

Wochenbericht

Hohe Risikoaversion privater Haushalte bei Geldanlagen

Seite **704**

Das Sparbuch bleibt die beliebteste Anlageform in Deutschland. Erst wenn der Bedarf an Sicherheit und Liquidität gedeckt ist, wählen Anleger auch risikoreichere Anlagen. Sie meiden eher eine breite Streuung des Risikos wegen mangelnder Kenntnisse.

von Nataliya Barasinska, Dorothea Schäfer und Andreas Stephan

„Die Politik muss mehr für die finanzielle Bildung der Verbraucher tun“

Seite **705**

Sieben Fragen an Nataliya Barasinska

Erbschaftsteuerreform: Was lange währt, wird endlich schlecht

Seite **714**

Kommentar von Stefan Bach

Hohe Risikoaversion privater Haushalte bei Geldanlagen

Nataliya Barasinska,
nbarasinska@diw.de

Dorothea Schäfer
dschaefer@diw.de

Andreas Stephan
astephan@diw.de

Eine möglichst breite Streuung der Geldanlagen gilt als eine wichtige Strategie der Risikominimierung bei Investitionsentscheidungen. Die Mehrzahl der Haushalte in Deutschland streut auch ihr Geldvermögen über mehrere Anlageformen. Ihr Anlageverhalten stimmt jedoch nur bedingt mit der von Haushaltsvorständen bekundeten Risikobereitschaft überein. Dies zeigt eine aktuelle empirische Studie auf Basis des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP). So steigt zwar die Wahrscheinlichkeit, seine Anlagen zu streuen tendenziell mit der Risikoaversion an, allerdings nur solange es sich nicht um einen „vollständig gestreuten Anlagekorb“ handelt. Die Neigung, ein Portfolio mit allen Anlageformen zu halten, nimmt mit wachsender Scheu vor dem Risiko ab. Offenbar entscheiden Haushaltsvorstände nach dem bereits von Keynes propagierten Prinzip: Sicherheit und Liquidität kommen zuerst. Die Bereitschaft in riskantere Anlagen zu investieren, steigt mit der Anzahl bereits bestehender sicherer Anlagen im Portfolio.

Diversifikation gilt in der modernen Finanztheorie als eine der wichtigsten Einflussgrößen auf die langfristige Wertentwicklung eines Finanzportfolios. Bereits in den 50er Jahren hat der Nobelpreisträger Harry Max Markowitz gezeigt, dass durch Verteilung der Anlagen auf verschiedene Titel das Risiko gestreut werden kann, sodass das Gesamtrisiko eines Portfolios wesentlich niedriger ausfallen kann als bei der Investition des gesamten Vermögens in nur einen einzigen Titel.¹ Entscheidend ist dabei, dass Renditen der einzelnen Finanztitel nicht gleich hoch sind und nicht perfekt untereinander korrelieren. Der Preis für ein geringes (Anlage-)Risiko besteht im Verzicht auf höhere Renditechancen bei weniger stark ausgefächerten Portfolios. Nach der Portfoliotheorie von Markowitz ist zu erwarten, dass risikoscheue Menschen stärker gestreute Portfolios bevorzugen. In diesem Bericht soll überprüft werden, ob diese These der Empirie standhält.

Das Diversifikationsverhalten von Privatpersonen ist nicht nur für Banken und Finanzdienstleister von Interesse, sondern hat – wie die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten verdeutlichen – auch vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des individuellen Vorsorgesparens wirtschafts- und sozialpolitisch große Relevanz.

Nach der „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente“ (MiFiD) der Europäischen Kommission sind die Finanzdienstleister gefordert, die Risikoeinstellungen ihrer Kunden zu ermitteln und eine entsprechende Kundenberatung durchzuführen.² Die Risikoeinstellung der Kunden wird dabei in Form einer Selbsteinschätzung ermittelt. Die vor-

¹ Markowitz, H. M.: Portfolio Selection. Journal of Finance 38, 1952, 1201–16.

² Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.

Sieben Fragen an Nataliya Barasinska

„Die Politik muss mehr für die finanzielle Bildung der Verbraucher tun“



Nataliya Barasinska
Wissenschaftliche
Mitarbeiterin der
Abteilung Innovation,
Industrie, Dienstleistung
am DIW Berlin

Frau Barasinska, Sie haben das Anlageverhalten deutscher Privathaushalte untersucht. Was sind die beliebtesten Anlageformen und Anlagestrategien deutscher Privatanleger?

