

EZB-Anleihekäufe können Vermögensverteilung beeinflussen

Von Kerstin Bernoth, Philipp König und Benjamin Beckers

Bislang wurden Verteilungswirkungen in der Debatte über geldpolitische Entscheidungen wenig Beachtung geschenkt. Vom Mandat der Europäischen Zentralbank (EZB) werden sie auch nicht umfasst. Angesichts der lang anhaltenden äußerst lockeren Geldpolitik und des im Januar 2015 gestarteten umfangreichen Ankaufprogramms für Staats- und Unternehmensanleihen stellt sich jedoch zunehmend die Frage, ob diese Verteilungswirkungen länger ignoriert werden sollten. Der vorliegende Bericht stellt potenziell verteilungsrelevante Wirkungskanäle der Geldpolitik dar und nimmt eine erste Einschätzung ihrer Relevanz hinsichtlich der Anleihekäufe im Euroraum vor. Das Anleihekaufprogramm führt mutmaßlich zu steigenden Vermögenspreisen, von denen vor allem wohlhabende Haushalte profitieren. Dies dürfte unmittelbar zu einer Zunahme der Vermögensungleichheit führen. Ob dieser Anstieg in der langen Frist zumindest teilweise ausgeglichen werden kann ist unsicher. Verschuldete und/oder geringverdienende Haushalte könnten profitieren, wenn es gelingt, mit dem Programm zu einer wirtschaftlichen Erholung und damit besseren Beschäftigungschancen sowie höherer Inflation beizutragen. Die Gesamtwirkung ist somit bislang unklar und bedarf weitergehender Untersuchungen.

Seit Januar 2012 geht die Teuerungsrate im Euroraum kontinuierlich zurück; seit Beginn des Jahres 2013 liegt sie deutlich unterhalb des mittelfristigen Zwei-Prozent-Ziels der EZB. Diese Entwicklung ist zum Teil außergewöhnlichen Faktoren geschuldet, etwa dem starken Rückgang der Öl- und Energiepreise. Jedoch liegt auch die um Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel bereinigte Kerninflationsrate seit Ende 2013 bei rund einem Prozent und auch die längerfristigen Inflationserwartungen sind deutlich unter die Zielmarke der EZB gefallen (Abbildung 1).¹

Die EZB versuchte, dieser Entwicklung durch niedrigere Leitzinsen zu begegnen. So senkte sie zwischen Dezember 2011 und September 2014 den Hauptrefinanzierungssatz für ihre geldpolitischen Geschäfte schrittweise von 1,75 Prozent auf 0,05 Prozent. Da dies nicht ausreichte, um die Deflationsgefahr im Euroraum zu bannen und die Inflationserwartungen wieder anzuheben, beschloss sie im Januar 2015 zudem ein umfassendes Ankaufprogramm für Anleihen.²

Im Rahmen dieses Anleihekaufprogramms erwirbt die EZB seit März 2015 und mindestens bis März 2017 Schuldtitel öffentlicher und privater Emittenten des Euroraums im Wert von 60 Milliarden Euro pro Monat. Dieses Programm wurde in der Öffentlichkeit, aber auch innerhalb des EZB-Rates kontrovers diskutiert. Zunächst wurde die Frage aufgeworfen, ob das Programm angesichts des bereits sehr niedrigen Zinsniveaus im

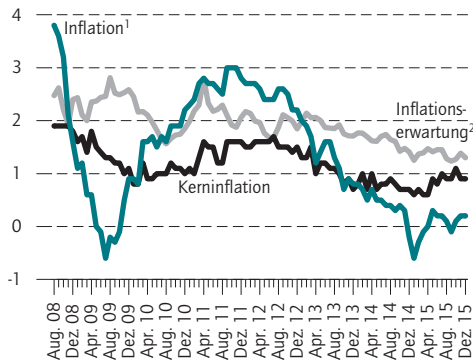
¹ Vgl. Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P., Rabe, K. (2014): Inflationserwartungen im Euroraum sind nicht mehr fest verankert – neue Maßnahmen der EZB-Geldpolitik. DIW Wochenbericht Nr. 37/2014.

² Bereits vor Januar 2015 führte die EZB kleinere Ankaufprogramme durch. Das im Januar beschlossene Programm ist allerdings eine deutliche Erweiterung der vorherigen Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen und forderungsbesicherter Wertpapiere. Darüber hinaus hatte die EZB zuvor schon andere unkonventionelle Maßnahmen wie beispielsweise die Bereitstellung von Liquidität zur gezielten Förderung der Kreditvergabe oder eine neu ausgerichtete Kommunikationspolitik über den zukünftigen geldpolitischen Kurs („forward guidance“) genutzt.

Abbildung 1

Inflationsentwicklung im Euroraum

Jährliche Inflationsrate in Prozent



1 Harmonisierte, allgemeine Teuerungsrate.

2 5-jährige Inflationserwartungen aus Inflationsswaps.

Quellen: EZB Statistical Data Warehouse; Datastream.

© DIW Berlin 2016

Seit 2013 fielen die wichtigsten Kennzahlen für die (erwartete) Teuerungsrate deutlich unter das mittelfristige 2%-Ziel der EZB.

