

Working Paper

Nr.: 89, 5.9.2007

Autor: Dr. Renate Finke

Vermögensreport 2007

Inhalt

Zusammenfassung	2
I. Vermögen im Vergleich der Weltregionen	4
I.1. Die USA mit dem höchsten Pro-Kopf-Vermögen	4
I.2. Unterschiedliche Dynamik bei den Geldvermögen	5
I.3. Schweizer Haushalte im Ländervergleich vorn	8
II. Deutschland	11
II.1. Geldvermögensentwicklung: Abschwächung der Wachstumsraten	11
Box: Zur Entwicklung des Geldvermögens	13
II.2. Sparprozess treibt Vermögensaufbau	14
II.3. Die Rendite des Geldvermögens-Portfolios	16
Box: Renditeberechnung	17
II.4. Geldvermögensbildung: Anleger noch immer vorsichtig	19
Box: Die Aktiv-Seite der Geldvermögensbilanz der privaten Haushalte	20
II.5. Geldvermögensstruktur im Wandel: Versicherungen und Kapitalmarktprodukte auf dem Vormarsch	22
Anhang: Quellen	26

Zusammenfassung

- Das Geld- und Sachvermögen der privaten Haushalte in den **drei großen Weltregionen USA**, Westeuropa und Japan belief sich im Jahr 2006 auf mehr als **128 Bio. EUR**, ein Betrag der das Bruttoinlandsprodukt (BIP) diesen Regionen um mehr als das fünffache übersteigt. In der Pro-Kopf-Betrachtung zeigt sich allerdings ein deutliches Wohlstandsgefälle zwischen den USA, Japan und Europa.
- Im internationalen Vergleich liegen die **USA mit den höchsten Bruttogeldvermögensbeständen (rund 32 Bio. EUR) vor der EU15 (23,7 Bio. EUR) und Japan (10,1 Bio. EUR)**. Das Finanzvermögen in Relation zum BIP zeigt deutlich, dass das Vermögen in der EU mit etwa 219 % deutlich hinter dem der USA (318 %) und Japans (317 %) zurückbleibt. Eine ausgeglichene Vermögensbilanz ergibt sich allerdings bei Einbeziehung von Immobilienvermögen. Die hohe Affinität zur Aktien- und Investmentanlage in den USA führte in den letzten zehn Jahren zwar zu einer sehr volatilen Entwicklung, per saldo allerdings zu einem Plus von rund 75 % trotz geringer Sparneigung. Ein noch höherer Zuwachs war in Europa zu verzeichnen, wo der Geldvermögensbestand sogar um 87 % wuchs; allerdings lag in vielen Ländern die Sparquote deutlich über der in den USA. Demgegenüber erzielten die japanischen Haushalte mit ihren risikoarmen und damit renditeschwachen Portfolios gerade einmal einen Anstieg von knapp 20 %.
- Die **höchsten Geldvermögen** in Relation zum BIP erreichten **in Europa die Schweiz** mit 371 %, Großbritannien (296 %) und die Niederlande (292 %). In diesen Ländern umfassen die Altersvorsorgesysteme einen hohen kapitalgedeckten Anteil, entsprechend hoch sind die Geldvermögen. Gemessen daran fehlt in Deutschland noch ein beträchtliches Volumen an „Altersvorsorgevermögen“; die deutschen Haushalte erreichen erst ein Niveau von 196 %. Damit liegen sie im Mittelfeld der EU-Länder, allerdings leicht unter dem EU-Durchschnitt.
- Bezieht man das Immobilien- und Gebrauchsvermögen der deutschen Haushalte mit ein, so lag der Wert Ende 2006 bei 10,3 Bio. EUR. Der größte Teil des Gesamtvermögens entfiel auf Immobilien. Die höchste Dynamik wies allerdings die Geldvermögensentwicklung auf. Der **Geldvermögensbestand** der privaten Haushalte **in Deutschland** hat sich seit der Wiedervereinigung mehr als verdoppelt und betrug Ende 2006 **4,53 Bio. EUR**.
- **Treiber der Vermögensentwicklung** waren bis Anfang der neunziger Jahre fast ausschließlich die Sparanstrengungen der privaten Haushalte. Erst danach gewannen auch Kursgewinne eine gewisse Bedeutung für den Vermögensaufbau. In der Börsenhausse trug das Sparen nur noch etwa 60 % zum Vermögensanstieg bei, 40 % resultierten aus Wertveränderungen des Anlageportfolios. Nach der kräftigen Erholung an den Börsen seit dem Tief 2003 nähern wir uns wieder dieser Verteilung an.
- Die starken Verwerfungen am Aktienmarkt Anfang des Jahrtausends haben die privaten Haushalte allerdings tiefgreifend verunsichert. Noch immer sind die **Investmententscheidungen von Sicherheitsdenken und abwartender Haltung** geprägt. So zogen die Bundesbürger auch 2006 – wie schon in den Jahren zuvor – per saldo Gelder aus dem Aktienmarkt ab; sie nutzten die gestiegenen Kurse, um sich von Aktienengagements zu lösen, die sie während der Börsenhausse der Jahrtausendwende eingegangen waren. Die Abflüsse aus Aktienfonds und

die rückläufige Zahl von Aktien- und Fondsbesitzern unterstreichen diesen Trend. Von dieser Entwicklung konnten die Banken mit ihren Produktangeboten profitieren: Gelder wurden in beträchtlichem Maße in kurzfristige renditeträchtigere Termineinlagen umgeschichtet. „Anlagenrenner“ war aber wohl die noch junge Produktpalette der Zertifikate.

- Im Zuge des **langfristigen Vermögensaufbaus** fanden deutliche **strukturelle Verschiebungen** im Portfolio statt. Insbesondere blieben Anlagen bei Banken hinter dem durchschnittlichen Wachstum zurück und verloren Anteile zugunsten von Kapitalmarkt- und Versicherungsprodukten, wenn auch die starke Liquiditätspräferenz der letzten Jahre diesen langfristig rückläufigen Trend bei den Bankeinlagen etwas gebremst hat. Dadurch bilden die Bankeinlagen zwar wieder den größten Posten im Geldvermögen, nachdem sie diese Position während der Börsenhausse an die Wertpapiere hatten abgeben müssen. Mittelfristig ist jedoch von einer weiteren Portfolioumschichtung auszugehen, denn der wachsende Wohlstand der Bundesbürger führt zu **stärkerer Diversifikation des Vermögens und stärkerer Renditeorientierung bei der Anlageentscheidung**.
- Wichtig ist eine stärkere und zudem gezielte Umschichtung zugunsten von Kapitalmarktprodukten auch unter dem Aspekt des größeren Eigenvorsorgebedarfs. Verstärkte Sparanstrengungen aber auch die Optimierung des Portfolios zur Erzielung von höheren Renditen sind notwendig, um den sukzessiven Rückzug der öffentlichen Unterstützungssysteme aufzufangen. Dass hinsichtlich der Portfoliostruktur noch Optimierungspotenzial besteht, zeigt ein **internationaler Renditevergleich**. Konnten die US-Bürger im Zeitraum zwischen 1991 und 2006 real 3,6 % Rendite aus ihrem Vermögen ziehen, so waren es bei den Bundesbürgern nur 2,3 %. Eine Erhöhung der Aktienquote um 10 Prozentpunkte könnte rund 18 Mrd. EUR mehr Rendite jährlich erbringen, 27 Mrd. EUR wären es bei einer weitgehenden Angleichung an die US-Quote.
- Die im internationalen Vergleich geringe Bedeutung der Aktienanlage spielt hierbei eine wichtige Rolle. Waren in den USA 2006 rund 43 % des Geldvermögens in Aktien und Investmentfonds investiert, so waren es in Deutschland lediglich 24,5 %. Auch die anderen Länder, die im Vergleich zum BIP hohe Vermögen aufweisen, wie die Schweiz, Großbritannien oder die Niederlande, legen höhere Anteile in Aktien- und Investmentfonds an bzw. profitieren von professionellem Vermögensmanagement im Rahmen ihrer größeren, privaten Altersvorsorgesysteme.

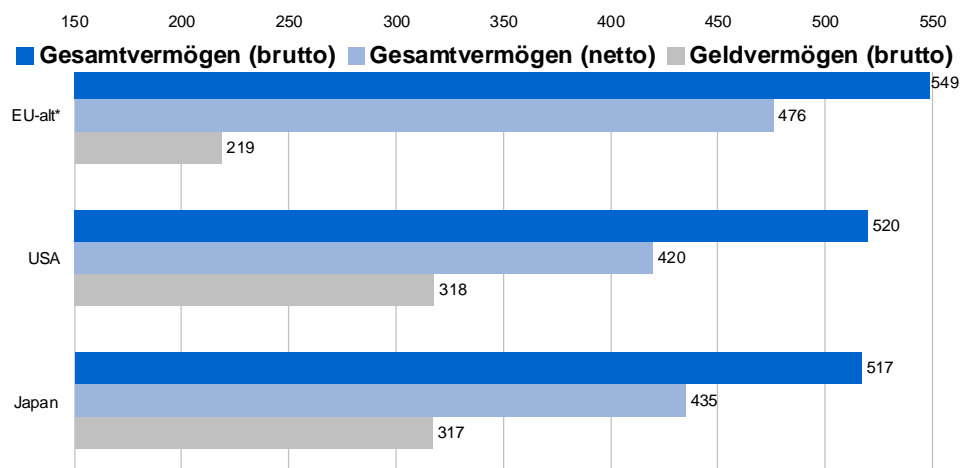
I. Vermögen im Vergleich der Weltregionen

I.1. Die USA mit dem höchsten Pro-Kopf-Vermögen

Das Geld- und Sachvermögen der privaten Haushalte in den drei großen Weltregionen USA, Westeuropa und Japan belief sich im Jahr 2006 auf mehr als 128 Bio. EUR, ein Betrag der das Bruttoinlandsprodukt (BIP) dieser Regionen um mehr als das fünffache übersteigt. Mit einem Wert von 549 % liegt die alte EU¹ vor den USA mit 520 %, dicht gefolgt von Japan mit 517 %. Den etwas größeren Anteil am Bruttovermögen hat das Geldvermögen mit rund 66 Bio. EUR. Auf das Sachvermögen entfallen ungefähr 62 Bio. EUR.

Vermögen der privaten Haushalte in Europa, Japan und den USA 2006

– Sach- und Geldvermögen in Prozent des BIP –



*Eigene Berechnungen für das Immobilienvermögen auf der Basis von 9 Ländern.
Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter, OECD; eigene Berechnungen.

