternehmen müssen ihr Produktportfolio weiter anpassen und sich intensiv mit der Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells befassen.

Sollte das Zinsniveau künftig negativ werden, würden Lebensversicherungen zur privaten Altersvorsorge für Privatanleger uninteressant, nicht jedoch Risiko-Lebensversicherungen.

Ein Zinsanstieg würde die Erwirtschaftung der Garantieverzinsung grundsätzlich vereinfachen. Lebensversicherungsunternehmen halten jedoch sehr langfristige Anlagen, die Zinserträge würden daher erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung steigen. Allerdings wären diese Anlagen nicht infolge einer Unterverzinslichkeit abzuschreiben, da sie überwiegend bis zur Endfälligkeit gehalten werden.

2.2.4 Auswirkungen auf Bausparkassen

Die Bausparkassen haben durch das Niedrigzinsumfeld eine der Situation bei Lebensversicherern vergleichbare Problematik. Sie haben über viele Jahre Kunden mit Guthabenzinsen zwischen 3 und 5 % gelockt. Deshalb haben sie heute einen großen Bestand an Altverträgen, für den sie hohe Zinsen zahlen müssen, die sie selbst nicht mehr erwirtschaften. Denn nur ein kleiner Teil der Bausparer nimmt die Baudarlehen noch in Anspruch, weil man Hypothekenkredite heute bei den meisten Banken zu deutlich niedrigeren Zinsen erhält. Dennoch werden die Bausparverträge aufgrund der attraktiven Verzinsung von den Bausparern fortgeführt. Bausparkassen versuchen, diese Altverträge zu kündigen. Dies ist umstritten.

Bausparkassen können im Gegensatz zu Banken und Versicherungen keine neuen Geschäftsfelder erschließen: Das Bausparkassengesetz erlaubt ihnen nur Geschäfte mit wohnwirtschaftlichem Bezug und beschränkt ihre Anlagemöglichkeiten auf risiko- und damit renditearme Investments.

Ökonomisch wäre, zumindest bei Erwartung einer bevorstehenden Zinswende, der Abschluss eines Bausparvertrags derzeit sinnvoll: Der Guthabenzins ist ohnehin

überall sehr niedrig, man sichert sich allerdings die Option auf ein künftig sehr niedrig verzinsliches Bauspardarlehen in einem höheren Zinsumfeld.

Sollte das Zinsniveau künftig negativ werden, würde das bisherige System auf den Kopf gestellt: Während der Ansparphase würden Bausparer Zinsen an die Bausparkasse zahlen, quasi eine Aufbewahrungsgebühr für ihr Geld. Nach Inanspruchnahme des Darlehens würden sie Zinszahlungen erhalten. Es ist davon auszugehen, dass in einem solchen Marktumfeld solche Bausparverträge nicht nachgefragt würden, wegen tendenziell günstigerer Finanzierung über Banken.

Ein Zinsanstieg hingegen würde die Erwirtschaftung des Bausparzinses vereinfachen. Bausparkassen wären in diesem Fall jedoch in einer deutlich schlechteren Situation als z.B. Banken, da Bestandskunden ihre niedrig verzinslichen Bauspardarlehen abrufen würden. Anders als Banken könnten Bausparkassen Darlehen kaum zu höheren Zinsen vergeben.

3. AUSWIRKUNGEN AUF INDIVIDUEN

3.1 AUSWIRKUNGEN AUF PRIVATANLEGER

Das Niveau von Zinsen (und sonstigen Renditen) kann sowohl die Höhe als auch die Struktur des Sparens von Privatanlegern beeinflussen.