Euroraum überhaupt zu einer nachhaltigen Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der Inflation führen kann.³ So wurde der Beginn von Anleihekäufen von Marktbeobachtern teilweise bereits deutlich früher gefordert.⁴ Allerdings wurde insbesondere in Deutschland hinterfragt, ob die EZB solch ein Ankaufprogramm überhaupt durchführen darf, oder ob es sich dabei nicht vielmehr um in der Währungsunion verbotene „monetäre Staatsfinanzierung“ handelt.⁵ Schließlich wurde auf verschiedene ungünstige Nebenwirkungen der Käufe hingewiesen.⁶ Hinsichtlich möglicher Verteilungswirkungen wurde bislang jedoch einzig die Vermögensum-

verteilung von Sparern hin zu Schuldnern infolge lang anhaltend niedriger Zinsen diskutiert.⁷

Anleihekäufe können sich auf die Vermögensverteilung auswirken

Weitere, etwaige von den Anleihekäufen ausgehende Auswirkungen auf die Vermögensverteilung wurden dagegen in der Vergangenheit wenig beachtet. Dies dürfte unter anderem auch darauf zurückzuführen sein, dass Zentralbanken mit Verweis auf ihr Mandat in diesem Punkt selber eine Haltung „wohlwollender Vernachlässigung“ (benign neglect) einnahmen. Das vorrangige Mandat der EZB umfasst die Herstellung von Preisstabilität. Nur wenn dieses Ziel erreicht ist, soll die Zentralbank die allgemeine Wirtschaftspolitik im Euroraum unterstützen, um insbesondere zu Vollbeschäftigung und Wirtschaftswachstum beizutragen.⁸ Zur Mandatserfüllung schöpft die Zentralbank in der Regel alle ihr möglichen Instrumente aus, selbst wenn dies ungünstige Nebenwirkungen auf die Einkommens- oder Vermögensverteilung erzeugt. Angesichts einer Phase lang anhaltend niedriger Zinsen und direkter Eingriffe der Zentralbank in Anleihemärkte im Rahmen unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen könnten Verteilungswirkungen jedoch deutlicher als bisher hervortreten.

Wirkungskanäle der Geldpolitik auf Bestimmungsgrößen der Einkommens- und Vermögensungleichheit

In der wissenschaftlichen Literatur wird zwischen den folgenden Kanälen unterschieden, durch die die Verteilung von Einkommen und Vermögen durch Veränderungen von real- und finanzwirtschaftlichen Variablen beeinflusst werden kann. Falls die Zentralbank diese Bestimmungsgrößen – beabsichtigt oder unbeabsichtigt – beeinflusst, entstehen dementsprechende Verteilungswirkungen geldpolitischer Maßnahmen.

Kurzfristig beeinflusst die Geldpolitik zunächst finanzwirtschaftliche Größen wie Zinsen und Vermögenspreise und wirkt somit über die folgenden Kanäle auf die Vermögensverteilung:

a) Zinsrisikokanal

Zinsveränderungen beeinflussen die Vermögens- und Schuldspositionen von Haushalten und Finanzmarktteil-

³ Für eine Diskussion siehe Bernoth, K., König, P., Raab, C., Fratzscher, M. (2015): Unbekanntes Terrain: Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank. DIW Wochenbericht Nr. 13/2015, 307-316.

⁴ Siehe zum Beispiel Financial Times (2013): Why Europe needs to try unconventional policy. 17. November 2013, www.ft.com/cms/s/0/34e2106a-4df5-11e3-8fa5-00144feabdc0.html.

⁵ So zum Beispiel ifo-Präsident Hans-Werner Sinn, www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q1/press_20150122_ezb.html.

⁶ Diese umfassen die von den Ankäufen ausgehenden Auswirkungen auf die Finanzstabilität und die zunehmenden Risiken in den Zentralbankbilanzen (, so zum Beispiel Bundesbankpräsident Jens Weidmann, Presseerklärung der Bundesbank vom 26. Januar 2015, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015_01_26_weidmann_kauf_staatsanleihen_birgt_risiken.html, und die Gefahr moralischen Risikos auf Seiten der Emittenten der Anleihen, siehe zum Beispiel Financial Times (2015): ECB QE alchemy transforms junk bonds. 13. April 2015, www.ft.com/cms/s/0/baeb1bdce1ad11e4-bb7f00144feab7de.html#axzz3xgD4P3Cx...

⁷ Siehe Handelsblatt (2015): Nullzins: Sparer verlieren durch EZB Politik Milliarden. 9. April 2015, www.handelsblatt.com/finanzen/vorsorge/altersvorsorge-sparen/nullzins-sparer-verlieren-durch-ezb-politik-milliarden/11613714.html.