Auch nach Abzug aller Schulden verbleibt ein Netto-Gesamtvermögen von 107,7 Bio. EUR. Dabei liegt das Niveau des europäischen Netto-Vermögens gemessen am BIP höher als in den anderen Weltregionen, das japanische ist zudem höher als in den USA. Grund hierfür ist das im Vergleich zu Europa und Japan höhere Verschuldungsniveau der amerikanischen privaten Haushalte. Die Verschuldung der europäischen und japanischen privaten Haushalte ist demnach besser durch Vermögen gedeckt als die der USA. Das vergleichsweise hohe Immobilienvermögen der europäischen Haushalte – dieses erreicht etwa 60 % des Gesamtvermögens, während es nur einen Anteil

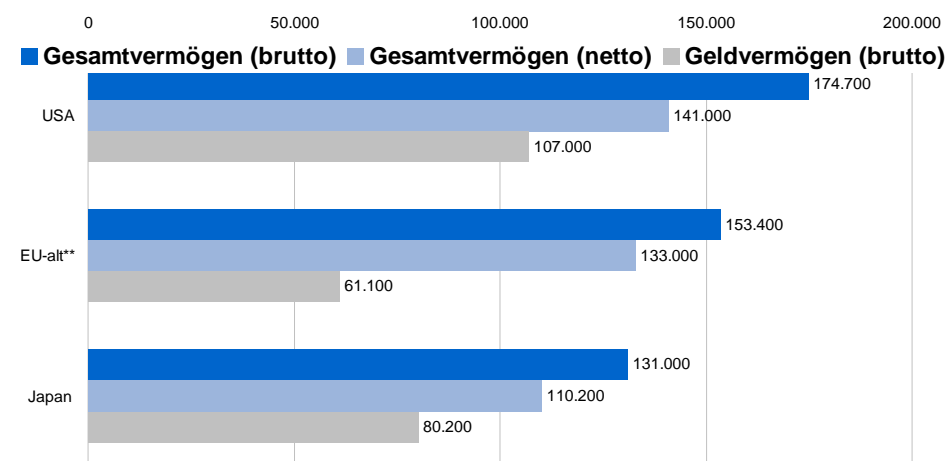
¹ Die Aussage bezieht sich auf die frühere EU15. Werte für das Finanzvermögen liegen außer für Luxemburg für alle Länder vor. Allerdings standen für die Immobilienvermögen nur Daten aus neun europäischen Ländern (Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Irland, die Niederlande, Österreich, Schweden und Spanien) zur Verfügung. Diese Länder erwirtschaften knapp 90 % des EU15-BIP. Auf dieser Basis wurden die Werte für das Immobilienvermögen hochgerechnet. Die verwendeten Zahlen wurden von den Zentralbanken und statistischen Ämtern der einzelnen Länder sowie der OECD publiziert. Trotzdem ist bei der Interpretation Vorsicht geboten, da eine aktuelle Bewertung der Sachvermögen relativ schwierig ist. Marktpreise liegen kaum vor, nur Hauspreisindizes u.a. die hier verwendeten von der OECD und auch die Bestandserfassung ist sehr viel ungenauer als bei den Geldvermögen. Entsprechend größer ist die Fehleranfälligkeit dieser Zahlen.

von knapp 40 % am Gesamtvermögen in den USA und Japan stellt – bildet insgesamt einen schwergewichtigen Aktivposten im gesamten Vermögensportfolio der privaten Haushalte.

Bei einem Wohlstandsvergleich auf der Basis von Pro-Kopf-Vermögen kehren sich aufgrund der stark differierenden Bevölkerungszahlen die Verhältnisse allerdings etwas um. Da nehmen die USA eindeutig die Spitzenposition ein. Mit 174.700 EUR² besitzen die amerikanischen Haushalte um rund 15 % höhere Bruttovermögen pro Kopf als die europäischen Haushalte und gar ein Drittel mehr als die japanischen. Noch deutlicher zeigen sich die Unterschiede bei den Geldvermögen. Der US-amerikanische Haushalt verfügt über Finanzmittel, die 75 % höher liegen als die der Europäer.

Vermögen der privaten Haushalte in Europa, Japan und den USA 2006

– Sach- und Geldvermögen pro Kopf, in Euro* –



* Umgerechnet mit Wechselkursen zum Jahresende 2006.

**Eigene Berechnungen für das Immobilienvermögen auf der Basis von 9 Ländern.

Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter, OECD; eigene Berechnungen.

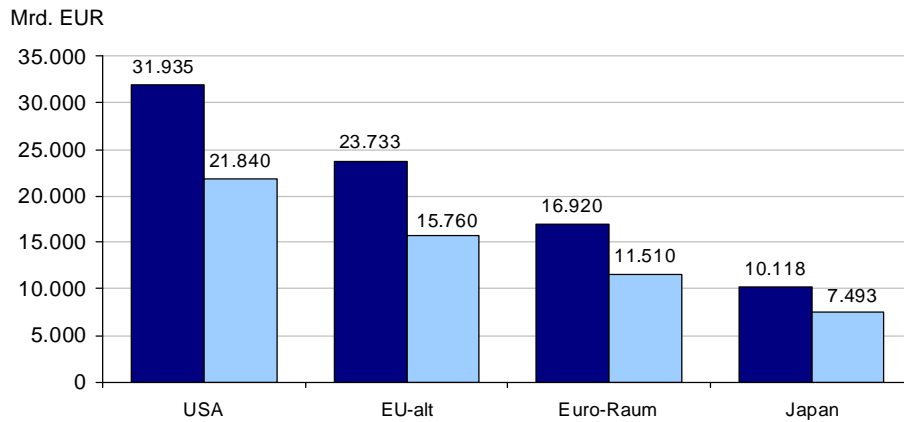
I.2. Unterschiedliche Dynamik bei den Geldvermögen

Nach den Verlusten an den Kapitalmärkten zu Beginn des Jahrtausends ist seit 2003 eine Erholung auch beim Geldvermögensaufbau der privaten Haushalte „in der Triade“ zu beobachten. Ende des Jahres 2006 erreichte der Bruttogeldvermögensbestand der privaten Haushalte in den USA 32 Bio. EUR, rund drei Viertel dieses Niveaus erreicht die EU15, der Bestand bei den privaten Haushalten des Euro-Raums lag bei 16,92 Bio. EUR. Mit 10,1 Bio. EUR hatten die japanischen Haushalte etwa ein Drittel des Geldvermögens der USA auf die hohe Kante gelegt.

² Umrechnung zu Kursen von 2006.

Geldvermögen der privaten Haushalte in Europa, Japan und den USA 2006

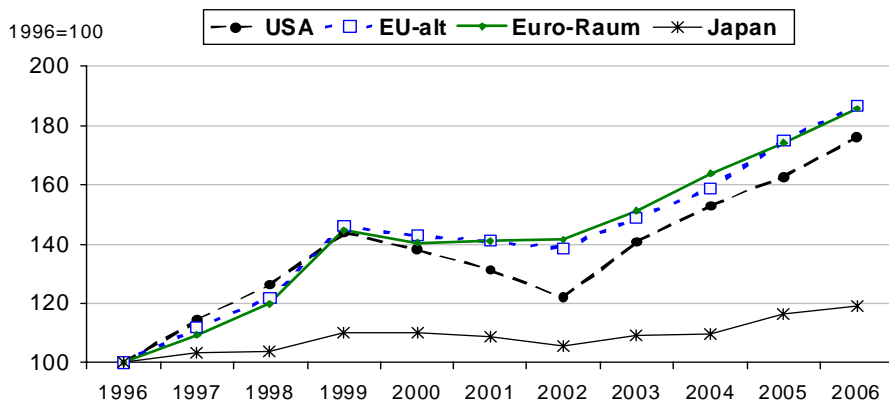
– Brutto- bzw. Nettowerte, Jahresendstände –



Anmerkung: EU-alt und Euro-Raum ohne Luxemburg. Umrechnung zu 2006er Wechselkursen.
Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter.

In den letzten zehn Jahren war allerdings eine unstete Geldvermögensentwicklung zu beobachten. Während in nur drei Jahren (1996 bis 1999) der Geldvermögensbestand in den USA und der EU infolge des Börsenbooms und der hohen Affinität vor allem der Briten und Amerikaner zur Aktienanlage aufgestockt wurde, blieb die Entwicklung in Japan verhalten. Die schwache Wirtschaftsentwicklung, die sehr niedrigen Renditen, die in Japan zu erzielen waren, und auch Krisen in den Nachbarregionen verhinderten einen deutlichen Vermögensaufbau während der Börsenboomzeiten bis 1999.

Entwicklung der Geldvermögen der privaten Haushalte Weltregionen im Vergleich

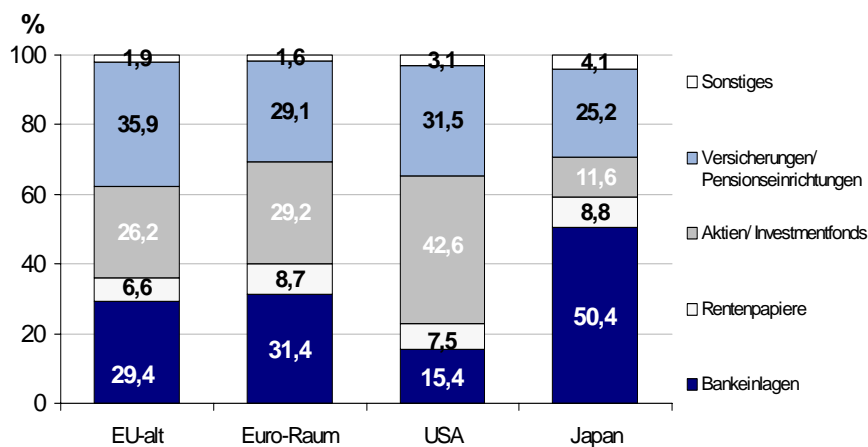


Anmerkung: Euro-Raum ohne Luxemburg.
Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter.

Der Einbruch an den Börsen, der dann ab 2000 folgte, riss besonders in die US-Vermögensbilanz ein tiefes Loch. Bis zum Jahr 2002 reduzierte sich das Vermögen kontinuierlich, 2003 wurde aber auf Grund der anziehenden Konjunktur und des aufkommenden Optimismus an den Kapitalmärkten die Wende eingeleitet. Erst 2004 konnte das alte Hoch von 1999 getoppt werden. In der EU verlief der Vermögensaufbau in der Tendenz parallel zu dem in den USA. Das etwas konservative Anlageverhalten im Euro-Raum bewahrte vor vergleichbar kräftigen Vermögensverlusten wie in den USA, hier war eine weitgehende Stagnation in den kritischen Jahren 2000 bis 2002 zu verzeichnen. Deutliche Zuwächse seit 2003 brachten die europäischen Vermögen in der Folgezeit wieder auf Höchststände. Japan übersprang erst 2005 die Werte von 1999.