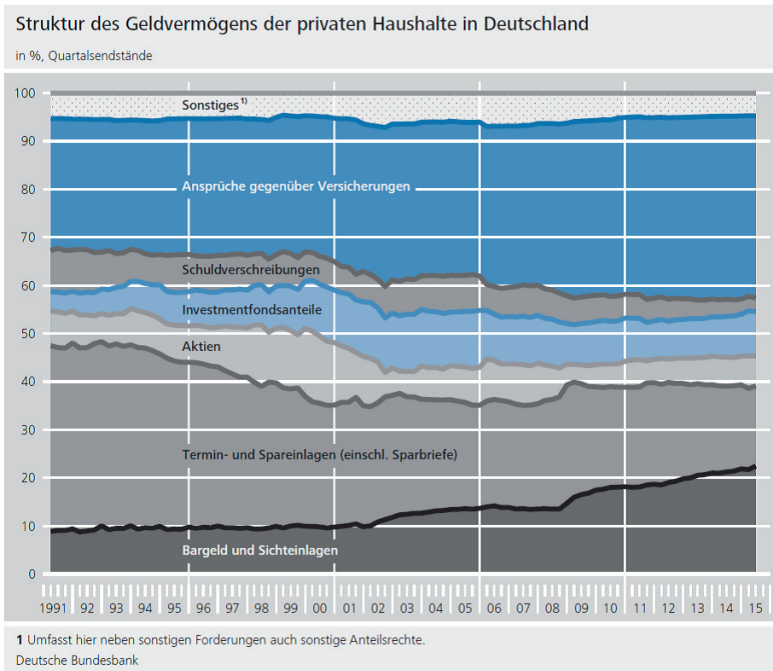
Hinsichtlich der Höhe des Sparens werden drei (z.T. gegenläufig wirkende) Effekte unterschieden:

- **Einkommenseffekt:** Durch die Niedrigzinsphase sinken die Zinserträge der Anleger. Sofern diese einen bestimmten Betrag ansparen wollen (bzw. durch Sparen das künftige Konsumniveau sichern wollen), müssen sie ihren heutigen Konsum zurückfahren und mehr sparen.
Die einmalige Anlage eines Betrags von 100.000 Euro über 35 Jahre führt beispielsweise bei einem Zinssatz von 6 % zu einem Endbetrag von rund 768.608 Euro. Dieselbe Anlage führt bei einem Zinssatz von nur 1 % zu einem Endbetrag von nur 141.660 Euro. Soll bei einem Zinssatz von 1 % ein Betrag von 768.608 Euro über 35 Jahre angespart werden, wären heute 542.571 Euro anzulegen.
- **Substitutionseffekt:** Der heutige Konsum wird zulasten des künftigen Konsums ausgeweitet, sodass weniger gespart wird: der heutige Konsum ist relativ günstig, da bei einem (extrem) niedrigen Zinsniveau auf weitaus geringere Zinserträge verzichtet wird als bei einem hohen Zinsniveau. Es kann sich lohnen, die ohnehin mittelfristig anstehende Anschaffung langfristig nutzbarer Werte vorzuziehen.
- **Vermögenseffekt:** In Niedrigzinsphasen steigen i.d.R. die Vermögenspreise (z.B. von Immobilien und Aktien), da künftige Erträge weniger stark diskontiert werden. Wertsteigerungen im Vermögen von Immobilien- und Aktieninhabern steigern theoretisch deren Konsummöglichkeiten. Allerdings stellt für die meisten Privatanleger das Eigenheim den wesentlichen Bestandteil des Vermögens dar, dieses soll aber i.d.R. weder unmittelbar noch in der Zukunft veräußert werden, sodass die Vermögenssteigerung tendenziell nie realisiert wird.

Der Zinssatz beeinflusst die Aufteilung auf heutigen und künftigen Konsum: Bei hohen Zinsen ist ein heutiger Konsumverzicht attraktiv, da dieser zu hohen künftigen Erträgen und damit größeren Konsummöglichkeiten in der Zukunft führt. Bei niedrigen Zinsen entfällt dieser Anreiz, weil der Zinseszinsseffekt minimiert wird. Der Einkommenseffekt verursacht tendenziell eine erhöhte Sparquote von Privatanlegern, Substitutions- und Vermögenseffekt verursachen tendenziell eine verrin-

gerte Sparquote. Die Reaktion des einzelnen Privatanlegers auf die derzeitige Niedrigzinsphase hängt davon ab, welcher Effekt individuell überwiegt – wieviel gespart wird, hängt nicht allein vom (Nominal-)Zins ab.