⁸ Siehe Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union Artikel 127 (1).

nehmern. Von einer Zinssenkung profitieren dabei zunächst Haushalte, die sich verschulden wollen.⁹ Daneben dürften allerdings auch Haushalte, die langlaufende, festverzinsliche Anleihen halten, profitieren, da der Kurswert der Anleihe bei einer Zinssenkung steigt. Eine Verteilungswirkung entsteht demnach, wenn Haushalte Anlagen mit unterschiedlichen Laufzeitprofilen halten, da kurzlaufende Anlagen auf Zinssenkungen im Kurswert kaum reagieren. Umgekehrt entstehen auch Verteilungseffekte, wenn die einen Haushalte Verbindlichkeiten mit festen und andere Haushalte Verbindlichkeiten mit variablen Zinssätzen halten.

b) Kanal der Finanzsegmentierung

Vermögende Haushalte investieren üblicherweise stärker an Finanzmärkten und sind somit tendenziell häufiger Anteilseigner von Finanzintermediären wie Banken. Da sich eine Ausweitung der Geldmenge unmittelbar auf diese auswirkt, profitieren davon auch die entsprechenden Anteilseigner.¹⁰

c) Kanal der Einkommenszusammensetzung

Eine expansive Geldpolitik führt in der Regel unmittelbar zu einem Anstieg der Vermögenspreise, wohingegen Reallöhne erst mit Verzögerung reagieren. Wenn Haushalte in unterschiedlichem Maße Einkommen aus Erwerbstätigkeit oder laufenden Kapitalerträgen beziehen, führt dies zunächst zu einer veränderten Einkommensverteilung. Wenn Einkommen anschließend zum Vermögensaufbau genutzt werden, kann somit in der Folge auch die Vermögensungleichheit über diesen Kanal beeinflusst werden.

Auf realwirtschaftliche Größen wirkt die Geldpolitik dagegen erst mit einiger Verzögerung, so dass folgende Wirkungskanäle eher, wenn überhaupt, in der langen Frist relevant sind.

d) Erwerbseinkommenskanal

Wenn eine expansive Geldpolitik erfolgreich das Wirtschaftswachstum und die Arbeitsnachfrage wiederbelebt, wirkt sich dies auf das Erwerbseinkommen von Haushalten aus, das ein wichtiger Baustein im Vermögensaufbau ist. So dürften zum einen Geringverdiener davon profitieren, wenn der Arbeitsmarkt stabilisiert wird

und Beschäftigungschancen erhöht werden.¹¹ Zum anderen können ein höheres Wirtschaftswachstum und die größere Arbeitsnachfrage auch zu einem Anstieg des Lohnniveaus führen, der allerdings nicht in allen Sektoren und für alle Haushalte gleich hoch ausfallen dürfte. Somit können über den Erwerbseinkommenskanal ebenfalls Verteilungswirkungen entstehen, wobei die Richtung nicht eindeutig ist und davon abhängt, welche Haushalte am stärksten profitieren.

e) Portfoliokanal

Wenn infolge der geldpolitischen Veränderungen die Inflation steigt, reduziert sich der Realwert von Barguthaben, Sichteinlagen oder anderen nicht-inflationsbesicherten Vermögenswerten. Gegeben, dass Haushalte mit geringen bis mittleren Vermögen relativ zu ihrem Gesamtvermögen stärker in solche Anlagen investiert haben, kann ein Anstieg der Inflation zu einer stärkeren Vermögensungleichheit führen.¹²

f) Kanal der Ersparnisumverteilung

Ähnlich zum Portfoliokanal beschreibt dieser Kanal die Wirkung von Inflation auf Vermögenspositionen, jedoch steht hier die Rolle von unerwarteter Inflation im Fokus. Fällt die Inflation höher aus als erwartet, dann reduzieren sich sowohl der Realwert der Sparvermögen als auch die reale Schuldenlast von Kreditnehmern. Eine Verteilungswirkung entsteht, wenn unterschiedliche Haushalte verschiedenartige Geldanlagen wählen.

Aktuelle EZB-Anleihekäufe: Kurzfristige Verschärfung der Vermögensungleichheit ...

Im Euroraum sind die privaten Haushalte insgesamt Nettokreditgeber, das heißt, dass die gesamten zinstragenden Vermögenswerte sämtliche Schuldenpositionen übersteigen (Abbildung 2). Somit dürfte ein Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus die Erträge aus dem Nettovermögen europäischer Haushalte verringern.

Allerdings sind die Nettovermögen im Euroraum über die verschiedenen Bevölkerungsgruppen hinweg nicht gleichverteilt. So weist das Household Finance and Consumption Survey (HFCS) aus, dass Haushalte der unteren Mittelschicht und jüngere Haushalte im Euroraum sowohl nominal als auch relativ zu ihrem Gesamtvermögen stärker verschuldet sind. Somit dürften diese über

⁹ Auclert, A. (2015): Monetary Policy and the Redistribution Channel. MIT Mimeo.

¹⁰ Ledoit, O. (2011): The Redistributive Effects of Monetary Policy. University of Zurich, Working Paper Series, No. 44, Oktober 2011; und Williamson, S.D. (2008): Monetary policy and distribution. Journal of Monetary Economics, Volume 55, 1038-1053.

