

Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds

Seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die nominalen Zinsen insbesondere bei Bankeinlagen auf ein historisch niedriges Niveau gesunken. Hiervon sind nicht zuletzt die deutschen Privathaushalte betroffen, die traditionell einen bedeutenden Anteil ihres Geldvermögens in Form dieser Einlagen halten. In der öffentlichen Diskussion wird daher vielfach die Frage gestellt, ob sich Sparen überhaupt noch lohne. Tatsächlich stellen Bankeinlagen aber nicht die einzige Anlageform im Portfolio der privaten Haushalte dar; auch Versicherungsansprüche und Wertpapiere machen einen wesentlichen Anteil ihres Geldvermögens aus. Eine Beschränkung der Diskussion auf Einlagenzinsen greift damit zu kurz. Die Betrachtung der Nominalzinsen ist zudem nur bedingt geeignet, um die Höhe der Vermögenseinkommen adäquat einzuschätzen. Vielmehr ist in diesem Zusammenhang die Betrachtung realer Renditen geboten, welche neben inflationsbedingten Kaufkraftverlusten auch andere Ertragskomponenten wie Bewertungseffekte und Dividenden berücksichtigen.

Bei Einbeziehung aller wesentlichen Anlageformen im Geldvermögen der privaten Haushalte war das reale Renditeniveau in den vergangenen Jahren höher, als es die Einlagenzinsen suggerieren. Ursächlich hierfür ist unter anderem die Tatsache, dass das Geldvermögen auch andere, renditestärkere Anlageformen einschließt. Darüber hinaus war die reale Gesamtrendite der privaten Haushalte auch in der Vergangenheit zeitweise schon niedrig, teils sogar weitaus niedriger als in den letzten Jahren.

Diese realen Renditen haben das Spar- und Anlageverhalten deutscher Privathaushalte seit Beginn der neunziger Jahre indes allenfalls geringfügig beeinflusst. Stattdessen dürften einkommens- und vermögensbezogene sowie demografische Faktoren und der institutionelle Rahmen ungleich wichtigere Determinanten sein. Darüber hinaus scheinen Präferenzen bezüglich der Liquidität und des Risikogehalts der Anlageformen das Verhalten zu prägen. Daran dürfte sich auch im Niedrigzinsumfeld nichts Wesentliches geändert haben. Tatsächlich lässt die anhaltend hohe Risikoaversion die Bedeutung von Renditen als Determinanten des Anlageverhaltens weiter in den Hintergrund rücken.

■ Einleitung

Die nominalen Zinsen sind in Deutschland historisch niedrig ...

Seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die nominalen Zinsen in Deutschland auf ein historisch niedriges Niveau gesunken. Besonders deutlich äußert sich dies bei Bankeinlagen, deren Verzinsung inzwischen teils bei null oder in Einzelfällen sogar im negativen Bereich liegt. Private Haushalte, die traditionell einen bedeutenden Anteil ihres Geldvermögens in Form von Bankeinlagen halten, haben in den vergangenen Jahren infolgedessen auf einen nennenswerten Teil ihres Portfolios ein geringeres Vermögenseinkommen erzielt als jemals zuvor.

... und führen zur Diskussion über die Auswirkungen auf das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte

Angesichts dessen wird zunehmend die Frage diskutiert, ob sich das Sparen für private Haushalte überhaupt noch lohne. Damit ist auch die Befürchtung verbunden, dass längerfristige Sparvorhaben, insbesondere die private Vorsorge für das Alter, zur Disposition gestellt werden. Das niedrige Zinsniveau von Bankeinlagen wird dabei bisweilen verallgemeinert, andere Geldanlagen und deren Erträge werden nicht immer angemessen berücksichtigt. Um die potenziellen negativen Folgen reduzierter Sparanstrengungen zu vermeiden, wird vereinzelt sogar ein höheres Engagement des Staates gefordert, der das Sparen über Zulagen und andere Subventionen wieder attraktiver machen soll.

Vor diesem Hintergrund geht der vorliegende Aufsatz im Wesentlichen drei Fragen nach. Erstens: Wie ist die aktuelle Rendite des Geldvermögens privater Haushalte in Deutschland im historischen Kontext und unter Berücksichtigung der verschiedenen Anlageformen einzuordnen?¹⁾ Zweitens: Wie sah das Spar- und Anlageverhalten deutscher Privathaushalte in den letzten Jahrzehnten und in der jüngeren Vergangenheit aus? Und drittens: Inwieweit beeinflussen Renditen dieses Verhalten? Gibt es Hinweise, dass das Niedrigzinsumfeld diesbezüglich zu Veränderungen geführt hat? Die Beantwortung dieser Fragen erfolgt primär aus makroökonomischer Perspektive, Verteilungs-

aspekte innerhalb des Haushaltssektors werden nicht diskutiert. Datengrundlage ist im Wesentlichen die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung.

■ Reale Renditen – Theorie und Entwicklung in Deutschland

Theoretische Überlegungen

Für private Sparer ist die nominale Verzinsung ihrer Einlagen besonders greifbar. Häufig ist sie den Konditionen einer Geldanlage, etwa den Sparverträgen von Banken, direkt zu entnehmen und steht bei Anlageentscheidungen daher oft im Vordergrund. Unter Nominalzinsen versteht man dabei den aus Zinszahlungen bestehenden Ertrag einer Geldanlage in Relation zu ihrem Nennwert. Bei dieser Betrachtung bleibt jedoch unberücksichtigt, dass die Kaufkraft der nominalen Verzinsung mit der Inflationsrate schwankt.²⁾ So führt eine Inflationsrate, die den nominalen Zins übersteigt, dazu, dass sich das Geldvermögen durch die Zinseinkünfte in nominaler Betrachtung zwar erhöht, damit aber trotzdem weniger Güter und Dienstleistungen als zuvor erworben werden können.

Nominale Verzinsung besonders greifbar, vernachlässigt aber inflationsbedingten Kaufkraftverlust

Ein angemessenerer Indikator für die Höhe der Verzinsung der Vermögenswerte privater Haushalte ist folglich der Realzins r_t . Dieser entspricht näherungsweise der Differenz des Nominalzinses i_t und der über die Laufzeit erwarteten

Realzins als geeigneterer Indikator

¹ Sachvermögen, das insb. aus Immobilien besteht, wird in der Diskussion nicht berücksichtigt. Hintergrund ist zum einen die Überlegung, dass Investitionen in Sachvermögen häufig nicht aus Renditegründen getätigt werden. Vor allem bei Immobilien steht stattdessen häufig der Wunsch nach Eigentum im Vordergrund, unabhängig von der erreichbaren Verzinsung. Zum anderen würde die nur eingeschränkte Verfügbarkeit und Vergleichbarkeit der Daten – das Sachvermögen wird nur jährlich und zudem zu Wiederbeschaffungs- und nicht zu Marktpreisen ausgewiesen – die Analyse erheblich erschweren.

² Aus einer realwirtschaftlichen Perspektive misst der Zins dabei nach der Zeitpräferenz-Theorie die Entlohnung für den Verzicht auf heutigen Konsum zugunsten zukünftigen Konsums. Hingegen ist der Zins nach der Liquiditätspräferenz-Theorie eine Kompensation für die temporäre Überlassung von Liquidität (Zahlungsmitteln).

Inflationsrate π_{t+1}^e . Formal ausgedrückt ergibt sich der folgende Zusammenhang:³⁾

$$r_t = i_t - \pi_{t+1}^e$$

Renditen umfassen neben Zinsen auch Erträge aus Kursänderungen und Dividenden

Zinszahlungen sind jedoch nur eine Möglichkeit, um mit einer Geldanlage einen Ertrag zu erzielen. Je nach Anlageform kommen weitere Komponenten hinzu. Während Zinszahlungen bei Bankeinlagen letztlich die einzige Ertragsquelle darstellen, werden die Erträge von Wertpapieren (d. h. Aktien, Schuldverschreibungen und Investmentfondsanteilen) wesentlich durch Kursänderungen der jeweiligen Titel getrieben. Bei Aktien und einschlägig investierenden Investmentfonds fallen außerdem meist auch Dividenden an. Setzt man den sich aus diesen Komponenten ergebenden Gesamtertrag einer Geldanlage ins Verhältnis zu den investierten finanziellen Mitteln, ergibt sich daraus die Rendite. Die Bereinigung dieser nominalen Rendite um die erwartete Inflationsrate führt wiederum zur realen Rendite der jeweiligen Geldanlage.

Die Verwendung von Inflationserwartungen zur Berechnung realer Renditen ist in der Praxis jedoch mit Schwierigkeiten verbunden. Dies hängt insbesondere mit fehlenden Informationen zum beabsichtigten Anlagehorizont⁴⁾ sowie zu den erwarteten nominalen Renditen zusammen. Ihre Verwendung ist daher mit zusätzlichen Annahmen verbunden und infolgedessen mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Aus Gründen der Konsistenz wird in den folgenden Darstellungen daher durchweg die realisierte Inflationsrate gewählt.⁵⁾

Entwicklung der realen Renditen einzelner Anlageformen

Das Schaubild auf Seite 16 zeigt die Entwicklung der realen Jahresrenditen der zentralen Anlageformen im Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland seit 1991 (zur Berechnung der Renditen siehe Erläuterungen auf S. 17 ff.). Viele der dargestellten Renditen vari-

ierten im Zeitverlauf stark und entwickelten sich teils sehr unterschiedlich. Jedoch kann bei ausgewählten Anlageformen, wie Aktien und Investmentfondsanteilen auf der einen und Einlagen⁶⁾ und Versicherungsansprüchen auf der anderen Seite, ein ähnlicher Renditeverlauf beobachtet werden.

Die reale Rendite von Bankeinlagen unterlag im Zeitverlauf nur vergleichsweise geringen Schwankungen. Seit den neunziger Jahren bewegte sie sich meist unter 1% und war bisweilen sogar negativ, wenngleich in geringerem Ausmaß und deutlich weniger persistent als im aktuellen Umfeld niedriger Nominalzinsen. So fiel die Rendite auch schon Anfang der neunziger Jahre, als die Inflation im Rahmen des Wiedervereinigungsbooms vergleichsweise hoch war, trotz der hohen Nominalzinsen insgesamt niedrig aus. Zum Ende dieser wirtschaftlichen Hochphase und mit dem Rückgang der Inflation ab dem Jahr 1994 stieg sie aber wieder an. Ähnliches zeigte sich auch Ende der neunziger Jahre im Vorfeld des Platzens der New-Economy-Blase sowie in den Jahren vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Seit Ende 2010 erbrachten Bank-

Reale Renditen der Anlageformen im Portfolio privater Haushalte entwickelten sich im Zeitverlauf unterschiedlich

Reale Rendite von Bankeinlagen war im Zeitverlauf durchweg niedrig

³ Über die Definition des Realzins lässt sich auch die Bedingung für ein Vermögensgleichgewicht formulieren: Geht man davon aus, dass durch Arbitrage der Ertrag einer Geldanlage derjenigen einer realwirtschaftlichen Investition entspricht, gilt die folgende Gleichung: $(1 + i_t) = (1 + r_t) \frac{P_{t+1}^e}{P_t}$. Hierbei ist i_t der Nominalzins der Geldanlage, r_t der Realzins der Sachinvestition und P_t das Preisniveau, jeweils zum Zeitpunkt t . P_{t+1}^e entspricht dem erwarteten Preisniveau in $t+1$. Unter Zuhilfenahme der Definition für die erwartete Inflationsrate ($\pi_{t+1}^e = \frac{P_{t+1}^e}{P_t} - 1$) ergibt sich die sog. Fisher-Gleichung: $(1 + i_t) = (1 + r_t) (1 + \pi_{t+1}^e)$. Nach Ausmultiplizieren der rechten Seite der Gleichung und unter Vernachlässigung des Kreuzprodukts, welches bei niedrigen Inflationsraten und Nominalzinsen sehr gering ist, ergibt sich die oben dargestellte Gleichung als Gleichgewichtsbedingung. Dieser Zusammenhang wurde erstmals formal abgeleitet in: I. Fisher (1896), *Appreciation and Interest*, Publications of the American Economic Association, S. 23–29 und S. 88–92, und findet sich heute in nahezu allen Einführungsbüchern zur Makroökonomie.

