

STUDIENREIHE

DONNER & REUSCHEL STANDPUNKTE

1. DAS VERMÖGEN DER ZUKUNFT



GEMEINSAM
FÜR EINE
BESSERE ZUKUNFT

DONNER & REUSCHEL in Zusammenarbeit mit dem Hamburgischen WeltWirtschafts-
Institut gemeinnützige GmbH (HWWI) | Carsten Mumm, Chefvolkswirt des Bankhauses
DONNER & REUSCHEL | Professor Dr. Henning Vöpel, Direktor und Geschäftsführer HWWI

INHALT

Präambel.....	3
1. Einleitung	4
1.1. Warum wir Vermögen neu denken müssen.....	4
1.2. Die drei „D`s“ – Implikationen für Politik und Gesellschaft	5
2. Werte schaffen und Vermögen bilden.....	9
2.1. Was ist Vermögen heute und in Zukunft.....	9
2.2. Das verschenkte Vermögen: hohe Ersparnis, geringe Rendite.....	11
2.3. Schuldenbremse, Investitionen und das öffentliche Vermögen.....	18
2.4. Einkommen und ungleiche Vermögensverteilung.....	20
3. Wert und Bedeutung von Vermögen.....	23
3.1. Motive der Vermögensbildung.....	23
3.2. Determinanten der Vermögensbildung	25
4. Vermögensillusion: Technologische Umbrüche und gesellschaftliche Umwertungen	32
4.1. Niedrige Zinsen und Vermögenspreisblasen	32
4.2. Vergessen wir die Zukunft?	34
4.3. Globalisierung: Mittelschicht unter Druck.....	34
4.4. Digitalisierung: Daten sind das neue Kapital	35
4.5. Künstliche Intelligenz und technologische Arbeitslosigkeit	38
4.6. Klimawandel und die grüne Transformation der Wirtschaft.....	39
4.7. Demographie und Innovation	39
5. Vermögen von Morgen: Was Staat, Wirtschaft und jeder Einzelne jetzt tun sollten	41
6. Schlussfolgerungen.....	50
Quellen.....	52

PRÄAMBEL

Wir leben in einer Zeitwende, geprägt von enormen Umbrüchen – technologisch, geopolitisch und gesellschaftlich. Daraus ergeben sich für Volkswirtschaften und verschiedene Interessengruppen, aber auch für einzelne Individuen sowohl entscheidende Chancen als auch neuartige Risiken. Die damit einhergehenden Veränderungen erfordern Mut, Weitsicht und Verantwortung. Denn nur so können wir gemeinsam nachhaltige Lösungen und eine lebenswerte Zukunft selbstbestimmt gestalten.

Die Studienreihe „Standpunkte“ des Bankhauses DONNER & REUSCHEL und des HWWI gibt Denkanstöße und setzt Impulse für notwendige weitergehende Diskussionen. Dabei liegt der Fokus auf besonders relevanten, im allgemeinen Diskurs jedoch oft unterrepräsentierten Aspekten des Wandels.

„It's not about winning in the future, it's about cooperation“

Anders Indset, Wirtschaftsphilosoph

Rendite für die Zukunft, Zukunft für die Welt –

Vermögen braucht Mut und Weitsicht

1. EINLEITUNG

1.1. WARUM WIR VERMÖGEN NEU DENKEN MÜSSEN

Niedrigzinsen, Handelskonflikte, Digitalisierung, Klimawandel und nun womöglich auch noch eine Rezession – unser Wohlstand scheint in Gefahr. Das wirft auch für Anleger Fragen auf:

- Worin besteht unser Vermögen heute und was ist es in Zukunft noch wert?
- Können wir mit dem existierenden Vermögen jene Güter und Dienstleistungen erwerben, die wir in Zukunft konsumieren möchten?
- Welches ist in der Zukunft produktives Vermögen?

Wir erleben tiefgreifende Strukturwandel: den Übergang vom industriellen in das digitale Zeitalter und gleichzeitig von fossiler in klimaneutrale Produktion. Dadurch werden zunehmend neuartige Produktionsverfahren verwendet und andere Güter und Dienstleistungen erzeugt. Das heute in den Büchern und Bilanzen stehende Vermögen, sowie das Wissen und die Ausbildung von Menschen sind zumindest teilweise schon bald deutlich weniger wert. In diesem Sinne besteht derzeit eine Vermögensillusion – wir überschätzen unseren Wohlstand. Beispielsweise ist aktuell offen, ob die deutsche Automobilindustrie künftig noch wettbewerbsfähig ist. Möglicherweise hat sie den technologischen Wandel zu spät eingeleitet.

Wer heute Vermögen bilden möchte, muss also zuerst die Frage beantworten, was morgen Wert haben wird. Das bezieht sich nicht nur auf unternehmerische Investitionsentscheidungen, sondern auch auf Ausbildungsentscheidungen von Menschen. Denn Vermögen ist mehr als eine physische und materielle Größe oder eine finanzielle Forderung. Es umfasst auch Fähigkeiten, Erfahrungen und Mentalitäten, wie etwa Patente, Kreativität oder Unternehmungsgeist. Schon semantisch steckt in

dem Substantiv „Vermögen“ zugleich das Prädikat „zu vermögen“, also in der Lage zu sein, etwas zu tun.

Im Zuge dieses Paradigmenwechsels finden Entwertungen und Umwertungen von Vermögen statt. An der Schwelle zu einer neuen Zeit gilt es daher, Vermögen neu zu denken. Vor diesem Hintergrund stellen sich auch gesellschaftlich zentrale Fragen:

- Welches Vermögen müssen wir volkswirtschaftlich bilden, um nachhaltig Wohlstand für die Zukunft zu erwirtschaften?
- Wie können unter neuen technologischen und gesellschaftlichen Bedingungen „Werte“ geschaffen und Vermögen gebildet werden, um „gemeinsam eine bessere Zukunft“ zu gestalten?
- Wie können möglichst viele Menschen an diesem Vermögen beteiligt werden, um damit gerade in disruptiven Zeiten individuelle Sicherheit und gesellschaftlichen Zusammenhalt zu stärken und eine weiter divergierende Einkommens- und Vermögensverteilung zu verhindern?

1.2. DIE DREI „D`S“ – IMPLIKATIONEN FÜR POLITIK UND GESELLSCHAFT

Die derzeit entscheidenden volkswirtschaftlichen Determinanten und Trends für die Bildung von Vermögen können als die drei „D`s“ zusammengefasst werden:

- **Demographie:** Die demographische Alterung führt zu einem veränderten aggregierten Spar-, Anlage- und Investitionsverhalten. Es wird mehr gespart und eher auf Kapitalerhalt abgezielt.
- **Digitalisierung:** Die Digitalisierung bedeutet einen tiefgreifenden technologischen Wandel, der bestehendes Produktivvermögen entwerten und neue Sachanlagen und vor allem Humankapital erfordern wird.
- **Dekarbonisierung:** Die Umstellung auf klimaneutrale Produktion führt dazu, dass „fossile“ Produktionsverfahren an Wert verlieren. Saubere Technologien verzeichnen dagegen einen Wertzuwachs.

Die drei „D`s“ bestimmen wesentliche Trends der Zukunft und sind zugleich enorme Herausforderungen für Gesellschaft, Politik, Unternehmen und Individuen. Vermögen, Kapitalstock und Humankapital werden umgewertet. Diese Zeitenwenden werden nur Unternehmen überleben, die sich dem Wandel direkt stellen und aktiv die eigene und damit die Zukunft der Allgemeinheit mitgestalten. Wer zu lang wartet, den überholt irgendwann die Wirklichkeit und er ist nicht mehr wettbewerbsfähig, wie in der Vergangenheit die Beispiele von Unternehmen wie Nokia oder Kodak zeigten.

Begleitet werden die aktuellen Umbrüche durch ein weiterhin sehr niedriges Zinsniveau, das sowohl reale als auch geldpolitische Ursachen sowie ambivalente Wirkungen hat. Einerseits sind die Zinsen auf Ersparnisse niedrig, gleichzeitig werden dadurch aber die Vermögenspreise gestützt. Für Investitionen bieten die derzeit niedrigen Zinsen hingegen günstige Finanzierungsbedingungen, um den notwendigen Aufbau neuen Vermögens voranzutreiben.

Wenn altes Vermögen abgeschrieben und der Aufbau neuen volkswirtschaftlichen Vermögens notwendig ist, stellt sich die Frage, mit welchen Instrumenten die Bildung von und die Beteiligung an Vermögen gefördert werden kann. Gesellschaftlich besonders relevant ist die Förderung des langfristigen Vermögensaufbaus, denn die Globalisierung hat zu einer ungleichmäßigeren Einkommens- und Vermögensverteilung geführt. Zudem wirken die derzeitigen technologischen Umbrüche disruptiv auf das bestehende Vermögen und vermindern dessen Robustheit (Resilienz) gegenüber externen Schocks. Kontraproduktiv wirkt in diesem Zusammenhang die immer wiederkehrende Diskussion um die (Wieder-) Einführung einer Vermögensteuer. Diese würde aufgebautes Vermögen ex post besteuern und den Anreiz, neues Vermögen zu bilden, absenken. Die beabsichtigten Wirkungen auf die Vermögensverteilung wären hingegen begrenzt.

Es ist somit an der Zeit, über neue Ansätze des Vermögensaufbaus und der Vermögensbeteiligung nachzudenken, um den technologischen, ökonomischen und gesellschaftlichen Strukturwandel zu bewältigen und zu gestalten. Zur Vermögensillusion kommt aufgrund der allgemein hohen Unsicherheit derzeit allerdings eine abwartende Haltung (Attentismus) in Bezug auf die notwendigen Investitionen. Beides wird durch die niedrigen Zinsen unterstützt, denn auch wenig produktive Ressourcenverwendungen können dadurch am Markt verbleiben. Der Prozess des

wettbewerbsbedingten Ausscheidens unproduktiver Unternehmen funktioniert in diesem Umfeld nur unzureichend.

Die fünf folgenden Politikansätze könnten daher als Rahmen für eine Investitions- und Vermögensoffensive dienen:

- Bewertung und Bilanzierung von Vermögen unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten: Insbesondere die natürlichen Lebensgrundlagen sind als kollektives, intergenerationelles Vermögen zu schützen. Der Schutz natürlicher Ressourcen muss eine Rendite bekommen, damit nachhaltiges und klimaneutrales Wirtschaften wettbewerbsfähig wird.
- Investitionen in Humankapital, frühkindliche Bildung und lebenslanges Lernen: Diese sind Grundlage für Produktivität und Resilienz in einer sich immer schneller verändernden digitalen Zukunft.
- Investitionen in Forschung und Entwicklung endogenen technischen Fortschritts: Die Fähigkeit, neue Ideen und Patente zu entwickeln, ist die Voraussetzung für zukünftige Einkommen und stellt somit ein immer wichtiger werdendes Vermögen in der Wissensökonomie dar.
- Förderung von Aktienbesitz: Die breite Beteiligung von Menschen an produktivem Vermögen zu befördern ist noch notwendiger, wenn Erwerbsbiografien in Zukunft weniger linear verlaufen und Kapitaleinkommen neben dem Erwerbseinkommen eine größere Bedeutung erhält.
- Öffentliche Investitionen zur Verbesserung der Versorgung mit öffentlichen Gütern: Das öffentliche Vermögen ist in den letzten Jahren zurückgegangen. Nur vermögende private Haushalte können fehlende öffentliche Güter teilweise ersetzen. Investitionen in öffentliche Vermögen haben somit einen vermögensausgleichenden Effekt, denn sie kommen allen Bevölkerungsschichten zugute.

Fazit des Kapitels:

- Gleich mehrere fundamentale Trends werden den Wertverlust des alten Vermögens und die Herausforderung der Bildung neuen Vermögens forcieren. Es sind vor allem die drei „D’s“: Demografie, Digitalisierung und Dekarbonisierung.
- Diese Entwicklungen entwerten bestehende Vermögen und lassen neue Vermögen entstehen. Wer „altes“ Vermögen besitzt, könnte einer Vermögensillusion unterliegen.
- Der Aufbau neuen Vermögens sollte unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten geschehen. Benötigt werden Investitionen in Humankapital, Forschung und Entwicklung sowie öffentliche Güter. Eine Förderung des Aktienbesitzes verbessert die Teilhabe breiter Bevölkerungsschichten am neuen Vermögen.

2. WERTE SCHAFFEN UND VERMÖGEN BILDEN

2.1. WAS IST VERMÖGEN HEUTE UND IN ZUKUNFT

Vermögen ist grundsätzlich alles, was heute und in Zukunft Wertschöpfung ermöglicht und Einkommen generiert. Folglich wird die heutige Bewertung von Vermögen durch die Höhe der abgezinnten zukünftigen aus dem Vermögen generierbaren Einkommen bestimmt:

$$\text{Vermögenswertformel: } V = E1/(1+r) + E2/(1+r)^2 + E3/(1+r)^3 + \dots$$

Zum volkswirtschaftlichen Vermögen gehören Maschinen und Fabriken, mit denen Güter und Dienstleistungen produziert werden, Häuser, in denen man wohnen kann, und Humankapital, mit dem Menschen produktiv sein können. Gold und andere Edelmetalle sind zwar in diesem Sinne nicht produktiv, aber sie lassen sich gegen Güter tauschen und können daher auch als Vermögen betrachtet werden.

Für Volkswirtschaften ist Vermögen die Grundlage zur Erzeugung von Einkommen und somit Wohlstand. Aus einzelwirtschaftlicher Perspektive bietet Vermögen Sicherheit gegenüber persönlichen Risiken des Lebens.

Vermögen kann in Form von Sachvermögen, Beteiligungen oder Geldvermögen gebildet und gehalten werden. Neben dem laufenden Einkommen als Stromgröße bietet Vermögen als Bestandsgröße wichtige individuelle ökonomische Funktionen: Man kann es veräußern, als Sicherheit, etwa für Kredite, hinterlegen oder vererben. Vermögen bietet Sicherheit gegenüber Schocks, besonders, wenn man es diversifiziert.

Eine möglichst breite Vermögensbildung in allen Bevölkerungsschichten ist makroökonomisch bedeutsam für den Zusammenhalt von Gesellschaften und die Akzeptanz von Demokratie und Marktwirtschaft. Die Globalisierung hat in den vergangenen Jahren jedoch dazu beigetragen, dass sich die Verteilung von Vermögen verschoben hat, in Teilen ungleichmäßiger geworden ist. Mit der Digitalisierung, der Demographie und dem Klimawandel werden gleich drei weitere Megatrends der nächsten zehn Jahre die Vermögensverteilung und -bildung stark beeinflussen. Eine fundamentale Umwertung von Vermögen, Kapitalstock und Geschäftsmodellen findet statt.

Die Kernfrage der Vermögensbildung ist daher, was künftig werthaltig ist, womit also in Zukunft Einkommen erzielt und Wertschöpfung erzeugt wird. Denn Vermögensbildung, also heutiger Konsumverzicht, bedeutet letztlich einen Tausch von Gegenwarts- in Zukunftskonsum. Wer also Vermögen gebildet hat, mit dem sich in Zukunft keine Einkommen erzielen lassen, hat fehlinvestiert. In diesem Fall wäre gar kein oder nur geringes Vermögen entstanden. Vermögen zu bilden, ist deshalb keinesfalls trivial, denn technologische Veränderungen können auf der Angebotsseite Produktionsverfahren und gesellschaftliche Veränderungen können auf der Nachfrageseite Präferenzverschiebungen auslösen, die zugleich die Bewertung von Vermögen verändern.

Genau solche fundamentalen Verschiebungen werden durch die Digitalisierung sowie das steigende öffentliche Bewusstsein für den Klimawandel gerade angeschoben, begleitet von historisch niedrigen Zinsen und dem demografischen Wandel (vgl. Abbildung 1). Ein plakatives Beispiel ist die vielschichtige Transformationsphase, in der sich die Automobilindustrie aktuell befindet. Autobauer sehen sich klimapolitisch bedingt einer massiv veränderten Nachfrage gegenüber, neue Antriebstechnologien stehen zur Verfügung und gleichzeitig müssen die Voraussetzungen zur Umsetzung des autonomen Fahrens geschaffen werden.