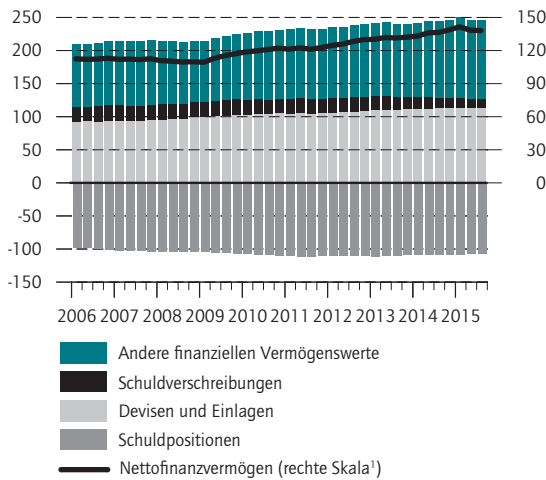
¹¹ Carpenter, S.B., Rodgers, W. M. III (2004): The Disparate Labor Market Impacts of Monetary Policy. Journal of Policy Analysis and Management, Volume 23, Number 4, 813-830.

¹² Erosa, A., Ventura, G. (2002): On Inflation as a Regressive Consumption Tax. Journal of Monetary Economics, Volume 49, Number 4, 761-795.

Abbildung 2

Finanzielles Vermögen europäischer Haushalte

In Prozent des verfügbaren Einkommens



1 Ohne Aktien und anderes Eigenkapital.

Quellen: Europäische Zentralbank; eigene Berechnungen.

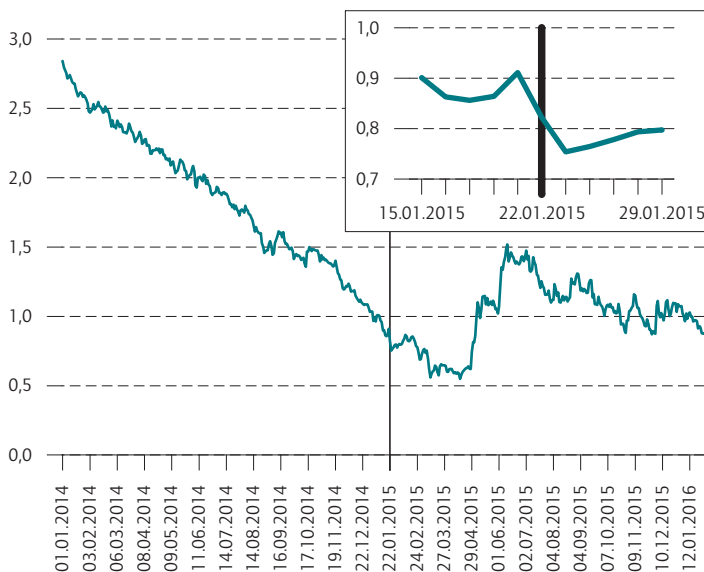
© DIW Berlin 2016

Die privaten Haushalte im Euroraum sind insgesamt Nettokreditgeber und würden dementsprechend Ertragseinbußen von einem Zinsrückgang erfahren.

Abbildung 3

Zinsen auf Staatsanleihen im Euroraum

Durchschnitt in Prozent



Quelle: Datastream.

© DIW Berlin 2016

Durchschnittliche Zinsen auf europäische Staatsanleihen sanken am Tag der Ankündigung nur geringfügig um sieben Basispunkte im Rahmen eines bestehenden, längerfristigen Trends.

den Zinsrisikokanal von Zinssenkungen profitieren, wodurch sich die Vermögensungleichheit verringern würde. Allerdings profitieren von Zinssenkungen auch private Haushalte mit Unternehmensbeteiligungen, da Unternehmen häufig größere Darlehen in Anspruch nehmen und mit fallenden Zinsen ihre Zinsbelastung sinkt und damit ihr Profit steigt. Da Unternehmensbeteiligungen häufiger von wohlhabenden Haushalten gehalten werden, kann es so zu einer Zunahme der Vermögensungleichheit kommen.¹³ Der Nettoeffekt ist somit unklar, allerdings ist die Wirkung von Zinssenkungen auf die Vermögensverteilung wahrscheinlich aus zwei Gründen ohnehin gering: Erstens handelt es sich bei einem Teil der bestehenden Haushaltsschulden um festverzinsliche Hypotheken, welche nicht auf Zinssenkungen reagieren.¹⁴ Zweitens war die durch das Anleihekaufprogramm der EZB hervorgerufene Zinssenkung recht schwach. Zwar dürften Marktteilnehmer das Programm bereits erwartet haben, so dass die Zinsen teilweise schon vor der Ankündigung aufgrund dieser Erwartungen gefallen sein dürften. Jedoch fielen die Zinsen am Tag der Bekanntgabe des Programms deutlich geringer als bei vergleichbaren Programmen in den Vereinigten Staaten oder England.¹⁵ So sanken beispielsweise die durchschnittlichen Zinsen auf Staatsanleihen der Mitgliedsländer bei der Ankündigung des Programms lediglich um rund sieben Basispunkte (Abbildung 3).¹⁶ Auch die Zinsen für Konsum-, Haus-, und Unternehmenskredite sanken in Folge des Anleihekaufprogramms ebenfalls nur im Rahmen des bereits bestehenden, langfristigen Trends (Abbildung 4).

