

Schwerpunktthema – Inflation aktuell Q1/17:

Einlagenzinsen unter der Inflationsrate – keine Besonderheit in historischer Perspektive¹

Als Folge des aktuellen Niedrigzinsumfelds liegen die Zinsen für Einlagen bereits seit geraumer Zeit unter der Inflationsrate. Dieser Umstand löst immer wieder mediale Diskussionen aus, denen zufolge die aktuelle Konstellation von geldpolitischer Ausrichtung und Inflationsrate zu einer schleichenden Entwertung der Sparguthaben führe.² Der vorliegende Kasten setzt die derzeitige Situation in Perspektive zur historischen Entwicklung seit dem Jahr 1960 und stellt frühere Perioden mit negativer inflationsbereinigter Verzinsung (definiert als Nominalzinssatz abzüglich Inflation gemäß Verbraucherpreisindex) der Spareinlagen in Österreich seit 1960 dar.

Einlagen spielen in der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte eine wesentliche Rolle. Gemäß Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) der OeNB entfielen im 3. Quartal 2016 mehr als 37 % des gesamten Finanzvermögens des Haushaltssektors³ auf Einlagen bei Banken. Gerade für Haushalte mit geringerem Einkommen und Vermögen stellen Einlagen ein zentrales Element ihres Finanzvermögens dar und haben als Anlageform ein höheres Gewicht als verzinsliche Wertpapiere (Anleihen) und Anteilspapiere (Aktien und Investmentzertifikate).⁴

Während für die Entwicklung der Verbraucherpreise die vorhandenen Daten bis in die unmittelbare Nachkriegszeit zurückreichen, liegen Informationen über tatsächlich realisierte Zinssätze im Kundengeschäft der Banken erst seit 1995 vor. Bis Ende 1993 kann als Anhaltspunkt für die Entwicklung (kurzfristiger) Einlagenzinsen der Eckzinssatz (für Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist) herangezogen werden, der in sogenannten Eckzinsabkommen zwischen den Kreditinstitutsverbänden festgelegt wurde. Auf dem Markt dürften allerdings je nach Kundenbeziehungen vielfach höhere Zinsen gezahlt worden sein, sodass dieser Zinssatz eine Untergrenze darstellen dürfte. Anhand des Eckzinssatzes kann auch keine Unterscheidung nach Einlegergruppen, wie z. B. Unternehmen oder private Haushalte, getroffen werden.

Im April 1995 begann die OeNB mit der Erhebung von Kundenzinssätzen. Seit Jänner 2003 wird im gesamten Euroraum – basierend auf einer Verordnung der EZB – eine harmonisierte Statistik über die von Banken im Kundengeschäft mit privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen angewandten Zinssätze erhoben. Auf der Einlagenseite wird dabei nach täglich fälligen und Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis 1 Jahr, 1–2 Jahre, und über 2 Jahre unterschieden. Das österreichische Meldeschema beinhaltet zusätzlich auch Zinssätze für

¹ Autoren: Fabio Rumler, Walter Waschiczek (Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen).

² Z.B. „Die kalte Enteignung der Sparer“, trend.at vom 3.10.2016, „Nullzinsen: Die Enteignung der deutschen Sparer“, WELT.de vom 13.4.2016, „Enteignung der Sparer – die Nebenwirkungen des billigen Geldes“, manager-magazin.de vom 8.9.2016.

³ Inklusive selbständiger Erwerbstätiger.

⁴ Andreasch, M., P. Fessler und M. Schürz. 2012. Spareinlagen in Österreich – Sicherheitsanker in der Krise. In: Geldpolitik und Wirtschaft Q2/2012. OeNB. 86–99.