Paradigmenwechsel sind dadurch gekennzeichnet, dass sich die Prinzipien des Wirtschaftens und Zusammenlebens verändern. Große Umbrüche gehen mit Disruption und Unsicherheit einher: Märkte und Berufsbilder wandeln sich, alte Unternehmen verschwinden, neue entstehen. Davon ist auch das Vermögen einer Volkswirtschaft betroffen. Die Grundlagen des Wohlstandes verändern sich, möglicherweise existenzielle Vermögensillusionen entstehen.

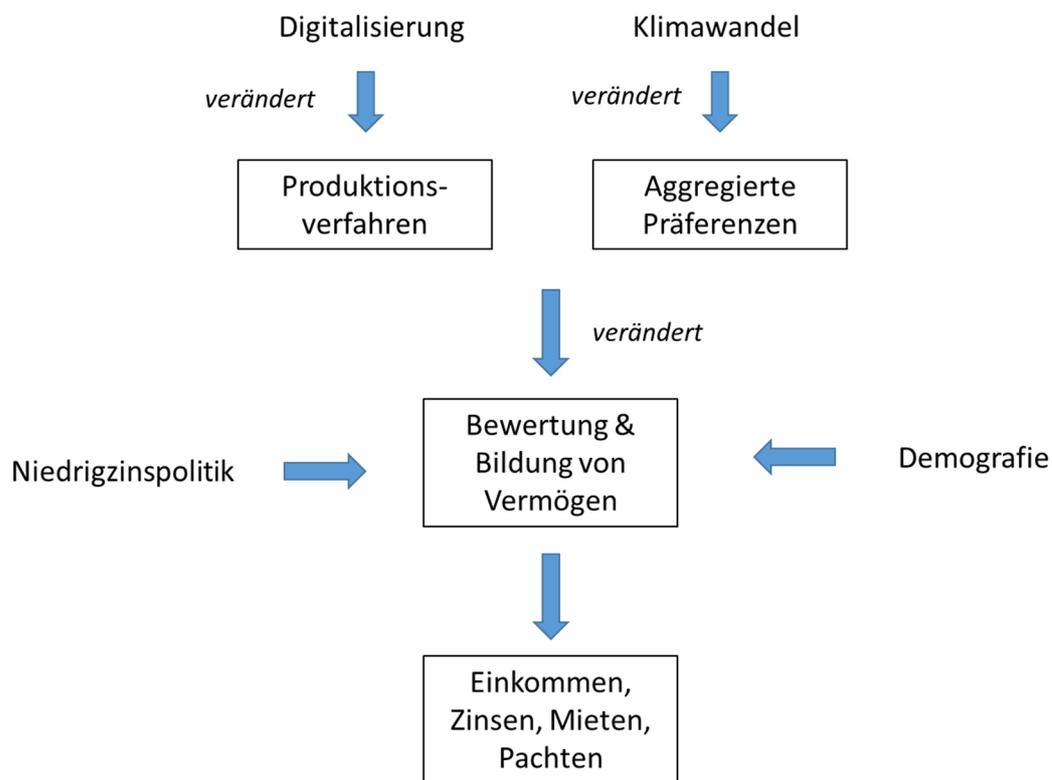


Abbildung 1: Determinanten der Bewertung und Bildung von Vermögen, *Quelle: eigene Darstellung*

2.2. DAS VERSCHENKTE VERMÖGEN: HOHE ERSPARNIS, GERINGE RENDITE

In Deutschland betrug das gesamte Volksvermögen im Jahr 2017 rund 16,57 Billionen Euro, das entspricht gegenüber dem Jahr 2009 – und damit einem Zeitpunkt unmittelbar nach dem Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise – nominal einer Erhöhung von rund 43 Prozent.

Das Sachvermögen betrug 2017 rund 14,98 Billionen Euro oder rund 90 Prozent des Gesamtvermögens. Es besteht überwiegend aus Bauten, Grund und Boden sowie Ausrüstungen, in geringerem Maß auch aus geistigem Eigentum. Das Geldvermögen, also die Nettoforderungen gegenüber dem Ausland, betrug im Jahr 2017 rund 1,59 Billionen Euro oder rund zehn Prozent des Volksvermögens (vgl. Abbildung 2). Das Sachvermögen ist zwischen 2009 und 2017 nominal um rund 34 Prozent gestiegen, während das Geldvermögen um fast das Vierfache höher lag. Diese Entwicklung spiegelt sich in dem hohen Leistungsbilanzüberschuss wider, den Deutschland seit der Finanzkrise

aufweist. Die Ersparnis wurde offensichtlich weniger in den inländischen Kapitalstock investiert, als vielmehr in das Ausland nettoexportiert. Nur Sachvermögensbildung kann jedoch dafür sorgen, dass die inländische Wirtschaft produktiv bleibt.

Ein wesentlicher Aspekt für den deutlichen Anstieg des nominalen Vermögens ist das strukturelle Niedrigzinsniveau. Bei fallenden Zinsen sinkt der Abzinsungsfaktor zukünftiger Erträge, der Barwert und somit der Nominalwert des Vermögens steigt (Vgl. Vermögenswertformel).

Ersparnis, Sach- und Geldvermögen

In einer offenen Volkswirtschaft gilt per definitionem, dass die Ersparnis gleich den Investitionen und den Nettoexporten ist. Die Investitionen entsprechen dabei den Veränderungen des Sachvermögens und die Nettoexporte der Zunahme des Netto-Geldvermögens einer Volkswirtschaft. Das Geldvermögen wiederum sind die Forderungen gegenüber dem Ausland.

Es gilt daher formal:

Sparen (Zunahme des Vermögens) = Investition (Zunahme des Sachvermögens) + Nettoexport (Zunahme des Geldvermögens).

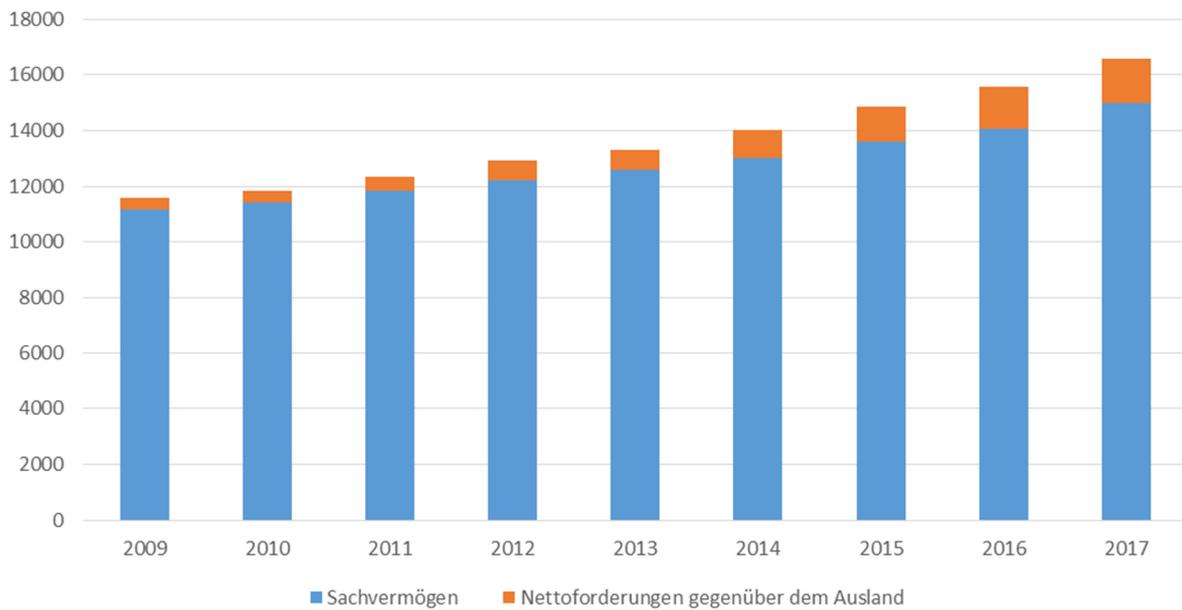


Abbildung 2: Entwicklung des volkswirtschaftlichen Vermögens in Deutschland 2009 bis 2017 in Millionen Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (2019), Vermögensrechnung 1999 – 2017, Frankfurt am Main

Das Reinvermögen der privaten Haushalte in Deutschland betrug 2017 rund 12,58 Billionen Euro. Gegenüber 2009 entspricht dies einer Erhöhung um nominal rund 44 Prozent. Das Sachvermögen betrug 2017 rund 8,26 Billionen Euro (ca. 66 Prozent des Reinvermögens), das Geldvermögen rund 6,07 Billionen Euro (ca. 34 Prozent). Das Vermögen der Haushalte macht also im Vergleich zu den Sektoren Staat und Unternehmen den weitaus größten Teil des Volksvermögens von über 16 Billionen Euro aus.

Im zweiten Quartal 2019 betrug das Geldvermögen der privaten Haushalte 6,43 Billionen Euro. Davon wurden mehr als 2,58 Billionen Euro als Bargeld und Einlagen gehalten. Nur rund 1,36 Billionen Euro sind in Wertpapieren, vor allem in Festverzinslichen und nur zu einem kleinen Teil in Aktien, investiert (vgl. Abbildung 3).

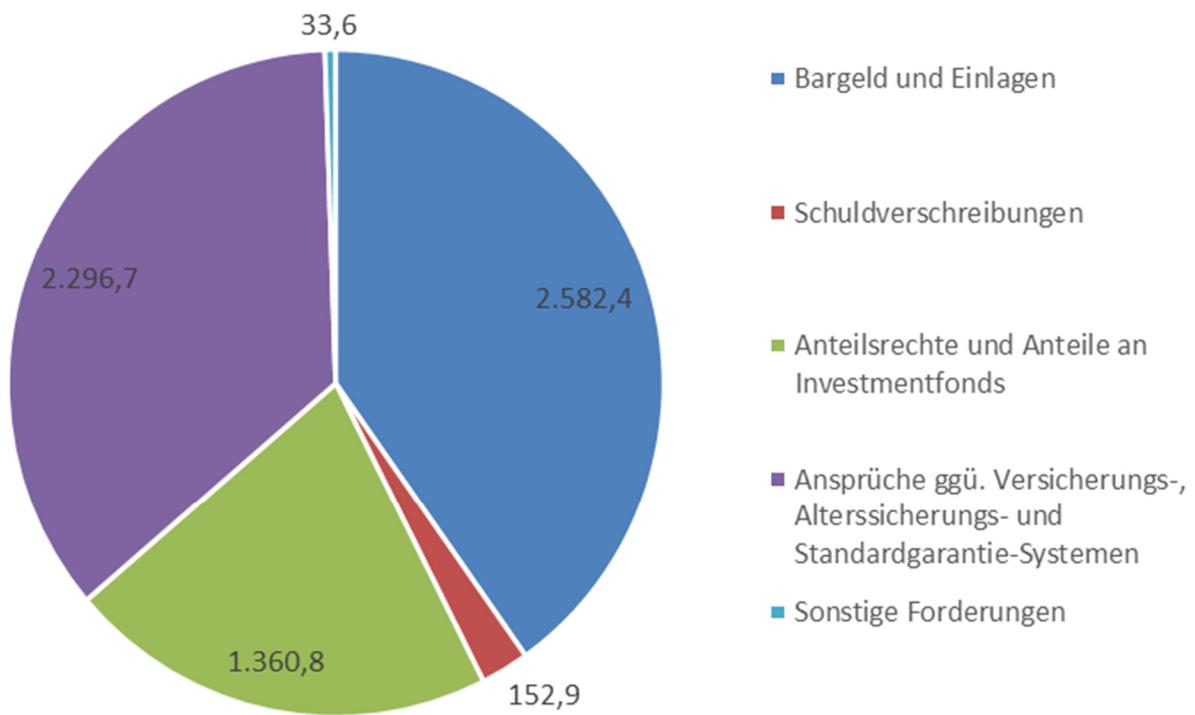


Abbildung 3: Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland Q2/2019 in Milliarden Euro;
Quelle: Vermögensbilanzen der Deutschen Bundesbank, 2019

Damit ist seit 2009 der Anteil von Bargeld und Sichteinlagen sogar noch erheblich gestiegen (vgl. Abbildung 4).

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland

in %, Quartalsendstände

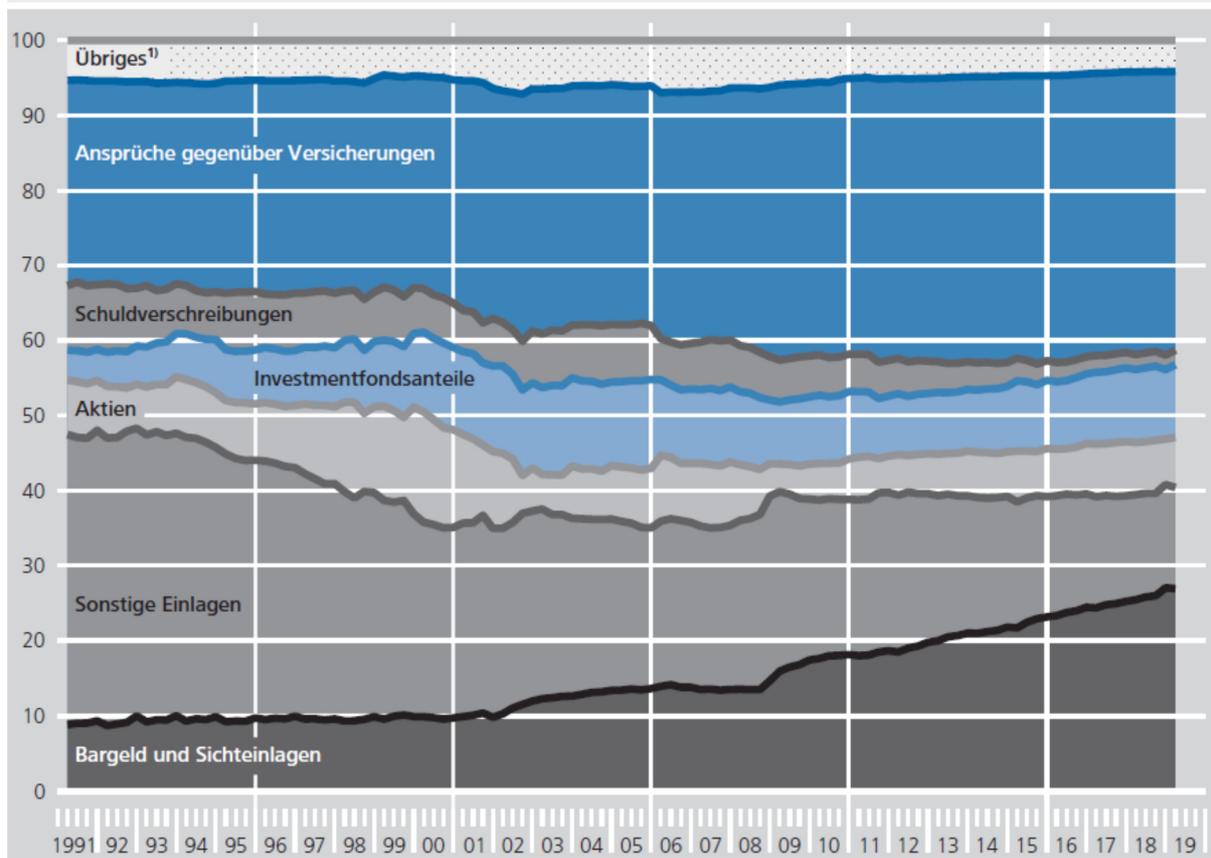


Abbildung 4: Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland; Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 10/2019

Aufgrund des hohen Bargeld- und Einlagenanteils am Geldvermögen ist die durchschnittliche Rendite auf das deutsche Sparvermögen mit 2,3 Prozent p.a. in den Jahren 2012 bis 2015 im Vergleich zu anderen Ländern gering. In Finnland betrug die durchschnittliche Rendite beispielsweise 6,9 Prozent p.a. Es ist daher nicht überraschend, dass deutsche Sparer besonders unter der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank EZB „leiden“.