In Folge der Ausweitung der Geldmenge und der direkten Eingriffe in Anleihemärkte dürften dennoch Portfolioumschichtungen hin zu riskanteren Wertanlagen, unter anderem Aktien, aufgetreten sein.¹⁷ Dabei ist davon auszugehen, dass vor allem vermögende Haushalte über die Kanäle der Finanzsegmentierung und der Einkommenszusammensetzung profitiert haben. Dies ist damit zu begründen, dass die Teilnahme von Haushalten an Finanzmärkten und ihre Anlagewahl wesentlich vom Haushaltseinkommen abhängig sind (Abbildung 5).

¹³ Vgl. Grabka, M., Westermeier, C. (2014): Anhaltend hohe Vermögensungleichheit in Deutschland. DIW Wochenbericht Nr. 9/2014.

¹⁴ Ehrmann, M., Ziegelmeyer, M. (2014): Household Risk Management and Actual Mortgage Choice in the Euro Area. ECB Working Paper No. 1631.

¹⁵ Diese unmittelbare Wirkung ist bedeutend geringer als für vergleichbare Programme in den USA, Großbritannien und Japan, wo Zinssenkungen von 25 bis 90 Basispunkten geschätzt werden. Dies hat vor allem mit den bereits sehr niedrigen Zinsen im Euroraum zu tun, was den Spielraum der EZB stark verringert hat. Siehe beispielsweise Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. (2011): The Effects of Quantitative Easing on Long-Term Interest Rates. NBER Working Paper No. 17555, National Bureau of Economic Research.

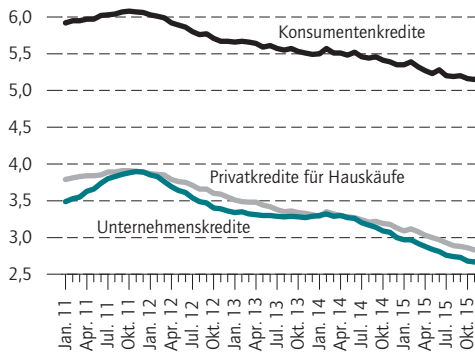
¹⁶ Siehe Georgiadis, G., Gräß, J. (2015): Global Financial Market Impact of the Announcement of the ECB's Extended Asset Purchase Programme. Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 232.

¹⁷ Siehe Georgiadis, G., Gräß, J. (2015), a. a. O.

Abbildung 4

Bankzinsen im Euroraum¹

In Prozent



¹ Auf bestehende Kredite.

Quellen: Statistical Data Warehouse; EZB.

© DIW Berlin 2016

Bankzinsen auf bestehende Kredite fielen in Folge der Ankündigung des Programms nur im Rahmen ihres bestehenden, langfristigen Trends.

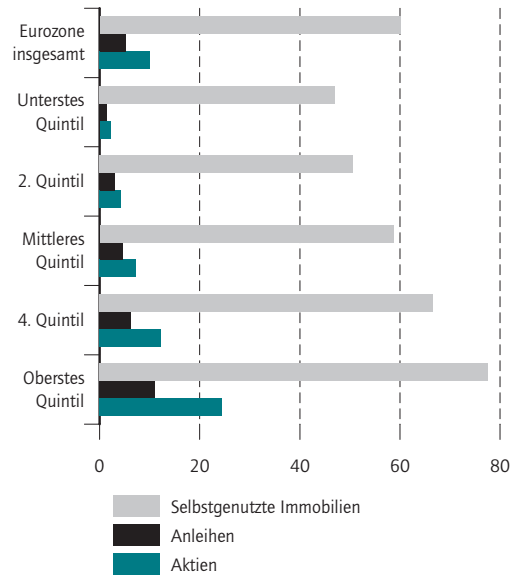
So halten im Euroraum beispielsweise knapp 25 Prozent des obersten Einkommensquintils einen Teil ihres Vermögens direkt in Aktien während dies nur für zwei Prozent des untersten Einkommensquintils gilt. Für eine Beurteilung der unmittelbaren Verteilungswirkungen des EZB-Anleihekaufprogramms sind daher vor allem die damit verbundenen Aktienpreisentwicklungen von Interesse. So zeigen neuere Studien, dass ein zehnprozentiger Aktienpreisanstieg im Euroraum zu einem dreiprozentigen Anstieg des Nettovermögens der reichsten fünf Prozent der Haushalte führen würde, wohingegen die restlichen 95 Prozent der Haushalte deutlich schwächer profitieren (Abbildung 6).¹⁸ Geht man, unter Berücksichtigung des starken Preisanstiegs im Januar 2015 in Erwartung des Anleihekaufprogramms, von einem Anstieg der Aktienpreise um rund 15 Prozent aus, so würden demnach die reichsten fünf Prozent der Haushalte ihr Nettovermögen um bis zu 4,5 Prozent vermehren können, wohingegen der Nettovermögenszuwachs für alle restlichen Haushalte bei knapp einem Prozent läge.

Da das Immobilienvermögen deutlich gleichmäßiger verteilt ist, begünstigt ein Anstieg der Immobilienpreise in derselben Größenordnung dagegen eine deutlich größere Zahl von Haushalten. Der Nettovermögensanstieg ist in diesem Fall mit sechs bis zehn Prozent erheblich ausgeprägter, wobei Haushalte im mittleren Einkommensbe-

Abbildung 5

Partizipationsrate in Finanzanlagen nach Einkommensquintilen

In Prozent



Quelle: The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2013).