Spareinlagen mit denselben Laufzeitbändern.⁵ Die Methodik dieser Erhebung unterscheidet sich allerdings in einigen Punkten von der Erhebung vor 2003.⁶ Auf Basis der alten Zinssatzstatistik hat die OeNB Zeitreihen für die Zinsen einiger Einlagenkategorien von Unternehmen und Haushalten bis zum Berichtstermin Dezember 1995 zurückgerechnet, sodass für den Zeitraum zwischen Ende 1995 und Jänner 2017 eine konsistente Zeitreihe vorliegt. Für die vorliegende Analyse werden die Reihen für Einlagen von privaten Haushalten herangezogen. Da für Jänner 1994 bis März 1995 überhaupt keine Werte vorliegen und zusätzlich die Rückrechnung der OeNB nur bis Dezember 1995 erfolgte, weist die Zeitreihe eine Lücke von knapp zwei Jahren auf; zudem besteht aufgrund der erwähnten konzeptionellen Unterschiede ein Bruch in der Zeitreihe.

Die nominellen Zinssätze wurden mit der Inflationsrate gemäß verkettetem Verbraucherpreisindex (bis 1966 auf Basis des Kleinhandelspreisindex, danach auf Basis der Verbraucherpreisindizes 1966 bis 2015) deflationiert. Da die Zinssätze jeweils per annum angegeben werden, geben sie die Verzinsung der (neu veranlagten) Einlagen für die nächsten 12 Monate an. Aus Konsistenzgründen wurde zur Deflationierung ebenfalls jener Wert herangezogen, der die Veränderung des Preisniveaus zwischen dem jeweiligen Bezugszeitpunkt des Zinssatzes und einem Jahr später angibt, d. h. die 12 Monate später veröffentlichte Jahresinflationsrate. Für die letzten 12 Monate des Beobachtungszeitraums (also für Februar 2016 bis Jänner 2017) wurde die letztverfügbare Inflationsprognose der OeNB vom März 2017 herangezogen. Es handelt sich also nicht um tatsächliche (ex ante-)Realzinsen, die die Rendite der Veranlagung über die gesamte Laufzeit abzüglich der für diesen Zeitraum erwartete Inflation abbilden, sondern um inflationsbereinigte (ex post-)Zinsen.

Bei Einlagen ohne Bindungsfrist ist die tatsächliche Veranlagungsdauer unbekannt, sie dürfte aber in vielen Fällen recht lang sein. Dafür, dass täglich fällige Einlagen zunehmend auch zur längerfristigen Veranlagung dienen, spricht auch, dass sich der Anteil der Einlagen ohne Bindungsfrist seit Ende 2008 von 25 % auf 53 % mehr als verdoppelt hat, während sich der Anteil von Einlagen mit kürzeren Bindungsfristen (bis 1 Jahr) von 52 % auf 26 % halbierte. In dieser Verschiebung von Einlagen mit Bindungsfrist zu täglich fälligen Einlagen dürfte sich die Abflachung der Zinsstrukturkurve auf dem Einlagenmarkt widerspiegeln.⁷

Die Ergebnisse sind in Grafik 1 bzw. Tabelle 1 dargestellt: In der Zeit zwischen 1960 und 1993 war der inflationsbereinigte Eckzinssatz in mehr als der Hälfte (56 %) der Monate negativ. Seit Dezember 1995 waren es 193 von 254 Monaten, das entspricht 76 %. In den 1970er Jahren traf dies durchschnittlich auf vier von fünf Monaten zu, in den 1960er Jahren auf etwa die Hälfte. Bei den Einlagen mit Bindungsfristen, für die Daten erst ab Dezember 1995 vorliegen, war der Anteil von Monaten mit negativen inflationsbereinigten Zinsen wegen des etwas höheren

⁵ Die Differenzen zwischen den Zinssätzen von Einlagen und Spareinlagen sind allerdings zumeist nicht sehr groß und betragen im gesamten Beobachtungszeitraum durchschnittlich jeweils nur rund 2 Basispunkte. Spareinlagen sind Einlagen bei Kreditinstituten, die der Anlage dienen und als solche nur gegen Ausfolgung besonderer Urkunden (z. B. des Sparbuchs) entgegengenommen werden dürfen. Der Unterschied zu sonstigen (befristeten) Einlagen hat sich durch die zunehmende Verbreitung von Online-Banken verringert, da letztere üblicherweise keine derartigen Urkunden ausstellen.