Das derzeitige Zinsniveau kann ferner die Struktur des Sparens von Privatanlegern beeinflussen. Die Diskussion der Auswirkungen des Zinsniveaus auf Privatanleger wird häufig auf den Zinssatz für kurzfristige Einlagen reduziert mit der These, dass sich Sparen bei diesem Zinsniveau nicht mehr lohne. Tatsächlich stellen diese Einlagen aber nur eine von mehreren Anlageformen im Portfolio von Privatanlegern dar:



Es ist auffällig, dass der Anteil von Bargeld und Sichteinlagen am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen hat, während der Anteil von längerfristigen Termin- und Spareinlagen gleichzeitig zurückgegangen ist. Es ist aber auch auffällig, dass Bargeld und Sichteinlagen nur eine Anlageform im Portfolio sind und bei weitem nicht der dominante Bestandteil: Augenscheinlich spielen Ansprüche gegenüber Versicherungen eine bedeutsame Rolle, vor allem Lebensversicherungen, die häufig zur Altersvorsorge abgeschlossen werden: Laut Gesamtverband der deutschen Versicherungswirt-

schaft unterhalten die Deutschen 92 Mio. Lebensversicherungsverträge, davon rund 74 Mio. zur Altersvorsorge, rund 19 Mio. als Risikoversicherungen.

Eine Untersuchung der Deutschen Bundesbank kommt zu dem Ergebnis, dass die Rendite des Geldvermögens privater Haushalte bei Betrachtung des Gesamtportfolios in der derzeitigen Niedrigzinsphase nicht außergewöhnlich niedrig ist. Grundsätzlich ist das Sparverhalten von Privatanlegern nicht anhand des Nominalzinses, sondern anhand des Realzinses zu analysieren, also anhand des Nominalzinses abzüglich der Inflationsrate. So führt ein vergleichsweise hohes Zinsniveau auf Einlagen in Höhe von 2 % bei einer Inflation von 3 % zu einem Realzins von -1 % und somit zu einem Vermögensverlust, während ein Guthabenzins von 0,5 % bei einer Inflation von 0 % zu einem Vermögenszuwachs führt. Die Studie kommt allerdings zu dem Ergebnis, dass die realen Renditen nur eine untergeordnete Bedeutung für Spar- bzw. Anlageentscheidungen von Privatanlegern haben. Diese Entscheidungen hingen vielmehr von der Entwicklung des (erwarteten) verfügbaren Einkommens ab sowie von institutionellen Rahmenbedingungen (vor allem Steuer- und Sozialsystem), der demografischen Entwicklung und der Vermögenshöhe. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang wohl die (möglicherweise gestiegene) Risikoaversion der Privatanleger: Private Haushalte sparen derzeit über 9 % ihres verfügbaren Einkommens und damit in etwa im selben Umfang wie zur Jahrtausendwende, als das nominale Zinsniveau, aber auch die Inflationsraten, spürbar höher waren. Ursache dürfte Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklungen an den Kapitalmärkten sein, infolge der New Economy Blase, der Finanz- und Wirtschaftskrise infolge der Immobilienblase sowie der Staatsschuldenkrise in der EU – Privatanleger haben vor diesem Hintergrund anscheinend eine Präferenz für hochliquide Anlageformen. Dies ist auch vor dem Hintergrund einer erwarteten Zinswende nachvollziehbar: Bei steigenden Zinsen würden Anleger, die ihre Mittel langfristig zu niedrigen Zinsen angelegt haben, an den steigenden Zinsen nicht partizipieren.

Anhaltend niedrige Zinsen treffen das Geldvermögen und begünstigen eine Umschichtung in das Sachwertvermögen. Fraglich ist, wie negative Zinsen für Privatanleger wirken würden. Sicherlich würde dies einen Anreiz bilden, mehr Bargeld zu halten. Dieser Anreiz würde eingeschränkt durch die Risikoaversion, größere Bargeldbestände ungesichert zu halten sowie durch psychologische Effekte, wonach Menschen dazu neigen, Bargeld eher auszugeben als Buchgeld (Mentale Kontoführung). Negative Zinsen wären ein starker Anreiz, mehr zu konsumieren und weniger zu sparen, mit möglicherweise verheerenden Folgen für die Altersvorsorge.

Bei steigenden Zinsen sinken die Vermögenspreise – es drohen (hohe) Verluste. Diese würden z.B. bei Aktien unmittelbar spürbar. Bei selbst genutzten Immobilien

würde der Wertverlust tendenziell nicht realisiert. Nach Auslauf der Zinsbindungsfrist kann es zu Ausfällen bei Privatkrediten kommen.