Die beliebteste Anlageform der deutschen Haushalte sind Sparbücher, über 76 Prozent investieren in diese Anlageform. An zweiter Stelle stehen die Lebensversicherungen, in die 50 Prozent aller Haushalte investieren. Aktien oder Anleihen hingegen sind nicht so beliebt, in diese Anlageformen investieren weniger als ein Drittel der Haushalte. Dabei ist interessant, dass hiervon mehr Haushalte in Aktien als in festverzinsliche Wertpapiere investieren.

Wie ist dieses Ergebnis einzuschätzen? Ein Sparsbuch ist ja keine besonders rentable Geldanlage.

Dieses Ergebnis zeigt, dass die Haushalte in ihrem Anlageverhalten sehr konservativ und sehr risikoavers, also risikovermeidend sind. Die eigene Einschätzung der im Sozio-oekonomischen Panel (SOEP) befragten Personen bestätigt das. Bei der Frage zur Risikofreudigkeit in Bezug auf Geldanlagen stellte sich heraus, dass mehr als die Hälfte der Haushalte sich selbst als überdurchschnittlich risikoavers einschätzen.

Wenn man das Risiko minimieren möchte, gilt die Regel, nicht alle Eier in einen Korb zu legen. Das heißt, sein Geld auf möglichst verschiedene Anlageformen aufzuteilen. Folgen die deutschen Privatanleger dieser Regel?

Nur 30 Prozent der Haushalte streuen ihre Risiken auf verschiedene Anlageformen und 50 Prozent der Haushalte betreiben nur teilweise Diversifikation oder halten nicht diversifizierte Portfolios. Die Privatanleger folgen also der Regel „Leg nicht alle Eier in einen Korb“ nur teilweise.

Nur 30 Prozent der Haushalte streuen ihre Risiken auf verschiedene Anlageformen.

Woran liegt das?

Wir vermuten, dass viele Privatanleger nur mangelhaft informiert sind und sie die risikominimierenden Effekte der Produktstreuung nicht ganz verstehen. Andererseits stehen bei den Privathaushalten Liquidität und Sicherheit im Vordergrund und spielen bei den Anlageentscheidungen eine große Rolle. Deswegen werden vornehmlich sichere Anlageformen gewählt.

Verschenken die Anleger Geld?

Sie verschenken Geld, weil sie überhaupt keine Risiken eingehen möchten. Allerdings betreibt ein geringer Anteil von Haushalten sehr risikoreiche Strategien. Das heißt, sie investieren fast 100 Prozent ihres Vermögens in hochriskante Anlageformen wie Aktien, Unternehmensanleihen oder Anteile bei nicht börsennotierten Unternehmen. Sie streuen dabei ihre Risiken überhaupt nicht und beschränken ihr Portfolio auf ein oder zwei riskante Anlageprodukte.

Welche Konsequenzen sollte die Politik aus Ihren Erkenntnissen ziehen?

Es ist wichtig, dass die Politik mehr für die finanzielle Bildung der Bevölkerung tut. Wenn man Risiken im Verhältnis zu den potentiellen Renditen einschätzen kann, dann kann man aktiver das Portfolio streuen und bewusster Risiken eingehen, um höhere Renditen zu erzielen.

Wie könnte eine solche finanzielle Bildung aussehen?

Man sollte bereits in den Schulen beginnen, denn nicht nur Fachkräfte, sondern jeder Bürger sollte diese Kenntnisse haben. In Polen zum Beispiel hat die Nationalbank auf ihrer Homepage einen kostenlosen Internetkurs eingerichtet, durch den jeder finanzielle Grundkenntnisse erlernen kann, die ihm dann beispielsweise bei der Verwaltung eines Portfolios helfen.