Nicht nur individuell, sondern auch gesamtwirtschaftlich existiert eine intertemporal optimale Vermögensallokation, die über längere Zeiträume hinweg ein effizientes Portfolio beinhaltet. Für

jüngere Menschen ist es eher sinnvoll, in die eigene Bildung zu investieren, um daraus in Zukunft stetiges Einkommen zu generieren, wohingegen es für ältere Menschen wichtiger ist, die Ersparnis liquiditätsnah zu halten. Ebenso gibt es für Volkswirtschaften eine optimale Vermögensallokation – mit dem wichtigen Unterschied, dass Volkswirtschaften „unendlich“ leben, weshalb die intertemporale Vermögensentscheidung oft mit Hilfe eines Modells der „überlappenden Generationen“ modelliert wird. Studien haben gezeigt, dass demographisch ältere Gesellschaften oft risikoscheu agieren, da es mehr um den Vermögenserhalt als um den Vermögensaufbau geht.

Neben der Rendite, also dem Einkommen, das mit dem Vermögen erzielt wird, spielen für die optimale Anlageentscheidung verschiedene Risiken und die Liquidität im Falle eines Verkaufs der Kapitalanlage (Fungibilität) eine wichtige Rolle. Vor dem Hintergrund der demographischen Alterung und des wichtiger werdenden Motivs der Altersvorsorge ist das Kapitalrisiko (der Kurs zum Zeitpunkt der Liquidierung vor Ende des Anlagehorizonts ist unbekannt) gegenüber dem Einkommensrisiko (der Zins bei Wiederanlage nach Ende der Laufzeit ist unbekannt) zunehmend unbedeutender, da es bei einem sehr langfristigen Anlagehorizont keinen lange vordefinierten Liquidierungszeitpunkt gibt. In der Konsequenz könnten Anleger zumindest Teile Ihres Vermögens längerfristig und damit in der Regel auch rentabler anlegen.

Die Erklärung spezifischer Spar- und Anlageverhalten reicht bis in historische Mentalitätsmuster hinein. Die Deutschen sparen viel, denn Sparen gilt vielen als Tugend. Die schwäbische Hausfrau wird sogar von der Politik bemüht, um Sparsamkeit quasi moralisch zu begründen. Die Anlage des Ersparten erfolgt dagegen sehr vorsichtig. Vorsicht gilt ebenfalls als Tugend. Als dritten Faktor sehen viele Deutsche einen Leistungsbilanzüberschuss als positiven Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss wird allerdings unter anderem vom Internationalen Währungsfonds IWF als zu hoch kritisiert. Der Ökonom Paul Krugman spricht in diesem Zusammenhang sogar von einem „Deutschland-Problem“ für die Weltwirtschaft.

Diese drei kulturell geprägten, fast merkantilistischen Ansichten führen zu einem bemerkenswerten Befund: Deutsche Anleger verschenken buchstäblich Vermögen, denn die Rendite auf das durch die Leistungsbilanzüberschüsse entstehende Auslandsvermögen ist vergleichsweise gering. Die hohe Geldvermögensbildung der Deutschen ist somit zunehmend unrentabel. Kumuliert sind die Folgen der niedrigen Anlageerträge signifikant: Seit der Finanzkrise 2008 hätte Deutschland um bis zu drei

Billionen Euro mehr Vermögen aufbauen können, wenn die Renditen auf Auslandsvermögen jenen Norwegens oder Kanadas entsprochen hätten. Das entspricht auf Pro-Kopf-Basis bis zu 37.500 Euro an verlorenem Vermögen für jeden deutschen Bürger im Vergleich zu den Erträgen norwegischer oder kanadischer Anleger (vgl. Schularick et al., 2019). Die Gründe hierfür liegen im Wesentlichen in einer sehr risikoscheuen Anlage.

In vielen Ländern, darunter zum Beispiel Italien und Spanien, existiert auch deshalb eine geringere Risikoaversion als in Deutschland, weil die Immobilienbesitzquote dort höher ist. Das Eigenheim ist eine Absicherung gegenüber Finanzmarktrisiken. Wer einen Sockel an sicherem Vermögen hat, kann in seinem Finanzportfolio mehr Risiko eingehen.

Die historischen Renditen verschiedener Anlageklassen offenbaren deutliche Unterschiede (vgl. Tabelle 1). Aktien und Immobilien, also reale Anlageklassen, erzielten eine systematisch höhere Rendite als Geld und Anleihen. Die Rendite-Unterschiede sind stabil und aussagefähig, da sie über längere Zeiträume und unter unterschiedlichen Bedingungen nachweisbar sind.

	Gesamtperiode	nach 1950	nach 1980
Geld	1,31	1,17	1,89
Anleihen	2,49	2,65	5,55
Immobilien	6,69	6,34	5,39
Aktien	7,04	8,13	8,98

Tabelle 1: Reale Renditen für die größten Industrieländer, u.a. die USA, Großbritannien und Deutschland, in langfristiger Perspektive (Angaben in Prozent p.a.); Quelle: Jorda et. al. (2019), The Rate of Return on Everything, 1870 – 2015, The Quarterly Journal of Economics, 134(3), 1225-1298.

2.3. SCHULDENBREMSE, INVESTITIONEN UND DAS ÖFFENTLICHE VERMÖGEN

Die sektorale Betrachtung der Vermögensbildung zeigt, dass in Deutschland mittlerweile alle drei volkswirtschaftlichen Sektoren – der Staat, die privaten Haushalte und die Unternehmen – einen positiven Finanzierungssaldo aufweisen, also sparen. Dabei sind nur die privaten Haushalte der typische Überschuss-Sektor einer Volkswirtschaft. Sie erbringen den größten Anteil der gesamtwirtschaftlichen Sparleistung. Demgegenüber gehören Staaten und Unternehmen theoretisch zu den Defizit-Sektoren, also den Schuldnern. Vor allem der Unternehmenssektor hat aufgrund der enormen Investitionssummen für Fabriken, Maschinen etc. normalerweise einen negativen Finanzierungssaldo.

Obwohl die Finanzierungssalden für Unternehmen und Staat mittlerweile positiv sind, sind die finanziellen Vermögenssalden nach wie vor negativ. Neben den finanziellen Kapitalgesellschaften weisen allein die privaten Haushalte einen positiven Saldo auf. Insgesamt bildet Deutschland gegenüber dem Ausland weiterhin Geldvermögen (vgl. Abbildung 5).

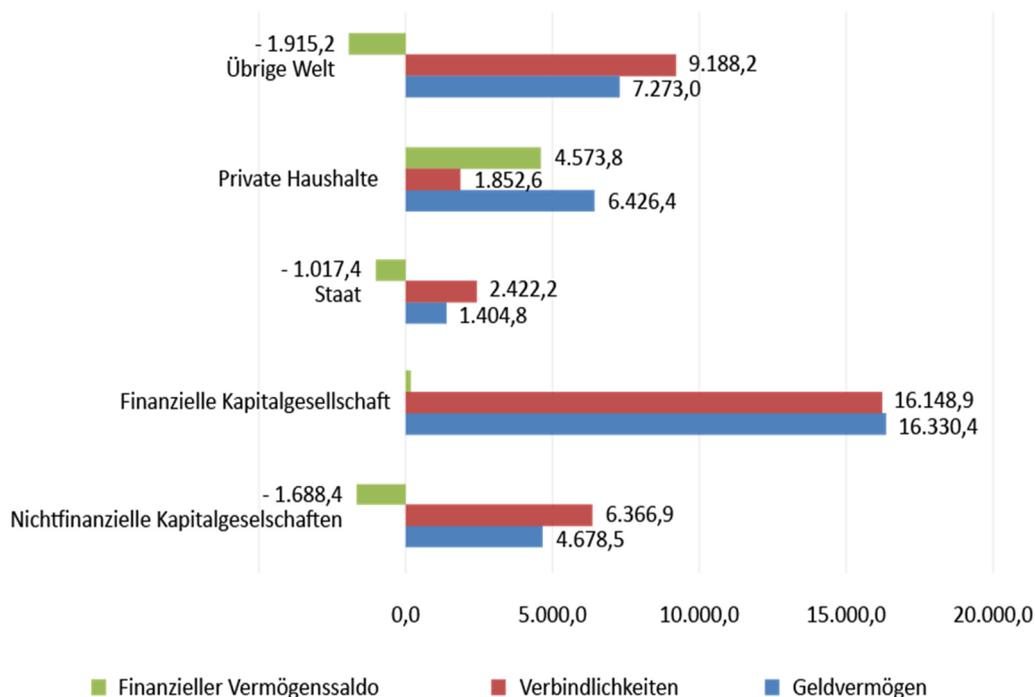


Abbildung 5: Finanzielle Vermögenssalden nach Sektoren, in Milliarden Euro, Stand Q2/2019; Quelle: Deutsche Bundesbank, Vermögensrechnung, 2019

Aktuell weist allein das Ausland einen negativen Finanzierungssaldo auf, macht also Schulden gegenüber Deutschland und finanziert so den Überschuss der anderen Sektoren. Die hohe Ersparnis in Deutschland fließt somit fast ausschließlich ins Ausland, der Leistungsbilanzüberschuss und der Nettokapitalexport sind entsprechend hoch. Die inländische Investitionstätigkeit war dagegen in den letzten Jahren eher schwach. Das betrifft sowohl die privaten als auch und insbesondere die öffentlichen Investitionen. Die Schuldenbremse gilt vielen als ein Hindernis für höhere öffentliche Investitionen, da nur in Höhe von 0,34 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) strukturell Schulden gemacht werden dürfen. Langfristig konvergiert die Schuldenbremse gegen eine Schuldenquote des deutschen Staates von rund 30 Prozent bezogen auf das BIP. Damit läge die deutsche Staatsverschuldung sogar deutlich unter dem Maastricht-Kriterium zur Teilnahme an der Währungsunion in Höhe von 60 Prozent vom BIP. Schon heute liegt die Verschuldung mit ca. 60 Prozent deutlich unter der Verschuldung aller Eurostaaten zusammen mit einem Wert von gut 85 Prozent.

Angesichts dieser Entwicklung, aber auch wegen der seit Jahren hohen Steuereinnahmen und deren vornehmlicher Verwendung zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, wird die Investitionszurückhaltung Deutschlands zunehmend kritisiert – zumal sich in den letzten Jahren zugleich ein erheblicher Investitionsstau aufgebaut hat. Es wird argumentiert, dass öffentliche Investitionen in Verkehrsinfrastruktur, den digitalen Infrastrukturaufbau oder Bildungsinvestitionen eine hohe gesamtwirtschaftliche Rendite hätten, was insbesondere in Zeiten sehr geringer, zum Teil sogar negativer Zinsen gelte, in denen die deutsche Regierung sogar weniger zurückzahlt, als sie an Kredit aufgenommen hat.

Wie hoch genau die gesamtwirtschaftliche Rendite von öffentlichen Investitionen ist, bleibt indes unbestimmt, genauso wie die Frage, in welche Bereiche investiert werden sollte. Welche Form des Investierens und Vermögensaufbaus intertemporal effizient ist, kann pauschal nicht beantwortet werden. Klar ist jedoch, dass lediglich eine „schwarze Null“ nicht optimal sein kann, wenn gleichzeitig das öffentliche Vermögen in Form von Straßen und Schulen sinkt bzw. dringend Erneuerungsinvestitionen oder der Aufbau neuer technologischer Infrastruktur notwendig sind.

2.4. EINKOMMEN UND UNGLEICHE VERMÖGENSVERTEILUNG

Die Vermögensverteilung in Deutschland ist im internationalen Vergleich eher heterogen. Entsprechend liegt der Gini-Koeffizient, ein Maß für die Ungleichverteilung innerhalb einer Gruppe, mit 0,76¹ relativ hoch (vgl. Abbildung 4). Einzig in den USA ist die Vermögensverteilung mit einem Gini-Koeffizienten von 0,87 noch ungleichmäßiger, während in anderen Eurostaaten zumeist niedrigere Werte, also gleichmäßigere Vermögensverteilungen, zu verzeichnen sind. So beträgt der Gini-Koeffizient etwa in Italien und Spanien, in denen die Wohneigentumsquoten hoch sind, nur 0,61 bzw. 0,58. In Deutschland hat die Ungleichverteilung zudem – nicht zuletzt aufgrund der steigenden Immobilienpreise – in den letzten Jahren zugenommen.

In entwickelten Sozial- und Wohlfahrtsstaaten gibt es jedoch zum Teil eine Art Substitution von privatem Vermögen in der Funktion als Sicherheit für individuelle Risiken. Durch staatliche Sozialversicherungssysteme, wie etwa einer Arbeitslosen-, Kranken- und Rentenversicherung, werden diese Risiken kollektiv versichert. Je stärker diese Sozialversicherungen entwickelt sind, desto weniger Vermögen ist notwendig, um die Einkommensrisiken durch privates Vermögen abzusichern. Die Versicherungsleistungen stellen in diesem Sinne auch Erträge aus Vermögen dar.

Allerdings ist die Besteuerung von Einkommen und Vermögen in Deutschland in den letzten Jahren weniger progressiv geworden, so dass die relative Steuer- oder Beitragsbelastung mit steigendem Einkommen weniger stark zunimmt. Der Aufbau von Sozialversicherungssystemen hat daher vor allem die privaten Vermögensbildungsmöglichkeiten vieler Menschen mit geringeren Einkommen beschränkt. Der Ökonom Gabriel Zucman hat in seinem Buch „The Triumph of Injustice“ das Phänomen beschrieben, dass es vielen Vermögenden offenbar gelungen ist, der Steuer auszuweichen und ihr Vermögen vergleichsweise deutlich vermehren zu können. Das gilt auch für internationale Konzerne und insbesondere für digitale Plattformen, die heute kaum noch Steuern zahlen.

Es ist jedoch unsicher, ob beispielsweise die Besteuerung hoher Vermögen tatsächlich einen spürbaren Umverteilungseffekt, geschweige denn einen Vermögensbildungsanreiz für weniger vermögende Menschen auslösen würde. Dringend geboten sind angesichts der politischen Bedeutung der

¹ Der Gini-Koeffizient ist ein aggregiertes Verteilungsmaß und misst die Abweichung von der Gleichverteilung über die gesamte Verteilung hinweg. Der Wert 1 bedeutet eine maximale Ungleichverteilung, der Wert 0 eine vollkommene Gleichverteilung.

Ungleichheit für die Stabilität der Gesellschaft hingegen die Durchsetzung von Steuergerechtigkeit, etwa mit einem internationalen Mindestbesteuerungsgesetz, und gleichzeitig das Setzen von Vermögensbildungsanreizen für mittlere und geringe Einkommen.

Einkommen und Vermögen stehen also in einer engen Beziehung. Einkommensungleichverteilung erzeugt unterschiedliche Möglichkeiten zur Vermögensbildung, ungleichmäßige Vermögensverteilung bedeutet wiederum unterschiedliche Beteiligung am Produktivvermögen. Wenn sich die funktionale Verteilung des gesamtwirtschaftlichen Einkommens auf Lohn- und Kapitaleinkommen verändert, wie es in der Globalisierung zugunsten von Kapital geschehen ist (vgl. Piketty „Das Kapital im 21. Jahrhundert“), dann verschärft sich die Ungleichverteilung des Vermögens. Insoweit lassen sich die Fragen von Einkommens- und Vermögensverteilung nicht unabhängig voneinander führen. Wer Vermögen hat, kann leichter neues bilden. Am Beginn steht jedoch die Möglichkeit, erst einmal anzufangen, aus dem laufenden (Arbeits-) Einkommen einen ersten Vermögensstock zu bilden.