3.2 AUSWIRKUNGEN AUF DIE ALTERSVORSORGE

Die Altersvorsorge in Deutschland beruht auf einem Drei-Säulen-Modell aus gesetzlicher, betrieblicher und privater Altersvorsorge. Hierdurch soll die gesetzliche Rentenversicherung entlastet werden, was insbesondere vor dem Hintergrund des demografischen Wandels erforderlich ist: die Finanzierung der gesetzlichen Altersvorsorge als Umlageverfahren ist immer mehr unter Druck geraten, da Rentenzahlungen an mehr Rentner durch weniger Erwerbstätige finanziert werden müssen, und das – aufgrund der gestiegenen Lebenserwartung – über einen längeren Zeitraum.

Durch die niedrigen Zinsen wird die private Altersvorsorge – wie im vorhergehenden Abschnitt erläutert – erschwert, weil entweder während der aktiven Phase mehr gespart werden muss, um ein angestrebtes Konsumziel im Alter zu erreichen oder weil bei gleichbleibender Sparquote in der Zukunft ein deutlich niedrigeres Konsumniveau erreicht wird (Einkommenseffekt). Gleichzeitig besteht die Gefahr, dass die Sparquote zugunsten des heutigen Konsums zurückgefahren wird (Substitutionseffekt), insbesondere in Haushalten mit geringem Einkommen. Bei der privaten Altersvorsorge spielen Lebens- bzw. Rentenversicherungen eine zentrale Rolle. Gerade Versicherungsunternehmen, die diese Produkte anbieten, geraten durch die Niedrigzinsphase aber unter Druck. Die früher üblichen, attraktiven Garantieverzinsungen werden beispielsweise von vielen Versicherern nicht mehr angeboten.

Gleichzeitig wird die betriebliche Altersvorsorge durch die niedrigen Zinsen und deren unterschiedliche Berücksichtigung in Handels- und Steuerbilanz erschwert: Pensionsverpflichtungen werden in der Handelsbilanz mit ihrem Erfüllungsbetrag bewertet und mit einem Marktzins auf den heutigen Barwert diskontiert; zur Vorbeugung von volatilen Ergebnissprüngen durch ein verändertes Zinsniveau wird hierfür der laufzeitäquivalente Durchschnittszinssatz der vergangenen zehn Jahre verwendet. In der Steuerbilanz liegt der Diskontierung ein starrer, marktferner Zinssatz von 6 % zugrunde. Das sinkende Zinsniveau belastet so das handelsrechtliche, nicht aber das steuerrechtliche Ergebnis – Unternehmen werden hierdurch doppelt belastet – es werden Scheingewinne besteuert und damit die Unternehmenssubstanz.

Die steuerliche Benachteiligung der betrieblichen Altersvorsorge sollte durch Vereinheitlichung der handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Pensionsrückstellungsbewertung abgeschafft werden. Grundsätzlich wäre eine Betrachtung erdienter Pensionsanwartschaften als Darlehen des Versorgungsberechtigten an das

Unternehmen sachgerecht, der Diskontierungzinssatz müsste sich dann an den (typisierten) Fremdkapitalkosten (des Unternehmens, des Branchenschnitts o.ä.) orientieren. Vor dem Hintergrund des künstlich niedrigen Zinsniveaus infolge geldpolitischer Eingriffe empfiehlt sich aber ein fixer Zinssatz von z.B. 4,5 %, sowohl in der Handels- als auch in der Steuerbilanz. Hierdurch hätten Unternehmen die erforderliche Planungssicherheit für die weitere Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge, wie sie im Koalitionsvertrag von 2013 vereinbart wurde.

Insgesamt ist zu befürchten, dass – nicht nur, aber gerade wegen der anhaltend niedrigen Zinsen – systematisch zu wenig Altersvorsorge betrieben wird, insbesondere von Personen mit niedrigen Einkommen bzw. Unterbrechungen in der Erwerbsbiografie, z.B. durch Elternzeiten und Arbeitslosigkeit. Die Politik sollte die Rahmenbedingungen der betrieblichen und privaten Altersvorsorge anpassen, um Sparanreize bzw. Sparfähigkeit zu erhöhen. Andernfalls droht Altersarmut und es besteht die Gefahr, dass die unzureichende Altersvorsorge künftig durch die öffentliche Hand ausgeglichen werden muss. Es sollte ein gesellschaftlicher Diskurs über das Drei-Säulen-Modell der Altersvorsorge geführt werden, wie die Altersvorsorge an die geänderten Rahmenbedingungen anzupassen ist, sodass eine ausreichende private und betriebliche Altersvorsorge betrieben wird, um Altersarmut vorzubeugen – dabei sollte auch hinterfragt werden, ob dies allein durch Anreizsetzung möglich ist oder ob der Staat Sparzwänge schaffen muss.