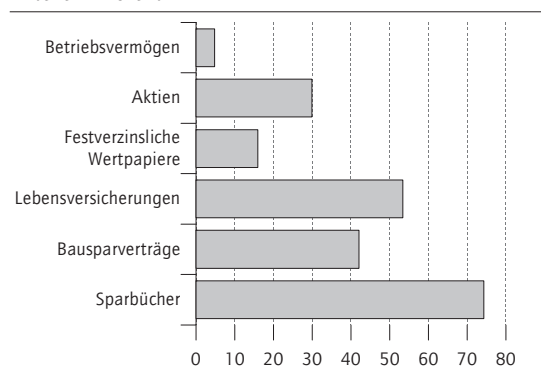
Das Gespräch führte
Erich Wittenberg.

Das vollständige
Interview zum Anhören
finden Sie auf
www.diw.de

Abbildung 1

Relative Häufigkeiten der Anlageprodukte in Portfolios privater Haushalte

Anteile in Prozent



N = 5 163 Vorstände privater Haushalte.

Quelle: SOEP.

DIW Berlin 2008

liegende Studie widmet sich der Frage, ob die persönliche Risikoeinstellung ein entscheidender Faktor für die Zusammensetzung des Portfolios ist.³

Die aktuelle Studie basiert auf anonymisierten Daten des Sozio-ökonomischen Panels (SOEP).⁴ Für die Untersuchungszwecke wurden mehr als 5 000 Vorstände privater Haushalte ausgewählt, die in den drei aufeinanderfolgenden Jahren von 2004 bis 2006 an den Befragungen teilgenommen und alle für die Studie relevanten Fragen zum Geldanlageverhalten beantwortet hatten. Der diese drei Jahre umfassende Längsschnittdatensatz wurde mit Hilfe eines gepoolten multinomialen Logit-Schätzmodells ausgewertet. Dieses Modell ermöglicht konsistentere Schätzungen als Analysen auf Basis eines Querschnittsansatzes, da Zeiteffekte berücksichtigt werden können.⁵ Im Jahr 2004 wurde eine Frage zur Risikobereitschaft bei Geldanlagen gestellt.⁶ Untersuchungsgegenstand stellen die Finanzportfolios der befragten Haushalte dar.

³ Vgl. Barasinska, N., Schäfer, D., Stephan, A.: Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification. DIW Diskussionspapier Nr. 807, 2008.

⁴ Wagner, G. G., Frick, J. R., Schupp, J.: The German Socio-Economic Panel Study (SOEP) – Scope, Evolution and Enhancements. Schmollers Jahrbuch 127 (1), 2007, 139–169.

⁵ Vgl. zum Schätzansatz Greene, W. H.: Econometric Analysis. Pearson Prentice Hall, 6. Ausgabe, 843–845.

⁶ Die Frage lautet: „Man kann sich in verschiedenen Bereichen ja auch unterschiedlich verhalten. Wie würden Sie Ihre Risikobereitschaft in Bezug auf die folgenden Bereiche einschätzen? – bei Geldanlagen.“ Die Skala der Befragung reicht von 0 (= nicht risikobereit) bis 10 (= sehr risikofreudig). Für diese Untersuchung wurde die Kodierung umgekehrt. Da die Risikoeinstellung zur Geldanlage nur im Jahr 2004 erhoben wurde, wird diese hier als konstant angenommen. Diese Annahme wird gestützt durch Analysen unter anderem von Barsky, R., Kimball, M., Juster, F., Shapiro, M.: Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study. The Quarterly Journal of Economics 112(2), 1997, 537–79.

Sparbuch beliebteste Anlageform

Im Jahr 2004 war von den im SOEP erfassten sechs verschiedenen Anlageformen das als sicher geltende Sparbuch die weitaus beliebteste Anlageform der privaten Haushalte in Deutschland (74 Prozent) (Abbildung 1).⁷ Danach folgen Lebensversicherungen und Bausparverträge. Festverzinsliche Wertpapiere und vor allem das Betriebsvermögen werden als Anlageform weit aus seltener genutzt.

Um unterschiedliches Finanzverhalten erfassen zu können, ist es sinnvoll, zwischen der sogenannten naiven und der anspruchsvollen Diversifikationsstrategie zu unterscheiden.