Diese doch recht unterschiedliche Entwicklung hängt maßgeblich mit dem unterschiedlichen Anlageverhalten der privaten Haushalte in den jeweiligen Regionen zusammen. Die hohe Affinität zur Aktien- und Investmentanlage eröffnet Chancen und Risiken für die Entwicklung des Gesamtvermögensbestands. Fiel der Vermögensanstieg aufgrund des hohen Aktien- und Investmentanteils von fast 50 % (1999) im US-Vermögen besonders prägnant aus, so wirkte sich auch die Börsentalfahrt entsprechend gravierend aus. Der Anteil sank auf 41 %, bis heute konnte er nur auf knapp 43 % wieder aufgestockt werden.

Struktur der Geldvermögen der privaten Haushalte 2006



Anmerkung: Euro-Raum ohne Luxemburg.
 Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter.

Die deutlich andere Portfoliostruktur in Japan mit dem hohen Anteil von etwa 60 % an risikoarmen aber auch renditeschwachen Anlageprodukten ist wiederum eine weitere Erklärung für den verhaltenen Anstieg in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, wie auch für die moderaten Auswirkungen der Aktienbaisse zu Beginn des neuen Jahrtausends. Eine mittlere Position nimmt der Euro-Raum ein. Hier sind etwa 40 % des Geldvermögens defensiv in Bankeinlagen und Rentenwerten angelegt. Zur Börsenhausse genügte aber schon ein Anteil von knapp 30 % an Aktien und Investmentfonds, um das EWU-Portfolio anfällig gegenüber den Aktienmarkturbulenzen zu machen. In der EU-Betrachtung fällt das Portefeuille der Briten ins Gewicht.

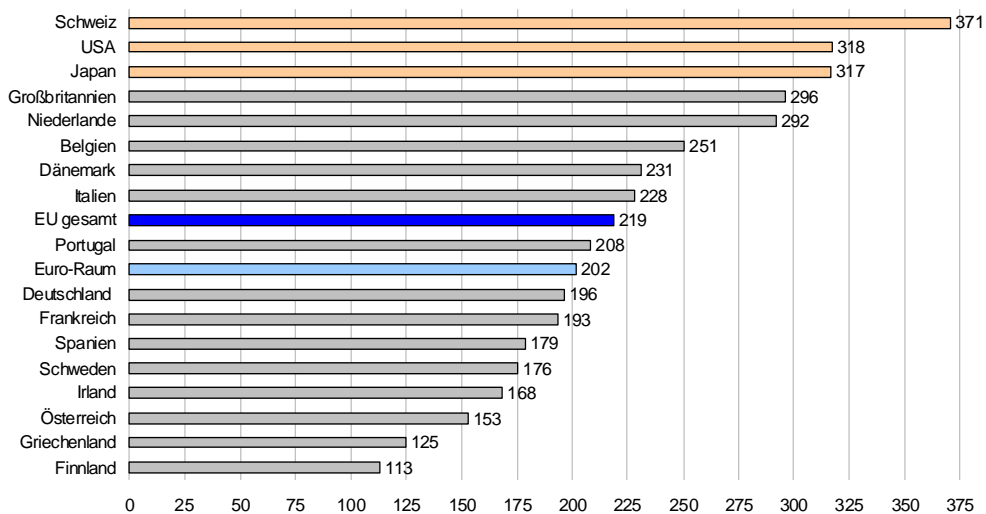
Aufgrund des hohen Investments bei Pensionsfonds, die überwiegend in Aktien investiert waren, traf der Crash die Briten mittelbar, auch wenn deren direkte Anlage in Aktien nicht über dem europäischen Durchschnitt lag. Entsprechend hatten sie deutlich stärkere Vermögenseinbußen.

I.3. Schweizer Haushalte im Ländervergleich vorn

Wie im Vergleich der Regionen waren auch die Entwicklungen in den europäischen Ländern unterschiedlich. Gründe dafür liegen zum einen in der generellen Sparneigung und speziell der Neigung, Geldvermögen oder Sachvermögen zu bilden, und zum anderen im divergierenden Anlageverhalten selbst. Das höchste Brutto-Finanzvermögen im Vergleich zum BIP wies in der EU15 im Jahr 2006 Großbritannien mit 296 % auf, gefolgt von den Niederlanden, Belgien und Dänemark. Das Schlusslicht bildeten Griechenland und Finnland; Deutschland liegt mit 196 % im Mittelfeld der EU-Länder, allerdings unter dem EU-Durchschnitt. Höhere Niveaus erreichten die USA und Japan mit jeweils knapp 320 %. Dominierend war allerdings die Schweiz mit 371 %. Unter den Top-Ländern befinden sich demnach in erster Linie solche, deren Altersvorsorgesysteme einen hohen kapitalgedeckten Anteil umfassen.

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte in Europa, Japan und den USA 2006

– in Prozent des BIP –



Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter, EcoWin.

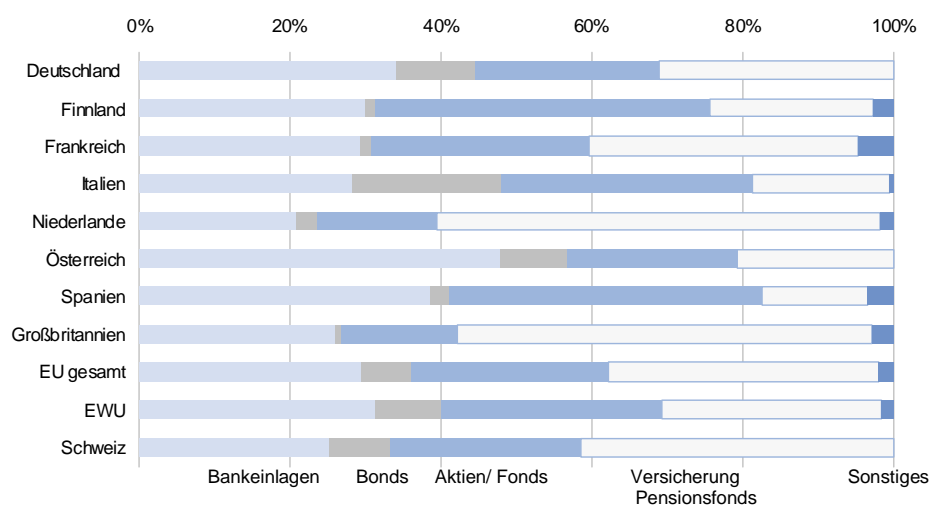
Entsprechend hoch ist der Anteil an Versicherungen und Pensionsfonds³ sowie Aktien und Investmentfonds. 70 % und mehr sind in diesen Assetklassen in der Schweiz, den USA, Großbritannien und den Niederlanden angelegt.⁴ Am unteren Ende der Rangskala bildet Finnland eine Ausnahme. Finnische Haushalte haben mit gut 40 % einen der höchsten Anteile an Aktien im Portfolio; 1999

³ Pensionsfonds wird hier stellvertretend benutzt für alle Anlagevarianten für die kapitalgedeckte Altersvorsorge. Die Instrumente sind in den Ländern zum Teil unterschiedlich ausgestattet und benannt. Sie werden aber sofern sie der Versicherungsaufsicht unterliegen, in der Kategorie „Versicherungen/Pensionsfonds“ statistisch im Rahmen des ESVG '95 erfasst.

⁴ Neben Aktien und Investmentfonds sind auch Produkte von Versicherern und Pensionsfonds zu nennen, da sie zum einen kapitalmarktgebundene Instrumente anbieten und zum anderen sich die Aktienmarktentwicklung indirekt über das Kapitalanlageverhalten der Anbieter auswirkt.

lag dieser Anteil sogar bei 50 %. Entsprechend deutliche Spuren hinterließ der Aktienmarkt-Crash. Gleichwohl hat Finnland in den letzten zehn Jahren seine relative Vermögenssituation deutlich verbessern können. Die Relation „Geldvermögen zu BIP“ stieg von 76 % im Jahr 1996 auf rund 113 % im Jahr 2006. Demgegenüber ist das Portfolio der Österreicher stark auf Sicherheit ausgerichtet, knapp 60 % liegen dort bei Banken und in festverzinslichen Wertpapieren. Auch Deutschland zählt im europäischen Vergleich eher zu den konservativen Investoren, rund 44 % sind Bankinlagen und festverzinsliche Wertpapiere.

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in ausgewählten Ländern Europas 2006



Quellen: Zentralbanken, Statistische Ämter.

Über den gesamten Zeitraum der letzten zehn Jahre betrachtet, sind sehr divergierende Entwicklungen festzustellen. Der Aktienboom der späten neunziger Jahre wirkte sich entsprechend der Anlagepräferenzen sehr unterschiedlich aus. Zwischen 1996 und 2000 stieg in den meisten europäischen Ländern das Geldvermögen rapide an. Das hing direkt und indirekt insbesondere mit den Wertsteigerungen am Aktienmarkt zusammen, die sich einerseits auf die Bewertung der vorhandenen Bestände auswirkten, andererseits aber auch enorme Neuzufüsse anzogen. Der Boom erfasste besonders die Finnen, Spanier und Griechen und sorgte für kräftige Zuwächse zwischen 1996 und 2000, aber auch für deutliche Einbußen in der Zeit danach. Dennoch haben diese Länder per saldo mit die höchsten Vermögenszuwächse in den letzten zehn Jahren erlebt. Mittlerweile haben auch alle Länder die Höchstniveaus in ihren Geldvermögensbeständen, die im Endstadium des Börsenbooms erreicht worden waren, übertroffen.

Brutto-Geldvermögen in Europa zwischen 1996 und 2006

	1996	2000	2006	1996 – 2000	2000 – 2006
	in Mrd. EUR			Veränderung in %	
Belgien	553	713	788	28,9	11,2
Dänemark**	235	319	509	35,7	59,3
Deutschland	2.875	3.603	4.529	25,3	25,7
Finnland	75	133	190	76,8	43,6
Frankreich	1.820	2.521	3.469	38,5	38,3
Griechenland	129	233	307	81,1	32,0
Irland*	n.a.	n.a.	272	n.a.	n.a.
Italien	1.785	2.724	3.367	52,6	24,3
Niederlande	824	1.245	1.559	51,1	25,6
Österreich	224	258	393	15,1	53,2
Portugal	177	229	323	29,4	41,9
Schweden**	235	376	550	59,9	46,2
Spanien	686	1.050	1.746	53,0	67,5
Großbritannien**	3.109	4.661	5.728	50,0	22,9
Gesamt	12.727	18.065	23.728	41,0	30,2

*Wert für 2005.