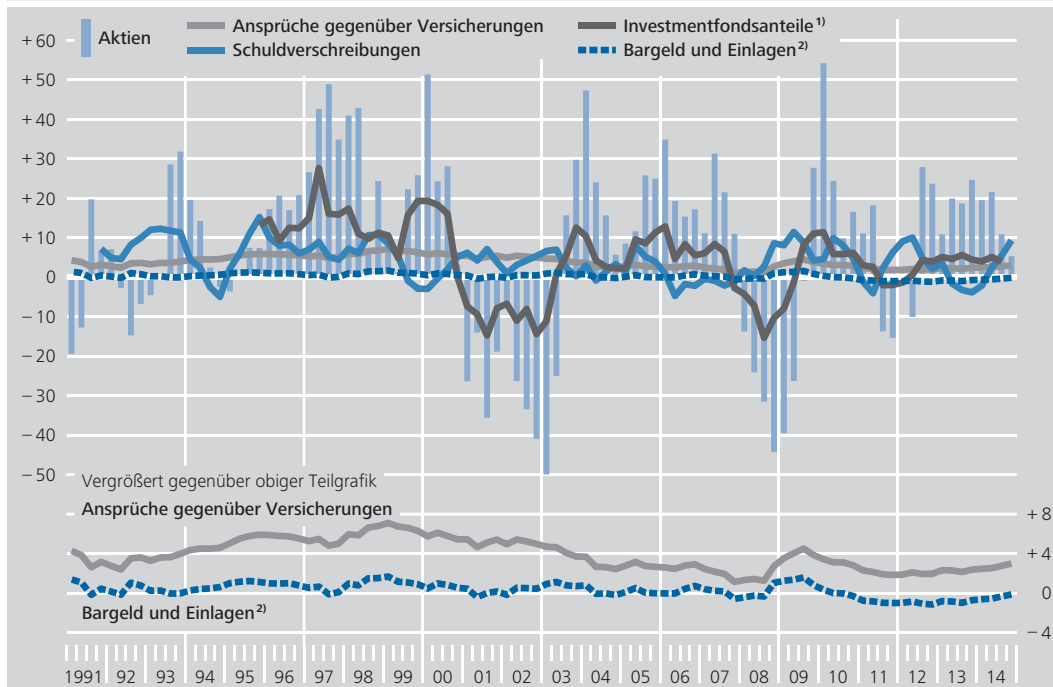
⁴ Hier wird allenfalls zwischen kurz- und langfristigen Laufzeiten unterschieden, eine differenziertere Erfassung der jeweiligen Laufzeiten und Kündigungsfristen erfolgt nicht.

⁵ Entsprechende Berechnungen wurden mithilfe von Inflationserwartungen des Consensus Forecast und verschiedenen Annahmen zum Anlagehorizont durchgeführt, wobei das Gesamtbild im Wesentlichen erhalten blieb.

⁶ Einlagen schließen im Folgenden Bargeld ein.

Reale Renditen verschiedener Anlageformen der privaten Haushalte in Deutschland

% p.a., vierteljährlich



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Assekurata, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und eigene Berechnungen. **1** Angaben zur Jahresrendite von Investmentfondsanteilen sind vom 4. Vj. 1995 bis zum 3. Vj. 2014 verfügbar. **2** Die Angaben zu den nominalen Einlagenzinssätzen bis 2002 basieren auf der Bundesbank-Zinsstatistik und ab 2003 auf der harmonisierten MFI-Zinsstatistik. Der Zeitraum vor 2003 ist mit den Jahren ab 2003 daher nur eingeschränkt vergleichbar.
 Deutsche Bundesbank

einlagen (darunter insb. die täglich fälligen Sichteinlagen) in realer Betrachtung dann jedoch eine negative Rendite, was einem Kaufkraftverlust des als Einlagen gehaltenen Vermögens gleichkommt. Mit dem Rückgang der Inflationsrate seit dem Jahr 2012 stieg die Rendite von Einlagen wieder leicht an und erreichte Ende 2014 einen Wert nahe 0%.

Reale Rendite von Versicherungsansprüchen mit ähnlichem Verlauf auf höherem Niveau

Die Rendite von Versicherungsansprüchen ähnelte in ihrem Verlauf derjenigen von Bankeinlagen. Ihr Niveau lag dabei aber stets einige Prozentpunkte darüber.⁷⁾ Obwohl der Höchstrechnungszins für Lebensversicherungen⁸⁾ (auch Garantiezins genannt) in den vergangenen Jahren sukzessive abgesenkt wurde, bewegte sich die reale Rendite durchweg im positiven Bereich und vollzog seit 2012 sogar einen Anstieg, der vor allem auf die gesunkene Inflationsrate zurückzuführen war. Infolgedessen lag sie auch im Niedrigzinsumfeld meist über 2%. Damit war sie zwar niedriger als im langfristigen Durchschnitt, erreichte aber vor allem zuletzt wieder

das Niveau der frühen neunziger und mittleren 2000er Jahre. Folglich kann in Bezug auf die Ansprüche gegenüber Versicherungen – insbesondere auch im Vergleich zu Bankeinlagen – derzeit nicht von einem außerordentlich niedrigen Renditeumfeld gesprochen werden.

Im Gegensatz zu Bankeinlagen und Versicherungsansprüchen war die Rendite der von den Haushalten gehaltenen Aktien im betrachteten Zeitraum durch eine überaus hohe Volatilität gekennzeichnet. Längere Phasen hoher Renditen, beispielsweise im Umfeld des New-Economy-Booms sowie im Vorfeld der Finanzkrise, wurden von nahezu ebenso ausgeprägten Renditeeinbrüchen gefolgt. Dennoch erbrachten

Aktienrendite deutlich höher, aber überaus volatil

7 Vgl. zur Rendite der Kapitalanlagen bei Versicherungen auch: Deutsche Bundesbank, Kennzahlen zur Verzinsung der Kapitalanlagen bei Lebensversicherern, Finanzstabilitätsbericht 2014, S. 55.

8 Der Höchstrechnungszins ist derjenige Zinssatz, den Versicherungen ihren Kunden höchstens auf deren Versicherungsansprüche zusichern dürfen. Seine Höhe wird durch das Bundesministerium der Finanzen festgelegt.

Berechnung der realen Renditen wesentlicher Anlageformen im Geldvermögen privater Haushalte

Um die Renditen der wesentlichen von privaten Haushalten gehaltenen Anlageformen zu ermitteln, kann nur bedingt auf bestehende statistische Quellen zurückgegriffen werden. Während Zinsstatistiken einen Großteil der nötigen Informationen für die nominale Verzinsung von Bankeinlagen liefern, lassen sich Renditen von Versicherungsansprüchen, Investmentfondsanteilen, Aktien und Schuldverschreibungen, die auf einer Ex-post-Betrachtung basieren, nur auf Basis von Annahmen abschätzen. Nachfolgend wird erläutert, wie die in diesem Aufsatz dargestellten nominalen Renditen berechnet und in reale Größen überführt werden.¹⁾

Bankeinlagen (einschl. Bargeld)

Die Angaben zu den Zinssätzen für die von privaten Haushalten gehaltenen Bankeinlagen basieren vor 2003 auf der im selben Jahr eingestellten Bundesbank-Zinsstatistik (Erhebung über Soll- und Habenzinsen ausgewählter Kredit- und Einlagenarten, in der ungewichtete Durchschnittzinssätze in nominaler Rechnung ausgewiesen werden) und im Anschluss daran auf der harmonisierten MFI-Zinsstatistik (bei der es sich um volumengewichtete Durchschnittzinssätze und Effektivzinssätze handelt). Der Zeitraum vor 2003 ist mit den Jahren ab 2003 aufgrund der unterschiedlichen Datenquellen nur eingeschränkt vergleichbar.²⁾

Grundlage für die Berechnung der Ex-ante-Rendite von Sichteinlagen ist der Zinssatz für täglich fällige Einlagen. Da dieser erst seit 2003 erhoben wird, wird für den vorangegangenen Zeitraum auf bundesbankinterne Schätzungen auf Basis der alten Bundesbank-Zinsstatistik zurückgegriffen. Den Termineinlagen liegen ab 2003 Zinssätze für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren sowie über zwei Jahre zu-

grunde, davor werden ebenfalls bundesbankinterne Schätzungen genutzt. Bei Spareinlagen sind es Zinssätze für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten sowie über drei Monate ab 2003 und zuvor eine Kombination aus Spareinlagen mit Mindest-, Grund- und höherer Verzinsung aus der Bundesbank-Zinsstatistik. Zusammen mit Bargeld, für das eine Nominalrendite von 0% veranschlagt wird, werden die Renditereihen für die einzelnen Einlagenarten mit ihren aus der Finanzierungsrechnung abgeleiteten, zeitvariablen Portfolioanteilen gewichtet und als gewichteter Zinssatz für Einlagen (einschl. Bargeld) dargestellt. Im Ergebnis stellt die resultierende Zeitreihe ein Maß für die durchschnittliche Verzinsung des Einlagenbestandes dar.

Ansprüche gegenüber Versicherungen

Die Rendite, die private Haushalte mit ihren Ansprüchen gegenüber Versicherungen erzielt haben, wird primär anhand der von Assekurata ermittelten laufenden Verzinsung von Lebensversicherungsverträgen berechnet.³⁾ Unter den Versicherungsansprüchen der Haushalte bilden Lebens- und private Rentenversicherungen einen bedeuten-

¹ Konzeptionell unterscheidet sich die Berechnung der Renditen von Wertpapieren und Versicherungsansprüchen von der für Einlagen. Während erstere primär die über einen festgelegten Zeitraum in der Vergangenheit erwirtschafteten Erträge widerspiegeln, sind letztere zum Teil auch zukunftsgerichtet und entsprechen meist einem für einen bestimmten Zeitraum vereinbarten Zinssatz.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die neue EWU-Zinsstatistik – Methodik zur Erhebung des deutschen Beitrags, Monatsbericht, Januar 2004, S. 47–62.

³ Für eine ausführlichere Darstellung der unterschiedlichen Verzinsungsarten von Versicherungen vgl.: Deutsche Bundesbank, Kennzahlen zur Verzinsung der Kapitalanlagen bei Lebensversicherern, Finanzstabilitätsbericht 2014, S. 55.

den Anteil, sodass die laufende Verzinsung dieser Verträge näherungsweise der Verzinsung der gesamten Versicherungsansprüche entsprechen dürfte. Da diese Angaben erst ab 1999 vorliegen, wird die Reihe davor unter anderem mithilfe von Angaben des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft zur jährlichen Nettoverzinsung der Kapitalanlagen von Versicherern zurückgeschätzt.