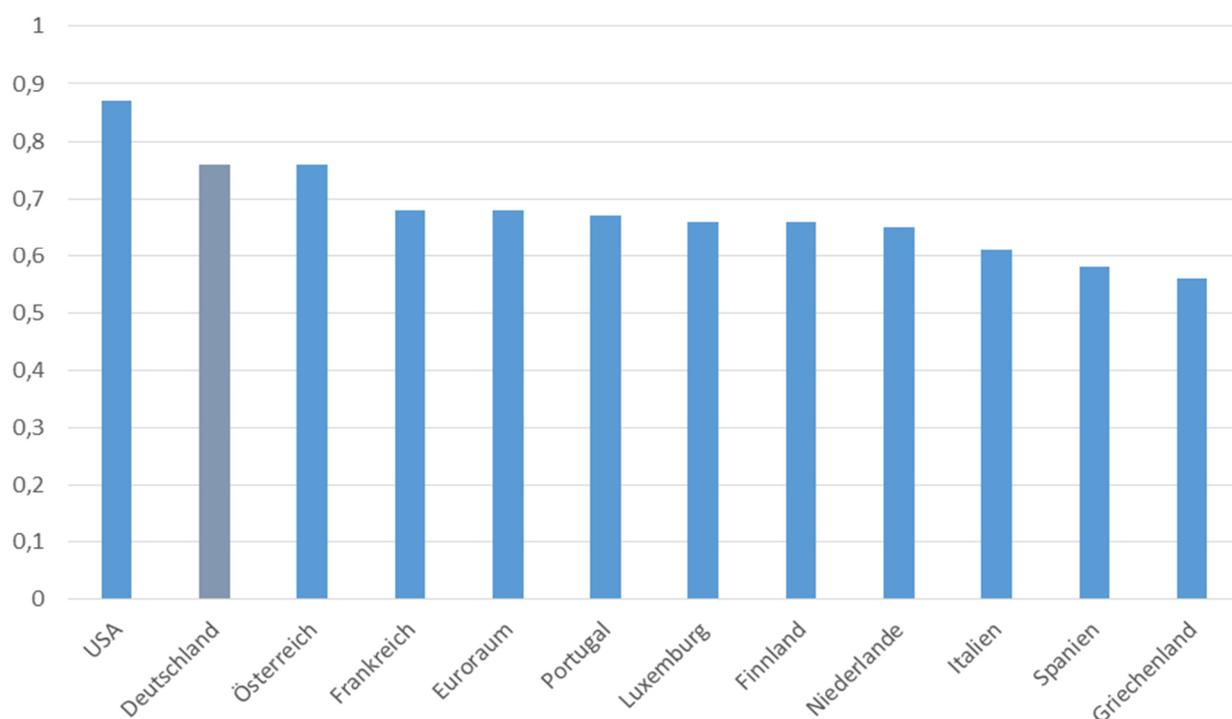


Abbildung 6: Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung in ausgewählten Ländern; Quelle: DIW (2016), HFCS, Mooslechner (2013), Wolff (2014)

Fazit des Kapitels:

- Das Anlageverhalten der Deutschen ist sehr konservativ. Makroökonomisch, also in Bezug auf den Zusammenhang zwischen Kapitalstock und Wachstum, und in intertemporaler Perspektive, bezogen auf Spar- und Investitionsentscheidungen, gibt es Hinweise, dass es Ineffizienzen aufweist. Das Anlageverhalten spiegelt neben einer kulturell bedingt geringen Risikoneigung verhaltensökonomische und strukturelle Besonderheiten wider. Gerade in Zeiten des Wandels ist es aber ökonomisch und gesellschaftlich noch wichtiger, die richtigen Anreize zur Vermögensbildung zu setzen.
- Das öffentliche Vermögen, das zugleich die Bereitstellung öffentlicher Güter wie Straßen und Schulen beinhaltet, ist eine wichtige Komponente des gesamtwirtschaftlichen Vermögens. Es wirkt zudem dämpfend auf die Vermögensungleichverteilung der privaten Haushalte.
- Der sehr hohe deutsche Leistungsbilanzüberschuss in Verbindung mit der Schuldenbremse dämpft die inländische Sachvermögensbildung. Die daraus resultierende hohe Geldvermögensbildung (Forderungen gegenüber dem Ausland) ist jedoch vergleichsweise unrentabel. Eine höhere inländische Kapitalbildung ist somit auch mit Blick auf die kommenden Generationen und eine Angleichung der Lebensverhältnisse in den Regionen angezeigt.

3. WERT UND BEDEUTUNG VON VERMÖGEN

3.1. MOTIVE DER VERMÖGENSBILDUNG

Vermögen ist volkswirtschaftlich die Grundlage für die Erzielung laufender Einkommen. Investitionen sorgen über den damit verbundenen Vermögensaufbau für Wachstum. Auch wachstumswirksamer technischer Fortschritt wird durch Investitionen erzeugt. Der Aufbau von Vermögen dient dazu, zukünftige Konsummöglichkeiten zu erhöhen. Mikroökonomisch dient die Vermögensbildung vor allem der Altersvorsorge und der Absicherung gegenüber Einkommensrisiken. Weitere Motive können Status sein, etwa über den Besitz von Wohneigentum, aber auch Vererbung von Vermögen an die nächste Generation (vgl. Abbildung 5). Dieses Motiv ist volkswirtschaftlich sehr bedeutsam, da es verhindert, dass durch Entsparen das gebildete Vermögen am Ende des Lebens wieder aufgezehrt wird und mit jeder Generation wieder neu gebildet werden müsste. Private Stiftungen haben darüber hinaus das Motiv, durch den Aufbau von Vermögen gemeinnützig zu wirken.

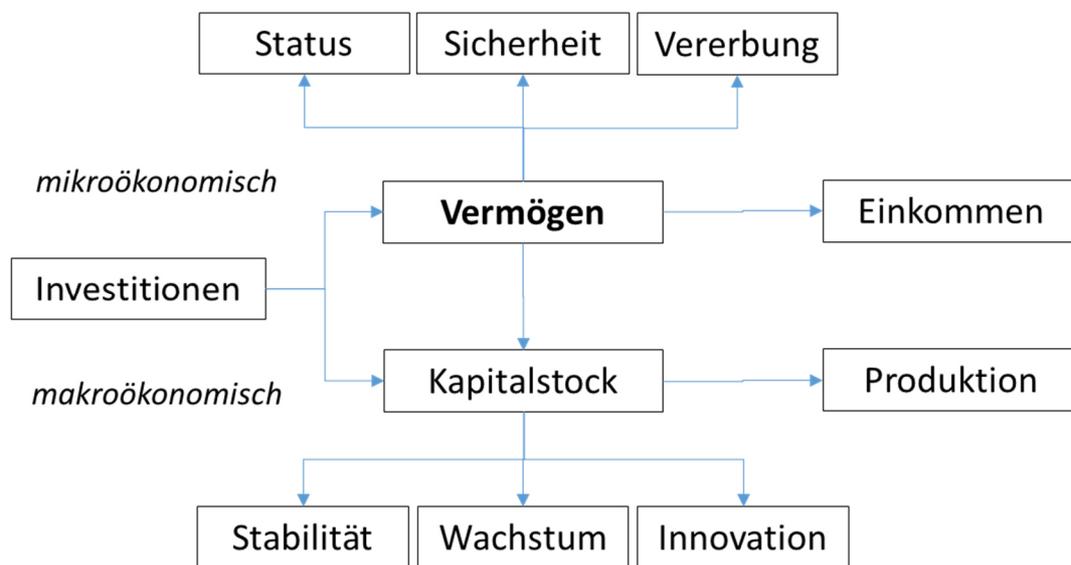


Abbildung 7: Motive und Effekte der Vermögensbildung; Quelle: eigene Darstellung

Sicherheit und Stabilität

Die Bildung und die Verteilung von Vermögen wirken über verschiedene Kanäle positiv auf Individuen und Gesellschaft. Auf individueller Ebene ist mit Vermögen eine größere Sicherheit verbunden. Eine gleichmäßigere Vermögensverteilung bedeutet oftmals mehr gesellschaftliche Stabilität. Sie ist für Individuen in Teilen sogar Voraussetzung für den Zugang zur Teilhabe und Ressourcen und damit vielleicht noch bedeutsamer als die Einkommensverteilung.

Gerade aber die Mittelschicht, die für die Stabilität einer Gesellschaft besonders wichtig ist, hat in Deutschland zunehmend das Gefühl, weniger Kapital bilden zu können. Ihre Teilhabe an der in den letzten Jahren prosperierenden wirtschaftlichen Entwicklung hat aufgrund der zunehmenden Ungleichverteilung von Vermögen abgenommen.

Positiv wirkt Vermögen auf die Langfristigkeit und somit die Nachhaltigkeit von Entscheidungen, da eine vermögende Gesellschaft stärker auf den Erhalt ihres Wohlstands ausgerichtet ist. Umgekehrt unterstützen nachhaltige Entscheidungen den Vermögenserhalt und -aufbau einer Gesellschaft, indem Schadens- oder Reputationsrisiken reduziert werden.

Innovation, Produktivität und Wachstum

Vermögen ist aber auch die Grundlage für Produktivität und Wachstum. Schon sprachlich steckt in Vermögen die Fähigkeit, etwas zu tun, also aus dem Vermögen Einkommen zu generieren. Auf makroökonomischer Ebene kann ein höheres Vermögen die Risikobereitschaft einer Gesellschaft erhöhen und damit das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft positiv beeinflussen. Vermögen kann über diesen Weg die Innovationsfähigkeit der Wirtschaft steigern. Tatsächlich geht ein höherer Kapitalstock oftmals mit einer höheren Rate des technischen Fortschritts und damit mit einem höheren Wachstum einher.

Bei großen technologischen Umbrüchen kann ein hoher bestehender Kapitalstock jedoch auch dazu führen, dass es Widerstand gegen die Durchsetzung eines neuen Technologiepfades gibt, weil individuelle ökonomische Interessen am Erhalt des Status quo bestehen. Diese Persistenz von altem

Vermögen kann die Bildung neuen Vermögens behindern und verlangsamen – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf das Wachstum.

3.2. DETERMINANTEN DER VERMÖGENSBILDUNG

Vermögen entsteht nur in einem bestimmten ökonomischen und gesellschaftlichen Kontext. Wenn dieser sich verändert, hat das Folgen für die Vermögensbewertung. Werden beispielsweise Eigentumsrechte definiert und durchgesetzt, existiert ein höherer Anreiz zur Vermögensbildung. Kriege hingegen zerstören Vermögen, technischer Fortschritt vernichtet altes und schafft gleichzeitig neues Vermögen. Die Vermögensbildung, die durch Sparen und Investieren erfolgt, wird durch eine Vielzahl ökonomischer, technologischer und institutioneller Faktoren beeinflusst, wobei es vielfältige Wechselbeziehungen gibt. Zum Beispiel hat die Existenz von Sozialversicherungssystemen einen Effekt auf die Risikoneigung von Menschen, denn das Existenzrisiko wird dadurch verringert. Zu unterscheiden ist ferner zwischen Investitionsentscheidungen und Anlageentscheidungen. Investitionsentscheidungen beziehen sich immer auf realen Vermögensaufbau, während Anlageentscheidungen sich auf das Portfolio bereits bestehenden Vermögens beziehen und daher stärker von Finanzmarktfaktoren abhängen (vgl. Abbildung 8).

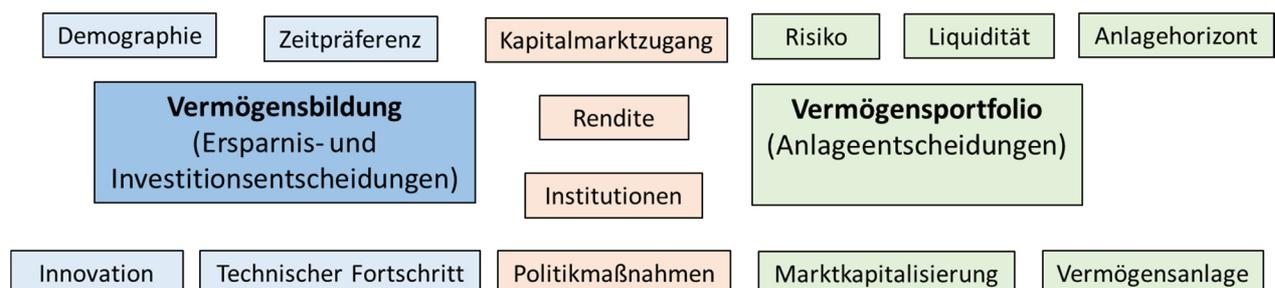


Abbildung 8: Determinanten der Vermögensbildung, Quelle: eigene Darstellung

Zeitpräferenz und Demographie

Die Höhe der Ersparnis ist eine Funktion der Zeitpräferenz. Menschen mit einer hohen Gegenwartspräferenz neigen dazu, in hedonistischer Weise einen hohen Anteil des laufenden Einkommens zu konsumieren. Eine alternde Gesellschaft dagegen spart viel. Die volkswirtschaftliche Ersparnis kann entweder in Form von Sachkapitalbildung, also durch Investitionen in den inländischen Kapitalstock inklusive Humankapital, oder in Form von Geldvermögen (Nettoforderungen) gegenüber dem Ausland, indem etwa ausländische Anleihen und Aktien gehalten werden. Die gesamtwirtschaftliche Zeitpräferenz ist also wesentlich abhängig von der Demografie.

Anlagehorizont

Die Aufteilung des anzulegenden Kapitals auf verschiedene Anlageklassen hängt unter anderem von der Länge des zur Verfügung stehenden Anlagezeitraums ab. Je länger der Anlagehorizont, umso stärker können risikoreichere im Sinne von schwankungsreicheren Anlageklassen berücksichtigt werden. So ist es für junge Menschen, die bspw. für ihre Altersvorsorge sparen, gerade angesichts des strukturellen Niedrigzinsniveaus derzeit generell sinnvoller in Aktien anstatt in verzinsliche Anlagen zu investieren. Aber auch Ruheständler sollten heutzutage nicht notwendigerweise ausschließlich auf Verzinsliche setzen. Statistisch gesehen haben Menschen auch nach Eintritt in den Ruhestand noch einen jahrzehntelangen Anlagehorizont.

Rendite

Aus dem Zusammenspiel von Zeitpräferenz, Anlagehorizont und dem Angebot an Ersparnis sowie dem technischen Fortschritt und der Nachfrage nach Kapital ergibt sich die Rendite. Sie ist eine Marktgröße, spiegelt aber zugleich die Vermögensverhältnisse wider. Insoweit gibt es Gründe und Möglichkeiten, die Vermögensbildung und Vermögensverteilung auch politisch und institutionell zu beeinflussen, insbesondere über die Besteuerung von Unternehmensgewinnen oder von betrieblichem und privatem Vermögen.

Risikoaversion

Mit der Zeitpräferenz einer Gesellschaft interagiert die Risikoaversion. Sie ist nicht nur demographisch, sondern vor allem auch kulturell und institutionell bedingt. Risikoaversion kann einerseits die Bereitschaft zur Vorsorge und damit zum Vermögensaufbau erhöhen, andererseits ist sie die Grundlage für sehr konservative Anlageentscheidungen. Beides scheint in Deutschland der Fall zu sein. Die Bewertung des Anlageverhaltens der Deutschen als ineffizient ist allerdings nicht sachgerecht. Die Risikoaversion der Deutschen ist typischerweise hoch. Das hat Nachteile, aber auch viele Vorteile. Zwar ist die Renditeerwartung gering, allerdings ist auch die Gefahr zwischenzeitlicher oder gar dauerhafter deutlicher Verluste im Falle unerwarteter negativ wirkender Ereignisse deutlich herabgesetzt. In Deutschland gab es bspw. Ende der Neunziger Jahre schon einmal einen zaghaften Anstieg des Aktienbesitzes. Dieser wurde jedoch durch das Platzen der Internetaktien-Blase im Keim erstickt und endete für viele Neuaktionäre mit empfindlichen Verlusten. Viele fühlten sich im Nachhinein bestätigt, dass die Aktienanlage für private Anleger mit viel zu großen Risiken behaftet ist. Dabei war das Problem weniger das Risiko an sich, sondern das oftmals mangelnde Grundverständnis für die Charakteristika und die Funktionsweise der Aktienanlage bzw. für Begriffe wie Risiko, Kursschwankung/Volatilität und Chance. Die Erfahrung zeigt, dass spätestens in Marktphasen mit einer temporär erhöhten Volatilität viele Anleger mit Aktien im Depot aus Angst vor existenziellen Verlusten oftmals emotional aufgebracht erhebliche Verluste realisieren. Gleichzeitig verabschieden sie sich für immer von den Aktienmärkten und können daher die Verluste nicht mehr aufholen.