4. GESELLSCHAFTLICHE AUSWIRKUNGEN

4.1 AUSWIRKUNGEN AUF DIE ÖFFENTLICHE HAND

Die öffentliche Hand ist wohl die größte Nutznießerin der niedrigen Zinsen. Bei anhaltend niedrigen oder gar negativen Zinsen ist auch eine hohe öffentliche Verschuldung langfristig tragbar. Nach einer Analyse der DZ Bank beträgt die Zinsersparnis Italiens im Zeitraum von 2012 bis 2015 infolge des Niedrigzinsumfelds rund 53 Mrd. Euro, die Zinsersparnis Spaniens beträgt im selben Zeitraum ca. 25 Mrd. Euro. In Deutschland trugen auch die niedrigen Zinsen dazu bei, dass das Ziel der Vermeidung von Neuverschuldung („schwarze Null“) eingehalten wurde.

Laut Sachverständigenrat haben die EU-Mitgliedsstaaten ihre Haushaltskonsolidierungsanstrengungen und Strukturreformen seit Beginn des Jahres 2014 deutlich zurückgefahren. Mitgliedsstaaten haben durch die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten infolge der Staatsanleihekäufe durch die EZB einen Anreiz, diese eigentlich dringend erforderlichen Maßnahmen aufzuschieben. Die konjunkturelle Entwicklung ist grundsätzlich gut, allerdings wird davon ausgegangen, dass diese durch Sonderfaktoren (insbesondere niedrige Zinsen und damit verbunden relativ schwacher Euro, sowie niedriger Ölpreis) getrieben wird. Es wird bezweifelt, dass es sich um einen selbsttragenden Aufschwung handelt. Nach Auffassung der OECD ist das derzeitige Wirtschaftswachstum angesichts des ausgesprochen günstigen Umfelds überraschend schwach.

Das Wirtschaftswachstum wird u.a. dadurch gefördert, dass Konsolidierungsbemühungen der EU-Mitgliedsstaaten trotz anhaltend hoher Schuldenstände weitgehend eingestellt wurden. Strukturelle Defizite wurden zwar leicht zurückgeführt, im Vergleich zum Jahr 2013 sind die Maßnahmen seit 2014 aber gering. Schuldenstände und Defizite vieler Mitgliedsstaaten liegen weiterhin deutlich über den vereinbarten Höchstgrenzen. Dies beeinflusst die Konjunktur kurzfristig positiv, mittelfristig ist eine weitere Konsolidierung jedoch unumgänglich.

Insgesamt verschleiern Sonderfaktoren und geldpolitische Impulse die schwache Grunddynamik im Euroraum. Es bestehen weiterhin erhebliche strukturelle Probleme, die negativ auf Wachstumsmöglichkeiten wirken. Sofern die Reformanstrengungen nicht intensiviert werden, dürfte die Konjunkturerholung eine temporäre Erscheinung bleiben. Ein Übergang zu einem selbsttragenden Aufschwung ist derzeit nicht absehbar.

Auch das günstige Zinsniveau sollte genutzt werden, um Strukturreformen voranzutreiben, insbesondere in Infrastruktur und vor dem Hintergrund von Industrie 4.0.

Von den niedrigen Zinsen haben insbesondere auch die öffentlichen Haushalte von in Krisen befindlichen EU-Mitgliedsstaaten (vor allem Griechenland, Spanien, Italien, Portugal) profitiert. Infolge eines Zinsanstiegs könnten diese nach Auslauf der Zinsbindungsfrist wieder in die Krise rutschen, vor allem, wenn die derzeit günstigen Rahmenbedingungen nicht zur Haushaltskonsolidierung genutzt wurden. Mit Blick auf die EU ist zu erwarten, dass in Ländern mit (nahezu) Vollbeschäftigung die Inflation steigen würde, in hoch verschuldeten Ländern würde der Zinsaufwand steigen.