Aktien

Für die Berechnung der durchschnittlichen Rendite der Aktien im Besitz privater Haushalte wird auf gängige in- und ausländische Indizes zurückgegriffen. Da für die Berechnung einer Ex-post-Gesamtrendite auch Dividendenflüsse berücksichtigt werden müssen, werden Performance- oder Total-Return-Indizes verwendet. Für den Zeitraum vor 2006 wird eine Gesamtrendite aus dem CDAX errechnet, da eine Gewichtung nach Wertpapieremittenten aus Gründen der Datenverfügbarkeit für diese Zeit nicht möglich ist. Ab 2006 werden Subindizes des Prime-All-Share-Index für Banken, Finanzdienstleister und Versicherungen herangezogen, während die Rendite für Aktien nichtfinanzieller Unternehmen ($R_{NFK,t-1,t}$) residual berechnet wird. Für die vierteljährliche Ex-post-Rendite des Prime-All-Share-Index gilt dann:

$$R_{Prime\ All\ Share,t-1,t} = \sum_{i=1}^3 w_{i,t} R_{i,t-1,t} + w_{NFK,t} R_{NFK,t-1,t}$$

Dabei bezeichnet

$$R_{i,t-1,t} = \frac{\text{Performanceindex}_{i,t}}{\text{Performanceindex}_{i,t-1}} - 1$$

die Rendite des Emittentensektors i und

$$w_{i,t} = \frac{\text{Marktkapitalisierung}_{i,t}}{\text{Marktkapitalisierung}_{Prime\ All\ Share,t}}$$

das Gewicht dieses Sektors im Gesamtindex.

$w_{NFK,t}$ bezeichnet das Gewicht von Aktien nichtfinanzieller Unternehmen. Für Aktien

ausländischer Emittenten liegt der Berechnung der MSCI World für Industrieländer zugrunde. Die resultierenden Renditen werden dann den Angaben der Finanzierungsrechnung entsprechend nach in- und ausländischen Emittenten gewichtet und zu einer einzelnen Zeitreihe aggregiert. Schließlich wird die Zeitreihe annualisiert.

Investmentfondsanteile

Für die näherungsweise Bestimmung der durchschnittlichen Rendite der Anlagen in Investmentfonds wird die Preisentwicklung aller Publikumsfonds zugrunde gelegt, die in Deutschland meldepflichtig sind. Aus monatlichen Preisdaten und Bilanzinformationen auf Fondsebene lässt sich für einzelne Fonds folgendes monatliches Renditemaß berechnen:

$$r_{i,t-1,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}^*} + \frac{\text{Ausschüttung}_{i,t-1,t}}{FV_{i,t-1}} - 1$$

Dabei bezeichnet $P_{i,t}$ den aktuellen und $P_{i,t-1}^*$ den modifizierten Rücknahmepreis. Der modifizierte Rücknahmepreis $P_{i,t-1}^*$ entspricht dem um zurückliegende Ausschüttungen ergänzten Rücknahmepreis in der Vorperiode. Die Berücksichtigung zurückliegender Ausschüttungen ermöglicht es, ausschüttende und thesaurierende Fonds vergleichbar zu machen. Die Rendite $r_{i,t-1,t}$ des Fonds i setzt sich also aus dem Verhältnis des aktuellen Rücknahmepreises zum modifizierten Rücknahmepreis im Vormonat zuzüglich der Ausschüttungsquote des Fonds im aktuellen Monat zusammen, wobei letztere in Relation zum Fondsvermögen der Vorperiode, $FV_{i,t-1}$, ausgedrückt ist. Diese einzelnen Fondsrenditen werden anschließend zu einer Durchschnittsrendite

$R_{k,t}$ auf der Ebene der Fondsklasse⁴⁾ k zusammengefasst. Dabei wird jede Fondsrendite mit dem entsprechenden Fondsvermögen $FV_{i,t}$ gewichtet. Für die Durchschnittsrendite $R_{k,t}$ der Fondsklasse k ergibt sich:

$$R_{k,t-1,t} = \frac{\sum_i FV_{i,k,t} \cdot r_{i,t-1,t}}{\sum_i FV_{i,k,t}} \quad \forall i \in k$$

Die hierfür notwendigen Daten werden von der Bundesbank seit dem Jahr 1993 in der Statistik über Investmentfonds erhoben. Die Berechnung einer Durchschnittsrendite über alle Fondsklassen hinweg erfolgt schließlich auf Grundlage des Vermögensbestandes $X_{k,\tau}$ der einzelnen Fondsklassen im inländischen Fondsportfolio der privaten Haushalte am Ende des Jahres τ . Hierzu werden Daten aus der Statistik über Wertpapierinvestments mit der Statistik über Investmentfonds kombiniert. Für den Anteil des Bestandes in Fondsklasse k ergibt sich das zeitvariable Gewicht:

$$w_{k,\tau} = \frac{X_{k,\tau}}{\sum_k X_{k,\tau}}$$

Für die Jahre vor 2006 werden Gewichte aus dem Jahr 2006 verwendet, die aufgrund der seit 1993 steigenden Anzahl von Fondsklassen aber ebenfalls sukzessive angepasst werden. Die Gesamtrendite privater Haushalte lässt sich dann wie folgt ausdrücken:

$$R_{t-1,t} = \sum_k w_{k,\tau} R_{k,t-1,t} \quad \forall t \in \tau$$

Für ausländische Fondsanteile im Bestand privater Haushalte wird die vereinfachende Annahme getroffen, dass diese dieselbe Rendite erzielen wie inländische Fondsanteile. Die Renditen in- und ausländischer Fonds dürften umso weniger grundlegende Abweichungen aufweisen, je stärker inländische Fonds im Ausland investiert sind. Die Bestimmung der Jahresänderungsrate der aggregierten Zeitreihe erfolgt analog zur Annualisierung der Aktienrendite.

Schuldverschreibungen

Ähnlich wie bei der Aktienrendite liegt auch der Berechnung der durchschnittlichen Ex-post-Rendite von Schuldverschreibungen eine Unterteilung der Anleihen im Besitz privater Haushalte nach Emittentensektoren zugrunde. Hier wird neben den finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen auch der Staat als Emittent berücksichtigt. Folgende Performance-Indizes werden verwendet: Für den Zeitraum bis 2005 basiert die Berechnung auf dem Renten-Performance-Index REXP, der den Anlageerfolg in deutschen ein- bis zehnjährigen öffentlichen Anleihen misst.⁵⁾ Dies dürfte für diesen Zeitraum eine Untergrenze für die Rendite privater Haushalte aus Schuldverschreibungen darstellen. Ab 2006 wird für öffentliche Emittenten auf eine Kombination des German-Government-Index von Merrill Lynch, des EMU-Germany-Index von J. P. Morgan und des WGBI-Germany-Index der Citigroup zurückgegriffen. Für inländische Kreditinstitute wird näherungsweise der Pfandbrief-Index von FTSE herangezogen. Für Versicherungen, Investmentfonds und Sonstige Finanzinstitute wird der Euro-Financial-Index von Merrill Lynch verwendet, während den Zahlen für nichtfinanzielle Unternehmen eigene Berechnungen auf Basis von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB (Quelle: Merrill Lynch) zugrunde liegen. Die Renditen von Anleihen ausländischer Emittenten werden mithilfe des WGBI-World-

⁴ Bei den berücksichtigten Fondsklassen handelt es sich um Aktienfonds, Rentenfonds, gemischte Wertpapierfonds, offene Immobilienfonds, Geldmarktfonds, Dachfonds, gemischte Fonds, Altersvorsorgefonds, Hedgefonds, Derivatefonds und sonstige Fonds.

⁵ Der Rentenindex REXP basiert (wie auch der REX) auf gewichteten Durchschnittspreisen aus Anleihen mit Laufzeiten im Spektrum von einem Jahr bis zu zehn Jahren. Er umfasst festverzinsliche Anleihen, Obligationen und Schatzanweisungen des Bundes, des Fonds Deutsche Einheit sowie der früheren Treuhandanstalt. Darin werden nur Anleihen mit einem Mindest-Nominalvolumen in Höhe von 500 Mio. € berücksichtigt. Vgl.: Deutsche Börse AG (2014), Leitfaden zu den REX-Indizes.

Index der Citigroup, des Global-Broad-Market-Index und des Global-Non-Sovereign-Index von Merrill Lynch als Durchschnitt öffentlicher und privater Schuldverschreibungen berechnet. Aus diesen sektoralen Anleiherenditen lässt sich ab dem Jahr 2006 ein aggregiertes Renditemaß bestimmen, wobei wiederum eine Gewichtung mit den sektoralen Anleihebeständen der privaten Haushalte aus der Finanzierungsrechnung vorgenommen wird. Auf dieser Grundlage wird schließlich die Jahresänderungsrate berechnet.

Berechnung realer Renditen

Um die jeweiligen nominalen Renditen in reale Rechnung zu überführen, werden die einzelnen Zeitreihen mithilfe des realisierten Verbraucherpreisindex für Deutschland inflationsbereinigt. Vor dem Hintergrund der Anlageentscheidung privater Haushalte würde

eine präzisere Berechnung der realen Renditen genauere Informationen über den beabsichtigten Anlagehorizont, die künftig erwarteten Renditen sowie die diesem Zeithorizont entsprechenden Inflationserwartungen erfordern. Derartige Informationen sind jedoch weder in adäquater Form noch im benötigten Umfang verfügbar. Dem Consensus Forecast lassen sich lediglich Inflationserwartungen für verschiedene Zeitpunkte in der Zukunft entnehmen; deren Berücksichtigung ändert aber nichts Wesentliches am Gesamtbild und ist der Berechnung der Ex-post-Renditen vor allem aufgrund der fehlenden Informationen zum Anlagehorizont nicht überlegen. Um eine konsistente Berechnung sicherzustellen, werden daher sowohl bei den nominalen Renditen als auch bei der Inflationsrate die ex post realisierten Werte verwendet.

Aktien seit 1991 im Mittel eine jährliche reale Rendite von gut 8% und sind damit die renditestärkste Anlageform im Portfolio. Dies gilt trotz ihrer verhaltenen Entwicklung am aktuellen Rand auch für die vergangenen Jahre.

Die Rendite von Investmentfondsanteilen im Besitz der Privathaushalte entwickelte sich ganz ähnlich, zumal es sich bei einem bedeutenden Teil der gehaltenen Publikumsfonds um Aktienfonds handelt. Ihr Verlauf war gleichwohl deutlich weniger volatil als jener der Aktienrendite. Insgesamt lag die reale Rendite seit Verfügbarkeit der Daten im Jahr 1995 im Mittel knapp unter 5% und damit spürbar niedriger als die Aktienrendite.

Die Rendite der Schuldverschreibungen unterschied sich im gesamten Betrachtungszeitraum deutlich von den Renditen anderer Geldanlagen.⁹⁾ Insbesondere zeigte sich ihr Verlauf weitgehend unabhängig von Krisen und ähnlichen Ereignissen. Sie war weniger volatil und im

langfristigen Mittel gleichzeitig etwas niedriger als bei anderen Wertpapierarten, wengleich spürbar höher als bei Bankeinlagen. Zuletzt haben Schuldverschreibungen aber einen starken, durch Kursgewinne getriebenen Renditezuwachs verbucht.