Die meisten Haushalte halten zwei bis drei Wertanlagen im Portfolio

Die naive Diversifikation unterstellt, dass mit steigender Anzahl unterschiedlicher Anlagen das Risiko im Portfolio reduziert wird. Dabei wird die Diversifikation nach der Anzahl aller im Portfolio enthaltenen Wertanlagen gemessen. Je höher diese Zahl ist, desto höher ist der Diversifikationsgrad. Eine Hypothese in Anlehnung an die Portfoliotheorie lautet, dass eine höhere Anzahl von unterschiedlichen Anlagen im Portfolio für stark risikoscheue Menschen besonders attraktiv sein müsste.

Diese auf die Anzahl der Wertanlagen bezogene Diversifikationsstrategie ist zwar ein recht vereinfachtes Maß, es ermöglicht aber das Verhalten der Investoren zu erfassen, die bei ihren Portfolioentscheidungen sehr einfachen Investitionsstrategien folgen. Solche Strategien werden gerade bei Privatanlegern oft angewendet.⁸

In Deutschland halten die meisten Haushalte (48 Prozent) zwei bis drei verschiedene Anlageprodukte (Abbildung 2). Portfolios aus vier und mehr Anlagearten sind wesentlich seltener vertreten (18 Prozent). Bemerkenswert ist, dass das Portfolio jedes fünften Haushalts lediglich aus einem Anlageprodukt besteht.

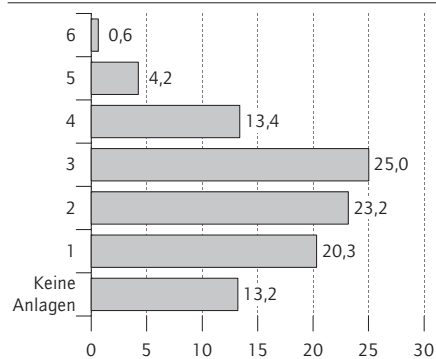
⁷ Unter die Anlageform Betriebsvermögen fallen auch Anlagen in Anteile nicht börsennotierter Unternehmen. Deswegen wird diese Anlageform zum Geldvermögen gezählt. Weitere Anlageformen wie Gold, Schmuck, Kunstsammlungen wurden im SOEP in den Jahren 2004–2006 nicht erhoben und werden daher in dieser Studie nicht berücksichtigt.

⁸ Benartzi, S., Thaler, R. H.: Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans. American Economic Review, 91(1), 2001, 79–98.

Abbildung 2

Anzahl der Anlageprodukte in den Finanzportfolios privater Haushalte

Anteile in Prozent



N = 5 163 Vorstände privater Haushalte.

Quellen: SOEP 2004; Berechnungen des DIW Berlin. **DIW Berlin 2008**

Teilweise diversifizierte Portfolios mit niedrigem Risiko präferiert

Offensichtlich achten Investoren bei ihren Portfolioentscheidungen nicht nur auf die Anzahl der Wertanlagen. Vermutlich wird bei der Wahl der Anlageprodukte vorrangig ihr Risikograd berücksichtigt, erst in einem zweiten Schritt wird über die Zahl der Anlagearten entschieden.

Als zweite Strategie wird daher eine anspruchsvolle Diversifikationsstrategie in Bezug auf die Übereinstimmung mit der selbst bekundeten Risikoeinstellung untersucht. Dabei wird angenommen, dass die Haushalte zunächst den Risiko-/Renditegehalt der einzelnen Anlagemöglichkeiten ermitteln und diese in nach dem Risiko sortierte Anlageklassen einteilen. Insgesamt wird zwischen drei Klassen unterschieden: sichere Anlagen, Anlagen mit mittlerem Risiko und Anlagen mit hohem Risiko.⁹ Die einzelnen Anlageprodukte werden den entsprechenden Risikoklassen zugewiesen (Tabelle 1). Sparbücher und Bausparverträge weisen ein niedriges Anlagerisiko auf, Lebensversicherungen und festverzinsliche Wertpapiere sind mit einem durchschnittlichen Risiko verbunden. Aktien und Betriebsvermögen wird das höchste Risiko zugewiesen, wobei sowohl die Schwankungen in der Wertentwicklung als auch Ausfallrisiken bei der Klassifizierung berücksichtigt wurden.

⁹ Im SOEP werden die einzelnen Anlageformen nur in groben Kategorien abgefragt. Zum Beispiel kann sich hinter der Anlageart „Aktien“ sowohl ein Investment in eine Aktie eines einzelnen Unternehmens als auch in einen Aktienfonds verbergen, der erwartungsgemäß ein geringeres Risiko aufweist als eine Einzelinvestition.