4.2 AUSWIRKUNGEN AUF STIFTUNGEN

Stiftungen erfüllen bedeutsame gesellschaftliche Zwecke, insbesondere bei der Förderung von Wissenschaft und Forschung, Bildung und Erziehung, sozialen Zwecken, Umweltschutz etc. Das Vermögen deutscher Stiftungen beträgt über 100 Mrd. Euro. Nach Schätzungen des Bundesverbands Deutscher Stiftungen geben diese Stiftungen jährlich rund 17 Mrd. Euro für die Verwirklichung der Stiftungszwecke aus.

Eine Stiftung ist als rechtsfähig anzuerkennen, wenn u.a. „die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gesichert erscheint“ (§ 80 Abs. 2 BGB). Stiftungen sind vom Niedrigzinsumfeld betroffen, weil sie ihr Vermögen langfristig erhalten müssen und Mittel für die Verwirklichung des Stiftungszwecks benötigen.

Vorstände von Stiftungen betrachten traditionell vor allem die Umsetzung des Stiftungszwecks. Durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld ist die intensive Befassung mit der Vermögensanlage erforderlich: Stiftungen investieren in risikoarme Anlagen, in der Vergangenheit vor allem in Staatsanleihen. So konnte das Stiftungskapital erhalten werden, die Erträge wurden für die Erfüllung des Stiftungszwecks verwendet.

Durch die niedrigen Zinsen gehen die Erträge stark zurück, bei negativen Realzinsen wird das Stiftungskapital angegriffen. Stiftungen sind vor diesem Hintergrund gezwungen, im Rahmen ihrer Möglichkeiten riskantere Geschäfte einzugehen, das erhöhte Risiko kann durch Diversifikation der Anlagen vermindert werden. Dies ist vor allem für kleinere Stiftungen bedrohlich, die kein ausreichendes Kapital für eine diversifizierte Anlagestrategie haben, sowie für eigenes Personal, das eine aktive Vermögensverwaltung betreibt. Großen Stiftungen drohen Imageschäden, wenn trotz z.T. riesiger Vermögen das Stiftungsengagement zunehmend zurückgefahren werden muss, weil die Erträge aus dem Vermögen stark zurückgehen. Grundsätzlich ist für die Gründung einer Stiftung kein Mindestkapital erforderlich. Faktisch ist das aber nicht der Fall: Es wird davon ausgegangen, dass das Mindestkapital mindestens zwischen 50.000 und 100.000 Euro betragen sollte, damit die Rendite des Stiftungsver-

mögens überhaupt die Verwaltungskosten übersteigt. Dem Vernehmen nach werden Stiftungen mit weniger als 100.000 Euro von einigen Stiftungsbehörden mittlerweile nicht mehr anerkannt. Laut Bundesverband Deutscher Stiftungen verfügten im Jahr 2014 fast drei Viertel (72,4 %) der deutschen Stiftungen über ein Vermögen von weniger als 1 Mio. Euro, mehr als ein Viertel (26,4 %) über ein Vermögen von weniger als 100.000 Euro. Vor diesem Hintergrund sollte das Stiftungsrecht angepasst werden: Der Stifterwille sollte den Zusammenschluss von Stiftungen erlauben können.

Folgende Lösungsvorschläge werden derzeit erörtert:

- Pooling: Bündelung der Kapitalanlagen mehrerer kleinerer Stiftungen.
- Stiftungsfonds: Ein zu einem bestimmten Zweck eingerichteter Fonds, in den potenzielle Stifter einzahlen können.
- Fundraising und Spenden: Einige Stiftungen versuchen, von laufenden Erträgen aus dem Stiftungsvermögen unabhängig zu werden, indem sie aktiv Spenden einsammeln, insbesondere über das Internet.
- Zustiftung: Stifter, die nicht über ausreichendes Kapital für die Einrichtung einer Stiftung verfügen, können eine Zustiftung zu einer bestehenden Stiftung vornehmen. Die zugestifteten Mittel fließen dem Stiftungsvermögen zu und sind – anders als Spenden – nicht kurzfristig wieder auszugeben.
- Treuhandstiftung: Eine Treuhandstiftung ist eine unselbstständige, nicht rechtsfähige Stiftung, die durch einen Treuhandvertrag oder eine Schenkung unter Auflage zustande kommt. Der Stifter hat größere Einflussmöglichkeiten auf den Stiftungsträger und kann auch den Stiftungszweck nachträglich ändern, er kann ferner den Verbrauch des Stiftungsvermögens erlauben. Die Treuhandstiftung unterliegt nicht der Stiftungsaufsicht.
- Endowment: Stiftungen können mittlerweile selbst Stifter sein und neue Stiftungen gründen oder Kapital in bestehende Stiftungen einbringen, beispielsweise können große Stiftungen so kleinere Stiftungen unterstützen.
- Verbrauchsstiftung: Verbrauchsstiftungen müssen ihr gesamtes Vermögen bis zu einem bestimmten Zeitpunkt sukzessive für die Verwirklichung eines Stiftungszwecks ausgeben. Bedingung ist gerade nicht die Kapitalerhaltung.