Entwicklung der Gesamtrendite des Geldvermögens

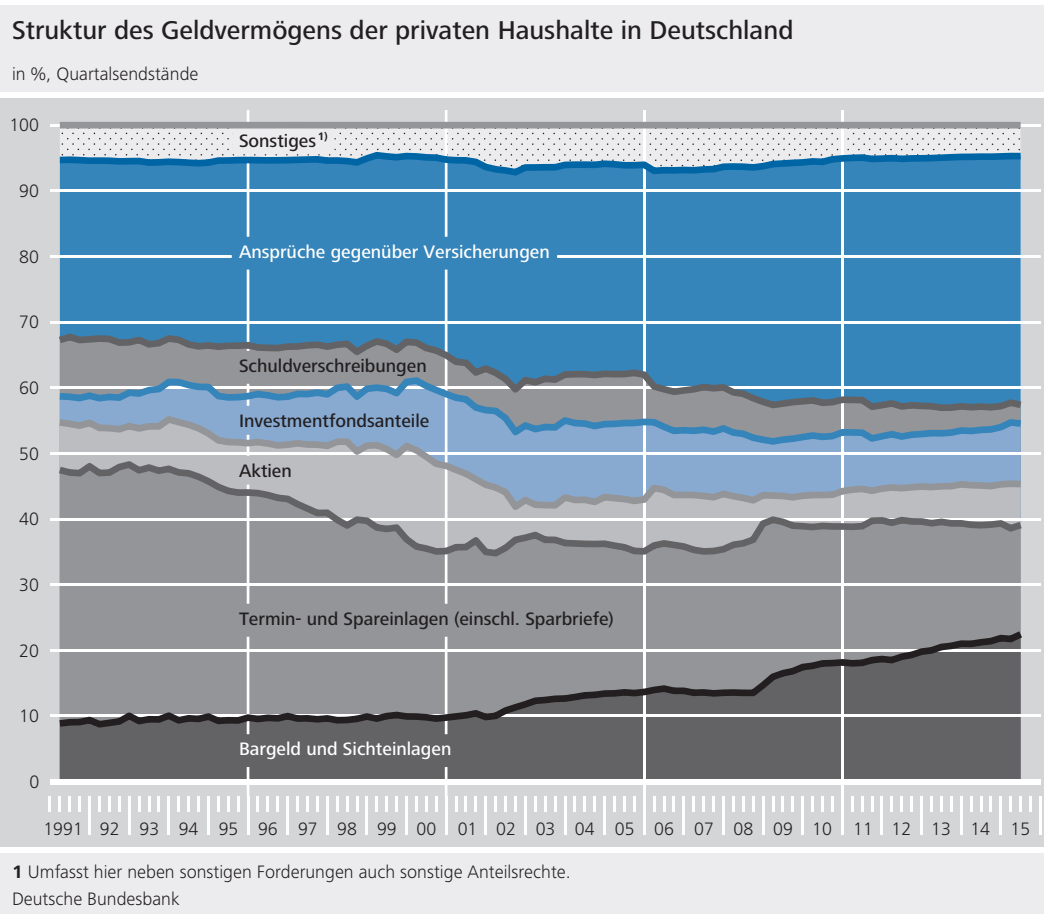
Der Blick auf die realen Renditen der verschiedenen Anlageklassen macht deutlich, dass private Haushalte neben den aktuell besonders renditeschwachen Bankeinlagen auch renditestärkere Anlageformen im Portfolio halten. Für die Einschätzung, inwieweit das derzeitige Umfeld niedriger Nominalzinsen den realen Ertrag des Geldvermögens der privaten Haushalte be-

Reale Gesamtrendite des Geldvermögens auch abhängig von dessen Struktur

Verlauf der Rendite von Investmentfondsanteilen ähnlich, aber weniger volatil als die der Aktien

Reale Rendite von Schuldverschreibungen niedriger als die anderer Wertpapiere

⁹⁾ Die hier ausgewiesenen Renditen für Schuldverschreibungen sind nicht zu verwechseln mit der durchschnittlichen Verzinsung dieser Papiere, bei der Kursveränderungen unberücksichtigt bleiben (Umlaufrendite).



einflusst, ist daher die Rendite des gesamten Portfolios zu betrachten. Diese ergibt sich aus den mit ihrem Anteil am Gesamtportfolio gewichteten Renditen der verschiedenen Anlageklassen, sodass für die Gesamrendite folglich auch die Geldvermögensstruktur der Haushalte relevant ist. Diese wiederum unterlag im Zeitverlauf einigen Änderungen (siehe oben stehendes Schaubild), auf die später ausführlich eingegangen wird.

etwas verhaltenerem Ausmaß, verhielt es sich mit Investmentfondsanteilen, die seit den achtziger Jahren vermehrt aufgelegt wurden.¹⁰ Folglich wurde in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre sowie in geringerem Maß auch Mitte der 2000er Jahre durch hohe Beiträge des direkten oder indirekten Aktienengagements (über Investmentfonds) eine beträchtliche reale Gesamrendite erzielt: Zwischen 1991 und 2007 betrug sie im Mittel 3,5%.

Treiber der Gesamrendite variierten im Zeitverlauf

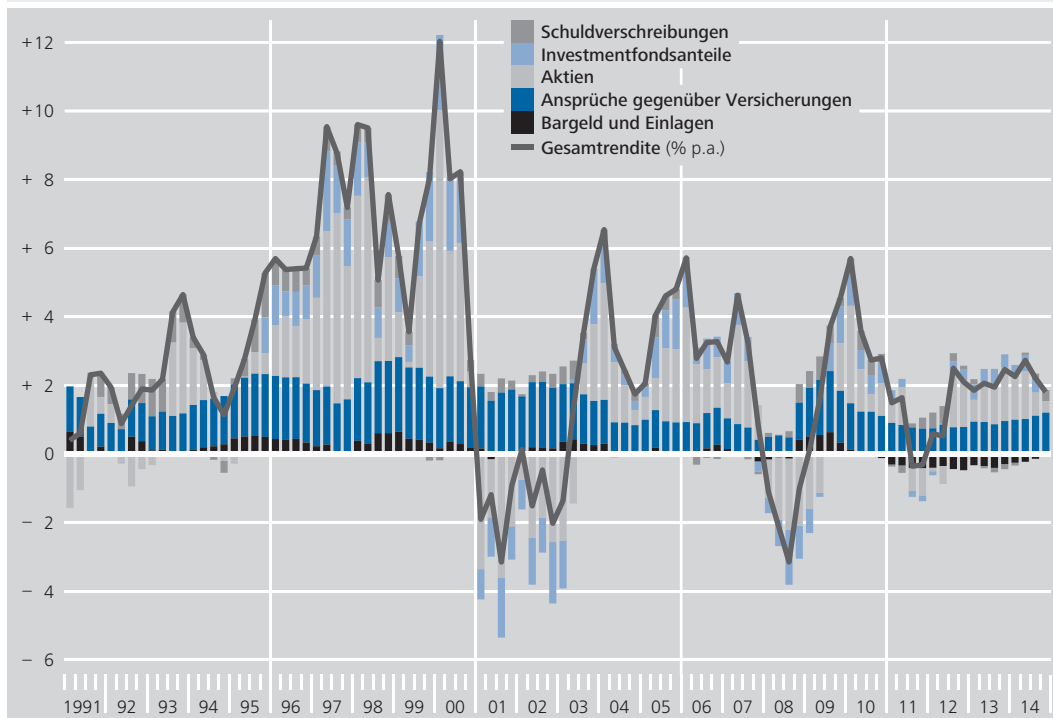
Das Schaubild auf Seite 22 zeigt die Entwicklung der realen Gesamtportfoliorendite zusammen mit den Beiträgen der einzelnen Anlageformen ab 1991. Ansprüche gegenüber Versicherungen trugen nahezu durchgängig – in Krisenzeiten sogar wesentlich – positiv zur Gesamrendite bei. Der Boom der Kommunikations- und Informationstechnologie führte gegen Ende der neunziger Jahre dazu, dass Aktien vor dem Hintergrund deutlicher Kursgewinne zeitweise zum zentralen Treiber der Gesamtportfoliorendite avancierten. Ähnlich, obgleich in

Demgegenüber fiel die reale Portfoliorendite in den Jahren seit Ausbruch der Finanz- und Wirt-

¹⁰ Zur allgemeinen Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte in den neunziger Jahren vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der privaten Vermögenssituation seit Beginn der neunziger Jahre, Monatsbericht, Januar 1999, S. 33–50; und A. Eymann und A. Börsch-Supan (2002), Household Portfolios in Germany, in: L. Guiso, M. Haliassos und T. Jappelli (Hrsg.), Household Portfolios, Massachusetts. Speziell zur frühen Entwicklung der Bedeutung von Investmentfondsanteilen vgl.: Deutsche Bundesbank, Entwicklung und Bedeutung der Geldanlagen in Investmentzertifikaten, Monatsbericht, Oktober 1994, S. 49–72.

Beitrag einzelner Anlageformen¹⁾ zur realen Gesamtrendite der privaten Haushalte in Deutschland

%-Punkte



* Gewichtet gemäß Anteil am Geldvermögen.
 Deutsche Bundesbank

schaftskrise spürbar niedriger aus und lag zwischen 2008 und Anfang 2015 im Mittel bei gut 1,5%. Verantwortlich dafür waren einerseits die realen Renditen von Wertpapieren, die in den letzten Jahren krisenbedingt im Mittel teils niedriger ausfielen als zuvor. Ungleich wichtiger waren jedoch die Veränderungen in der Geldvermögensstruktur der privaten Haushalte, die sich von Termin- und Spareinlagen hin zu den geringer oder gar negativ verzinsten Sichteinlagen verschoben hat.

Bedeutung von Renditen und anderen Determinanten für das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte

Theoretische Überlegungen

Zinsen und Renditen können gemäß der ökonomischen Theorie sowohl die Höhe als auch

die Struktur des Sparens beeinflussen. In Bezug auf die Höhe des Sparens wird der Einfluss von Zinsen formal typischerweise in einem mehrperiodigen Lebenszyklus-Modell beschrieben. In diesem Standardmodell wird die Beziehung zwischen der Ersparnis und dem Zinsniveau im Wesentlichen von drei Effekten geprägt.¹¹⁾ So führt ein Rückgang des Zinsniveaus für sich genommen zunächst einmal dazu, dass für Sparer die Erträge des gesparten Kapitals niedriger ausfallen als zuvor erwartet (Einkommenseffekt). Um den künftigen Konsum auf dem bisher angestrebten Niveau zu halten, müsste in der Gegenwart folglich insgesamt mehr gespart und weniger konsumiert werden.

Zusammenhang zwischen Zinsen und Höhe des Sparens theoretisch geprägt vom Einkommenseffekt, ...

¹¹ Vgl. zu Einkommens-, Vermögens- und Substitutionseffekten z. B.: D.W. Elmendorf (1996), The Effect of Interest-Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey, Fed Finance and Economics Discussion Series, Nr. 27; sowie: J. M. Poterba (2000), Stock Market Wealth and Consumption, The Journal of Economic Perspectives 14 (2), S. 9–118; und: R. Cromb und E. Fernandez-Corugedo (2004), Long-Term Interest Rates, Wealth and Consumption, Bank of England Working Paper, Nr. 243.

... dem Substitutionseffekt ...

Gleichzeitig kann eine Zinssenkung aber dazu führen, dass der heutige Konsum zulasten des zukünftigen Konsums ausgeweitet wird (Substitutionseffekt): Infolge der niedrigeren Erträge des Sparens wird der heutige Konsum relativ günstiger, da private Haushalte auf geringere Erträge verzichten als zuvor. Infolgedessen wird das laufende Einkommen verstärkt für den heutigen Konsum verwendet, die Ersparnis geht zurück.

... und dem Vermögenseffekt

In dem Maße, in dem die privaten Haushalte über Vermögen verfügen, kommt schließlich ein Vermögenseffekt zum Tragen. Ein Kursanstieg bei den gehaltenen Wertpapieren infolge der Zinssenkungen verbessert in der Theorie grundsätzlich die Konsummöglichkeiten. Dies gilt zumindest dann, wenn dieser Bewertungsgewinn unerwartet ist und als dauerhaft empfunden wird. Substitutions- und Vermögenseffekt wirken dem Einkommenseffekt somit entgegen. Die Zins- und Renditeelastizität des Sparens hängt damit letztlich davon ab, welcher dieser Effekte überwiegt.