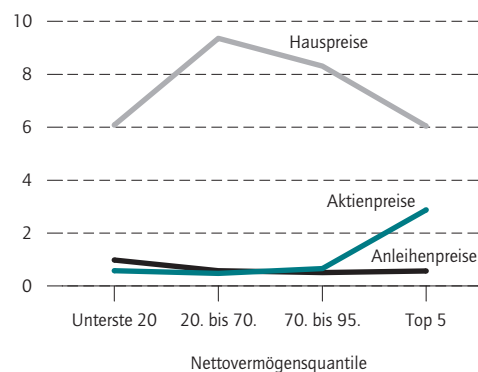
© DIW Berlin 2016

Die Partizipationsrate in realen und finanziellen Anlageklassen, insbesondere in Aktien, ist stark abhängig vom Haushaltseinkommen. Der Aktienbesitz ist konzentriert bei den einkommensstärksten Haushalten.

Abbildung 6

Nettovermögensgewinne aus Vermögenspreisanstiegen¹ nach Vermögensquantilen

In Prozent



¹ In Höhe von zehn Prozent.

Quelle: Adam und Tzamouranis (2015).

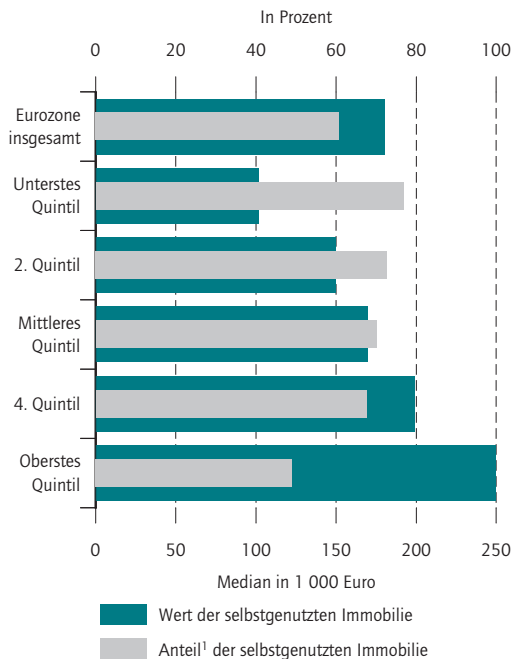
© DIW Berlin 2016

Während vor allem die Mittelschicht von Hauspreisanstiegen profitiert, können insbesondere die vermögsten fünf Prozent ihr Nettovermögen in Folge von Aktienpreissteigerungen vergrößern.

¹⁸ Adam, K. Tzamouranis, P. (2015): Distributional consequences of asset price inflation in the euro area. Discussion Paper No 27/2015, Deutsche Bundesbank.

Abbildung 7

Immobilienbesitz im Euroraum nach Einkommensquintil



1 Anteil am gesamten Realvermögen von Haushalten.

Quelle: The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2013).

© DIW Berlin 2016

Der Wert von selbstgenutzten Immobilien nimmt mit steigendem Haushaltseinkommen stetig zu, jedoch sinkt sein relativer Beitrag zum gesamten realen Vermögen von Haushalten.

reich am stärksten profitieren. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass die ärmsten Haushalte weniger Immobilienbesitz vorweisen können, während die reichsten Haushalte einen relativ kleineren Teil ihres gesamten Vermögens in Immobilien investiert haben (Abbildung 7).¹⁹

Somit lässt sich insgesamt festhalten, dass die beobachteten Wertpapierpreisanstiege seit Beginn und in Erwartung der Anleihekäufe der EZB die Vermögensungleichheit im Euroraum erhöht haben dürften. Anzumerken ist jedoch, dass sich diese Wirkungen in einzelnen Mitgliedsländern des Euroraums möglicherweise deutlich unterscheiden.

.... aber langfristige Verringerung der Ungleichheit?

Ob der Anstieg der Ungleichheit in der langen Frist, wie für konventionelle Zinspolitik gefunden wird, zumin-

dest teilweise ausgeglichen werden kann, ist fraglich.²⁰ Hier sind zunächst eine erfolgreiche Belebung des Wirtschaftswachstums und eine Erhöhung der Inflation notwendig. Sollte dies der EZB mit Hilfe ihrer Anleihekäufe gelingen, so dürfte dies wiederum die Vermögensverteilung beeinflussen, wobei die Gesamtwirkung jedoch nicht eindeutig ist.

Eine höhere Inflationsrate würde, unter sonst gleichen Bedingungen, die Ungleichheit zunächst verringern, da Gläubigerhaushalte im Euroraum tendenziell über höhere Einkommen und größere Vermögen verfügen als verschuldete Haushalte. Da jüngere Haushalte häufiger Nettoschuldner sind, würde dies auch zu einem Transfer von älteren zu jüngeren Haushalten führen.²¹

Im Gegensatz dazu kann ein Anstieg der Teuerungsrate jedoch auch in die Gegenrichtung wirken. Dies geschieht durch den Realwertverlust von nicht-inflationsbesicherten Anlagen über den Portfoliozusammensetzungskanal. So halten einkommensschwächere Haushalte oft einen größeren Teil ihres Vermögens in Form von Barguthaben und Spareinlagen, wohingegen einkommensstärkere Haushalte vermehrt in Realwerte wie Immobilien und Aktien investiert haben (Abbildung 8).