Tabelle 1

Einteilung der Anlageprodukte in Risikoklassen

Risikoklasse	Anlageprodukte
Niedriges Risiko	Sparbücher, Bausparverträge
Durchschnittliches Risiko	Lebensversicherungen, Festverzinsliche Wertpapiere
Hohes Risiko	Aktien, Betriebsvermögen

Quelle: Darstellung des DIW Berlin.

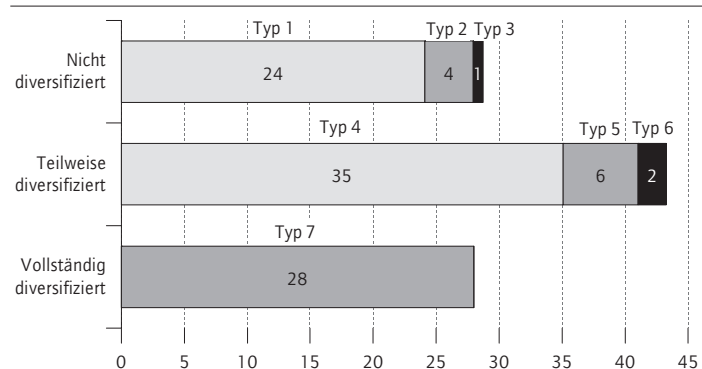
DIW Berlin 2008

Je nachdem, auf welche Weise diese Anlageklassen in einem Portfolio gemischt sind, können sieben Portfoliotypen gebildet werden (Tabelle 2). Sind die Anlageklassen aus allen drei Risikogruppen in einem Portfolio vertreten, handelt es sich um ein „vollständig diversifiziertes Portfolio“. Am weitest häufigsten sind teilweise diversifizierte Portfolios, die aus Anlagen mit überwiegend niedrigem Risiko bestehen (Abbildung 3). Vollständig

Abbildung 3

Portfolios nach Risikotyp und Diversifizierungsgrad

Anteile in Prozent



N = 5 163 Vorstände privater Haushalte.

Quellen: SOEP 2004; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

Tabelle 2

Bestimmung der Portfoliotypen

	Diversifikationsgrad	Enthaltene Risikoklassen		
		Niedriges Risiko	Durchschnittliches Risiko	Hohes Risiko
Portfoliotyp 1	nicht diversifiziert	+	–	–
Portfoliotyp 2	nicht diversifiziert	–	+	–
Portfoliotyp 3	nicht diversifiziert	–	–	+
Portfoliotyp 4	teilweise diversifiziert	+	+	–
Portfoliotyp 5	teilweise diversifiziert	+	–	+
Portfoliotyp 6	teilweise diversifiziert	–	+	+
Portfoliotyp 7	vollständig diversifiziert	+	+	+

„+“ bedeutet, dass mindestens ein Anlageprodukt aus der entsprechenden Risikoklasse im Portfolio vertreten ist.

Quellen: SOEP 2004; Darstellung des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

diversifizierte Portfolios werden in etwa genauso häufig präferiert wie nichtdiversifizierte.

Vor dem Hintergrund der eingangs formulierten risikomindernden Effekte von Diversifikation ist zu erwarten, dass eine hoch risikoaverse Person ein komplett diversifiziertes Portfolio mit Anlagearten aus allen drei Risikogruppen attraktiver findet als sein weniger risikoscheuer Gegenpart.

Tatsächliche Portfoliodiversifikation mit der persönlichen Risikobereitschaft nur teilweise erklärbar

Um eine Einordnung der Risikoeinstellung zu ermöglichen, sollten die im SOEP Befragten ihre eigene Risikobereitschaft bei Geldanlagen auf einer Skala von 0 (= sehr risikobereit) bis 10 (= nicht risikobereit) einschätzen (Abbildung 4). Über diese subjektiven Angaben kann ermittelt werden, wie die Risikopräferenz mit der Wahrscheinlichkeit, ein (objektiv) bestimmtes Portfolio zu halten, zusammenhängt. Da die Anlageformen auf Haushaltsebene ermittelt werden, geht nur die Risikoeinschätzung der Haushaltsvorstände in die Analyse ein.¹⁰ Der Haushaltsvorstand wird im SOEP über eine entsprechende Angabe der Befragten bestimmt.