Auch das Anlageverhalten hängt in der Theorie von den Zinsen ab

Auch auf die Struktur des Sparens, also das Anlageverhalten, haben Zinsen in der ökonomischen Theorie einen Einfluss. So zeigt etwa die Theorie der Geldnachfrage unter Berücksichtigung portfoliotheoretischer Zusammenhänge, dass mit der Entscheidung über die Haltung bestimmter finanzieller Anlageformen stets ein Vergleich der hiermit erzielbaren Renditen verbunden ist.¹²⁾ Dahinter steht die mikroökonomisch fundierte Überlegung, dass Renditen den Nutzen beeinflussen, den die jeweilige Anlageform dem privaten Haushalt stiftet.¹³⁾ Um ein finanzielles Portfolio zu erhalten, das den Nutzen insgesamt maximiert, wird der Haushalt sein Vermögen folglich so verteilen, dass sich eine für ihn optimale Portfoliostruktur ergibt.

Neben Zinsen nehmen weitere Faktoren theoretisch Einfluss auf das Spar- und Anlageverhalten ...

Renditen sind jedoch nur eine von mehreren Determinanten, die das Verhalten der Haushalte beeinflussen können. In der ökonomischen Theorie werden darüber hinaus weitere Faktoren berücksichtigt. In dem oben genannten

Lebenszyklus-Modell ist das Sparverhalten beispielsweise zusätzlich abhängig vom verfügbaren Einkommen sowie von der individuellen Zeitpräferenz. Auch die persönliche Risikoeinstellung kann in diesem Zusammenhang ein treibender Faktor sein, insbesondere für das Anlageverhalten. So wird der Theorie zufolge beispielsweise die Risikobereitschaft durch das Vermögen beeinflusst.¹⁴⁾ Darüber hinaus können auch Aspekte wie eine unzureichende Weitsicht und negative Erfahrungen aus früheren Anlageentscheidungen sowie die allgemeine oder finanzielle Bildung eine Rolle spielen.¹⁵⁾ Neben diesen individuellen Faktoren können auch die institutionellen Rahmenbedingungen, darunter insbesondere das Steuer- und Sozialsystem, das Spar- und Anlageverhalten über ihre Auswirkungen auf das (künftig zu erwartende) verfügbare Einkommen beeinflussen.¹⁶⁾

Diese Determinanten sind von grundlegender Bedeutung für die Ausprägung der Sparmotive, also die Gründe, warum private Haushalte überhaupt Geld sparen und anlegen. Zu nennen sind hier im Wesentlichen die Bildung von Rücklagen für wirtschaftlich schlechtere Zeiten (Vorsichtssparen), die private Vorsorge für das Alter

... und beeinflussen auch die Ausprägung der Sparmotive

12 Ansatzpunkte zur Bestimmung der optimalen Zusammensetzung des Vermögens liefert die sog. Portfoliotheorie, die grundlegend durch Beiträge von Markowitz und Tobin in den fünfziger Jahren geprägt wurde. Vgl. hierzu: H.M. Markowitz (1952), Portfolio selection, *Journal of Finance* 7 (1), S. 7–91; sowie: J. Tobin, (1958), Liquidity preference as behavior towards risk, *The Review of Economic Studies* 25, S. 65–86. Empirische Analysen zur Geldnachfrageschätzung unter Berücksichtigung portfoliotheoretischer Zusammenhänge sind u. a. zu finden in: R. A. De Santis, C.A. Favero und B. Roffia (2013), Euro area money demand and international portfolio allocation: A contribution to assessing risks to price stability, *Journal of International Money and Finance* 32, S. 377–404; sowie: G. De Bondt (2009), Euro Area Money Demand: Empirical Evidence on the Role of Equity and Labour Markets, ECB Working Paper, Nr. 1086.

13 Vgl. hierzu: F. Ramb und M. Scharnagl (2011), Households' Portfolio Structure in Germany – Analysis of Financial Accounts Data 1959–2009, ECB Working Paper, Nr. 1355.

14 Vgl. hierzu: C. Gollier (2001), *Economics of risk and time*, Cambridge, MIT Press.

15 Vgl. hierzu: R. H. Thaler (1994), Psychology and Savings Policies, *American Economic Review* 84, S. 186–192.

16 Vgl. hierzu: M. Feldstein (1976), Social Security and Saving: The Extended Life Cycle Theory, *American Economic Review* 66 (2), S. 77–86, und: R. Barro (1974), Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy* 82, S. 1095–1117.

Sparquote und reale Gesamtrendite des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland¹⁾



* Die Sparquote bezieht sich auf private Haushalte einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Separate Angaben für den Sektor der privaten Haushalte sind in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung derzeit noch nicht verfügbar.
 Deutsche Bundesbank

(Vorsorgesparen) sowie das Erbschaftsmotiv.¹⁷⁾ Vor allem die Bedeutung des Vorsorgesparens kann in den jeweiligen Lebensphasen unterschiedlich ausfallen, da hauptsächlich während der Erwerbszeit Vermögen aufgebaut wird, welches dann in späteren, einkommensschwächeren Phasen der Finanzierung des Konsums dient. Vor diesem Hintergrund hat die Altersstruktur der Bevölkerung wesentlichen Einfluss auf das Spar- und Anlageverhalten der privaten Haushalte insgesamt.

Entwicklung des Spar- und Anlageverhaltens

Das oben stehende Schaubild zeigt die Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland in den letzten Jahrzehnten. Seit 1991 haben sie stets mindestens 9% ihres verfügbaren Einkommens gespart, zeitweise sogar deutlich mehr. Der Verlauf der Sparquote unterlag dabei vergleichsweise geringen Schwankun-

Sparquote der deutschen Privathaushalte unterlag im Zeitverlauf nur graduellen Veränderungen

gen: Abrupte Veränderungen gab es selten, Anpassungen vollzogen sich meist graduell.

So waren die neunziger Jahre geprägt von einem langjährigen und nahezu stetigen Rückgang der Sparquote, bei einer im Trend gleichzeitig ansteigenden Gesamtrendite.¹⁸⁾ In diesem Rückgang spiegelte sich zum einen eine Normalisierung des zuvor erreichten hohen Niveaus wider, nachdem die Steuerreform in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre den Dispositionsspielraum der privaten Haushalte spürbar erhöht hatte. Zum anderen hinterließen die konjunkturelle Schwächephase nach dem Wiedervereinigungsboom sowie auftretende strukturelle Defizite insbesondere in Ostdeutschland ihre Spuren: Sozialleistungen ersetzten immer häufiger Arbeitseinkommen, letztere wurden zudem durch steigende Abgaben belastet – die Möglichkeiten zu sparen nahmen ab.

In den neunziger Jahren ging die Sparquote stetig zurück, ...

Die Jahre nach dem Platzen der New-Economy-Blase waren wiederum geprägt von einer langsamen Erholung der Sparquote. Diese vergleichsweise untypische Erhöhung in einer wirtschaftlichen Schwächephase hing wesentlich mit der zunehmenden Bedeutung des Vorsichts- und Vorsorgesparens zusammen.¹⁹⁾ Mehrere Jahre verhaltener gesamtwirtschaftlicher Dynamik, eine hohe und sich verfesti-

... erholte sich nach dem Platzen der New-Economy-Blase aber wieder etwas

¹⁷ Die theoretischen Erläuterungen der traditionellen Spar-motive sind bereits u. a. in den grundlegenden Arbeiten von Keynes (1936), Modigliani und Brumberg (1954) sowie Friedman (1975) zu finden. Vgl. hierzu: J. M. Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan; F. Modigliani und R. Brumberg (1954), *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data*, in: J. H. Flavell und L. Ross (Hrsg.), *Social Cognitive Development Frontiers and Possible Futures*, Cambridge, University Press; sowie: M. Friedman (1975), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, University Press.

¹⁸ Für eine ausführliche Darstellung der Entwicklungen in den neunziger Jahren vgl.: Deutsche Bundesbank, *Zur Entwicklung der privaten Vermögenssituation seit Beginn der neunziger Jahre*, Monatsbericht, Januar 1999, S. 33–50.

¹⁹ In früheren Konjunkturzyklen verhielt sich die Sparquote meist prozyklisch: Während private Haushalte in Phasen gedämpfter gesamtwirtschaftlicher Aktivität einen geringeren Anteil ihrer verfügbaren Einkommen zurücklegten, um ihren Konsum zu stabilisieren, nahm die Sparquote in Zeiten steigender Einkommen wieder zu. Vgl.: Deutsche Bundesbank, *Der private Konsum seit der deutschen Wiedervereinigung*, Monatsbericht, September 2007, S. 41–56.

gende Arbeitslosigkeit sowie die verbreitete Unsicherheit über die Auswirkungen der in diesem Zeitraum durchgeführten Arbeitsmarktreformen trugen dazu bei, dass private Haushalte Konsumwünsche aus Vorsichtsgründen in die Zukunft verschoben.²⁰⁾ Darüber hinaus rückte mit der Diskussion über die langfristige Tragfähigkeit der gesetzlichen Rentenversicherung und den durchgeführten Reformen dieses Systems zunehmend die Notwendigkeit der privaten Vorsorge ins Bewusstsein.²¹⁾

Krisenausbruch leitete erneuten Rückgang der Sparquote ein

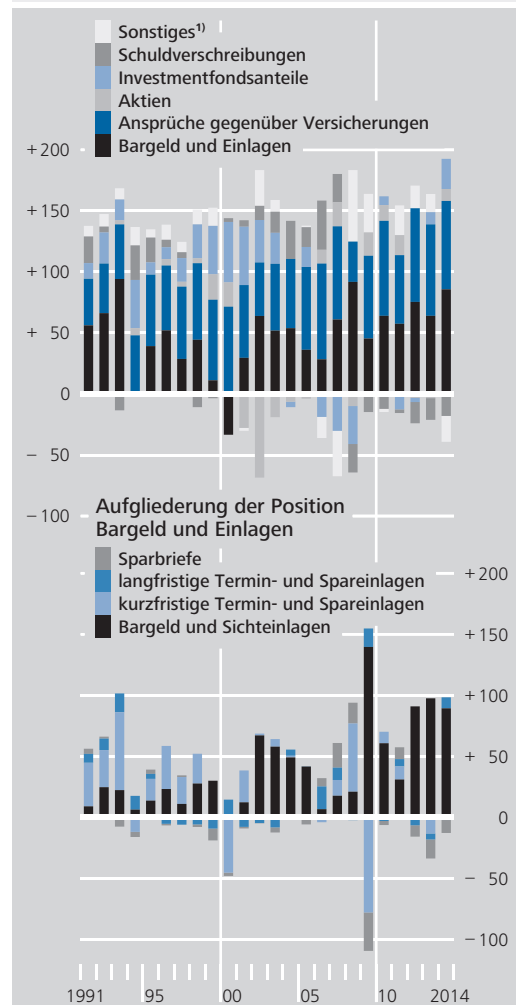
Mit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise endete der Aufwärtstrend der Sparquote. Die zurückgehende gesamtwirtschaftliche Aktivität wirkte sich negativ auf die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte aus, sodass diese ihre Konsumausgaben stabilisierten, indem sie auf ihre Ersparnisse zurückgriffen. Dies führte zu einem Rückgang der Sparquote. In der anschließenden konjunkturellen Erholung stieg das verfügbare Einkommen mit der sich verbessernden Arbeitsmarktlage wieder langsam an, sodass sich die Sparquote zunächst stabilisierte. Angesichts weiterer Einkommenssteigerungen, der anhaltend stabilen Beschäftigungssituation und eines entsprechend freundlichen Konsumklimas ging die Sparquote in den Folgejahren dann in einem Umfeld verhaltener Renditen weiter zurück. Zuletzt erhielten die realen Haushaltseinkommen vor allem durch zusätzliche Sozialtransfers und den drastischen Rückgang des Rohölpreises weiteren Auftrieb. Die Realeinkommenszuwächse wurden jedoch nur teilweise für Konsumzwecke genutzt, was dafür spricht, dass die privaten Haushalte von dem Ausmaß der Einkommenssteigerung überrascht wurden, und trugen somit zur jüngsten Erholung der Sparquote bei.