Somit ist die endgültige Wirkung des Anleihekaufprogramms der EZB auf die Einkommens- und Vermögensverteilung nicht eindeutig. Insbesondere ist sie davon abhängig, ob und mit welcher zeitlichen Verzögerung die mittel- bis langfristigen Wirkungen eintreten und wie erfolgreich das Anleihekaufprogramm Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität und die Teuerungsrate nimmt.

Erfolg des Anleihekaufprogramms der EZB nur schwer abzuschätzen

Aufgrund der bisher knappen Datenlage lässt sich nur schwer abschätzen, inwieweit das Kaufprogramm der EZB bisher zur Stabilisierung der Wirtschaft im Euroraum beigetragen hat. Eine ungefähre Wirkung kann aus den Erfahrungen anderer Zentralbanken mit vergleichbaren Programmen abgeleitet werden. So zeigen Studien zu den Anleihekäufen der US-amerikanischen Federal Reserve (Fed) und der Bank of England (BoE), dass diese die Rezession in der jeweiligen Volkswirtschaft deutlich abgemildert haben. Ohne die Programme wären mithin sogar zweistellige Einbußen des Bruttoinlandsprodukts und Preiseinbrüche von bis zu vier Prozent zu

¹⁹ Adam, K. Zhu, J. (2015): Price Level Changes and the Redistribution of Nominal Wealth Across the Euro Area. Journal of the European Economic Association (forthcoming).

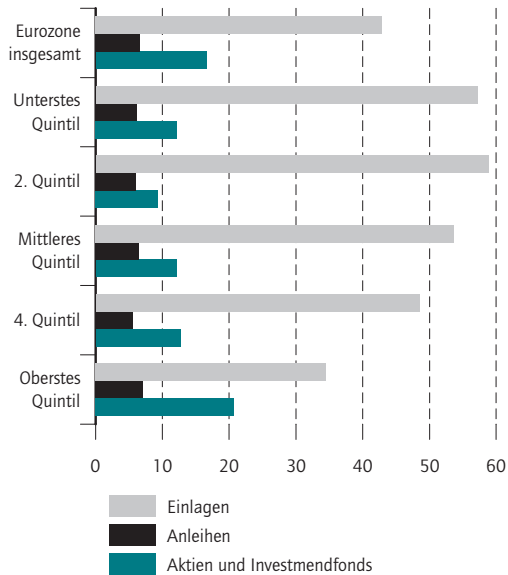
²⁰ Siehe Romer, C. D., Romer, D. H. (1998): Monetary Policy and the Well-Being of the Poor. NBER Working Paper No. 6793.

²¹ Siehe Adam, K., Zhu, J. (2015), a. a. O.

Abbildung 8

Finanzvermögen von Haushalten nach Vermögensklassen

Anteil am gesamten Finanzvermögen in Prozent



Quelle: The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2013).

© DIW Berlin 2016

Weniger vermögende Haushalte halten einen Großteil ihres finanziellen Vermögens in Form von nicht inflationsbesicherten Einlagen, wohingegen die vermögenden Haushalte verstärkt reale Forderungen in Form von Aktien halten.

verzeichnen gewesen,²² während die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten wohl um bis zu eineinhalb Prozentpunkte höher gelegen hätte.²³

Die entsprechenden Wirkungen der Anleihekäufe der japanischen Zentralbank hingegen fallen bedeutend kleiner aus und treten mit erheblichen Verzögerungen auf. Eine Wirkung auf das Wirtschaftswachstum ergab sich hier erst mit einem zeitlichen Abstand von bis zu 20 Monaten.²⁴ Dies wird unter anderem darauf zurückgeführt, dass das japanische Programm, ähnlich wie das EZB-Programm, in seiner Anfangsphase nur sehr schwache Auswirkungen auf die langfristigen Zinsen hatte. Anders als die amerikanischen und englischen Programme wurden sowohl das japanische als auch das europäische An-

kaufprogramm nicht in einer Situation großer Finanzmarktunsicherheit und einem hohen allgemeinen Zinsniveau eingeführt, in dem sich Anleihekäufe besonders bewährt haben. Somit ist fraglich, ob die Anleihekäufe der EZB, zumindest in dem Umfang, in dem sie bisher durchgeführt wurden, tatsächlich mittel- und langfristig die beabsichtigte Wirkung auf wirtschaftliche Aktivität und Inflationsrate entfalten können.²⁵

Fazit

Ob die Anleihekäufe der EZB bestehende Vermögensungleichheiten im Euroraum verstärken oder abmildern, ist insgesamt derzeit nicht eindeutig zu beantworten. So dürfte das Ankaufprogramm der EZB zwar kurzfristig zu einer Verschärfung der Vermögensungleichheit geführt haben. Schwer abschätzbar ist allerdings, ob die durch Vermögenspreisveränderungen, insbesondere die Steigerung der Aktienpreise, ausgelösten Verteilungswirkungen dauerhafter Natur sind. Auf der einen Seite dürften sich exzessive Wertsteigerungen, die im Rahmen expansiver geldpolitischer Maßnahmen auftreten, mit der Zeit wieder korrigieren, da geldpolitische Impulse Vermögenspreise wahrscheinlich nicht dauerhaft von ihren Fundamentalwerten lösen können. Auf der anderen Seite können Wertzuwächse und -korrekturen durchaus bei unterschiedlichen Haushalten anfallen und damit dennoch Verteilungswirkungen entfalten, die auch längerfristiger Natur sind.