** Umgerechnet zu konstanten Wechselkursen.

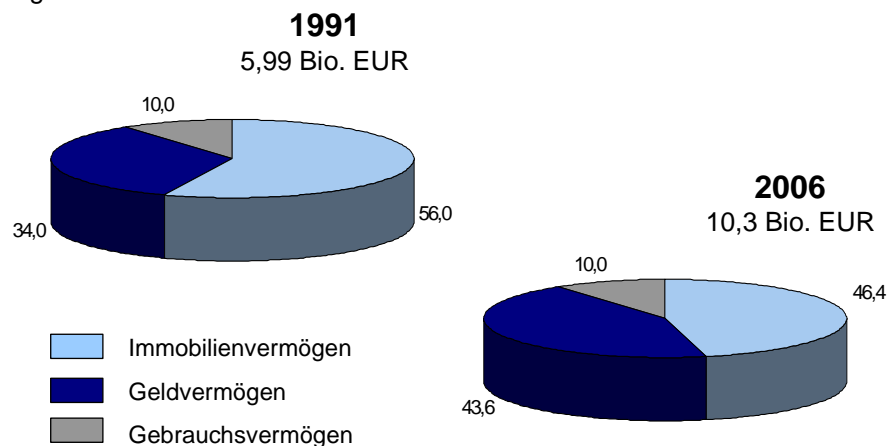
Quelle: Zentralbanken, Nationale statistische Ämter, eigene Berechnungen.

II. Deutschland

In Deutschland haben die privaten Haushalte nach vielen Jahrzehnten der Wohlstandssteigerung ein Bruttovermögen von insgesamt 10,3 Bio. EUR (2006) aufgebaut. Mit gut 46 % entfällt der größte Teil davon auf Immobilien. Eine fast ebenso wichtige Position nimmt das Geldvermögen mit 43,6 % ein. Schließlich trägt das Gebrauchsvermögen, d.h. Schmuck, Antiquitäten, Kunstgegenstände und ähnliches, das mit ungefähr einer Billion Euro bewertet wird, weitere 10 % bei. Insgesamt ist das Bruttovermögen der Deutschen seit 1991 um 73 % angestiegen. Allerdings hat aufgrund von divergierenden Wertentwicklungen und verhaltener Sachvermögensbildung in den letzten 15 Jahren eine stetige Anteilsverschiebung zugunsten des Geldvermögens stattgefunden. 1991 lag der Immobilienanteil noch bei 56 %, während das Geldvermögen einen Anteil von 34 % erreichte. Der Börsencrash, der 2002 einmalig zu einem Geldvermögensrückgang führte, hat diesen Trend nur kurz unterbrochen. Diesen Vermögenswerten steht eine Verschuldung von ungefähr 1,6 Bio. EUR gegenüber. Zwei Drittel dieser Schulden, nämlich etwas über eine Billion EUR, entfallen auf Hypotheken.

Verteilung des Gesamtvermögens der privaten Haushalte in Deutschland 1991 und 2006

- Angaben in % -

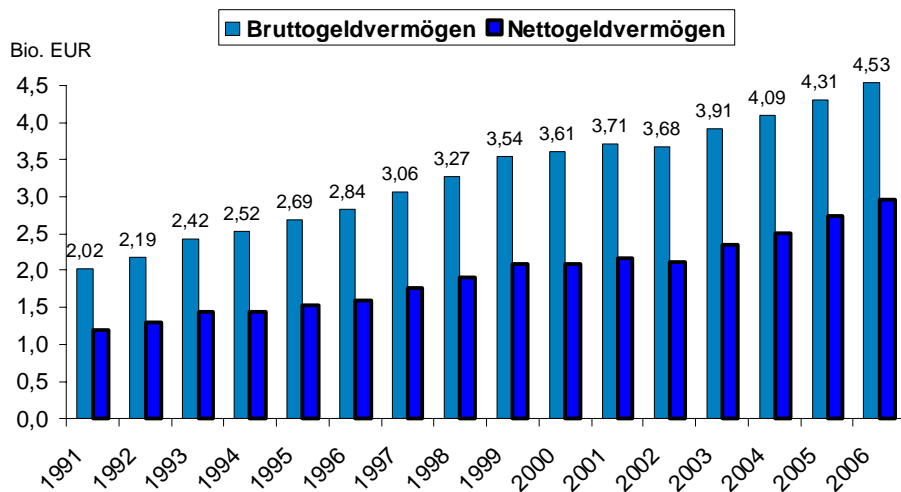


Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

II.1. Geldvermögen – Abschwächung der Wachstumsraten

Die privaten Haushalte in Deutschland haben 2006 ihre Geldvermögensposition weiter verbessern können. Grund dafür waren verstärkte Sparanstrengungen aber auch die gute Entwicklung an den Aktienmärkten, die zu deutlichen Wertsteigerungen des Vermögensbestands beitrugen. Ende des Jahres 2006 erreichte das Geldvermögen ein Niveau von insgesamt 4.529 Mrd. EUR.

Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland – Jahresendstände –



Quelle: Dt. Bundesbank.

Mit einem jährlichen Anstieg von 4,4 % haben die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte seit Anfang der neunziger Jahre weniger stark zugelegt als die Aktiva. Insbesondere war seit 2001 der jährliche Anstieg sehr verhalten; in den letzten zwei Jahren sank die Verschuldung sogar. Gründe für diese Zurückhaltung bei der Kreditaufnahme dürften vor allem in der schwachen Einkommensentwicklung und der Unsicherheit vieler Haushalte über die Arbeitsplatzsituation und die zukünftigen Erwerbseinkommen sein.

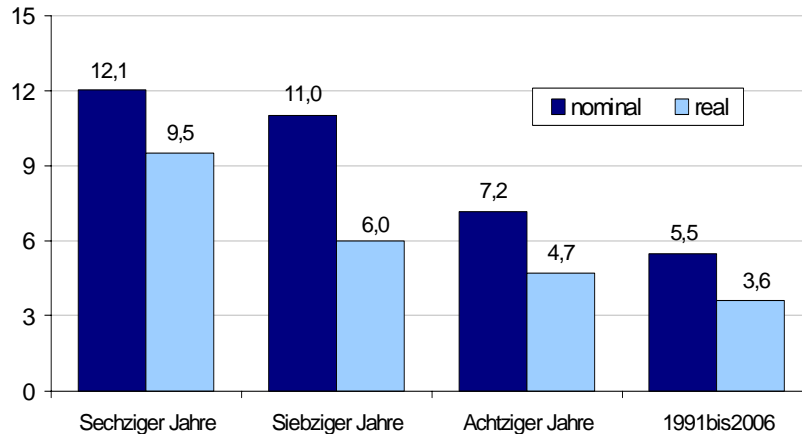
Damit hat sich die Nettovermögensposition der privaten Haushalte seit dem Jahr 1991⁵ noch stärker erhöht als das Bruttogeldvermögen, das sich mehr als verdoppelte. Im historischen Vergleich allerdings vollzog sich der Anstieg der Geldvermögen in den vergangenen 15 Jahren mit einem jährlichen Wachstum von ungefähr 5,5 % vergleichsweise langsam. Ein Grund dafür war wiederum der Börsencrash, der im Jahr 2002 erstmals seit Bestehen der Bundesrepublik sogar zu einem Rückgang des Geldvermögensbestands der privaten Haushalte führte.

Deutlich kräftigere Steigerungen des Vermögens fanden während der „Wirtschaftswunderjahre“ statt, als mit zunehmenden Einkommen immer mehr Haushalte Geld „auf die hohe Kante“ legen konnten. Entsprechend legte das Geldvermögen zwischen 1960 und 1970 um 12 % jährlich zu und wuchs auch in den siebziger Jahren noch mit 11 % pro Jahr. Auch in den achtziger Jahren wurde noch ein Anstieg von über 7 % verzeichnet. Die Zuwachsraten sind also kontinuierlich zurückgegangen. Dieser Effekt zeigt sich auch bei der realen Betrachtung. Die realen Wachstumsraten verringerten sich von gut 9 % in den sechziger über 6 % in den siebziger Jahren und knapp 5 % in den Achtzigern auf 3,6 % in den vergangenen 15 Jahren.

⁵ Die Angaben vor 1991 beziehen sich auf eine etwas andere Sektorabgrenzung für die privaten Haushalte und auch nur auf das frühere Bundesgebiet. Nach den Revisionen aufgrund der ESVG95 und der Wiedervereinigung, wurde nur eine Datenrevision ab 1991 vorgenommen.

Wachstum des Geldvermögens seit den sechziger Jahren

– Jahresdurchschnittliches Wachstum in % –



Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

Zur Ermittlung des Geldvermögens⁶

Das Geldvermögen der privaten Haushalte wird im Rahmen der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank ermittelt. Die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung ist ihrerseits Teil des Systems der VGR (volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung). Sie zeigt auf, von wem, in welchem Umfang, wem und in welcher Form in einer Volkswirtschaft finanzielle Mittel bereitgestellt wurden. Sie umfasst die finanziellen Transaktionen und stellt auch die Bestände zu einem bestimmten Stichtag dar. Sie gibt damit einen Überblick über die Grundstruktur der Finanzsysteme wie auch vom Verhalten der Sektoren (private Haushalte, Unternehmen, Staat).

Zu den privaten Haushalten gehören neben Privatpersonen auch private Organisationen ohne Erwerbszweck, Selbständige und Einzelkaufleute mit ständigem Sitz im jeweiligen Land.

Die Bewertung des Geldvermögens

Die Geldvermögensbildung (wie auch das Geldvermögen) wird zu Marktpreisen (oder zumindest geschätzten marktnahen Preisen) bewertet. Im Fall der nicht in Wertpapieren verbrieften Forderungen und Verpflichtungen sind dies größtenteils die Nominalwerte (z.B. Bankeinlagen); bei den Wertpapieren, idealerweise Tageskurswerte.

Der Ausweis der finanziellen Ströme erfolgt netto, Zugänge an Forderungen einer bestimmten Anlageart werden mit den betreffenden Abgängen in der Periode aufgerechnet.

⁶ Vgl. Dt. Bundesbank, Sonderveröffentlichung Nr. 4, Juli 2006; Nissen, Hans-Peter; Das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen; 4. Aufl. 2002.

Veränderungen des Geldvermögens

Für die Veränderung des Geldvermögens im Jahresverlauf sind also zwei Positionen von Bedeutung: (1) der Zufluss neuer Mittel und (2) die Wertveränderung der Bestände.