Anlageverhalten ebenfalls von graduellen Veränderungen bei durchweg hoher Bedeutung von Bankeinlagen und Versicherungsansprüchen geprägt

Neben dem Spar- war auch das Anlageverhalten der privaten Haushalte seit Beginn der neunziger Jahre von graduellen Veränderungen geprägt. So waren Versicherungsansprüche und Bankeinlagen bis auf wenige Ausnahmen die wesentlichen Treiber der Geldvermögensbildung (siehe oben stehendes Schaubild). Ein wichtiges Motiv für die Bildung von Versiche-

Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland

Mrd €



¹ Umfasst hier neben sonstigen Forderungen auch sonstige Anteilsrechte.

Deutsche Bundesbank

rungsansprüchen war neben der Absicherung existenzieller Risiken die private Altersvorsorge (siehe oben).²²⁾ Vor dem Hintergrund steigender Renditen der Versicherungsansprüche bestand in den neunziger Jahren zeitweise rund die Hälfte der Geldvermögensbildung allein aus dieser Anlageform. Entsprechend hoch war ihr

²⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Vorsichtssparen und Einkommensunsicherheit privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht, September 2007, S. 52.

²¹ Für eine Übersicht der in diesem Zeitraum durchgeführten Reformen der Rentenversicherung vgl.: Deutsche Bundesbank, Perspektiven der gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland, Monatsbericht, April 2008, S. 51–76.

²² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Versicherungssektor als Finanzintermediär, Monatsbericht, Dezember 2004, S. 31–42.

Anteil am bestehenden Geldvermögen: Ende der neunziger Jahre lag dieser bei knapp 30%. Einen noch höheren Anteil hatten über den gesamten Betrachtungszeitraum lediglich Bank-einlagen. Deren Bedeutung nahm angesichts einer zeitweise schwachen Dotierung – insbesondere von Sichteinlagen – im Verlauf der neunziger Jahre jedoch ab.

Die Bedeutung von Wertpapieren nahm in den neunziger Jahren spürbar zu, ...

Wertpapiere, deren Renditen sich in dieser Zeit dynamisch entwickelten, gewannen hingegen spürbar an Boden. Dahinter standen teils kräftige Mittelzuflüsse, insbesondere in Investmentfondsanteile.²³⁾ Auch Schuldverschreibungen wurden zeitweise gekauft. Die direkte Aktienhaltung gewann erst im Rahmen des New-Economy-Booms und vor dem Hintergrund der in dieser Zeit einsetzenden Deregulierung des Aktienmarkts an Bedeutung.²⁴⁾ Zusammen mit den Bewertungsgewinnen bei den bereits gehaltenen Wertpapieren führte dieses steigende Engagement auf dem Aktienmarkt dazu, dass der Anteil aller Wertpapiere am Geldvermögen der deutschen Privathaushalte in den neunziger Jahren deutlich von rund 20% auf 30% anstieg.

... ging nach dem Platzen der New-Economy-Blase aber erkennbar zurück

Mit dem Platzen der New-Economy-Blase änderten sich diese Verhältnisse grundlegend. Kursverluste und umfangreiche Nettoverkäufe, insbesondere von Aktien, ließen den Wertpapieranteil am Geldvermögen Anfang des Jahrtausends schrumpfen. Lediglich Schuldverschreibungen wurden noch in bedeutendem Umfang erworben. Kräftig dotiert wurden stattdessen Sichteinlagen, was unter anderem mit der erhöhten Unsicherheit infolge der konjunkturellen Schwächephase und der Kapitalmarkt-turbulenzen sowie der damit verbundenen höheren Präferenz für liquide und sichere Anlagen zusammenhängen dürfte. Andere Einlagenarten spielten seitdem – und im Gegensatz zu den neunziger Jahren – keine bedeutende Rolle mehr. Mit Blick auf Versicherungsansprüche, deren Rendite seit der Jahrtausendwende sukzessive gesunken war, verblieb sowohl die Geldvermögensbildung als auch der Anteil am Geldvermögen auf hohem Niveau.

Daran änderte auch die Finanz- und Wirtschaftskrise nichts. Im Gegenteil: Der Anteil von Ansprüchen gegenüber Versicherungen am Geldvermögen nahm seit 2008 erneut zu und erreichte Mitte 2015 knapp 38%. Die Bedeutung von Wertpapieren ging in einem Umfeld moderater, aber positiver Renditen hingegen weiter zurück; mit rund 19% fiel ihr Anteil Anfang 2015 sogar niedriger aus als zu Beginn der neunziger Jahre. Er sank vor allem 2008 abrupt, als es an den Aktienmärkten im Gefolge der Verschärfung der Finanzkrise zu umfangreichen Kursverlusten kam. Trotz der teils kräftigen Kursgewinne in den nachfolgenden Jahren blieb der direkte Aktienwerb seitdem verhalten. Noch geringer fiel das Engagement bei Schuldverschreibungen aus, die seit Verschärfung der Finanz- und Wirtschaftskrise durchweg abgebaut wurden.

Seit Ausbruch der Finanzkrise investierten Haushalte kräftig in Versicherungen, ...

Lediglich Investmentfondsanteile verzeichneten nach zwischenzeitlichen Verkäufen seit 2013 wieder spürbare Zuflüsse. Dabei erwarben private Haushalte insbesondere Aktienfonds, die in den vergangenen Jahren infolgedessen zur wichtigsten Fondsart im Portfolio avancierten (siehe Schaubild auf S. 27). Diese Fonds wiederum investierten die ihnen zugeflossenen Mittel vor allem in Unternehmen im Ausland. Dies steht im Gegensatz zum direkten Aktienengagement der Privathaushalte, welches sich auf Papiere deutscher Emittenten konzentriert, und deutet darauf hin, dass Haushalte Geldanlagen, die aus ihrer Sicht potenziell unsicherer sind, vorzugsweise den typischerweise besser informierten professionellen Investoren anver-

... engagierten sich indirekt auf dem Kapitalmarkt ...

²³ Zur Relevanz von Investmentfondsanteilen für die Geldvermögensbildung in den frühen neunziger Jahren vgl.: Deutsche Bundesbank, Entwicklung und Bedeutung der Geldanlage in Investmentzertifikaten, Monatsbericht, Oktober 1994, S. 49–72.

²⁴ Die Deregulierung des Aktienmarkts führte u. a. zu niedrigeren Transaktionskosten und Markteintrittsbarrieren. Darüber hinaus wurde in diesem Zusammenhang die Marktaufsicht verschärft. Diese Entwicklungen trugen zu einer zunehmenden Popularität der Aktie im Anlageverhalten der deutschen Privathaushalte bei. Vgl.: A. Eymann und A. Börsch-Supan (2002), a. a. O.

trauen.²⁵⁾ Zusammen mit der Tatsache, dass sie ihr direktes Kapitalmarktengagement im Gefolge der Finanzkrise deutlich und zugunsten eines indirekten Engagements reduzierten, spricht dies für eine ausgeprägte und anhaltende Risikoaversion der privaten Haushalte.

... und bauten Sichteinlagen auf

Noch deutlicher kommt die geringe Risikobereitschaft bei den als sicher geltenden Sichteinlagen zum Ausdruck, die seit 2009 im Umfeld eines historisch niedrigen Renditeniveaus die wichtigste Form der Geldvermögensbildung darstellten. Dabei schichteten die Haushalte auch Mittel aus weniger liquiden Einlagen in Sichteinlagen um. Neben der Risikoaversion dürfte dies bis an den aktuellen Rand auch eine stark ausgeprägte Liquiditätspräferenz der privaten Haushalte reflektieren, die neben den aktuell historisch niedrigen Opportunitätskosten der Sichteinlagenhaltung zeitweise auch von einer erhöhten Unsicherheit im Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise getrieben wurde.

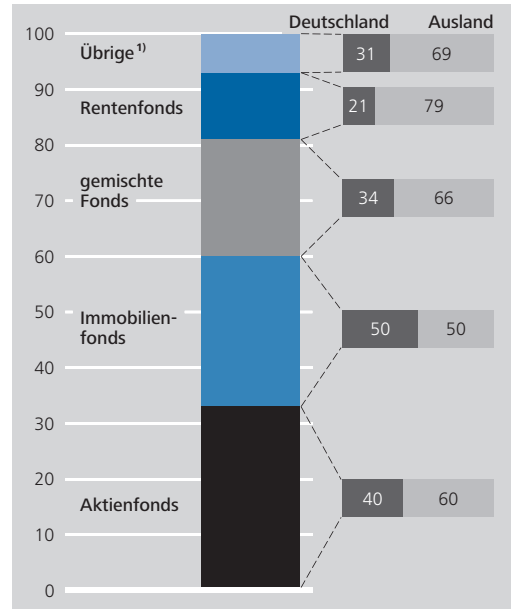
Mögliche Determinanten des Spar- und Anlageverhaltens

Empirische Literatur deutet für Deutschland auf schwachen Zusammenhang zwischen Zinsen und Sparen hin, ...

Die Frage, inwieweit das skizzierte Spar- und Anlageverhalten von den realen Renditen beeinflusst wurde, war bereits in der Vergangenheit Gegenstand empirischer Studien. Deren Ergebnisse sprechen dafür, dass der Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Höhe des Sparens in Deutschland unter Berücksichtigung anderer relevanter Bestimmungsfaktoren grundsätzlich eher schwach ist. Je nach Modellspezifikation, Datensatz und Zeitraum fällt dieser mal positiv, mal negativ aus, ist aber durchweg gering; bisweilen wird auch gar kein statistisch signifikanter Zusammenhang gefunden.²⁶⁾ Insgesamt betrachtet scheinen sich die in ihrer Wirkungsrichtung gegenläufigen Effekte – Einkommenseffekt auf der einen und Substitutions- und Vermögenseffekt auf der anderen Seite – somit annähernd auszugleichen. Größere Relevanz haben vielmehr andere Faktoren, darunter insbesondere das verfügbare Einkommen, aber

Investmentfondsvermögen privater Haushalte in Deutschland nach Fondsart sowie Anlageverhalten dieser Fonds nach Region^{*)}

in %, Stand: 1. Vj. 2015



* Offene inländische Investmentfonds. 1 Umfasst Dachfonds, Geldmarktfonds, Altersvorsorgefonds, Hedgefonds, Derivatefonds und sonstige Fonds.
 Deutsche Bundesbank

25 Der Umstand, dass Anlagen überwiegend auf dem Heimatmarkt erfolgen, wird in der einschlägigen Literatur als „Home Bias“ bezeichnet. Vgl. hierzu exemplarisch: K. French und J. Poterba (1991), Investor Diversification and International Equity Markets, American Economic Review 81, S. 222–226. Begründet werden kann dieses Verhalten u. a. durch die Existenz von Transaktionskosten und Informationsasymmetrien. In diesem Zusammenhang erscheint es plausibel, dass vor allem Fondsmanager, die mit der Betreuung umfangreicher Portfolios beauftragt sind, auch über umfassendere Informationen verfügen und demzufolge verstärkt Anlagen im Ausland tätigen. Vgl. u. a. hierzu: J. M. Barron und J. Ni (2008), Endogenous asymmetric information and international equity home bias: The effects of portfolio size and information costs, Journal of International Money and Finance 27, S. 617–635.