⁶ Für detaillierte Beschreibungen des Konzepts der Zinssatzstatistik und die wesentlichen Unterschiede zwischen der alten und der neuen Zinssatzstatistik siehe Klein, A., A. Schubert und G. Swoboda. 2003. Eine neue harmonisierte Zinssatzstatistik für den Euroraum — Konzept, Umsetzung in Österreich und erste Ergebnisse. OeNB Berichte und Studien 4, 162-185.

⁷ Zwischen Ende 2007 und Anfang 2017 hat sich die Differenz zwischen der Verzinsung von Einlagen mit mehr als zwei Jahren Bindungsfrist und täglich fälligen Einlagen von rund 2,5 Prozentpunkten auf weniger als 0,5 Prozentpunkte verringert.

Zinsniveaus geringer: knapp die Hälfte bei Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr, 40 % bei bis zu 2 Jahren gebundenen Einlagen und rund 20 % bei längeren Bindungsfristen.

Historisch betrachtet stellt ein negativer Realzins, wie wir ihn für kurze Bindungsfristen seit 2009 beobachten, somit keine Besonderheit dar. Vielmehr lag in den vergangenen Jahrzehnten insbesondere für kurzfristige (Spar-)Einlagen die Verzinsung häufiger unter als über der Inflationsrate. Der Grund für die negativen Realzinsen ist allerdings in den historischen Perioden unterschiedlich: Waren die negativen Einlagenzinsen der 1970er und Anfang der 1980er Jahre sowie während der kürzeren Phasen 1999/2000, 2003/2004 und 2007 in erster Linie auf hohe Inflationsraten zurückzuführen, so ist der Grund dafür seit 2009 in einem historisch niedrigen nominellen Zinsniveau zu finden.

Dies mag auch erklären, warum in der aktuellen Debatte oft die Geldpolitik als die Hauptursache für die negative reale Verzinsung gesehen wird, während negative Realzinsen in Zeiten hoher Inflation eher stillschweigend hingenommen wurden. Inflationsbereinigt sind etwa die Zinsen für täglich fällige Einlagen derzeit nicht wesentlich niedriger als vor fünf oder zehn Jahren.

Die Entwicklung realer Sparrenditen wird allerdings nicht primär von der Geldpolitik determiniert, sondern spiegelt auch langfristige strukturelle Faktoren, wie Änderungen des Potenzialwachstums und des Gleichgewichtszinssatzes, wider. Der gleichgewichtige Realzinssatz ist jener Zinssatz, bei dem Sparen und Investitionen im Gleichgewicht sind und die Inflation ihrem Zielwert entspricht. Aufgrund von demographischen und technologischen Faktoren bestand in den letzten Jahren ein Überschuss von Ersparnissen gegenüber geplanten Investitionen, weshalb der gleichgewichtige Realzinssatz laut übereinstimmenden Schätzungen deutlich gesunken ist. Die derzeitige Ausrichtung der Geldpolitik, deren primäre Aufgabe die Wahrung der Preisstabilität und sekundäre Aufgabe die Stärkung der Wirtschaft im Euroraum ist, spiegelt somit auch diesen Rückgang des Gleichgewichtszinssatzes wider. Wenn – nicht zuletzt durch den Beitrag der Geldpolitik – die langfristigen Wachstumserwartungen wieder anziehen, werden auch die Realzinsen wieder steigen.

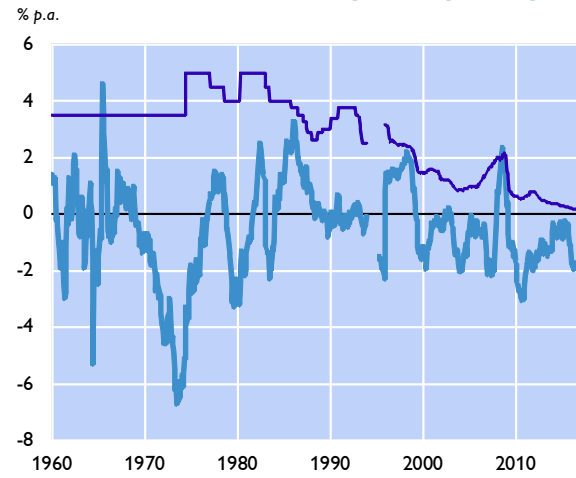
Tab. 1: Monate mit negativen inflationsbereinigten Einlagenzinsen