Liquidität

Die Länge der Kapitalbindung bei bestimmten Anlagen und Investitionen sowie die Möglichkeiten, kurzfristig Teile des angelegten Kapitals liquidieren zu können, sind aus Anlegersicht ebenfalls eine Art der Risikovermeidung. Dabei geht es um das Risiko, im Fall ungeplant entstehender Bedarfe möglicherweise nicht schnell und ohne die Inkaufnahme größerer Abschläge Zugriff auf liquide Mittel zu erhalten. In entwickelten Volkswirtschaften mit gut funktionierenden sozialen Sicherungssystemen sollte die Notwendigkeit kurzfristiger größerer Liquiditätsbedarfe jedoch vergleichsweise selten vorkommen. Der Wunsch nach jederzeitiger Liquidierbarkeit verringert die Möglichkeiten, durch längere Kapitalbindungsdauern höhere Renditen zu erzielen. Viele rentable Investitionen, etwa in

Maschinen oder Immobilien, lassen sich nur mit dem Einsatz langfristig zur Verfügung stehender Mittel realisieren.

Wirkung der Vermögensanlage

Mit den sogenannten ESG-Kriterien (Environmental, Social, Governance) wird der klassische Dreiklang der Kapitalanlage aus Rendite, Risiko und Liquidität künftig um eine weitere Komponente ergänzt. Schon heute achten viele Anleger darauf, welche Wirkung ihre Kapitalanlage auf Gesellschaft und Umwelt entfaltet. Unternehmen, die sich über den Kapitalmarkt refinanzieren, gehen daher vermehrt von der ausschließlichen Fokussierung auf die Interessen ihrer Anteilseigner (Shareholder) auf die Berücksichtigung der Belange aller mit ihnen in Kontakt stehenden Interessengruppen (Stakeholder) über. Dazu gehören neben Eigen- und Fremdkapitalgebern auch Mitarbeiter, Zulieferer und die Gesellschaft. Soziales und umweltgerechtes Verhalten von Unternehmen wird künftig immer stärker durch günstigere Refinanzierungskosten belohnt. Anleger sind immer weniger bereit, durch ihre Kapitalanlage die Zerstörung der Umwelt oder die Ausbeutung von Mitarbeitern zu unterstützen.

Technischer Fortschritt und Innovation

Technischer Fortschritt ist sowohl Folge von Vermögensbildung als auch Anlass zur Vermögensbildung. Je größer das gesamtwirtschaftliche Vermögen ist, desto größer ist typischerweise auch der (endogene) technische Fortschritt, da mehr Ressourcen in Forschung und Entwicklung fließen. Umgekehrt ist (exogener) technischer Fortschritt eine Determinante für Vermögensbildung. Die Nachfrage nach Kapital zur Bildung von Vermögen hängt von den zukünftigen Erträgen ab. Wenn die Erträge aus Investitionen in neue Technologien oder die Modernisierung des Kapitalstocks hoch sind, gibt es einen Anreiz zur Vermögensbildung. Innovationen werden zudem durch Unternehmensaktivitäten und auch staatliche Investitionen erzeugt.

Kapitalmarktzugang

Aggregiert kann eine Volkswirtschaft Vermögen immer nur genau in Höhe der Ersparnis bilden. Die individuelle Fähigkeit, Vermögen aufzubauen, hängt dagegen nicht nur vom eigenen laufenden Einkommen und der daraus gebildeten Ersparnis ab, sondern darüber hinaus vom Zugang zu finanziellen Mitteln, um den Erwerb oder den Aufbau von Vermögen vorzufinanzieren. Größere Kredite sind oftmals nur bei ausreichender Besicherung möglich, was wiederum Vermögen voraussetzt. In Volkswirtschaften mit ungleichem Zugang zum Kapitalmarkt besteht daher oft die Tendenz, dass die Vermögensverteilung über die weichere Finanzierungsrestriktion von Vermögenden über die Zeit ungleichmäßiger wird (vgl. S. 31, Modigliani-Miller-Theorem). In Deutschland ist der Zugang zu Finanzierung im Allgemeinen gut. Jedoch gilt auch, dass die Kreditvergabe konservativ ist. Ohne ausreichende Absicherung gibt es keine Kredite für risikobehaftete, aber möglicherweise hochrentierliche Investitionen. Wer bereits Vermögen besitzt, kann daher leichter neues bilden.

Marktkapitalisierung

Ebenfalls strukturell bedingt ist der Grad der Marktkapitalisierung, also des börsennotierten Anteils des betrieblichen Vermögens bzw. der Unternehmen. Die Marktkapitalisierung vor allem des Mittelstandes, der oft als das Rückgrat der deutschen Wirtschaft bezeichnet wird, ist gering. Familienunternehmen werden gar vollständig im Familienbesitz gehalten. Das mag zusammen mit dem sogenannten „home bias“, dem Phänomen, das Anleger und Investoren eine Präferenz für heimische Kapitalanlagen haben, erklären, weshalb die Aktienkultur in Deutschland entsprechend schwach ausgeprägt ist. Eine höhere Kapitalisierung des Mittelstandes könnte – idealerweise zusammen mit institutionalisierten Möglichkeiten der Beteiligung von Mitarbeitern am arbeitgebenden Unternehmen – insgesamt das Bewusstsein für eine renditeorientiertere Kapitalanlage erhöhen.

Staatliche und Politik-Maßnahmen

Staatliche Anreize verzerren oftmals die Entscheidung zur Vermögensbildung durch die Art der Förderung. Einige Ansätze zur Förderung der Vermögensbildung haben daher zu Ineffizienzen geführt, insbesondere dann, wenn direkt bestimmte Vermögensklassen gefördert werden. Beispiele für

Vermögenspreisblasen, die aufgrund staatlicher Instrumente zumindest mit entstanden und später geplatzt sind, finden sich vor allem im Immobilienbereich, zuletzt im sogenannten Subprime-Segment auf dem amerikanischen Immobilienmarkt. Auf der anderen Seite wurden staatliche Maßnahmen auch oft nur unzureichend genutzt. So haben noch heute nur relativ wenige Anspruchsberechtigte einen durch die Riester-Zulage geförderten Altersvorsorgevertrag. Von den wenigen Nutzern wiederum entschieden sich die meisten für risikoarme Varianten, wie bspw. ein Kontosparen – trotz sehr langer Anlagehorizonte. Die Möglichkeit, in Aktiensparpläne zu investieren – sogar inklusive Lebenszyklusmodell – wurde hingegen kaum genutzt.

Institutionen

Die Stabilität, Qualität und Glaubwürdigkeit von Institutionen spielen bei der Vermögensbildung eine wichtige Rolle. Je stabiler die politischen Umstände und Eigentumsrechte, umso größer ist das Vertrauen in die Zukunft und umso längerfristiger wirken die Anreize zum Vermögensaufbau. Dieser Zusammenhang ist insbesondere in Ländern mit unterschiedlichen Einkommensniveaus evident. In vielen ärmeren Ländern ist das Fehlen eines Bankensektors und das mangelnde Vertrauen in staatliche Institutionen ein wesentlicher Grund für die schwächere wirtschaftliche Entwicklung und damit die mangelnde Fähigkeit, physisches und Humankapital zu bilden.

Finanzierung von Investitionen – Theorie und Praxis

Das Modigliani-Miller-Theorem zeigt, dass die Rendite einer Investition grundsätzlich unabhängig von der Finanzierungsstruktur ist. Das gilt jedoch nur unter den Bedingungen eines perfekten Kapitalmarktes. Da der Kapitalmarkt jedoch typischerweise durch eine Reihe von asymmetrischen Informationen und anderen Friktionen gekennzeichnet ist, gilt in der Realität vielmehr der Umkehrschluss: Die Rendite ist abhängig von der Finanzierungsart und der Zugang zu unterschiedlichen Finanzierungsarten ist ungleich. Das kann für die Finanzierung von Investitionen und damit für den Aufbau von Vermögen eine wichtige Rolle spielen. Gleichwohl gilt, dass heute jeder den Zugang zu Anlageinstrumenten hat, die von Hausbanken angeboten werden.

Fazit des Kapitels:

- Die Vermögensverteilung ist gesellschaftlich bedeutsam für Sicherheit und Stabilität.
- Die Vermögensbildung ist die ökonomische Grundlage für Produktivität und Wachstum.
- Es gilt daher, die Anreize für eine möglichst breite Vermögensbildung zu stärken, das gilt insbesondere in Zeiten der Unsicherheit.
- Das Setzen zielgerichteter Anreize ist nicht trivial, denn die Determinanten der Vermögensbildung sind vielfältig und beeinflussen sich gegenseitig.

4. VERMÖGENSILLUSION: TECHNOLOGISCHE UMBRÜCHE UND GESELLSCHAFTLICHE UMWERTUNGEN

Die Bewertung von Vermögen erfolgt immer unter den gegebenen technologischen, ökonomischen und gesellschaftlichen Bedingungen. Wohnungen in großen Städten etwa sind dann besonders wertvoll, wenn Urbanisierung immer mehr Menschen in die Städte zieht. Fossile Energievorkommen und Automobilunternehmen, die Verbrennungsmotoren herstellen, verlieren an Wert, wenn es gesellschaftlich zu einer Präferenzverschiebung zu emissionsarmen Gütern kommt. Paradigmenwechsel sind daher immer auch Zeiten, in denen das Vermögen einer Volkswirtschaft grundlegend neu bewertet wird, es sind zugleich Zeiten, in denen der Wohlstand neu definiert und geschaffen werden muss. Solche fundamentalen „Umwertungen“ von Vermögen und Wohlstand gibt es derzeit vermehrt. Dadurch entwertet sich „altes“ Vermögen schneller als erwartet und „neues“ Vermögen muss gebildet werden.

4.1. NIEDRIGE ZINSEN UND VERMÖGENSPREISBLASEN

Derzeit wird bestehendes Vermögen stärker geschützt, denn niedrige Zinsen bedeuten, dass Fehlinvestitionen nicht mehr so stark und so schnell „bestraft“ werden. Die Folge ist die viel diskutierte „Zombifizierung“ eigentlich unrentabler Unternehmen, die nicht auf Basis ihrer operativen Geschäftstätigkeit, sondern vor allem aufgrund der günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten noch nicht aus dem Markt ausgeschieden sind. Volkswirtschaftlich werden dadurch Ressourcen gebunden, die für produktivere Verwendungen nicht zur Verfügung stehen.

Für das strukturelle Niedrigzinsumfeld gibt es sowohl fundamentale als auch geldpolitische Gründe. Seit der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/09 befindet sich die Weltwirtschaft im Krisenmodus. Um die Realwirtschaft, finanziell angeschlagene Staaten und insbesondere die Kapitalmärkte zu stabilisieren, haben die Zentralbanken weltweit die Zinsen auf teilweise beispiellos niedrige Niveaus gesenkt. Auf der Suche nach höher rentierlichen Anlagealternativen nutzen immer mehr Investoren immer riskantere Anlagen, die der ursprünglichen Risikopräferenz der Anleger womöglich gar nicht mehr entsprechen. Es scheint also, als ob Zentralbanken und Gesellschaft

eigentlich Risiken aus der Ökonomie herausnehmen wollten, tatsächlich aber das aggregierte Investitions- und Anlagerisiko entgegen ihrer Absicht erhöht haben.

Die Stützung der Vermögenspreise hat durch den Vermögenspreisinflationsseffekt auch zu einer ungleichmäßigeren Vermögensverteilung beigetragen. Gerade der Zusammenhang zwischen niedrigen Zinsen und Immobilienpreisen ist dabei empirisch sehr eng: Sinken die Zinsen, steigt die Nachfrage nach Hypothekenkrediten, um Immobilien zu kaufen, mit der Folge, dass die Immobilienpreise stark steigen. Das hat zweierlei Effekte zur Folge: Erstens sind die niedrigen Zinsen bereits eingepreist, so dass die Investitionsbedingungen gar nicht mehr so günstig sind, wie es die niedrigen Zinsen suggerieren. Zweitens besteht hinsichtlich des Fundamentalwertes von Immobilien womöglich eine Vermögensillusion, wenn der Nominalwert höher ist als der Realwert, der sich ergibt, sobald die Zinsen wieder steigen und die Immobilienpreise fallen.

Die steigenden Immobilienpreise wiederum können Anlass sein, neue Wohnungen zu bauen, die womöglich in dieser Zahl gar nicht benötigt werden. Vermögenspreisblasen können daher auch reale Fehlallokationen auslösen, wenngleich dieser Effekt in Deutschland aktuell nicht erkennbar ist. Niedrige Zinsen haben also Auswirkungen sowohl auf die Bildung von Vermögen als auch auf dessen Verteilung. Vielfach wird daher von den Zentralbanken gefordert, die Niedrigzinsphase zu beenden, um wieder positive Realzinsen für Sparer zu erzeugen und die Verzerrungen in der Vermögenspreisbildung und den Investitionsentscheidungen zu beenden.

Das ist jedoch nicht die ganze Wahrheit. Weltweit ist die Ersparnis und somit das Angebot an Investitionskapital sehr reichlich. Zugleich gibt es technologisch bedingt derzeit eine fallende Investitionsnachfrage aus dem Unternehmenssektor (vgl. Gerald Braunberger, FAZ-Blog sowie Carl-Christian von Weizsäcker in ZEIT online und „Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert“). Im Zuge der Digitalisierung werden immer weniger kapitalintensive Fabriken gebaut und immer mehr fast kapitallose Plattformen erzeugen das Wachstum. Viele Unternehmen sind von Kapitalnachfragern (Kreditnehmern) zu Kapitalanbietern (Sparer) geworden. Folglich sind die Zinsen auch aus fundamentalen Gründen sehr niedrig. Vor diesem Hintergrund könnte die Fiskalpolitik über höhere Investitionen für eine stärkere Nachfrage nach Ersparnis und somit wieder höhere Zinsen sorgen. Gleichwohl entsteht durch das billige Geld die Gefahr von Blasenbildungen – derzeit insbesondere auf

dem Anleihemarkt. Zeitweise wurden sogar für deutsche 30(!)-jährige Staatsanleihen negative Nominalzinsen gezahlt.

4.2. VERGESSEN WIR DIE ZUKUNFT?

Die niedrigen Zinsen haben einen negativen Effekt auf die Sparneigung und sind zugleich Ausdruck einer geringen Investitionsneigung. Zinsen verbinden über die Spar- und Investitionsneigung von Haushalten und Unternehmen die Gegenwart mit der Zukunft. Ist der Zinssatz gar Null, verschwimmen Gegenwart und Zukunft miteinander. Die Folge ist eine hohe Gegenwartspräferenz in ökonomischen Entscheidungen. Vermögenspreise werden gestützt. Marktberichtigungen und Reformen werden in die Zukunft verschoben, weil es buchstäblich nichts kostet.

Viel diskutiert wird die Frage, ob die niedrigen Zinsen eine Art Enteignung der Vermögen deutscher Sparer bedeuten. Dieses Argument verkennt allerdings, dass einerseits durch die niedrigen Zinsen die Wirtschaft stimuliert wird und dadurch mehr und höhere Einkommen erwirtschaftet werden. Der anhaltende Niedrigzins hat zudem bislang die Portfoliostruktur des Geldvermögens der Deutschen nicht wesentlich bzw. tendenziell sogar in Richtung einer noch größeren Risikoaversion verändert.