26 Für einen positiven Zusammenhang zwischen Zinsen und Sparen vgl. exemplarisch: F. Geiger, J. Muellbauer und M. Ruppert (2015), The Housing Market, Household Portfolios and the German Consumer, ECB Working Paper, im Erscheinen; sowie: M. Beznoska und R. Ochmann (2012), The Interest Elasticity of Savings: A Structural Approach with German Micro Data, Empirical Economics 45, S. 371–399. Eine negative Zinsabhängigkeit des Sparens finden u. a. F. Hüfner und I. Koske (2010), Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 754, während nach H.-J. Hansen (1996), The Impact of Interest Rates on Private Consumption in Germany, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 3/96, sowie R. Cohn und B. Kolluri (2003), Determinants of Household Saving in the G7 countries: Recent Evidence, Applied Economics 35, S. 1199–1208, gar kein Zusammenhang besteht.

auch die Altersstruktur der Bevölkerung sowie die Ausgestaltung der sozialen Sicherung, vor allem des Rentensystems. So zeigt sich etwa, dass die für später zu erwartende Rentenhöhe einen wesentlichen Einfluss auf das heutige Vorsorgesparen hat.²⁷⁾

... der auch im aktuellen Umfeld niedriger Nominalzinsen gering sein dürfte

Vor diesem Hintergrund dürfte der direkte Einfluss des niedrigen Zinsniveaus auf die Sparquote auch in den letzten Jahren allenfalls gering gewesen sein. Weitaus prägender für den Verlauf waren vermutlich die jüngst deutlich gestiegenen Realeinkommen, die günstige Arbeitsmarktlage sowie die damit verbundenen verbesserten Einkommensperspektiven. Infolgedessen ließ der private Verbrauch seine langjährige Schwächephase hinter sich und trug spürbar zur gesamtwirtschaftlichen Dynamik bei – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Sparquote.

Eigene empirische Analysen zum Zusammenhang von Renditen und Anlageverhalten zeigen, ...

Ein ähnliches Bild zeigt sich hinsichtlich der Bedeutung der realen Renditen für die Struktur des Sparens, also das Anlageverhalten. Im Rahmen eigener ökonometrischer Schätzungen wurden die verschiedenen Anlageformen als Anteile am Geldvermögen in einem multivariaten System von Nachfragegleichungen modelliert. Vor dem Hintergrund der theoretischen Überlegungen hing die Portfoliostruktur dabei vom realen Finanzvermögen, von den realen Renditen der Aktiva und von weiteren exogenen Variablen wie beispielsweise demografischen Größen ab.²⁸⁾

... dass Renditen auch für das Anlageverhalten keine zentrale Determinante sind, ...

Derartige ökonometrische Untersuchungen auf makroökonomischer Ebene sind zwar mit methodischen Problemen verbunden, sodass ihre Ergebnisse mit Vorsicht interpretiert werden sollten. Die Ergebnisse deuten jedoch darauf hin, dass reale Renditen zwar grundsätzlich Einfluss auf die Portfoliostruktur der privaten Haushalte in Deutschland haben, dieser Einfluss aber nicht eindeutig und damit – ähnlich wie beim Sparverhalten – insgesamt eher unbedeutend ist. Andere Faktoren scheinen folglich wichtiger zu sein, wenn es um die Verteilung der gesparten Mittel auf verschiedene Anlage-

formen geht. Tatsächlich sprechen die Ergebnisse dafür, dass etwa die Altersstruktur der Bevölkerung oder die Höhe des Vermögens einen vergleichsweise eindeutigen – mit den theoretischen Überlegungen übereinstimmenden – Einfluss auf die Portfoliostruktur haben. So nimmt der Anteil von Aktien und Investmentfondsanteilen und damit von Anlageformen, die typischerweise als riskant wahrgenommen werden, auf makroökonomischer Ebene mit zunehmendem Alter der Gesamtbevölkerung ab. Ein steigendes Vermögen führt hingegen für sich genommen zu einer Erhöhung dieses Anteils.

Das derzeitige Umfeld niedriger Nominalzinsen scheint an diesen Zusammenhängen nichts Wesentliches geändert zu haben. Die Ergebnisse der durchgeführten Schätzungen deuten vielmehr darauf hin, dass reale Renditen weiterhin eine wenig eindeutige und eher untergeordnete Bedeutung für die Portfoliostruktur haben. Dafür spricht, dass private Haushalte auch und gerade in den letzten Jahren verstärkt in Einlagen investiert haben, obwohl deren reale Rendite – im Gegensatz zu allen anderen Anlageformen – über einen längeren Zeitraum negativ war. Auch die jüngsten Ergebnisse der Bundesbankstudie „Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF)“, nach der die niedrigen Nominalzinsen bislang kaum das Spar- und

... auch nicht im Niedrigzinsumfeld

²⁷ Vgl. hierzu exemplarisch: J. Le Blanc, A. Poriglia, F. Teppa, J. Zhu und M. Ziegelmeyer (2014), Household saving behavior and credit constraints in the Euro area, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 16/2014.

²⁸ Bei diesem Ansatz handelt es sich um das sog. Financial Almost Ideal Demand System. Um ein konsistentes Nachfragesystem zu erhalten, wird den Koeffizienten eine Reihe von Restriktionen (Adding-up, Symmetrie, Homogenität) auferlegt. Aus den geschätzten Koeffizienten lassen sich Vermögenselastizitäten und Elastizitäten bezüglich der Eigen- und Alternativverzinsung berechnen. Der Ansatz ist jedoch mit Einschränkungen verbunden. So lassen sich die partiellen Effekte aufgrund der hohen Multikollinearität der Renditen trotz verschiedener Modellspezifikationen nur ungenau schätzen. Zudem werden Veränderungen in der Variabilität der Renditen bzw. in der Risikoaversion insgesamt hier nicht modelliert. Für eine ausführliche Darstellung des Ansatzes vgl.: S. Avouyi Dovi, V. Borgy, C. Pfister, M. Scharnagl und F. Sédillot (2013), Households' Financial Portfolio Choices: A Comparison between France and Germany, in: B. Winkler, A. van Riet und P. Bull (Hrsg.), A Flow-of-Funds Perspective on the Financial Crisis, Volume 1, Palgrave Macmillan.

Umfrageergebnisse zum Einfluss niedriger Zinsen auf das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland

Die Analyse des Spar- und Anlageverhaltens privater Haushalte auf makroökonomischer Ebene erlaubt es nicht, das Anlageverhalten unterschiedlicher Gruppen von Haushalten zu betrachten. Dafür werden Mikrodaten benötigt, beispielsweise aus Haushaltserhebungen wie der Studie der Bundesbank „Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF)“¹⁾. Die PHF-Studie erfasst neben soziodemografischen Merkmalen der befragten Haushalte (z. B. Alter, Bildung, Erwerbstätigkeit) auch Informationen zu geplanten Aktivitäten und Erwartungen von Haushalten. So wurden im Jahr 2014 unter anderem Fragen zu Zins- und Inflationserwartungen gestellt, aber auch dazu, ob die Haushalte als Reaktion auf die niedrigen Zinsen ihr Sparverhalten verändern.

Die Ergebnisse der PHF-Studie bestätigen die aggregierten Ergebnisse im Haupttext.²⁾ Nur wenige Haushalte gaben im Jahr 2014 an, aufgrund niedriger Zinsen ihr Sparverhalten angepasst zu haben.

Auf die Frage „Haben Sie Ihr Sparverhalten aufgrund der niedrigen Zinsen angepasst?“³⁾ antworteten über drei Viertel (77%) der Befragten mit „Nein“. Nur rund 15% der Haushalte haben ihre Sparleistung reduziert und etwa 7% legen nun anders an als zuvor. Das unveränderte Spar- und Anlageverhalten vieler Haushalte ist auch vor dem Hintergrund überraschend, dass 75% der Haushalte Mitte 2014 negative Realzinsen für das kommende Jahr erwartet haben. Der Anteil der Haushalte mit positiven Realzinsersparungen, die ihr Spar- und Anlageverhalten nicht anpassen, unterscheidet sich nur geringfügig vom entsprechenden Anteil der Haushalte mit negativen Erwartungen. Auch hinsichtlich der erwarteten nominalen Zinsen ergeben sich kaum Unterschiede. Lediglich die Haushalte, die Mitte 2014 einen starken Anstieg der Nominalzinsen erwartet haben, stechen heraus. In dieser Gruppe geben 97% an, ihr Spar- und Anlageverhalten nicht anzupassen.

Zusammengefasst deuten die Ergebnisse darauf hin, dass das Spar- und Anlageverhalten der privaten Haushalte im aktuellen Umfeld niedriger Nominalzinsen nur geringfügig von den Zinsen und Zinserwartungen der Haushalte beeinflusst wird. Es gibt allerdings einzelne Gruppen von Haushalten, die stärker auf die niedrigen Zinsen reagieren als andere. So steigt der Anteil der Haushalte, die ihr Sparverhalten anpassen, mit zunehmendem Vermögen.⁴⁾

Betrachtet man die Haushalte, die ihr Spar- und Anlageverhalten als Resultat niedriger Zinsen verändern, so entsprechen die Ergebnisse den einschlägigen Überlegungen der ökonomischen Theorie. Haushalte mit stärker diversifizierten Portfolios und größerer Risikobereitschaft geben häufiger an, als Folge der niedrigen Sparzinsen jetzt anders zu sparen. Dies wird zum Beispiel an den sehr vermögenden Haushalten deutlich, die typischerweise über einen hohen Anteil an

1 Für weitere Informationen zur Studie „Private Haushalte und ihre Finanzen“ siehe: Deutsche Bundesbank, Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Bundesbankstudie, Monatsbericht, Juni 2013, S. 25 ff.; und im Internet unter www.bundesbank.de/phf

2 Die hier verwendeten Daten sind noch als vorläufig anzusehen, u. a. sind fehlende Angaben noch nicht imputiert. Haushalte, die zu bestimmten Fragen keine Angaben machen, können in der Analyse daher nicht berücksichtigt werden. Alle Werte sind gewichtet.

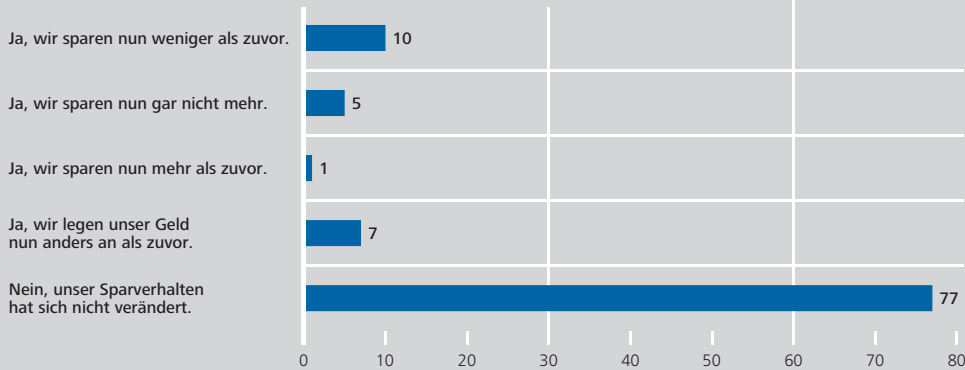
3 Der Begriff „Sparverhalten“ ist in der Frage selbst nicht näher definiert. Die vorgegebenen Antwortmöglichkeiten umfassen aber sowohl die Höhe der Sparleistungen als auch das Anlageverhalten.

4 Die Aufbereitung der Daten der zweiten Erhebungswelle ist noch nicht vollständig abgeschlossen. Für die hier dargestellte Analyse konnte daher nicht auf ein aus einzelnen Vermögenskomponenten berechnetes Nettovermögen zurückgegriffen werden. Stattdessen wurden die Antworten auf die Frage „Wie hoch schätzen Sie, ist {Ihr Reinvermögen / das Reinvermögen Ihres Haushalts / das Reinvermögen des Haushalts}? Das Reinvermögen ist der Wert all dessen, was den Haushaltsmitgliedern gehört abzüglich aller Verbindlichkeiten.“ verwendet. Die Erfahrung aus der ersten Welle zeigt, dass die selbst geschätzten Nettovermögen indikativ für das aus Einzelkomponenten berechnete Vermögen sind, vor allem die Zuordnung der Haushalte zu einzelnen Quintilen ist vergleichbar.