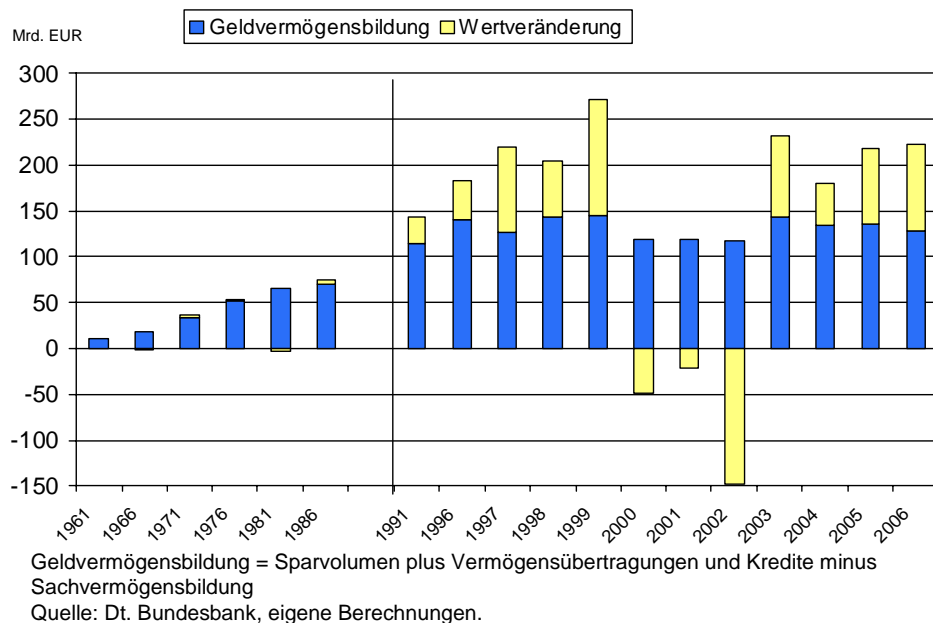
Beispiel:

Geldvermögen Ende 2005	4.305,3
+ Zufluss neuer Mittel im Jahr 2006	127,5
+ Wertveränderungen im Jahr 2006	95,9
= Geldvermögen Ende 2006	4.528,7

II.2. Sparprozess treibt den Vermögensaufbau

Der dynamische Aufbau des Geldvermögens in den Anfängen der Bundesrepublik resultierte aus einem deutlichen Anstieg der Sparquote. Lag sie noch 1950 bei 3,2 %⁷, 1960 schon bei 8,8 %, so stieg sie bis 1965 auf 12,1 % und erreichte ihren Höhepunkt in den siebziger Jahren. Die Sparquote bzw. das Sparvolumen ist damit der bestimmende Faktor für den Vermögensanstieg. Von 1960 bis 1990 erklärt der Zufluss neuer Mittel annähernd 100 % des Anstiegs der Geldvermögen.

Beiträge zum Vermögensaufbau



Erst in den neunziger Jahren gewinnen auch Kursgewinne eine gewisse Bedeutung für den Vermögensanstieg. Die Portfoliozusammensetzung hatte sich zugunsten von Kapitalmarktprodukten verschoben, Folge u.a. der großen Privatisierungsprozesse. Zu Zeiten der Börsenhausse substituierten die Bewertungsgewinne sogar in gewisser Weise die Sparanstrengungen der Bürger.

⁷ Siehe, GDV, Geldvermögensbildung bei Versicherungen, Themen und Analysen Nr. 3.

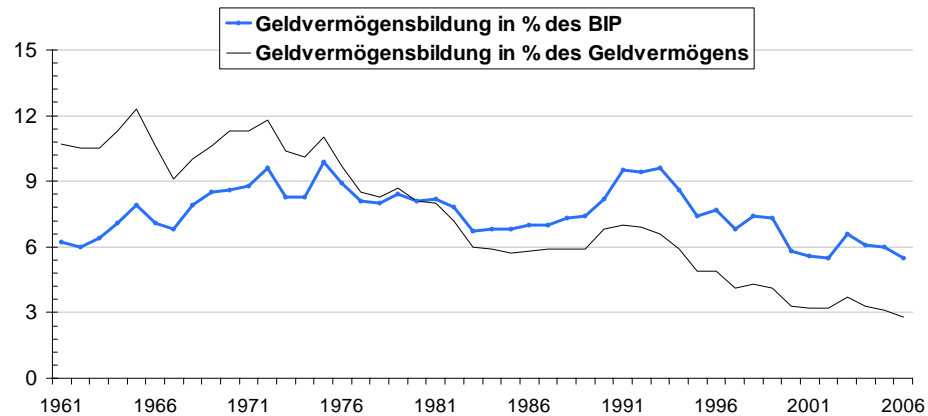
1997/99 trug das Sparen nur gut 60 % zum Anstieg der Vermögen bei, knapp 40 % resultierten aus Kursgewinnen. Diese Höherbewertung der Vermögen war wahrscheinlich ein Grund für die geringe Sparquote, die im Jahr 2000 mit 9,2 % einen Tiefpunkt erreichte. Die Deutsche Bundesbank ermittelte damals ein „Ersparnisäquivalent“ für diese Wertzuwächse von jahresdurchschnittlich 3 %. Die Höherbewertungen der Wertpapieranlagen in den neunziger Jahren haben damit die bremsende Entwicklung rückläufiger Sparquoten auf den Vermögenszuwachs mehr als ausgeglichen. Dieser Prozess wurde allerdings durch den Börsencrash unterbrochen. Seit 2001 nimmt entsprechend auch die Sparquote wieder kontinuierlich zu und wies 2006 einen Wert von 10,6 % auf.

Im langfristigen Vergleich ist diese Sparquote aber noch immer niedrig, legten doch die Deutschen schon immer einen erklecklichen Anteil ihres verfügbaren Einkommens „auf die hohe Kante“. Der Anstieg kann damit durchaus als Normalisierung interpretiert werden. Auch mag die verstärkte Rücklagenbildung für die Altersvorsorge einen Einfluss haben, allerdings rangierte dieses Sparmotiv schon länger auf einem der vorderen Plätze. Im internationalen Vergleich liegt Deutschland ebenfalls auf dem Niveau der anderen europäischen Länder.

2006 wurde der Zuwachs des Geldvermögens von 223,4 Mrd. EUR allerdings mit über 40 % auch wieder aus Wertsteigerungen gespeist. Mit diesem neuerlichen Wertzuwachs sind im Jahr 2006 nun endlich die Bewertungsverluste wettgemacht, die zwischen 2000 und 2002 bei den privaten Haushalten entstanden waren. Der damalige tiefe Einschnitt dürfte bei den Anlageentscheidungen vieler Haushalte noch heute nachwirken.

Obwohl sich die Geldvermögensbildung in Prozent des BIP über die vergangenen 45 Jahre in einem relativ engen Band bewegt hat und mit 6,7 % im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahren annähernd so hoch war wie in den sechziger Jahren, hat ihr Beitrag zum Geldvermögenszuwachs massiv abgenommen. Trug das Sparen Anfang der sechziger Jahre noch zu annähernd 12 % des Geldvermögens bei, sind es heute nur noch knapp 3 %. Da das Geldvermögen sehr viel stärker angestiegen ist als das BIP, wird bei einer gleichbleibenden Sparquote der Beitrag zum Wachstum der Geldvermögen immer geringer. Anders ausgedrückt: Um Geldvermögenszuwächse in der Größenordnung der sechziger Jahren zu erreichen, ohne dabei auf Wertzuwächse zu setzen, müsste sich die Sparquote am aktuellen Rand fast vervierfachen und auf den für reife Volkswirtschaften völlig unrealistischen Wert von ungefähr 40 % des BIP ansteigen.

Geldvermögensbildung im Verhältnis zum BIP und zum Geldvermögen



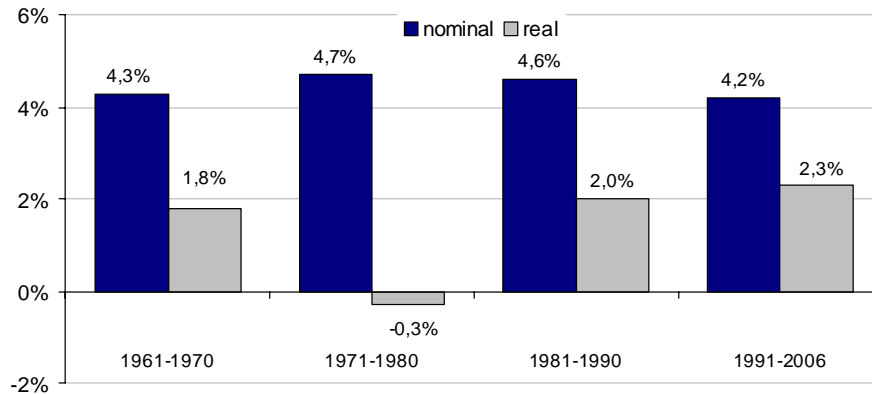
Anmerkung: bis 1990 Westdeutschland.
Quellen: eigene Berechnungen.

Damit ist klar, dass ein Anstieg der Sparquote zwar helfen würde, das Wachstum der Geldvermögen zu beschleunigen, dass aber der Spielraum begrenzt ist. Gleichzeitig gewinnt bei einem höheren Vermögensbestand die auf das Kapital erzielte Rendite, also die Summe aus Kapitalgewinnen und Kapitalerträgen entsprechend an Bedeutung.

II.3 Die Rendite des Geldvermögens-Portfolios

Nicht nur die Wertsteigerungen sondern auch die Kapitalerträge, die aus dem Geldvermögen erwirtschaftet werden, tragen zum Vermögensaufbau bei und geben ein vollständigeres Bild zu den Renditen, die aus dem Geldvermögen erzielt werden können. Im Durchschnitt der letzten Dekaden lag die Nominalrendite in Deutschland relativ konstant zwischen 4 % und 5 %. Allerdings ergeben sich aufgrund der großen Schwankungen im Inflationsverlauf erhebliche Unterschiede in der Realrendite. In den sechziger und achtziger Jahren lag diese bei ungefähr 2 %. In den siebziger Jahren war sie wegen der hohen Inflation dagegen negativ. Von 1991 bis 2006 notierte die Realrendite erneut bei 2,3 %.

Entwicklung der Renditen des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland



Anmerkung: Bis 1990 Westdeutschland.
Quellen: eigene Berechnungen.

Sehr viel stärker als in Deutschland basiert das Wachstum des Geldvermögens in den USA auf Kapitalgewinnen. In den siebziger Jahren wuchs das Geldvermögen mit nominal 10 % pro Jahr in etwa so stark wie in Deutschland.⁸ Dieser Zuwachs war allerdings ungefähr gleich verteilt zwischen Sparen und Kapitalgewinnen. Die Wachstumsrate in den achtziger Jahren betrug 8,3 %, Kapitalgewinne trugen dazu 3,5 Prozentpunkte bei. In den letzten 15 Jahren schließlich wurde ein jährlicher Zuwachs von knapp 7 % erzielt, der zu zwei Dritteln durch den Wertzuwachs der Vermögen erklärt werden kann. Aufgrund der im Vergleich zu Deutschland höheren Inflationsraten, vor allem in den siebziger Jahren, fallen die realen Wachstumsraten allerdings bescheidener aus. In den siebziger Jahren betrug der reale Zuwachs etwas über 2 %, in den achtziger Jahren waren es gut 3 ½ % und in den vergangenen 15 Jahren 4 %. In realer Betrachtung sind die US-amerikanischen Geldvermögen somit vor allem in den siebziger und achtziger Jahren etwas langsamer gewachsen als in Deutschland. Ohne den sehr starken Beitrag der Kursgewinne in den Vereinigten Staaten wäre dieser Abstand noch viel deutlicher ausgefallen.