Bei anhaltend niedrigen Zinsen ist der Stiftungserhalt gewährleistet, wenn durch niedrige Erträge die Verwaltungskosten gedeckt sind. Der eigentliche Stiftungszweck kann aber nur noch eingeschränkt oder gar nicht mehr umgesetzt werden. Bei negativen Zinsen besteht die deutliche Gefahr, dass das Stiftungskapital aufgezehrt wird.

Bei steigenden Zinsen hätten Stiftungen wieder (mehr) Mittel zur Verfügung, um ihre sozialen Aufgaben wahrzunehmen – zumindest, soweit sie nicht durch langfristige renditeschwache Anlagen gebunden sind.

4.3 AUSWIRKUNGEN AUF DIE GESELLSCHAFT

Alle vorgenannten Effekte werden in ihrer schädlichen gesellschaftlichen Wirkung verstärkt, je länger eine Null- bzw. Negativzinsphase anhält. Ferner verstärken die vorgenannten Effekte einander. Ein langes Anhalten von niedrigen bzw. negativen Zinsen ist insbesondere für die Finanzbranche ein Problem. Eine (unkontrollierbare) Zinswende kann aber für alle Betroffenen problematisch sein, umso mehr, je länger die Zinsen zuvor niedrig bzw. negativ waren.

Fraglich ist insbesondere die Auswirkung des derzeitigen Zinsniveaus auf die Finanzmarktstabilität. Durch gesunkene Profitabilität ergeben sich Anreize einer höheren Risikoübernahme. In der wissenschaftlichen Literatur werden drei Wirkungszusammenhänge unterschieden, wie expansive Geldpolitik die Risikoneigung beeinflussen kann:

- Infolge von Zinssenkungen steigen die Vermögenspreise (z.B. Immobilien und Aktien), wodurch es zu einer geringeren Risikowahrnehmung kommt.
- Starre Renditeanforderungen von Investoren (z.B. Lebensversicherungen mit Garantieverzinsung) führen zu einer „Jagd nach Rendite“ und einer verstärkten Nachfrage nach riskanteren Investitionen.
- Die Erwartung eines Einschreitens der Zentralbank oder der Politik in Krisen erhöht die Risikobereitschaft.

Insgesamt ist z.B. eine Verschlechterung der Kreditqualität nicht festzustellen. Es ist zwar denkbar, dass die Risikofreude von Banken und Versicherungen auf der Aktivseite steigen wird, die Reaktionsmöglichkeiten sind aber beschränkt, da nicht ausreichend viele alternative Investitionsobjekte, wie Private Public Partnerships oder Windparks, zur Verfügung stehen.

In Niedrigzinsphasen steigen i.d.R. die Vermögenspreise, da künftige Erträge weniger stark diskontiert werden. Steigende Vermögenspreise sind daher keineswegs ein eindeutiges Indiz für die Bildung von Blasen, also systematischen Überbewertungen. Aber auch zinsbedingte Vermögenspreissteigerungen können riskant sein, weil (insbesondere schnelle) Zinsänderungen (heftige) Marktkorrekturen auslösen können.

Eine Zinswende ist derzeit in Europa nicht absehbar: Die EZB hat ihr Inflationsziel noch nicht erreicht – die Inflation steigt nicht, weil die zusätzliche Liquidität im

Bankensektor verbleibt. Außerdem könnte eine Zinswende eine neue Staatsschuldenkrise zur Folge haben.

Das größte Risiko einer erneuten Finanzkrise besteht darin, dass die Zinswende zu lange ausbleibt. Die Abschlüsse von Banken und Versicherern werden umso negativer beeinflusst, je länger die Niedrigzinsphase anhält. Dadurch wird ein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik immer schwieriger. Auf lange Sicht kann aber ein Zinsanstieg nicht dauerhaft verhindert werden, wenn zugrunde liegende Faktoren eine Marktkorrektur erfordern. Hierdurch könnte ein starker und (zu) rascher Zinsanstieg erforderlich werden.