Einfluss der niedrigen Zinsen auf das Sparverhalten

Anteil der Haushalte in %¹⁾

Beeinflussen die niedrigen Zinsen das Sparverhalten Ihres Haushalts?



Quelle: PHF 2014. 1) Auswertung für Haushalte mit Angaben (4427 von 4461), Mehrfachnennungen möglich.

Deutsche Bundesbank

Wertpapieren im Vermögensportfolio verfügen. In dieser Gruppe liegt der Anteil der Haushalte, die angeben, nun anders zu sparen als zuvor, mit fast 14% am höchsten, obgleich auf insgesamt niedrigem Niveau. Unabhängig vom Vermögen zeigt sich, dass Haushalte, die Wertpapierdepots besitzen, ihr Anlageverhalten eher an das Niedrigzinsumfeld angepasst haben als Haushalte ohne solche Depots. Der Unterschied zwischen den Haushalten mit Wertpapierdepot und denen ohne Depot beläuft sich hier auf 10 Prozentpunkte (mit Depot 15% im Vergleich zu 5%). Der Besitz von Wertpapieren ist ein Hinweis darauf, dass die Haushalte bereit sind, eher Risiken bei ihren Anlagen einzugehen, um höhere Renditen zu erzielen. Dieser Aspekt kann genauer untersucht werden, da die PHF-Studie auch direkte Fragen zur Risikoneigung der Haushalte bei Anlage- und Sparentscheidungen enthält. Hier bestätigen sich die für Wertpapierbesitzer gefundenen Strukturen: Haushalte, die nicht bereit sind, Risiken einzugehen, um höhere Renditen zu erzielen, geben deutlich seltener an, ihr Geld nun anders anzulegen als zuvor (5% versus 14%).

Neben dem Vermögen und ihrem Wertpapierbesitz können die Haushalte auch nach sozio-demografischen Merkmalen klassifiziert werden. Gruppiert man die Haushalte nach ihrem gesamten Bruttoeinkommen, ergibt sich ein sehr ähnliches Bild zur Aufgliederung nach Vermögen. Bei

einem Vergleich unterschiedlicher Haushalte hinsichtlich des Alters des Haupteinkommensbeziehers fällt auf, dass ältere Sparer (55 Jahre und älter) häufiger als jüngere Sparer angeben, wegen der niedrigen Zinsen jetzt weniger zu sparen. In Bezug auf das Anlageverhalten zeigt sich, dass jüngere Sparer häufiger als ältere Haushalte angeben, nun andere Anlageformen zu wählen. Aus der Literatur ist bekannt, dass ältere Haushalte weniger bereit sind, hohe Risiken bei ihren Anlagen einzugehen, und eher traditionelle Portfolios besitzen.⁵⁾ Auch hier gilt also, dass die Haushalte ihr Anlageverhalten der Theorie folgend anpassen.

Insgesamt deuten die bereits vorliegenden Ergebnisse der PHF-Studie aber darauf hin, dass die niedrigen Nominalzinsen bei den privaten Haushalten in Deutschland bislang kaum zu nennenswerten Veränderungen ihres Spar- und Anlageverhaltens geführt haben, und bestätigen damit das auf makroökonomischer Ebene gefundene Bild.

5) Siehe u.a.: J. F. Cocco, F. J. Gomes und P. J. Maenhout (2005), Consumption and Portfolio Choice Over the Life Cycle, *Review of Financial Studies* 18(2), S. 491–533; R. Jagannathan, und N. R. Kocherlakota (1996), Why Should Older People Invest Less in Stocks than Younger People?, *Federal Bank of Minneapolis Quarterly Review* 20(3), S. 11–23.

Anlageverhalten der befragten Haushalte verändert haben, weisen in diese Richtung (siehe Erläuterungen auf S. 29 f.).

Für das Anlageverhalten scheinen somit auch in Zeiten historisch niedriger Nominalzinsen überwiegend andere Faktoren ausschlaggebend zu sein. Neben der genannten Altersstruktur der Bevölkerung sowie der Vermögenshöhe dürfte dazu auch die Unsicherheit zählen, der sich die Privathaushalte im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise – etwa in Form erhöhter Kursschwankungen an den Kapitalmärkten – wiederkehrend ausgesetzt sahen. So bestanden die bereits genannten Investitionen in Einlagen primär aus Zuflüssen in Sichteinlagen, was darauf hindeutet, dass sich die Präferenz der Privathaushalte für hochliquide Anlageformen erhöht hat, die bei Bedarf kurzfristig für Konsumzwecke zur Verfügung stehen. Dies schließt aber nicht aus, dass bei diesen kräftigen Zuflüssen in die Sichteinlagen zeitweilig auch der gesunkene Zinsunterschied zwischen Sicht- und längerfristigen Einlagen eine gewisse Rolle gespielt hat.

Andere Faktoren wie Risikoaversion sind von größerer Bedeutung

Zusätzliche Hinweise auf weitere Faktoren bieten Untersuchungen auf der Ebene einzelner Haushalte. In aktuellen Studien für Deutschland zeigt sich etwa, dass das Anlageverhalten wesentlich von der persönlichen Erfahrung geprägt wird, die ein Haushalt in der Vergangenheit bereits mit bestimmten Anlageformen gemacht hat.²⁹⁾ So können Ereignisse wie etwa hohe finanzielle Verluste während einer Finanzkrise nachhaltig die Risikotoleranz und damit die Bereitschaft, riskantere Aktiva in das Portfolio aufzunehmen, beeinflussen. Die kräftigen Kurseinbrüche an den Kapitalmärkten, die sich im Rahmen des Platzens der New-Economy-Blase und nach Ausbruch der Finanzkrise ergaben, dürften die ohnehin bereits vergleichsweise hohe Risikoaversion der deutschen Privathaushalte somit zusätzlich erhöht haben. Dies wiederum hat vermutlich wesentlich dazu beigetragen, dass ihr Wertpapierengagement seit dem Platzen der New-Economy-Blase zurückging und vor allem seit Ausbruch der Finanz-

und Staatsschuldenkrise wie oben skizziert insgesamt schwach ausfiel – trotz vergleichsweise hoher Renditen.³⁰⁾

■ Schlussbemerkungen

Die nominalen Zinsen in Deutschland liegen seit einiger Zeit auf außergewöhnlich niedrigem Niveau. Infolgedessen fiel in den vergangenen Jahren vor allem die Verzinsung von Bankeinlagen, die einen Gutteil des finanziellen Vermögens privater Haushalte ausmachen, so niedrig aus wie nie zuvor. Dies wiederum führte zu der Befürchtung, dass sich Sparen nicht mehr lohne und private Haushalte ihre Sparanstrengungen reduzierten.

Die vorausgegangenen Überlegungen zeigen jedoch, dass es aus verschiedenen Gründen wenig Anlass für solche Befürchtungen gibt. So wird erstens deutlich, dass die Rendite des Geldvermögens der privaten Haushalte in realer Rechnung und unter Berücksichtigung aller wesentlichen Anlageformen im Portfolio nicht so niedrig ist, wie es die niedrigen nominalen

Bei Berücksichtigung des gesamten Portfolios ist die Rendite im Niedrigzinsumfeld nicht außergewöhnlich niedrig

²⁹ So zeigen etwa Bucher-Koenen und Ziegelmeyer (2013) für Deutschland, dass Personen, die negative Erfahrung mit Kapitalmarktprodukten gemacht haben, diesen Produkten gegenüber skeptisch eingestellt sind und mit einer entsprechend geringeren Wahrscheinlichkeit erneut in solche Papiere investieren. Dieser Zusammenhang scheint umso ausgeprägter zu sein, je geringer die finanzielle Bildung der jeweiligen Haushalte ist. Ampudia und Ehrmann (2014) bestätigen diese Ergebnisse für den Euro-Raum. Ausgangspunkt dieser Studien war die Untersuchung von Malmendier und Nagel (2011), die Vergleichbares für die USA finden. Vgl.: M. Ampudia und M. Ehrmann (2014), *Macroeconomic Experiences and Risk taking of Euro Area Households*, ECB Working Paper, Nr. 1652; T. Bucher-Koenen und M. Ziegelmeyer (2013), *Once Burned, Twice Shy? Financial Literacy and Wealth Losses During the Financial Crisis*, *Review of Finance* 18, S. 2215–2246; und: U. Malmendier und S. Nagel (2011), *Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?*, *The Quarterly Journal of Economics* 126, S. 373–416.

³⁰ Analysen auf Basis des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP) bestätigen den Einfluss der Risikoeinstellung des Haushalts auf dessen Portfoliostruktur. Demnach geht eine hohe Risikoaversion mit wenig diversifizierten Portfolios einher, in denen Wertpapiere typischerweise kaum oder gar nicht vorhanden sind. Vgl.: N. Barasinska, D. Schäfer und A. Stephan (2012), *Individual risk attitudes and the composition of financial portfolios: Evidence from German household portfolios*, *Quarterly Review of Economics and Finance* 52, S. 1–14.

Zinsen auf Bankeinlagen auf den ersten Blick vermuten lassen. Neben der derzeitigen geringen Inflation hängt dies wesentlich damit zusammen, dass private Haushalte neben den vergleichsweise renditeschwachen Bankeinlagen auch renditestarke Anlageformen halten. Auch wenn die Gesamrendite seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise im Mittel niedriger ausfällt als in den Jahren zuvor, gab es seit Anfang der neunziger Jahre immer wieder Phasen, in denen die reale Rendite des Gesamtportfolios noch deutlich niedriger lag.

Renditen sind nicht zentrale Determinanten des Spar- und Anlageverhaltens

Zweitens spricht vieles dafür, dass reale Renditen keinen prägenden Einfluss auf das Spar- und Anlageverhalten der privaten Haushalte in Deutschland haben. Stattdessen dürfte dieses Verhalten in den letzten Jahrzehnten wesentlich von den Entwicklungen des (erwarteten) verfügbaren Einkommens, den Veränderungen des institutionellen Rahmens (insb. des Steuer- und Sozialsystems), der demografischen Entwicklung, der Vermögenshöhe sowie den Präferenzen und (Risiko-)Einstellungen der Haushalte beeinflusst worden sein. Ein dominierender Ein-

fluss der – spürbaren Schwankungen unterliegenden – realen Rendite(n) auf das Spar- und Anlageverhalten scheint unwahrscheinlich angesichts der Tatsache, dass dieses Verhalten im Zeitverlauf von konstanten Mustern geprägt war und nur graduellen Veränderungen unterlag.

Daran dürfte sich, drittens, auch im Umfeld niedriger Nominalzinsen bislang nichts Wesentliches geändert haben. Private Haushalte sparen weiterhin über 9% ihres verfügbaren Einkommens und damit in etwa so viel wie zu Beginn der 2000er Jahre, als die nominalen Zinsen (aber auch die Inflation) auf spürbar höherem Niveau lagen. Diese Mittel wiederum werden im Rahmen der Geldvermögensbildung primär in liquide Bankeinlagen investiert, trotz ihrer zeitweise negativen realen Rendite. Verantwortlich dafür dürfte unter anderem eine ausgeprägte Risikoaversion der privaten Haushalte sein, die durch die krisenbedingten Kapitalmarkturbulenzen in der jüngeren Vergangenheit noch spürbar zugenommen und Renditegesichtspunkte (weiter) in den Hintergrund geschoben hat.

Auch im Niedrigzinsumfeld keine erkennbare Verhaltensänderung, aber anhaltend starke Risikoaversion