Renditeberechnung

Die Gesamrendite einer Kapitalanlage setzt sich aus Kursgewinnen und laufenden Erträgen zusammen. Aus der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank sind allerdings direkt nur die Kursgewinne zu ermitteln, nicht jedoch die Kapitalerträge. Diese umfassen u.a. Zinsen und Dividenden, die Einkommen der privaten Haushalte darstellen. Als Teil des verfügbaren Einkommens können sie über das Sparen auch wieder zur Erhöhung des Vermögensbestands beitragen, sodass mit wachsenden Kapitaleinkünften das Sparen aus Erwerbseinkommen relativ an Bedeutung verliert.

⁸ Daten für die USA aus Federal Reserve Statistical Release: Flow of Funds Accounts of the United States. Vergleichsdaten für Deutschland siehe Abschnitt II.1

Zur Berechnung der Gesamrendite müssen die laufenden Erträge, die in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht separat ausgewiesen werden, geschätzt werden. Dabei wurde folgende Vorgehensweise gewählt: Für alle Positionen des Geldvermögens wurde ein Jahresdurchschnittsbestand gebildet. Auf diesen Durchschnittsbestand wurde die im laufenden Jahr erzielbare Ausschüttung berechnet. Für Geldmarktprodukte war dies der Geldmarktzins, für Aktien die heimische Dividendenrendite, für festverzinsliche Papiere die Umlaufrendite. Für Wertpapierfonds, die im Wesentlichen aus Aktien und aus Rentenpapieren bestehen, wurde eine aus Umlaufrendite und Dividendenrendite gewichtete Ausschüttung bestimmt. Bei den Versicherungsanlagen kann die Höhe der Ausschüttungen direkt aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des Statistischen Bundesamtes ermittelt werden.

Eine Renditeanalyse seit 1991 – auf ähnliche Weise durchgeführt wie im Fall des deutschen Portfolios – bestätigt den Renditevorsprung der US-Anlagen. Die Nominalrendite lag bei 6,2 %, was einer Realrendite von 3,6 % entspricht. Dies ist gegenüber Deutschland immerhin ein Renditevorsprung von 1,3 % pro Jahr.

Ein wesentlicher Grund für die bessere Rendite in den USA ist der sehr viel niedrigere Anteil von Spar- bzw. Geldmarktanlagen und der deutlich höhere Anteil von Aktienanlagen⁹. Würde man in Deutschland eine Portfolioumschichtung von Sparprodukten auf Aktien erreichen können, so hätte das einen nennenswerten quantitativen Effekt auf das Geldvermögenswachstum. Natürlich ist es nicht ungefährlich, einen in den vergangenen 15 Jahren erzielten Renditevorsprung einfach in die Zukunft fortzuschreiben. Studien belegen allerdings, dass längerfristig die Risikoprämie für Aktien im Vergleich zu langlaufenden Staatsanleihen bei rund 4 Prozentpunkten liegt¹⁰. Der im folgenden unterstellte Renditevorsprung von 4 % von Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen ist somit auch in der längeren historischen Betrachtung gerechtfertigt.

Unterstellt man einen solchen Spread, so würde bei einer Portfolioumschichtung von nur 10 % der Mittel hin zum Aktienmarkt die deutsche Gesamtportfoliorendite um 0,4 Prozentpunkte steigen. Eine Angleichung der Aktienquote an amerikanische Verhältnisse würde gar zu einem Anstieg der Gesamtportfoliorendite um 0,6 Prozentpunkte führen.¹¹ Die direkte Aktienquote in Deutschland läge damit bei etwa 20 % . Unter Hinzurechnung der Aktienfonds ergäbe sich eine gesamte Aktienquote von ungefähr 25 %. Dies würde auch die Volatilität des gesamten Portfolios erhöhen, al-

⁹ Siehe Abschnitt I.2.

¹⁰ Über einen Zeitraum von 100 Jahren lag die reale Rendite eines globalen Aktienportfolios bei ungefähr 5 %, die Rendite eines globalen Bond-Portfolios dagegen nur bei 1 %. Vgl. Dimson, Elroy; Marsh, Paul und Staunton, Mike: *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002.

¹¹ Durch die Angleichung der direkten Aktienquoten in beiden Ländern wird somit nur etwa die Hälfte der Renditedifferenz von 1,3 Prozentpunkte erklärt. Für diese gibt es mindestens noch zwei weitere Erklärungsfaktoren. Erstens werden in den USA Aktien auch in signifikantem Ausmaß indirekt gehalten, insbesondere auch in Pensionsplänen (von der Federal Reserve wird die gesamte Aktienquote mit 40 % der Finanzaktiva angegeben). Zweitens war die Aktienmarkt-Performance in den USA besser als in Deutschland und Portfolios von Privatanlegern in den USA weisen einen ausgeprägten Home-Bias aus.

lerdings scheint eine solche Quote angesichts des langen Anlagehorizontes beim Altersvorsorge-sparen auch aus Risikogesichtspunkten nicht zu hoch zu sein.¹²

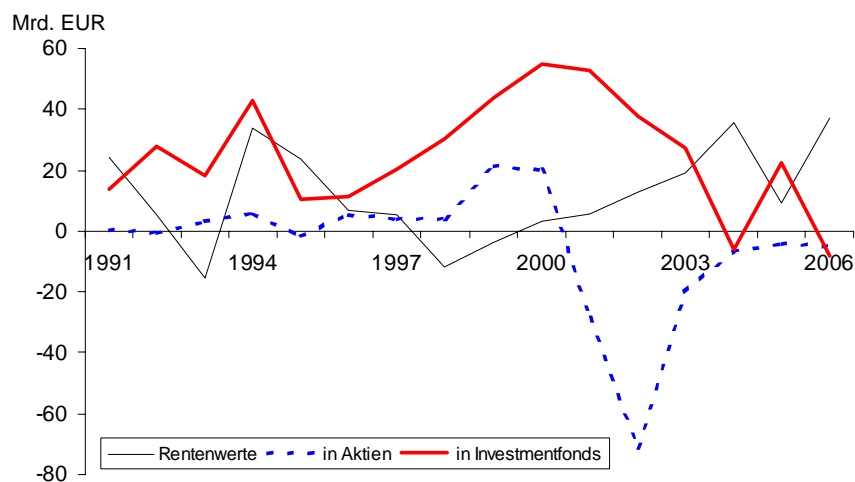
Bei einem Geldvermögen in Deutschland von 4,53 Bio. EUR entspräche die langfristig zu erwartende Renditeverbesserung aufgrund einer 10-prozentigen Umschichtung in den Aktienmarkt immerhin einem jährlichen Vermögenszuwachs von 18,1 Mrd. EUR. Bei einer 15-prozentigen Umschichtung wären es sogar 27,2 Mrd. EUR. Im Vergleich dazu belief sich die gesamte Geldvermögensbildung im Jahr 2006 auf 127,5 Mrd. EUR. Das „Ersparnisäquivalent“ einer solchen Portfolioumschichtung liegt also durchaus in einer signifikanten Größenordnung. 2006 hätte die Geldvermögenserhöhung auch mit einer Sparquote von 8,8 % oder knapp 2 Prozentpunkten weniger erzielt werden können. Eine solche Effizienzsteigerung würde auch das Ziel eines Vermögensaufbaus für die Altersvorsorge nachhaltig unterstützen.

II.4. Geldvermögensbildung: Anleger noch immer vorsichtig

Bisher ist hierzulande aber noch immer eine deutliche Zurückhaltung gegenüber der Aktienanlage festzustellen. Auch das in den letzten Jahren nochmals gute Börsengeschehen brachte bei den Privatinvestoren keine Stimmungsänderung. Per saldo waren 2006 erneut Abflüsse aus Aktienengagements zu beobachten. Die gute Börsenentwicklung 2006 wurde noch immer dazu genutzt, um aus Verlustpapieren auszusteigen und dem Aktienmarkt den Rücken zu kehren. Bereits seit 2001 sind Nettoabflüsse aus Aktienengagements zu beobachten.

Vermögensbildung in Wertpapieren

– Deutschland –



Quelle: Dt. Bundesbank.

¹² Auch Remsperger und Stöß plädieren für eine Portfolio-Zusammensetzung, die dem Vorsorge- und Vorsichtsmotiv bei der Anlageentscheidung in ausgewogenerer Weise Rechnung trägt. Vgl. Remsperger, Hermann und Stöß, Elmar: Die Bedeutung der Investmentfonds für die private Geldvermögensbildung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 24, 2005.

Auch Investmentfonds haben derzeit einen schweren Stand. Im Jahr 2006 wie schon 2004 zogen Anleger netto Gelder aus Investmentfonds ab. Die Bundesbürger ziehen sich aus der direkten und indirekten Aktienanlage zurück. So ermittelte das Deutsche Aktieninstitut (DAI) für 2006 einen Rückgang der Aktionärszahlen von 482.000, nachdem die Zahl der Aktionäre und Aktienfondsbesitzer noch 2005 um 290.000 angestiegen war.¹³

Allerdings müsste man dabei die neue Produktkonkurrenz, die Zertifikate, berücksichtigen, denn Anleger substituieren die Aktien- und Fondsanlage zum Teil durch diese neuen Produkte. Die erste Erhebung des DAI ermittelte bereits über eine halbe Million Zertifikatebesitzer im Jahr 2006. Der Emittentenverband schätzte das Gesamtanlagevolumen Ende 2006 auf 120 Mrd. EUR.¹⁴ Offenbar lassen sich die Entscheidungskriterien für eine Geldanlage „Sicherheit und Rendite“ mit Zertifikaten gut kombinieren. So halten Garantie-Produkte den größten Anteil im Zertifikate-Segment.

Die Aktiv-Seite der Geldvermögensbilanz der privaten Haushalte:

Die Aktiv-Seite der Geldvermögensrechnung der privaten Haushalte umfasst folgende Finanzinstrumente

- „Bargeld und Einlagen“: Sicht-, Termin-(inkl. Bauspar-), Sparguthaben, Sparbriefe.
- „Wertpapiere“: Geldmarktpapiere, Rentenwerte (einschließlich Zertifikate), Aktien, Investmentfondsanteile (inkl. Fonds ausländischer Anbieter), sonstige Beteiligungen.
- Ansprüche gegenüber Versicherungen (inkl. Sterbe- und Pensionskassen, Pensionsfonds, berufsständische Versorgungswerke, Zusatzversorgungseinrichtungen). Die Werte sind die jeweiligen versicherungstechnischen Rückstellungen, Ansammlungsguthaben der Versicherten.
- Sonstiges: Ansprüche aus Pensionsrückstellungen, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten.