Anstatt verstärkt in rentierlichere Anlagen zu investieren, haben Anleger ihren Anteil an Bargeld und Sichteinlagen seit der Jahrtausendwende sogar von etwa 10 auf knapp 30 Prozent angehoben. Zwar ist in Ansätzen eine verstärkte „Suche nach Rendite“ zu sehen, das deutsche Durchschnittsportfolio ist aber grundsätzlich weiter durch Risikoaversion und Liquiditätspräferenz geprägt (vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Mai 2019, S. 32 ff.). Der negative Substitutionseffekt eines geringen Zinssatzes wird durch den Einkommenseffekt überkompensiert: Je geringer die Verzinsung, umso mehr muss man sparen, um das gewünschte Vermögen anzusparen.

4.3. GLOBALISIERUNG: MITTELSCHICHT UNTER DRUCK

Die Globalisierung der letzten drei Jahrzehnte war im Wesentlichen durch zwei Kräfte geprägt: Der Faktor Arbeit ist durch die wirtschaftliche Öffnung bevölkerungsreicher Schwellenländer wie Indien und vor allem China reichlich und der Faktor Kapital grenzüberschreitend mobil geworden. Vor allem

China hat sich auf die Produktion von Gütern spezialisiert, für die viel relativ niedrig qualifizierte Arbeit notwendig ist. Auf diese Branchen und deren Erwerbstätige ist in den Industrienationen der Kostendruck stark gestiegen. Es kam zu einer stärkeren Ungleichverteilung der Einkommen.

Gleichzeitig konnten die Globalisierungsgewinne des Faktors Kapital nicht umverteilt werden, da das Kapital bei z.B. steigender Besteuerung ins Ausland abgewandert wäre. Insgesamt ist durch diese Entwicklungen die Bewertung des Kapitalvermögens stärker gestiegen als die der Arbeit. Studien belegen, dass rund fünfzig Prozent der Aktienkurssteigerungen seit 1990 auf diesen Effekt zurückzuführen seien. Gleichzeitig sind die Reallöhne in vielen Bereichen seit mehr als zwanzig Jahren kaum gestiegen. Politisch bedeutsam ist dieser Befund, da vor allem die Mittelschicht der Gesellschaft direkt betroffen war und destabilisiert wurde.

4.4. DIGITALISIERUNG: DATEN SIND DAS NEUE KAPITAL

Nach der Globalisierung könnte auch die Digitalisierung zu einer ungleichmäßigeren Einkommens- und Vermögensverteilung beitragen, denn sie verändert die Welt und das Leben in ihr sowie die Art und Weise, wie Gesellschaft und Wirtschaft organisiert sein wird, fundamental. Daten werden zu einer der wichtigsten Ressourcen für die digitale Gesellschaft. In Daten liegt ein ökonomischer Wert. Je größer die Menge an Daten ist, die miteinander verknüpft wird, umso größer ist ihr Wert (Netzwerkeffekt). Folglich bilden sich Plattformen, auf denen Daten zentralisiert und verknüpft werden, deren Macht bereits heute offenkundig wird. Soziale Medien beispielsweise werden für neue Nutzer umso interessanter, je mehr andere Menschen die gleiche Plattform nutzen. Ein anderes Beispiel sind Vermittlungsportale, die einen Teil der Margen von Hotels und Taxigewerbe abziehen.

Physisches Kapital wird geringer bewertet als intangible Daten. Einen ähnlichen Vorgang gab es vor etwa zweihundert Jahren, als der Produktionsfaktor Boden durch die einsetzende Industrialisierung an Bedeutung und die Großgrundbesitzer an politischem und gesellschaftlichem Einfluss verloren. Fabriken und Maschinen gewannen an ihrer Stelle an Bedeutung und mit ihnen die Kapitalisten, denen diese Fabriken und Maschinen gehörten.

Der Übergang in die Datenökonomie ist ein vergleichbares Beispiel für die Umwertung von Vermögen. Gemessen am Börsenwert haben die Daten-Plattformen mittlerweile viele große industrielle Konzerne

als wertvollste Unternehmen abgelöst. Wahrscheinlich ist der Bilanzwert des „alten“ industriellen Anlagevermögens heute noch weit überzeichnet. Heute sind sieben der zehn wertvollsten Unternehmen Plattformunternehmen (vgl. Abbildung 7). Deren Bewertung basiert auf der Antizipation zukünftiger Monopolgewinne, denn es handelt sich bei digitalen Märkten oft um so genannte „Winner-takes-it-all“-Märkte, in denen einzelne Unternehmen marktbeherrschende Stellungen einnehmen werden.

Auch genossenschaftliche Ansätze, also das Teilen von Anlagegütern, werden im digitalen Zeitalter zunehmen (Sharing Economy). Digitale Wertschöpfung findet verstärkt in kooperativen Netzwerken statt, so dass Vermögen und die damit verbundenen Unternehmen nicht mehr klar separierbar sind und somit nicht unabhängig voneinander bewertet werden können. In immer schnelleren Innovationszyklen sinkt zudem die Fähigkeit, „Produktionsmöglichkeiten“ in Form von Vermögen zu konservieren und zu speichern. Vermögen wird daher immer schneller abgeschrieben werden müssen, weil es veraltet. Traditionelle Geschäftsmodelle und das mit ihnen verbundene Kapital könnten umso schneller an Wert verlieren.

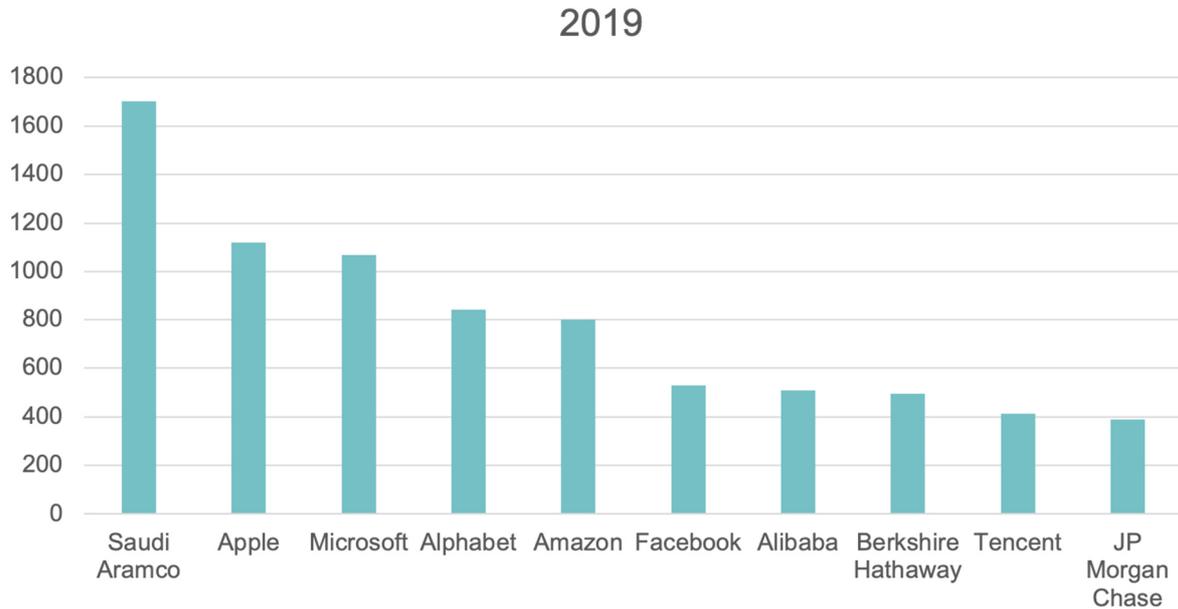
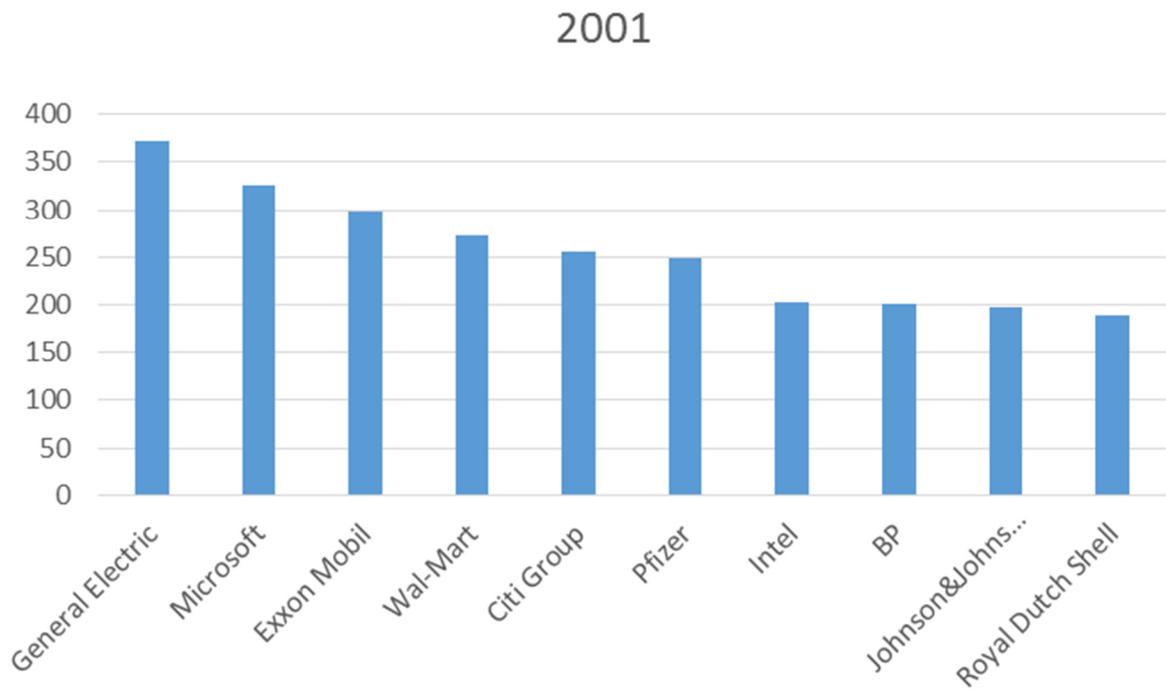


Abbildung 9: Die wertvollsten Unternehmen der Welt nach Marktkapitalisierung; Quelle: EY (2019), Sommer, U. (2019)

4.5. KÜNSTLICHE INTELLIGENZ UND TECHNOLOGISCHE ARBEITSLOSIGKEIT

Erwerbseinkommen werden durch die vermehrte Nutzung künstlicher Intelligenz unter Druck geraten. Demgegenüber werden die Besitzer von Robotern, Algorithmen und Daten steigende Einkommen erzielen. Der Ökonom Richard Baldwin hat unlängst vor den Folgen der nächsten Welle der Automatisierung für die Mittelschicht gewarnt. „Büroangestellte“ könnten sich mit „Fabrikarbeitern“ für eine soziale Revolte zusammenschließen (vgl. Interview NZZ vom 28.12.2018), denn betroffen sein werden nicht nur mechanische, sondern vor allem auch kognitive Tätigkeiten. Bestimmte Formen von Humankapital werden somit zu den Verlierern der Digitalisierung gehören.

In vielen Fällen werden die Preise für bestimmte Güter und vor allem Dienstleistungen zudem drastisch sinken, was zu einem sinkenden Wert des entsprechenden Anlagevermögens führt. Künstliche Intelligenz und Daten sind dauerhaft im Einsatz, mehrfach verwendbar und zu sehr geringen Grenzkosten replizierbar. Ärztliche Diagnosen beispielsweise werden in Zukunft für wenige Cent angeboten werden können.

Künstliche Intelligenz wird somit traditionelle Berufsbilder und Fähigkeiten entwerten, andere Berufe werden dagegen relativ an Wert gewinnen. Nach Studien der Oxford Universität (Frey und Osborne, 2016) und dem IAB (2018) wird rund die Hälfte der heute bestehenden Jobs von einem schnellen digitalen Strukturwandel betroffen sein.

Künftig wird daher Bildung und Ausbildung eine entscheidende Bedeutung zukommen, um in einem permanenten und sich beschleunigenden Veränderungsprozess dauerhaft erfolgreich Erwerbseinkommen generieren zu können. Humankapital wird zum wichtigsten Vermögen zur Absicherung gegen Risiko und zur Erhöhung der Resilienz. In Zukunft wird es allerdings weniger darum gehen, hochspezialisierte Berufe zu erlernen, sondern eher darum, sich flexible Fähigkeiten anzueignen, um damit ständig neue Tätigkeiten auszuführen. Darüber hinaus müssen Weiterbildungsmaßnahmen das Humankapital fortlaufend erhalten und erneuern. Lebenslanges Lernen wird eines der zentralen Charakteristika künftiger Gesellschaften sein.

4.6. KLIMAWANDEL UND DIE GRÜNE TRANSFORMATION DER WIRTSCHAFT

Der Klimawandel erzwingt schon sehr bald eine Transformation von fossiler zu erneuerbarer Energie. Die bisherige industrielle Produktion beruht jedoch wesentlich auf dem Verbrauch fossiler CO₂-emittierender Energieträger. Diese und auf fossiler Energie basierende Produkte und Prozesse verlieren durch eine gesellschaftliche Umwertung von Ressourcen und eine Präferenzverschiebung im Konsum schon jetzt erheblich an Wert.

Andererseits gewinnen sogenannte „grüne“ Anlagen an Wert, besonders beim Auftreten politischer Schocks. Nach dem Abschluss des Pariser Klima-Abkommen haben „grüne“ Aktien beispielsweise zugelegt, ebenso wie nach dem deutschen Atomausstieg im Nachgang zum Atomunfall von Fukushima. Der Klimawandel bzw. der Zwang zur Klimaneutralität erzeugt kein neues Vermögen, aber er führt zu einer gesellschaftlichen Neubewertung natürlicher Ressourcen. Zugleich werden neue Technologien entwickelt, die relativ zu den alten an Wert gewinnen. Obwohl die industrielle Produktion noch sehr stark an fossilen Energiequellen hängt, setzt sich bereits das Paradigma einer klimaneutralen Produktion durch.

4.7. DEMOGRAPHIE UND INNOVATION

Die Demographie wirkt über verschiedene Kanäle auf die Vermögensbildung einer Gesellschaft. Eine alternde Gesellschaft spart viel und baut Vermögen auf, um für das Alter vorzusorgen. Im Alter werfen diese Vermögen Erträge ab oder sie werden aufgezehrt bzw. veräußert. Analog dieses „Sparen-Entsparen-Zyklus“ entsteht ein Zinszyklus, aber auch Vermögenspreiseffekte.

Auf dem Immobilienmarkt ist dies ein bekanntes Phänomen. Wenn besonders geburtenstarke Jahrgänge in ihrer Arbeitsphase gleichzeitig Wohneigentum zur Altersvorsorge erwerben, steigt die Nachfrage und damit sowohl die Preise als auch die Neubautätigkeit. Werden diese Wohnungen nach Erreichen der Ruhestandsphase von vielen Haushalten wieder verkauft, kommt es zu Angebotsüberhängen und Preissenkungen. Aufgrund des tendenziell hohen Kauf- und des geringen Verkaufspreises ist der Vermögenszuwachseffekt womöglich geringer als erwartet.

Ein zweiter Wirkungskanal der Demographie besteht über die Innovationsfähigkeit, die bei älteren Gesellschaften oftmals geringer ist. Um den erreichten Besitzstand zu wahren, steigt die kollektive Risikoaversion mit der Folge einer geringeren Innovationsdynamik. Das Wachstum der Volkswirtschaft wird gebremst.

Fazit des Kapitels:

- Die Digitalisierung bedeutet eine fundamentale Veränderung der Produktionsweisen. Daten werden neuer Produktionsfaktor. Industrielle Geschäftsmodelle und physisches Kapital verlieren dagegen an Wert.
- Die Dekarbonisierung der Wirtschaft stellt einen ähnlich grundlegenden Wandel in der Wirtschaft dar, da die Fragen von Ressourcenverbrauch und Produktion neu beantwortet werden müssen. Fossile Produktionsweisen werden entwertet, saubere dagegen aufgewertet.
- Schließlich hat die Demographie einen wichtigen Einfluss auf die intertemporalen Entscheidungen von Vermögensbildung und Investition.
- Das Vermögen der Zukunft wird in Technologie sowie in dem Wissen liegen, sie anzuwenden und weiterzuentwickeln. Entsprechend ist die Teilhabe an technologischer Wertschöpfung und kreativer Bildung der entscheidende Zugang zu Vermögen.
- Natürliche Ressourcen werden zu einem kollektiven, intergenerativen Vermögen, das an Wert stark zunehmen wird. Entsprechend gewinnen Technologien, Verfahren und Produkte, die dem Schutz dieser Ressourcen Rechnung tragen, an Vermögenswert.