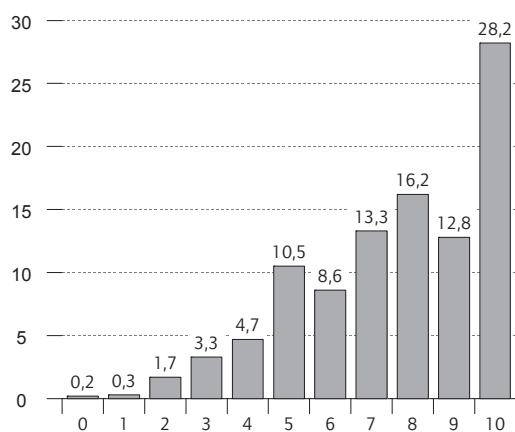
Mithilfe eines gepoolten multinomialen Regressionsmodells wurde untersucht, wie sich die Ri-

10 Die Studie basiert auf der Annahme, dass das Anlageverhalten vom Haushaltsvorstand bestimmt wird.

Abbildung 4

Haushaltsvorstände nach Stärke der Risikoaversion

Anteile in Prozent



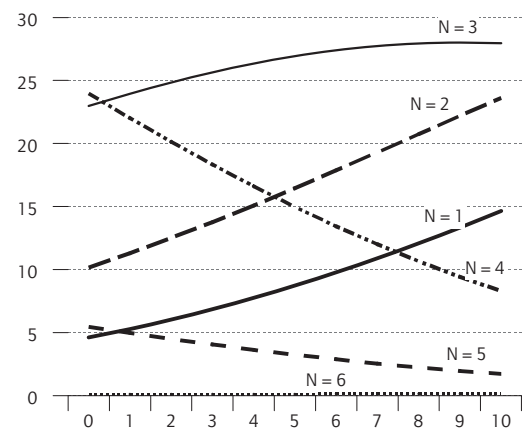
N = 5 163 Vorstände privater Haushalte; Risikoaversion 0 = sehr niedrig, 10 = sehr hoch.

Quellen: SOEP 2004; Berechnungen des DIW Berlin. **DIW Berlin 2008**

Abbildung 5

Zahl der Anlageklassen im Portfolio nach der Risikoaversion

Wahrscheinlichkeit in Prozent



N = 5 163 Vorstände privater Haushalte; Risikoaversion 0 = sehr niedrig, 10 = sehr hoch.

Quellen: SOEP 2004 bis 2006; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

sikoeinstellung auf die Diversifikation der Vermögenswerte eines Haushalts auswirkt, wobei relevante Faktoren wie das Alter, Geschlecht, Bildung, Einkommen, Wohnungseigentum und Haushaltsgröße berücksichtigt wurden.¹¹ Es zeigt sich, dass es bei sehr hoher Risikoaversion am wahrscheinlichsten ist, zwei oder drei Anlagearten im Portfolio zu haben (Abbildung 5). Die Wahrscheinlichkeit, ein Portfolio mit vier, fünf oder sechs Anlageprodukten zu halten, ist hier am geringsten. Umgekehrt ist die Situation bei Personen mit sehr geringer Risikoaversion, die eine große Wahrscheinlichkeit aufweisen, ein Portfolio mit drei oder vier Vermögensarten zu besitzen. Diese Sachverhalte deuten an, dass es keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Risikoaversion und der Zahl der Anlagen in einem Portfolio gibt.