Die Verbreiterung des Produktangebots ist aber auch Ausdruck einer Diversifizierung der Anlagewünsche, die mit wachsenden Vermögenswerten einhergeht – ähnlich wie bei der Konsumnachfrage, bei der mit steigenden Einkommen eine zunehmende Diversifizierung festzustellen ist. Neue Produkte und Fondsvarianten, Aktienbaskets, Optionsscheine sowie ein stetig steigendes Angebot an Zertifikaten unterschiedlichster Ausprägung sind Zeichen dieser Entwicklung. Seit etwa fünf Jahren weisen Zertifikate enorme Zuwachsraten auf und tragen verstärkt dazu bei, dass wieder vermehrt Geld in Rentenwerte fließt. Denn diese Position wird als Schuldverschreibung von der Bundesbank bei den festverzinslichen Papieren verbucht¹⁵.

Damit hat sich der Anteil an der Geldvermögensbildung in Kapitalmarktprodukte seit 2003 wieder stabilisiert. In der Aufteilung der Geldvermögensbildung auf Assetklassen waren insgesamt 2006 gegenüber den Vorjahren keine großen Präferenzverschiebungen festzustellen. Dies steht im Gegensatz zu früheren Jahren, als man starke Kapitalbewegungen als Reaktion der Kunden auf

¹³ Deutsches Aktieninstitut, DAI-Kurzstudie 2/ 2006.

¹⁴ Angaben des Emittentenverbandes.

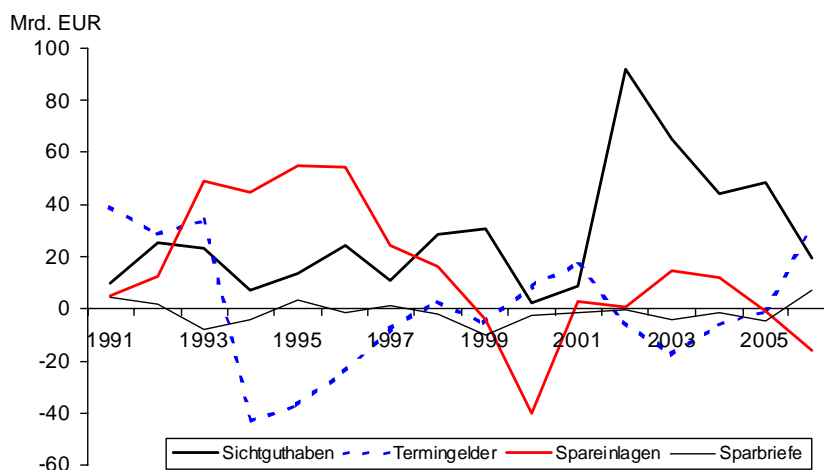
¹⁵ Siehe Box „Die Aktivseite der Geldvermögensbilanz“.

Marktänderungen auch zwischen den Assetklassen beobachten konnte. So sind starke Bewegungen Anfang der neunziger Jahre im Zusammenhang mit der Einführung der Zinsabschlagsteuer zu sehen. Anleger bevorzugten Anlageformen, die steuerfrei Wertzuwächse versprachen, wie Aktienanlagen.

Deutlich sind die Kundenreaktionen auf das sich ändernde Marktumfeld bei der Neuanlage in den Jahren um die Jahrtausendwende zu sehen. Damals flossen massiv Mittel von Banken ab, um sie direkt in Kapitalmarktprodukte anzulegen. Das umgekehrte Bild ist seit 2002 festzustellen, wo bei Neuanlagen Produkte bei Banken bevorzugt werden. Der Sicherheitsaspekt bei den Anlageentscheidungen rückte wieder in den Vordergrund. Angesichts niedriger Zinsen blieben viele Anleger lange Zeit abwartend und parkten ihre Gelder auf täglich verfügbaren Konten. So blieben sie flexibel, um auf gute Anlagealternativen reagieren zu können. Entsprechend wurden diese Mittel 2006, als die Zinsen anzogen, in attraktive Termineinlagen umgeschichtet. Gut 30 Mrd. EUR netto flossen in diese Produkte.

Vermögensbildung in Bankeinlagen

– Deutschland –



Quelle: Dt. Bundesbank.

Die Versicherungen¹⁶ kommen nach der Abschaffung des Steuerprivilegs langsam wieder in normales Fahrwasser. Sie profitieren nach wie vor davon, dass immer mehr Bundesbürger für ihre Altersvorsorge Geld zurücklegen. Insbesondere Rentenversicherungen und Riesterverträge sind auf einem positiven Wachstumspfad. Lag der Anteil der Rentenversicherungen am Neugeschäft noch 1995 bei 20 %, so konnte er sich bis 2006 auf 44 % mehr als verdoppeln¹⁷. Die Zahl der Riesterverträge sprang im Laufe des Jahres 2006 um rund 43 % in die Höhe.¹⁸ Entsprechend stabili-

¹⁶ Inkl. Pensionskassen, -fonds, Sterbekassen, berufsständische Versorgungswerke, Zusatzversorgungseinrichtungen. Siehe Box „Die Aktivseite der Geldvermögensbilanz“.

¹⁷ Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft.

¹⁸ BMAS.

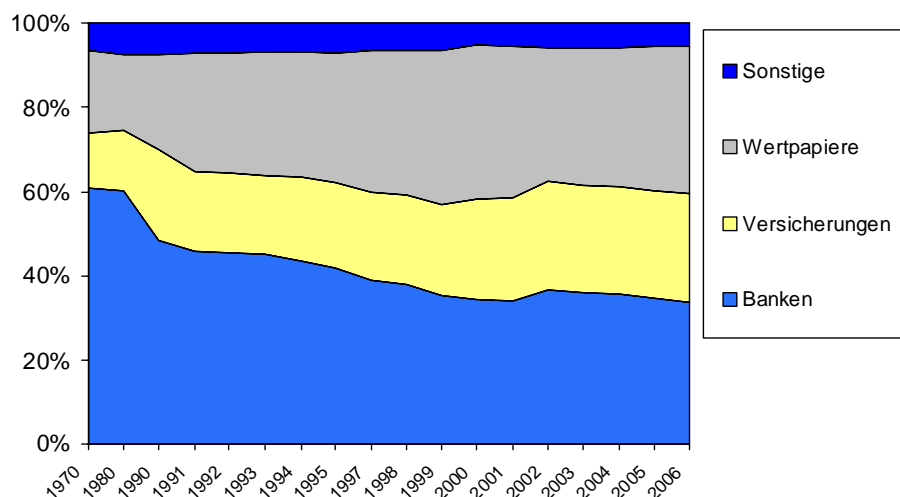
sierte sich der „Zufluss“¹⁹ bei den Versicherungen in den letzten Jahren wieder, nachdem auch an ihnen die Turbulenzen an den Kapitalmärkten nicht spurlos vorüber gegangen sind.

II.5. Geldvermögensstruktur im Wandel:

Versicherungen und Kapitalmarktprodukte auf dem Vormarsch

Neben den kürzerfristigen Präferenzverschiebungen bei den jährlichen Anlageentscheidungen infolge von aktuellen Marktgeschehen vollziehen sich schon seit etlichen Jahren und Jahrzehnten strukturelle Änderungen in der Portfoliozusammensetzung des Geldvermögens, die mit dem zunehmenden Wohlstand der privaten Haushalte einhergehen. Diese verliefen vor allem zu Lasten der Bankeinlagen. Lag ihr Anteil in den siebziger Jahren²⁰ noch bei 60 % des Geldvermögens, so schrumpfte er bis heute auf etwa 34 %. Gewinner waren auf der einen Seite die Versicherungen, die ihren Anteil von rund 14 % auf 26 % ebenso deutlich ausdehnen konnten wie die Kapitalmarktprodukte, die von 19 % auf 35 % zulegen.

Strukturveränderungen im Geldvermögen der deutschen Haushalte



Werte vor 1991 in alter Abgrenzung des Sektors und nur Westdeutschland.
Quelle: Dt. Bundesbank.

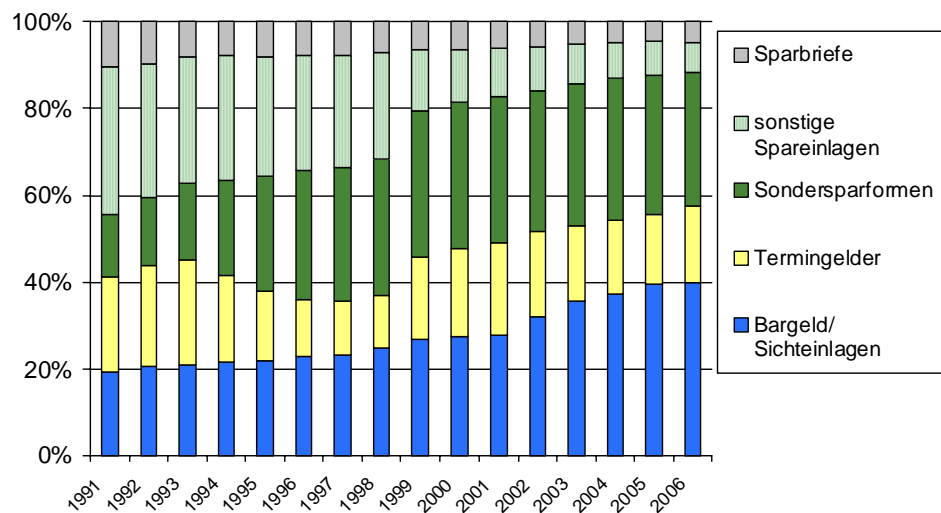
Die starke Liquiditätspräferenz der letzten Jahre hat den langfristig rückläufigen Trend bei den Bankeinlagen allerdings wieder gebremst. Heute sind 1,5 Bio. EUR als Bankeinlagen risikolos angelegt. Dennoch konkurrieren die Bankeinlagen und hier insbesondere die Spareinlagen mit Anlagen, die höhere Renditen ermöglichen. Denn mit den wachsenden Einkommens- und Vermögenswerten tritt immer stärker der Renditegedanke in den Vordergrund. Von diesem Trend profitierten

¹⁹ Da in der Geldvermögensrechnung der Deutschen Bundesbank die Aktivitäten der Versicherungen nicht auf der Basis von Beitragszahlungen sondern anhand der versicherungstechnischen Rückstellungen und damit den erworbenen Forderungen der Versicherten ermittelt werden, spiegeln sich in den ausgewiesenen Werten die gesunkenen Überschussbeteiligungen wider.

²⁰ Die Betrachtung vor 1991 bezieht sich auf Westdeutschland. Durch die Hinzunahme der ostdeutschen Haushalte dürfte der Trend etwas abgeschwächt worden sein, da Anleger mit geringeren Vermögenswerten traditionell Bankeinlagen präferieren.

in erster Linie die Investmentfonds, aber er wird auch sichtbar bei den Spareinlagen mit Sonderkonditionen. Diese haben im Laufe der letzten zehn Jahre immer mehr an Bedeutung gewonnen. Hatten Anfang des letzten Jahrzehnts private Haushalte etwa 30 % der Spareinlagen mit Sonderkonditionen angelegt, so ist dieser Anteil bis heute auf über 80 % gewachsen. Das normale Sparbuch ist dabei immer mehr aus dem Blickfeld der Anleger verschwunden. Nach der Deregulierung des Sparverkehrs 1993 wurde das normale Sparbuch zunehmend von Sondersparformen mit attraktiverer Verzinsung oder zusätzlicher Bonifizierung der Einlagen verdrängt. Die „Liquiditätsfunktion“ des normalen Sparbuchs, von dem private Haushalte auch kurzfristig in gewissem Umfang Geld ohne vorherige Kündigung abheben konnten, übernahmen in den letzten Jahren Tagesgeldkonten, die zunehmend attraktiver verzinst werden.