Darüber hinaus können in der langen Frist weitere Verteilungswirkungen entstehen, wenn die EZB mit dem Anleihekaufprogramm erfolgreich dazu beiträgt, das Wirtschaftswachstum und somit Beschäftigung und Inflation zu stabilisieren oder im besten Fall sogar zu beleben. Da es hier nicht eindeutig ist, welche Haushalte in besonderem Maße von diesen positiven Entwicklungen profitieren würden, sind die längerfristigen Verteilungswirkungen dieser Käufe bislang schwer abschätzbar.

Dies sollte allerdings nicht als Rechtfertigung einer Haltung "wohlwollender Vernachlässigung" von Verteilungswirkungen geldpolitischer Maßnahmen missverstanden werden. So deutet die neuere Literatur darauf hin, dass Verteilungswirkungen auch in der Transmission geldpolitischer Impulse eine wichtige und bislang unterschätzte Rolle spielen und diesen in der Zukunft mehr Aufmerksamkeit in der Forschung geschenkt werden muss.²⁶

²² Vgl. Baumeister, C., Benati, L. (2010): Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound. European Central Bank Working Paper No. 1258.

²³ Vgl. Chung, H., Laforte, J.-P., Reifschneider, D. Williams, J.C. (2012): Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? Journal of Money, Credit and Banking, Volume 44, Number 2, 47–82.

²⁴ Vgl. Schenkelberg, H., Watzka, S. (2013): Real Effects of Quantitative Easing at the Zero Lower Bound: Structural VAR-based Evidence from Japan. Journal of International Money and Finance, Volume 33(C), 327–357.

²⁵ Selbstverständlich besteht die Möglichkeit, dass das Ankaufprogramm der EZB eine noch tiefere Rezession im Euroraum verhindert hat. Da das entsprechende „Counterfactual“ allerdings weder hinreichend identifiziert und schon gar nicht beobachtet werden kann, sind solche Überlegungen rein spekulativer Natur und keiner objektiven Untersuchung zugänglich.

²⁶ Süß, A. (2015): Out of Many, One? Household Debt, Redistribution and Monetary Policy during the Economic Slump. Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Juni 2015, www.bis.org/events/aggm2015/sp150628.pdf.

Schließlich sollten weiterhin mögliche nachteilige Verteilungswirkungen während eines letztendlich angedachten Ausstiegs aus der ultralockeren Geldpolitik von Anleihekäufen berücksichtigt werden. Hier ist zu beachten,

dass die derzeit niedrigen Zinsen beispielsweise zu einer stärkeren Haushaltsverschuldung ermutigen. Ein plötzlicher Anstieg der Zinsen würde in diesem Fall die Vermögensposition (neu) verschuldeter Haushalte belasten.

Kerstin Bernoth ist Stellvertretende Abteilungsleiterin in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | kbernoth@diw.de

Philipp König ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilungen Konjunkturpolitik und Makroökonomie am DIW Berlin | pkoenig@diw.de

Benjamin Beckers ist Doktorand in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | bbeckers@diw.de

ECB BOND PURCHASES MAY AFFECT WEALTH DISTRIBUTION

Abstract: In the debate on monetary policy decisions, to date, little attention has been paid to distributional effects. One reason for this is that they are not included in the mandate of the European Central Bank (ECB). Given the loose monetary policy stance in the euro area and the large-scale program to purchase government and corporate bonds launched in January 2015, the question increasingly being asked is whether any distributional effects can be ignored any longer. The present report looks at the channels of monetary policy that are potentially relevant to distribution and conducts an initial assessment of their relevance

to bond purchases in the euro area. The bond purchase program has probably led to rising asset prices, thereby mainly benefitting households at the upper end of the wealth distribution. This is likely to lead to a direct increase in wealth inequality. Whether or not this increase can be at least partially offset in the long term is uncertain. Indebted and/or low-income households could benefit if the program is able to contribute to economic recovery and higher inflation, and therefore helps to improve employment opportunities. The overall distributional effect is therefore so far unclear. A more in-depth analysis is required in the future.

JEL: D31, E52, E58

Keywords: Large-scale asset purchases, wealth inequality, monetary policy, zero-lower bound



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
83. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Kati Krähnert
Prof. Dr. Lukas Menkhoff
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Sylvie Ahrens-Urbaneck
Renate Bogdanovic
Dr. Franziska Bremus
Sebastian Kollmann
Dr. Peter Krause
Marie Kristin Marten
Ilka Müller
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Markus M. Grabka

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.