Von einem Vermögenspreisverfall sind Banken und Versicherer unmittelbar betroffen, wenn sie diese Vermögenswerte selbst in ihren Bilanzen halten. Sie könnten zu Notverkäufen gezwungen sein, um am Markt oder von Regulatoren geforderte Eigenkapitalquoten zu erfüllen. Dies kann Preiseinbrüche verstärken. Vor allem bei Bewertung mit Mark-to-Model-Verfahren sind destabilisierende Preisspiralen bei zinstragenden Vermögenswerten nicht auszuschließen.

Durch einen Vermögensverfall könnte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage geschwächt werden, durch Anpassungsreaktionen privater Haushalte, dies insbesondere, wenn das betroffene Vermögen einen wesentlichen Teil am jeweiligen Gesamtvermögen ausmacht, wie dies regelmäßig bei Immobilien der Fall ist.

5. ZUSAMMENFASSUNG

Insbesondere die öffentliche Hand profitiert von niedrigen bzw. negativen Zinsen, aber auch die Realwirtschaft und z.T. Privatpersonen. Deutschland würde bei anhaltend niedrigem oder negativem Zinsniveau künftig deutlich anders aussehen als heute. Der Staat würde eine bedeutsamere Rolle spielen, wenn private Initiative, z.B. zur Altersvorsorge oder bei Stiftungen zur Wahrnehmung gesellschaftlicher Aufgaben, wegfällt. Makro- und mikroökonomische Gewissheiten würden auf den Kopf gestellt: Konsum wäre wertvoller als Sparen. Gläubiger haben Aufwand, Schuldner erzielen Erträge. Sachvermögen wäre trotz geringerer Fungibilität gegenüber Geldvermögen vorzuziehen. Insbesondere negative Guthabenzinsen für Privatpersonen könnten gravierende Folgen haben.

Bei steigenden Zinsen steigt der Schuldendienst der öffentlichen Hand (nach Auslauf der Zinsbindungsfrist), es wäre weniger Geld für andere Projekte verfügbar. Stiftungen könnten diese Lücken nicht unmittelbar füllen – im Gegenteil: es ist zu befürchten, dass deren gesellschaftliche Beiträge in der Zwischenzeit ausgefallen wären. Vorhandene Liquidität als aufgestaute Inflation: bei steigender Inflation werden die Zinsen steigen. Daraufhin werden vorhandene liquide Mittel investiert, sodass die Inflation (unkontrollierbar und über das Inflationsziel hinaus) steigt.

Bereits heute herrscht hohe Unsicherheit über die künftige Entwicklung in der (nahen) Zukunft: bei ansonsten gleichen Verhältnissen können Zentralbanken ein bestimmtes Zinsniveau unbeschränkt beibehalten oder senken. Ereignisse, die außerhalb ihres Einflusses stehen, können jedoch eine unkontrollierbare, d.h., zu schnelle und zu starke Zinswende zur Folge haben, beispielsweise zwischenstaatliche Konflikte, eine Zinswende in USA, steigende Energiepreise etc. Ein solches Umfeld ist einer erforderlichen und unausweichlichen Anpassung von Wirtschaft und Gesellschaft an eine vierte industrielle Revolution alles andere als förderlich: solange ein zentraler marktwirtschaftlicher Parameter als künstlich, nicht als nachhaltig, wahrgenommen wird, wird diese Unsicherheit fortbestehen und eine Anpassung der Sozialen Marktwirtschaft an die sich grundlegend ändernden Rahmenbedingungen des 21. Jahrhunderts hemmen.

Bildrechte:

©istock.com/xijian

©istock.com/ alessandroguerriero

©istock.com/instinia

©istock.com/ anyaberkut



WIRTSCHAFT BRAUCHT **VERTRAUEN.**

Institut der Wirtschaftsprüfer
in Deutschland e.V.

Wirtschaftsprüferhaus

Tersteegenstr. 14
40474 Düsseldorf

Postfach 32 05 80
40420 Düsseldorf

Telefon: +49 (0) 211/4561-0
Telefax: +49 (0) 211/4561097

E-Mail: info@idw.de
Web: www.idw.de