5. VERMÖGEN VON MORGEN: WAS STAAT, WIRTSCHAFT UND JEDER EINZELNE JETZT TUN SOLLTEN

Noch ist nur grob absehbar, wie genau die Wertschöpfungsprozesse und Volkswirtschaften der Zukunft aufgebaut und organisiert sein werden. Unter diesen Umständen fällt es schwer, neues Vermögen zielgerichtet zu bilden. Insbesondere die Politik kann aber durch regulatorische Orientierung der Zukunft buchstäblich eine schärfere Kontur und damit eine Rendite geben bzw. den Anreiz setzen, in die Zukunft zu investieren. Gesellschaftliche und politische Werte schaffen in diesem Sinne ökonomische Werte. Gefragt sind Maßnahmen und Instrumente, die einerseits die Resilienz erhöhen, andererseits Anreize für neue Vermögensbildung setzen und im Ergebnis die volkswirtschaftlichen und gesellschaftspolitischen Funktionen des Vermögens wieder deutlich verbessern.

Öffentliche und private Investitionsoffensive

Die digitale Transformation und die Dekarbonisierung der Wirtschaft erfordern zunächst öffentliche Investitionen in entsprechende Infrastrukturen, um dadurch nachgelagerte private Investitionen auszulösen. Auch die demographische Entwicklung legt öffentliche Investitionen nahe, denn in Zukunft wird es schwieriger sein, aus dem laufenden Einkommen notwendige Investitionen zu finanzieren. Heute unterbleibende Investitionen für notwendige Transformationsprozesse müssen von zukünftigen Generationen nachgeholt werden. Den nächsten Generationen einen Staat ohne Schulden dafür aber mit völlig unzureichender Infrastruktur zu überlassen, hieße, heute auf deren Kosten zu leben.

Regulatorische Planungssicherheit

Zwar sollte sich der Staat bei Investitionen in bestimmte Technologien grundsätzlich zurückhalten (Technologieneutralität) und auch nicht zu stark private Investitionen in die Transformation der Wirtschaft durch Gesetzgebungen prädeterninieren. In Zeiten bedeutender Umbrüche war es in der Vergangenheit meist jedoch ein Zusammenspiel aus privaten und öffentlichen Investitionen, das neuen Technologien die Durchsetzung ermöglicht hat. Um in Wachstum durch neue Technologien zu investieren und damit langfristig Vermögen aufzubauen, muss es eine klare staatlich forcierte

Orientierung im Sinne einer verlässlichen Regulierung geben. Momentan existiert jedoch sowohl technologisch als auch politisch eine große Unsicherheit. Beispielsweise sind in der Energiepolitik mehrfach die regulatorischen Rahmenbedingungen kurzfristig und nahezu ohne Vorlauf geändert worden, wie etwa beim Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) oder im Zuge des Atomausstiegs.

Zur Absicherung individueller Einkommensmöglichkeiten in datenbasierten Ökonomien sollte zudem regulatorisch sichergestellt werden, dass die Eigentümer von Daten bei deren Nutzung zu kommerziellen Zwecken auch entsprechend entlohnt werden. Wer heute noch sozialen Netzwerken nahezu unentgeltlich seine persönlichen Daten zur Verfügung stellt, sollte künftig an den über bestimmte Grenzen hinausgehenden Gewinnen von Plattformen, die diese mit den Daten generieren beteiligt werden. In diesem Sinne könnte wegfallendes Arbeitseinkommen möglicherweise durch Beteiligung an Wertschöpfung kompensiert werden.

Generationengerechte Demographie

Eine alternde Gesellschaft hat in mindestens zweierlei Hinsicht Einfluss auf die volkswirtschaftliche Vermögensbildung. Einerseits bewirkt das Ziel der Besitzstandwahrung eine geringere Anpassungs- und Innovationsneigung. Zudem sinken die Vermögensbildungsmöglichkeiten der jüngeren Generationen, da sie sowohl ihr eigenes Leben als auch im Zuge des Umlageverfahrens jenes der inaktiven älteren Generationen aus ihrem laufenden Einkommen bestreiten müssen. Die technologisch bedingt notwendige Modernisierung von Kapitalstock und Infrastruktur könnte darunter leiden – ein weiteres Argument für eine stärkere öffentliche Investitionstätigkeit.

Zudem sollte die Politik die Demographie generationengerechter gestalten, indem sie für die Altersvorsorge zielgerichtete Anreize zur Vermögensbildung setzt. Vielfach wird neben den bestehenden Instrumenten wie beispielsweise der Riester-Rente auch eine Art Staatsfonds diskutiert. Zwar gibt es das Argument, dass der Staat nicht nur kein guter Unternehmer, sondern auch kein guter Anleger ist, weil er die Rendite-Risiko-Präferenzen der Anleger nicht kennt. Dennoch kann ein öffentlicher Fonds eine gute ergänzende Vorsorge darstellen, die speziell die makroökonomischen, einzelwirtschaftlich nicht im Kalkül und in den Möglichkeiten der Anleger liegenden, Folgen der Demographie lindert.

Dabei können Fonds-Lösungen unterschiedlich ausgestaltet sein. Norwegen beispielsweise legt die Erlöse aus den Ölvorkommen an. Dahinter steht der Gedanke, dass die Bodenschätze dem Land als gemeinsames natürliches Vermögen gehören, so dass die Erlöse daraus inklusive der Renditen auf die angelegten Mittel ebenfalls der Gesellschaft insgesamt gehören sollten. Deutschlands wichtigster kollektiver Wert ist die hohe Bonität des Staates. Deutschland könnte diesen Wert nutzen, indem es „Safe Assets“, bspw. derzeit historisch niedrig verzinsliche Anleihen, emittiert und damit den Gegenwert der hohen Bonität in ein Fondsvermögen reinvestiert.

Wettbewerbsfähiges nachhaltiges Wirtschaften

Nachhaltigkeit bietet große Chancen für neues Wachstum und neue Renditen. Wenn CO₂-Emissionen einen adäquaten Preis erhalten, vorzugsweise über ein Emissionshandelssystem, werden Anreize für die Entwicklung nachhaltiger CO₂-vermeidender Technologien und zum Aufbau eines sauberen Kapitalstocks gesetzt. Damit würde nachhaltiges Vermögen mit einer Prämie in Form einer höheren Rendite entlohnt. Das Gleiche gilt beispielsweise für plastiklose oder plastikreduzierte Produktion. Nachhaltige Produktion muss stets wettbewerbsfähiger sein als nicht-nachhaltige Produktion. Wird dies regulatorisch durch den Staat durchgesetzt und vom Konsumenten honoriert, werden saubere Technologien und Verfahren entwickelt und in Form von nachhaltigen Geschäftsmodellen unternehmerisch implementiert. Eine Nachhaltigkeitsrendite kann Auslöser für Innovation und Wachstum sein.

Seit Jahren gewinnt die Nachhaltigkeit auch im Rahmen der Kapitalanlage an Bedeutung. Bisher lag die Schwierigkeit für Anleger vor allem in fehlenden Definitionen (Taxonomie) und Abgrenzungen. Mit zunehmender Fokussierung der Politik und der Aufsichtsbehörden auf dieses Thema wird es auch für die Finanzindustrie jedoch künftig zu einem Muss eine klare Nachhaltigkeits- bzw ESG-Strategie vorzuweisen. Es ist anzunehmen, dass sich neben den klassischen Bewertungskriterien einer Kapitalanlage (Rendite, Risiko, Liquidität, Kosten) eine weitere eigene Dimension „Nachhaltigkeit“ entwickelt. Schließlich kann der Gedanke, mit der Kapitalanlage „Gutes zu bewirken“ oder die Zukunft positiv zu beeinflussen allein schon eine Anlageentscheidung bewirken oder diese zumindest deutlich

beeinflussen. Vielmehr kann diese Motivation sogar ein wichtiger weiterer Antriebsgrund sein, um sich mit dem Thema der Kapitalanlage näher zu beschäftigen, bspw. für junge Menschen, die sich um ihre eigene Zukunft i.S.d. Klimawandels sorgen. Umso wichtiger ist es für alle Akteure in der Finanzbranche ein eindeutiges Nachhaltigkeitsprofil zu entwickeln. Als Unterstützung sollte die Politik auch hier klare und nachvollziehbare Rahmenbedingungen setzen, ohne jedoch unternehmerische Freiheiten zu sehr einzuschränken.

Agile Formate für Bildung und Weiterbildung

Bildung und Ausbildung müssen sich vor dem Hintergrund der rasanten technologischen Entwicklungen und verkürzter Innovationszyklen verändern und anpassen. Heute wird der weit überwiegende Teil der Bildungs- und Ausbildungsausgaben bis zu einem Lebensalter von rund 25 Jahren ausgegeben – für ein Humankapital, das mehr als vier Jahrzehnte ein gesichertes Einkommen erzielen soll. Dieses Muster von Investitionen in Bildung, dem Aufbau von Humankapital und der Rendite in Form von Einkommen (woraus durch Sparen Rentenansprüche entstehen, die das Erwerbseinkommen nach dem Renteneintritt ersetzen sollen) wird sich in Zukunft drastisch ändern. Humankapital ist künftig das wichtigste Vermögen für Individuen und Kollektive. Es muss daher sichergestellt sein, dass Menschen ihr gesamtes Leben lang in Humankapital investieren können. Mögliche Instrumente sind private, aber auch betriebliche und öffentliche sowie privat-öffentliche Bildungsangebote und Förderungen, wie z.B. die Kompensation fortbildungsbedingter Verdienstauffälle. Auch die Vernetzung bestehender Fortbildungs-Plattformen zur besseren Zugänglichkeit und Sichtbarmachung vorhandener Angebote könnte Anreize schaffen.

Beteiligung am Produktivvermögen durch Aktienbesitz

Der Staat sollte auf das technologisch bedingte Verschwimmen der Grenzen zwischen Kapital und Arbeit mit einer grundlegenden Steuerreform reagieren, die keinen Unterschied mehr macht zwischen Arbeits- und Kapitaleinkommen. Noch wichtiger aber ist es, die Beteiligung am neuen technologischen Produktivvermögen auf eine deutlich breitere Basis zu stellen. Im digitalen Zeitalter sollten alle zu Kapitalisten werden, denn Aktienbesitz ist nach wie vor das wichtigste Instrument zur breiten

Beteiligung am volkswirtschaftlichen Produktivvermögen. So lässt sich die durch hocheffiziente Roboter und künstliche Intelligenz erzeugte Wertschöpfung auf möglichst viele Eigentümer verteilen und das Umverteilungsvolumen bei den Primäreinkommen absenken.

Bislang jedoch sind die Aktienkultur und der Aktienbesitz in Deutschland aufgrund der hohen Risikoaversion stark unterausgeprägt. Wie die nachfolgende Abbildung 8 zeigt, gibt es jedoch kaum einen Zeitraum von mehr als drei Jahren, in dem die Rendite einer Investition in den DAX nicht positiv gewesen wäre. Bei den meisten globalen Standardaktienindizes fallen die Ergebnisse vergleichbar aus. Das Risiko eines Investments in Aktienindizes ist daher unter Berücksichtigung des in der Regel langen Anlagehorizontes der meisten privaten Anleger überschaubar und äußert sich vor allem in zwischenzeitlichen Schwankungen (Volatilität). Auch das bei Aktien zu beachtende und oftmals einseitig in den Vordergrund gestellte Totalverlustrisiko im Falle einer Insolvenz relativiert sich bei Zusammenstellung eines breit gestreuten indexähnlichen Portfolios. In Zeiten allgegenwärtiger und wohl noch länger andauernder Niedrigzinsen werden Anlagen in Realwerten, so auch in Aktien, tendenziell weiter unterstützt. Effekte wie die Abzinsung künftiger Dividenden mit niedrigeren Zinsen in Bewertungsmodellen erhöhen den Fair Value von Aktienanlagen zudem strukturell.

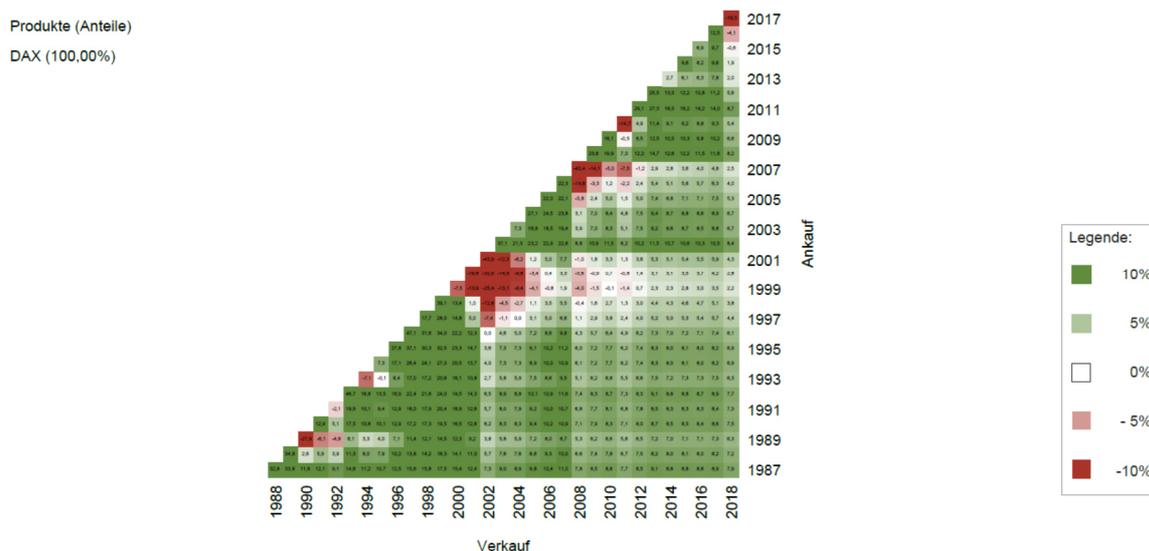


Abbildung 10: Donner & Reuschel Rendite-Risiko-Radar; Quelle: Donner & Reuschel, Bloomberg

Dabei ist das Eingehen gewisser Risiken die Grundvoraussetzung für die Erzielung einer über der Kontoverzinsung liegenden Rendite. Es ist damit eine zwingende Notwendigkeit, sollte aber nur in Maßen bzw. nach individuellen Tragfähigkeiten und wohlgemanagt erfolgen. Hier bedarf es nicht nur einer Informations-, sondern auch einer Bildungsoffensive, die schon in der Schule beginnt. Zur Steigerung des Know-hows über ökonomische Grundzusammenhänge von Sparen, Investieren und Kapitalanlagen sowie der intertemporalen Bedeutung von diesbezüglichen Entscheidungen kann auch der gezielte Einsatz von Technologie beitragen (z.B. Apps zur Wissensvermittlung und zur Darstellung der eigenen Vermögenssituation oder zur Simulierung von Anlagestrategien).

Der deutsche Staat könnte direkt und erheblich die Einrichtung von Aktiensparplänen für Kinder fördern – am besten sofort ab Geburt bzw. bei älteren Kindern im Übergang ratierlich. Je länger die Sparpläne bestehen (am besten bis zur Rente), desto stärker wirkt die Förderung. Auch diese Form der staatlich geförderten privaten Vorsorge sollte fester Bestandteil des Lehrplans in Schulen werden.

Eine stärker ausgeprägte Aktienkultur in Deutschland hätte zudem möglicherweise die Folge, dass mehr deutsche Unternehmen eine Börsennotiz erwägen würden. Das wiederum würde das Thema der Aktienanlage noch weiter in das Bewusstsein breiter Bevölkerungsschichten tragen. Eine positive Aufmerksamkeitsspirale könnte sich entwickeln.