	Anzahl der Beobachtungen		
	insgesamt	davon negativ	
	abs.	abs.	in %
Spareinlagen zum Eckzinssatz			
1960-93	408	228	55.9
1960-69	120	60	50.0
1970-79	120	97	80.8
1980-93	168	71	42.3
Dezember 1995-Jänner 2017			
Täglich fällige Einlagen in EUR	254	193	76.0
Einlagen mit Bindungsfristen von			
bis zu 1 Jahr	254	123	48.4
1 bis 2 Jahren	254	101	39.8
über 2 Jahren	254	51	20.1

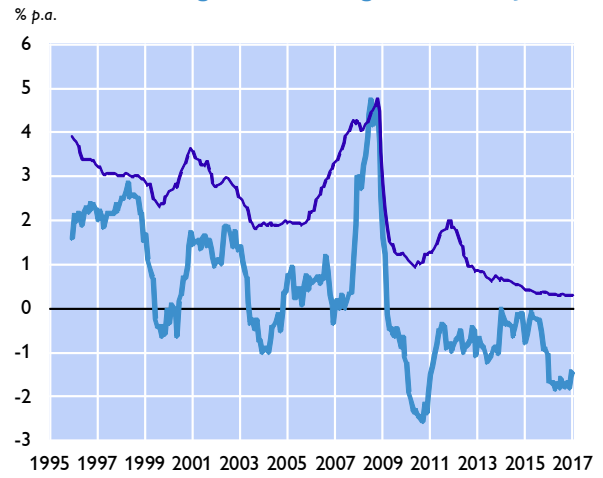
Quelle: OeNB.

Grafik 1: Inflationsbereinigte Einlagenzinsen für private Haushalte, annualisiert

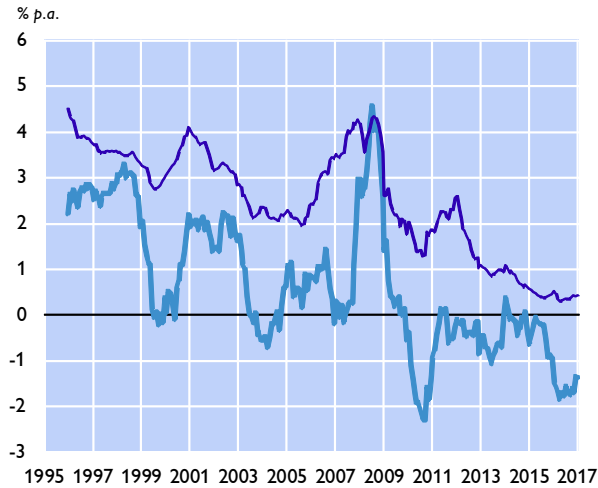
Eckzinssatz bzw. Zinssatz für täglich fällige Einlagen



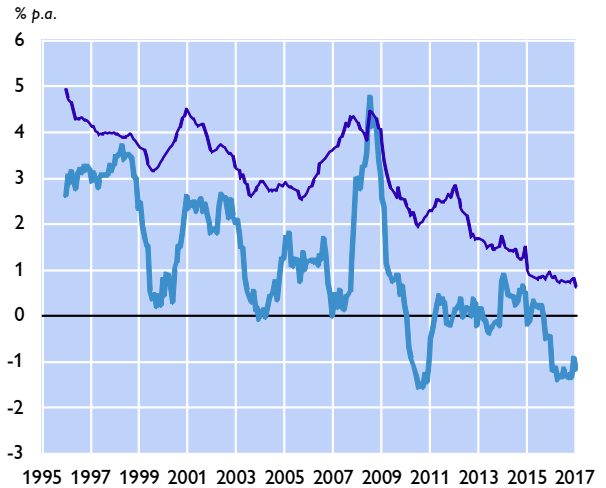
Zinssatz für Einlagen mit Bindungsfristen bis 1 Jahr



Zinssatz für Einlagen mit Bindungsfristen 1 – 2 Jahre



Zinssatz für Einlagen mit Bindungsfristen über 2 Jahre



Quelle: OeNB, Statistik Austria.

— Inflationbereinigt — Nominell