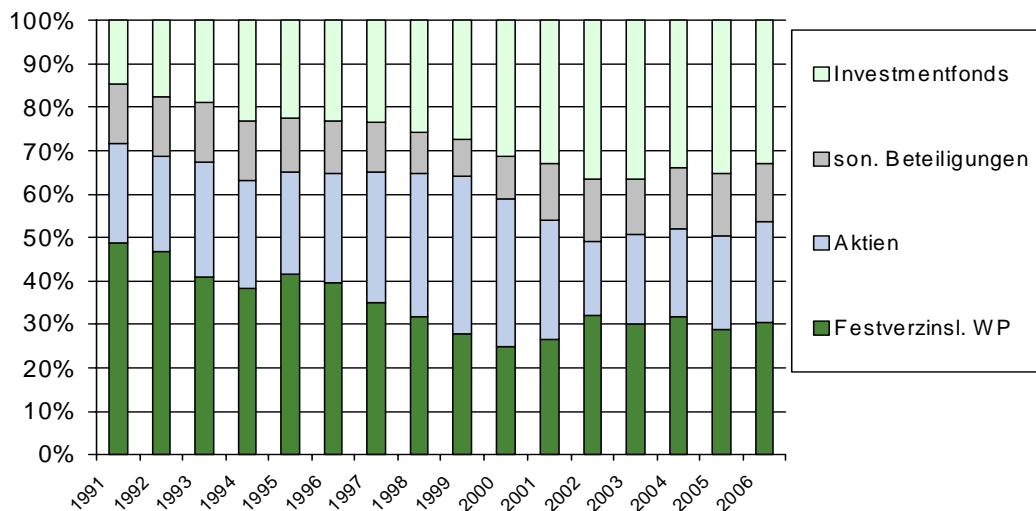
Strukturveränderungen bei Bankanlagen



Quelle: Dt. Bundesbank.

Bei den Anlagealternativen im Wertpapierbereich sind die Investmentfonds die klaren Gewinner. Sie konnten ihren Anteil am Wertpapiervermögen in den vergangenen fünfzehn Jahren von 4 % auf knapp 12 % deutlich ausweiten. Das Investmentfondsvermögen der privaten Haushalte lag 2006 sechs mal höher als 1991.

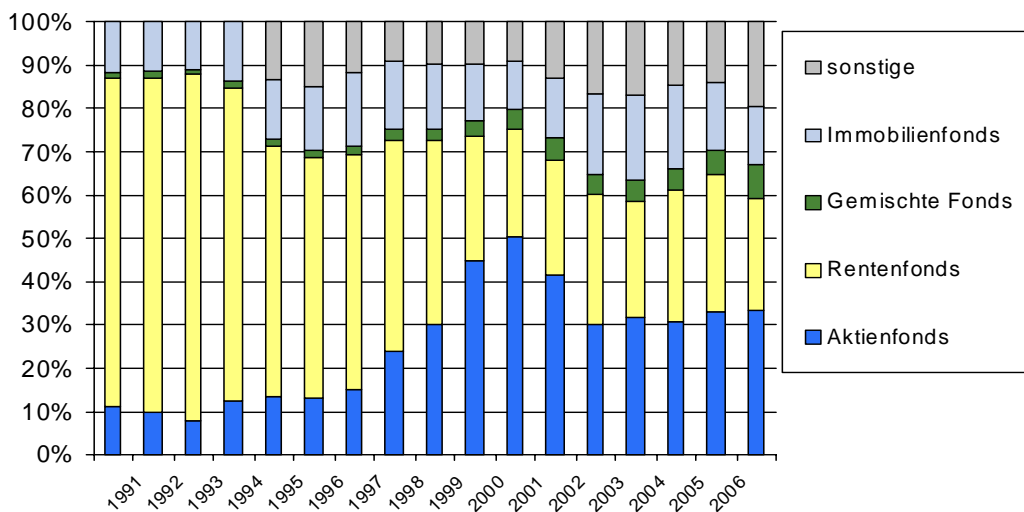
Strukturveränderungen im Wertpapiervermögen



Quelle: Dt. Bundesbank.

Beim Aktienvermögen fand keine nachhaltige Anteilsverbesserung im Vergleich zum Anfang der neunziger Jahre statt. Wie schon damals machte das von den privaten Haushalten in Aktien angelegte Vermögen gut 6 % aus, nachdem es während der Börsenhausse auf über 11 % hochgeschwungen war. Allerdings muss in diesem Zusammenhang auch die indirekte Anlage über Aktienfonds berücksichtigt werden. Ihr Anteil am Investmentfondsvermögen hat sich zum Ende der neunziger Jahre von 10 % auf 50 % deutlich ausgeweitet, ist aber lediglich auf gut 30 % zurückgefallen.

Strukturveränderungen im Investmentvermögen



Quelle: BVI.

Für viele Anleger bietet dieses Vehikel die Möglichkeit, auch an den Renditechancen der internationalen Märkte teilzunehmen. Entsprechend hat auch der Anteil von Aktien und –fonds ausländischer Emittenten in den Wertpapierdepots der privaten Haushalte von 4,5 % im Jahr 1990 auf über 20 % 15 Jahre später zugenommen.²¹ Auch diese Entwicklung verlief zu Lasten der Rentenwerte. Der Rentenfondsanteil verringerte sich von 80 % Anfang der Neunziger auf ebenfalls nur noch gut 30 % im Jahr 2006.

Der dritte große Posten im Portfolio der privaten Haushalte sind die Versicherungen und Pensions-einrichtungen. Gut 1.100 Mrd. EUR betragen die Ansprüche gegenüber den Versicherungen, wobei etwa drei Viertel auf Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen entfallen. Schon in den vergangenen Jahrzehnten beeinflusste neben der allgemeinen Wohlstandssteigerung das Vorsorgemotiv die Anlageentscheidungen der Bürger. Die immer wieder geführten Diskussionen um die Finanzierungsprobleme der gesetzlichen Rentenversicherung unterstützten die Bemühungen der Anbieter. Entsprechend hat sich der Anteil der Versicherungen von 14 ½ % Anfang der achtziger Jahre auf 26 % 2006 deutlich ausgeweitet. Mit den jüngsten Rentenreformen ist die Einsicht in die Notwendigkeit einer stärkeren privaten Altersvorsorge auch noch weiter in die Bevölkerung vorge-dungen. Entsprechend trägt die betriebliche Altersvorsorge wieder verstärkt zum Wachstum die-ses Sektors bei, ebenso wie private Rentenversicherungen, deren Anteil an den Beitragseinnah-men im Lebensversicherungsgeschäft innerhalb der letzten 15 Jahre von 8 % auf 35%²² hochge-schossen ist.

²¹ Deutsche Bundesbank, Wertpapierdepotstatistik; Deutsches Aktieninstitut, Factbook.

²² Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft:

Anhang: Quellen

Datenquellen

- Banca de Espana, Financial Accounts of the Spanish Economy, Juli 2007.
- Banco de Portugal, Statistical Bulletin, Juli 2007.
- Banque de France, Annual and Quarterly Financial National Accounts, <http://www.banque-france.fr>
- Bank of Japan, Statistics, Flow of Funds, http://www.boj.or.jp/en/stat/stat_f.htm
- Bank of Italy, Supplements to the Statistical Bulletin, Monetary and Financial Indicators, Financial Accounts, Vol. XVII, No.32, 6/2007.
- Centraal Bureau voor de Statistiek, Samenstelling vermogens van huishoudens.
- Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, The net worth of Irish households, Quarterly bulletin 3, 2007.
- Central Statistics Office of Ireland, Institutional Sector Accounts, April 2007.
- Derivate Forum, Verschiedene Monatsberichte
- Deutsches Aktieninstitut, Factbook.
- Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, verschiedene Jahrgänge.
- Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1960 bis 1992, November 1994.
- Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2006, Statistische Sonderveröffentlichung Nr. 4, Juli 2007.
- Deutsche Bundesbank, Wertpapierdepotstatistik.
- EuroStat, Vermögensbilanz.
- Europäische Zentralbank, Monthly bulletin 07/2007
- Federal Reserve Statistical Release, Flow of Funds Accounts of the United States.
- Hahn, F.; Magerl, Ch., Vermögen in Österreich, WiFo-Monatsberichte, 1/2006.
- National Bank of Belgium; Statistical Bulletin, Monthly update 2007-05.
- OECD, Economic Outlook No. 81.
- Office of National Statistics (UK), Financial Statistics, July 2007.
- Österreichische Nationalbank, Sonderheft Statistiken, Finanzvermögen 2006, Juni 2007.
- Schweizerische Nationalbank, Finanzierungsrechnung der Schweiz 1999 – 2004, November 2006.
- Statistics Denmark, National Accounts; <http://www.statbank.dk>
- Statistics Finland, National accounts, Financial balance sheets.
http://statfin.stat.fi/statweb/start.asp?LA=en&lp=catalog&clg=national_accounts
- Statistics Netherlands, National Accounts of the Netherlands.
- Statistics Sweden, Annual financial Accounts, <http://www.ssd.scb.se>

Sonstige Quellen

- Babeau, André; Sbrana, Teresa; Household wealth in the national accounts of Europe, the United States and Japan, OECD, 2003.
- Bundesregierung, Alterssicherungsbericht.
- Deutsches Aktieninstitut, Abwärtstrend der Aktienakzeptanz gebremst, DAI-Kurzstudie 1/ 2007.
- Economist, In come the waves, The global housing boom, June 2005,
- Economist, News from the home front, June 2006.
- Europäische Zentralbank, Assessing house price developments in the Euro Area, Monthly Bulletin, 02/2006.
- Europäische Zentralbank, Estimates of Housing wealth for Households in the Euro Area, Box 5, Monthly Bulletin, 12/2006.
- Europäische Zentralbank, Recent Developments in Euro Area Residential property Prices, Box 5, Monthly Bulletin, 5/2007.
- Eurostat, Statistik kurz gefasst, Finanzvermögen und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in Europa, 22/2004
- Federal Reserve Statistical Release, Guide to the Flow of Funds Accounts.
- Finke, R. und Moersch, M., Die Rendite der privaten Geldvermögen – Ein Vergleich von Deutschland und USA, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 3/2006.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Geldvermögensbildung bei Versicherungen, Themen und Analysen Nr. 3.
- Nissen, Hans-Peter; Das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen; 4. Aufl. 2002.