Zielorientierte persönliche Anlageentscheidungen

Jeder sollte die besondere aktuelle Situation zum Anlass nehmen, sich mit seinem eigenen Vermögen intensiver zu beschäftigen. Die staatliche Absicherung wird künftig niedriger ausfallen als heute. Wer also noch Vermögen aufbauen muss, braucht eine langfristig orientierte Anlagestrategie unter bewusster Inkaufnahme gewisser Schwankungsrisiken zur Erzielung des notwendigen Kapitalaufbaus. Aber auch bereits aufgebaute Vermögen zur Absicherung des Lebensstandards im Alter sollten einer Überprüfung unterzogen werden. Wer heute in den Ruhestand eintritt, hat statistisch noch immer einen sehr langen Anlagehorizont. War es früher üblich, spätestens in diesem Lebensabschnitt nur noch verzinsliche Anlagen zu nutzen, dürfte diese Strategie bei vielen Vermögen allein schon aufgrund des niedrigeren laufenden Ertrags nicht mehr den gewünschten Zielsetzungen entsprechen.

Zudem besteht durch die Zeitenwenden die Gefahr, dass heute werthaltige Anlagen einer nachteiligen Neubewertung unterzogen werden und so nicht mehr den geplanten positiven Einkommens- oder Vermögenseffekt generieren können. Ggf. sollte die persönliche Asset Allocation also überdacht und adjustiert werden. Neben den makroökonomischen Zusammenhängen und den wirtschaftspolitischen Instrumenten geht es am Ende eben auch um die Frage, wie jeder Einzelne das Beste für sich aus den gegebenen Umständen machen kann. Schon relativ geringfügige Veränderungen in der Anlagestrategie können bedeutende Effekte erzielen. Dieses oft durch Nachlässigkeit übersehene Potenzial sollte genutzt werden.

Zu häufig werden liquiditätsnahe Anlagen bevorzugt, selbst wenn klar ist, dass die Ersparnis der Altersvorsorge dienen soll, also bis dahin Schwankungs- oder Liquiditätsrisiken ausgeklammert werden können. Die liquiditätsnächste Anlage, die Geldhaltung wird vielfach noch immer zugleich mit einer risikolosen Verzinsung in Verbindung gebracht. Das ist in Zeiten der Niedrig- und Negativverzinsung jedoch nicht der mehr der Fall. Vielmehr ist aus dem risikolosen Zins ein „zinsloses Risiko“ geworden, denn neben dem nominalen Verlust durch den negativen Zins verliert das Kapital durch die über der Verzinsung liegende Inflation zusätzlich noch laufend an Kaufkraft.

Unterschätzt wird dabei regelmäßig, weil intuitiv nicht unmittelbar einsichtig, der Zinseszinsseffekt, der bei einer Nullverzinsung der Geldhaltung vollständig „verschenkt“ wird. In Abbildung 9 ist eine Modellrechnung dargestellt. Grundlage ist ein Haushalt, der heute einmalig 100 Euro spart und auf dem Konto anlegt. Bei Annahme einer Nullverzinsung stehen in zwanzig Jahren genau diese 100 Euro zur Verfügung. Bei einer Anlage mit drei Prozent Realverzinsung – also nach Abzug der Inflation – hätte man bereits 175 Euro zur Verfügung. Wollte man durch reine Geldhaltung den Betrag von 175 Euro ansparen, müsste man sich um von vornherein um 175 anstatt nur 100 Euro einschränken.

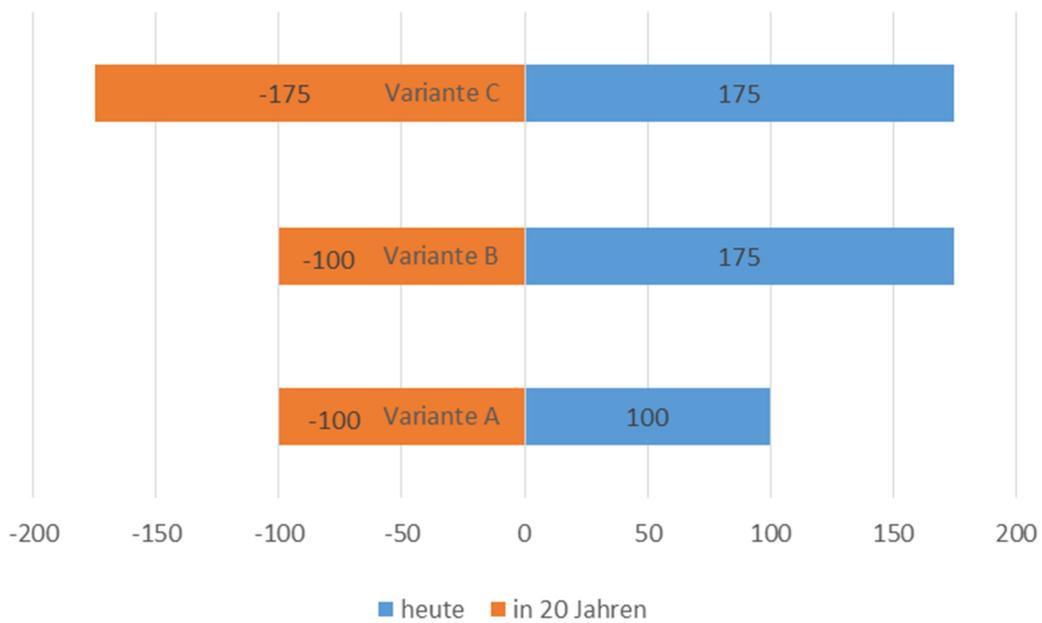


Abbildung 11: Modellrechnung Anlage; Quelle: eigene Darstellung

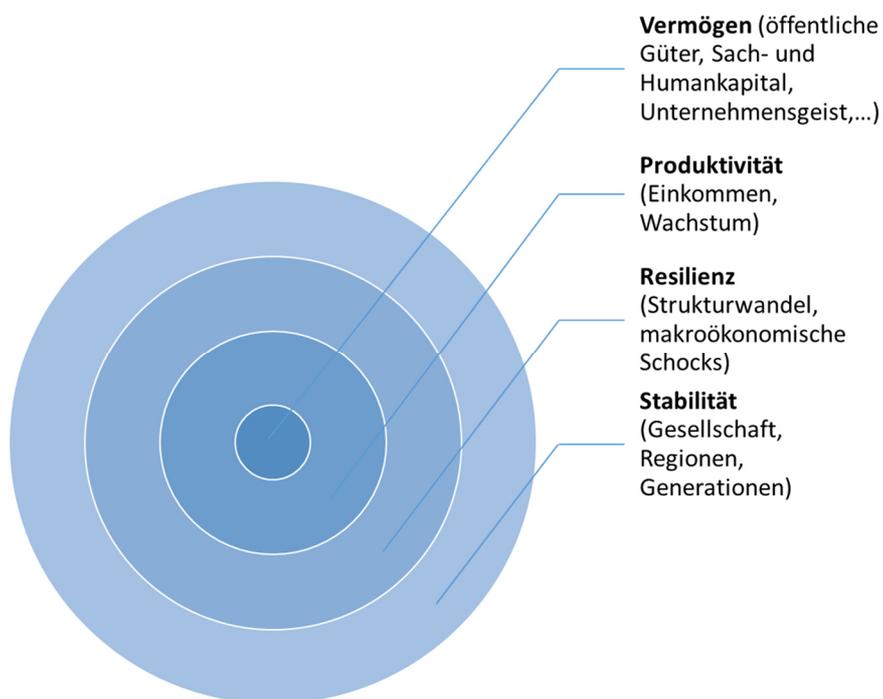


Abbildung 12: Funktionen des Vermögens; Quelle: eigene Darstellung

Fazit des Kapitels:

- In Zeiten geringer Renditen, demographischer Alterung und technologischer Umbrüche ist es besonders wichtig, Anreize zur Vermögensbildung und zur Vermögensbeteiligung zu geben.
- Die Beteiligung an Daten- und Technologieunternehmen sowie der Aufbau von zukünftigem Humankapital sind essentiell.
- Durch den Druck auf Erwerbseinkommen durch Digitalisierung und Künstliche Intelligenz müssen alle Erwerbstätige zu Kapitalisten werden: Aktienvermögen.
- Staatsfonds können eine sinnvolle Alternative zu konventionellen Instrumenten der Vermögensförderung sein. Gerade für Deutschland wird die Idee angeführt, dass die Bonität Deutschlands und der daraus entstehende Zinsvorteil eine kollektive Rendite erwirtschaften könnte.
- Bildung und lebenslanges Lernen sind notwendig, um das Humankapital mehrfach im Leben zu erneuern. Bildungsgutscheine können eine sinnvolle Form der Vermögensförderung sein. Humankapital bietet Resilienz und ist die wichtigste Voraussetzung für die Beteiligung von Menschen an einer produktiven Gesellschaft.

6. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Angesichts der enormen Veränderungen und Umbrüche in Technologie, Wirtschaft und Gesellschaft gewinnt der Begriff des Vermögens wieder an Bedeutung. Diese Veränderungen sind so grundsätzlich, dass das Vermögen der Zukunft neu gedacht werden sollte und neue Anreize zur Vermögensbildung und Vermögensbeteiligung gesetzt werden müssen. Vermögen ist nicht allein eine ökonomische Größe, es hat außerordentliche politische und gesellschaftliche Relevanz für die Akzeptanz und die Funktionsweise von Demokratie und Marktwirtschaft. Die voranstehende Analyse zeigt, dass fundamentale, geradezu historische Veränderungen stattfinden, die zu einer Umwertung des bestehenden und zum Aufbau neuen Vermögens Anlass geben. Die wesentlichen Aspekte in diesem Sinne entstehen durch die Digitalisierung, die Dekarbonisierung und die Demographie. Diese Veränderungen finden in einem besonderen makroökonomischen Umfeld statt, das insbesondere durch zum Teil negative Nominalzinsen und mögliche Verzerrungen in den Vermögenspreisen geprägt ist.

Der Übergang vom „alten“ Vermögen in die Zeit des „neuen“ Vermögen ist durch folgende Aspekte gekennzeichnet:

- Klassische Erwerbstätigkeit und Arbeitseinkommen geraten unter Druck. Humankapital entwertet sich zum Teil, Bildungsrenditen können für ganze Generationen sinken.
- Klassisches Kapital entwertet sich, denn die Produktion von Gütern und die Bereitstellung von Services erfolgt mit immer weniger Kapital, dafür verstärkt mit Daten. Das Anlagevermögen in den Bilanzen von Unternehmen ist in Zukunft weniger wert.
- Durch die zunehmende Bedeutung von Künstlicher Intelligenz, Robotern und Mensch-Maschine-Systemen verschwimmen die Grenzen zwischen Arbeit und Kapital. Unternehmen werden zu hybriden Strukturen, Branchen wachsen zu Ökosystemen zusammen und die Innovations- und Technologiezyklen werden immer kürzer.
- Vermögen kann dadurch immer weniger in einzelne Bestandteile separiert und bewertet werden. Zudem lässt es sich immer weniger über längere Zeit erhalten, weil es schneller veraltet.

- Eine stärkere und breitere Beteiligung an technologischem Vermögen und die permanente Erneuerung von Humankapital sind der Schlüssel für Resilienz und Sicherheit.
- Die natürlichen Lebensgrundlagen sind das wichtigste langfristige Vermögen von Menschen. Es zu schützen und Investitionen in seinen Erhalt zu fördern, ist heute eine der wichtigsten gesellschaftlichen und politischen Aufgaben. Es gilt, diesem Vermögen eine grüne Rendite zu geben, die die Verhaltens-, Produktions- und Innovationsanreize auf den generationenübergreifenden Erhalt dieses Vermögens richtet.
- Die technologischen Möglichkeiten und die gesellschaftlichen Narrative verändern sich dramatisch. Das wirtschafts- und gesellschaftspolitische Augenmerk sollte daher darauf ausgerichtet sein, neues Vermögen zu bilden und möglichst viele Menschen daran zu beteiligen, um den bevorstehenden Wandel zu gestalten.

Der Aufbau von Vermögen ist immer Ausdruck von Zukunftsoptimismus und Gestaltungswillen einer Gesellschaft, der Zugang zur Vermögensbildung für Menschen eine Frage von Gerechtigkeit und Stabilität einer Gesellschaft. Mehr denn je braucht es Zukunftsoptimismus, Verantwortung und Gestaltungswillen. Sie sind in Zeiten des Strukturwandels die wichtigsten Werte und das wertvollste Vermögen.

QUELLEN

Baldwin, Richard (2018), Globalisierung: Es wird auch die Besserverdienenden treffen, Interview mit der Neuen Züricher Zeitung vom 28.12.2018: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/bei-der-naechsten-phase-der-globalisierung-kann-sich-niemand-verstecken-ld.1446561>

Braunberger, Gerald (2019a), Globalisierung, Wettbewerb, Zins und Kapital, Fazit – das Wirtschaftsblog vom 02.09.2019: <https://blogs.faz.net/fazit/2019/09/02/globalisierung-wettbewerb-zins-und-kapital-10960/>

Braunberger, Gerald (2019b), Die Vermögensfrage: Bildung rentiert besser als Aktien, Fazit – das Wirtschaftsblog vom 22.09.2019: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/vermoegensfragen/wieso-bildung-die-beste-wertanlage-ist-16395156.html>

Deutsche Bundesbank (2019a), Vermögensrechnung 1999 – 2017, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (2019b), Monatsbericht, Mai 2019, Frankfurt am Main

EY (2019), Börsenranking: US-amerikanische Digitalkonzerne eilen davon – deutsche Unternehmen verlieren an Bedeutung. https://www.ey.com/de_de/news/2019/07/us-amerikanische-digitalkonzerne-am-wertvollsten

Frey, Carl B., Osborne, Michael A. (2013), The Future of Employment. How Susceptible Are Jobs to Computerisation? Abgerufen am 02.01.2020: https://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/downloads/academic/The_Future_of_Employment.pdf

Hünnekes, Franziska, Schularick, Moritz, Trebesch, Christoph (2019), Exportweltmeister: The Low Returns on Germany's Capital Exports, CEPR Discussion Paper 13863. <http://www.macrohistory.net/wp-content/uploads/2019/07/exportweltmeister.pdf>

Jorda, Oscar, Knoll, Katharina, Kuvshinov, Dimitry, Schularick, Moritz, Taylor, Alan M. (2019), The Rate of Return on Everything, 1870 - 2015, *Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225 - 1298.

Piketty, Thomas (2016), Das Kapital im 21. Jahrhundert, C.H. Beck Verlag.

Shiller, Robert J. (2019), Narrative Economics. How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events, Princeton University Press.

Sommer, Ulf (2019), Deutsche Unternehmen verlieren den Anschluss: Nur zwei Konzerne unter den Top 100 weltweit, <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/ranking-deutsche-unternehmen-verlierenden-anschluss-nur-zwei-konzerne-unter-den-top-100-weltweit/25362954.html>, abgerufen am 08.01.2020

Wolter, Marc Ingo; Mönnig, Anke; Hummel, Markus; Weber, Enzo; Zika, Gerd; Helmrich, Robert; Maier, Tobias; Neuber-Pohl, Caroline (2016), Wirtschaft 4.0 und die Folgen für Arbeitsmarkt und Ökonomie * Szenario-Rechnungen im Rahmen der BIBB-IAB-Qualifikations- und Berufsfeldprojektionen. (IAB-Forschungsbericht, 13/2016 (de)), Nürnberg.

Von Weizsäcker, Carl Christian (2019), Sie sind alle Getriebene, Interview auf ZEIT Online vom 13.09.2019.

Von Weizsäcker, Carl Christian, Krämer, Hagen (2019), Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die große Divergenz, Gabler Verlag.



DONNER & REUSCHEL
PRIVATBANK SEIT 1798

Bankhaus DONNER & REUSCHEL

Ballindamm 37
20095 Hamburg
Telefon 040 30217-0

Friedrichstraße 18
80801 München
Telefon 089 2395-0