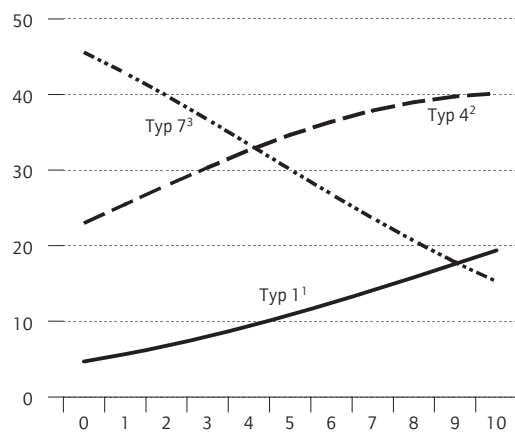
Im Weiteren wird der Zusammenhang zwischen Risikoaversion und der Risikoklasse des Portfolios beschrieben (Abbildung 6). Hier zeigt sich, dass Personen mit hoher Risikoaversion am häufigsten das teilweise diversifizierte Portfolio halten, das aus Anlageformen mit niedrigem und durchschnittlichem Risiko besteht. An zweiter Stelle folgt das nichtdiversifizierte Portfolio, das ausschließlich aus sicheren Anlagenformen besteht. Bei hoher Risikobereitschaft (also geringer Risikoaversion) ist die Wahrscheinlichkeit am

11 Pseudo- R^2 , das als Kriterium für die Güte der Schätzung berechnet wird, beträgt 0,134. Angaben zur Vermögenshöhe wurden im SOEP in den Jahren 2004–2006 nicht erfasst. Diese Größe wird deswegen in der Regressionsschätzung nicht berücksichtigt.

Abbildung 6

Portfoliotypen nach der Risikoaversion

Wahrscheinlichkeit in Prozent



- 1 Nicht diversifiziertes Portfolio aus Anlagen mit niedrigem Risiko.
 2 Teilweise diversifiziertes Portfolio aus Anlagen mit durchschnittlichem Risiko.
 3 Vollständig diversifiziertes Portfolio aus Anlagen aus allen Risikoklassen.

Quellen: SOEP 2004 bis 2006;
 Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

größten, ein vollständig diversifiziertes Portfolio anzutreffen. Die zuvor formulierte theoretische Erwartung, dass eine hoch risikoaverse Person (Haushaltsvorstand) ein komplett diversifiziertes Portfolio attraktiver findet als sein weniger risikoscheuer Gegenpart kann also nicht bestätigt werden.¹²

Bereitschaft zu riskanteren Anlagen steigt mit bestehender Anzahl sicherer Anlagen im Portfolio

Das Anlageverhalten im Sinne einer Maximierung der erwarteten Rendite mag jedoch durch andere Motive geleitet sein als durch die Risikoeinstellung. Bereits Keynes stellte neben der Sicherheit auch die Liquidität als Motiv für die Wahl der Anlageform heraus.¹³ Demnach investieren Haushalte zunächst in sichere und relativ leicht in liquide Mittel zu verwandelnde Vermögensarten, und erst nachdem dieses geschehen ist, gehen sie in Anlageformen mit höherer erwarteter Rentabilität wie Aktien oder Anleihen über. Tatsächlich kann auch in der vorliegenden Untersuchung nachgewiesen werden, dass die Bereitschaft in riskante Anlageformen zu investieren mit der

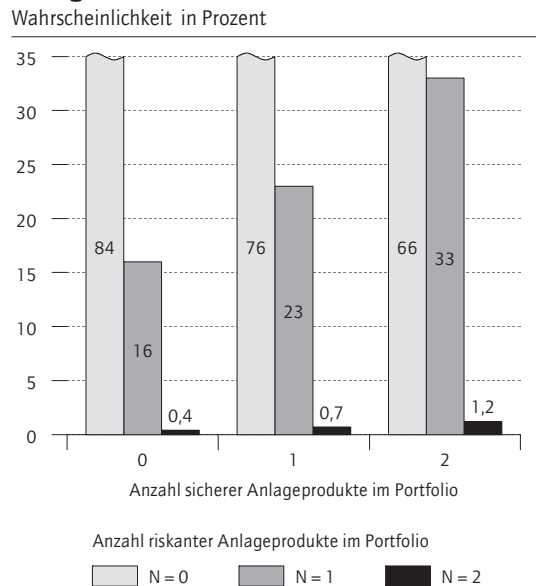
¹² Es kann auch gezeigt werden, dass die Diversifikationsneigung mit dem Einkommen und der Ausbildung steigt sowie mit der Zahl der Kinder im Haushalt abnimmt. Zudem diversifizieren weibliche Haushaltsvorstände stärker als männliche.

¹³ Keynes, J. M.: The General Theory of Employment, Interest and Money. 1936, The University of Adelaide Library Electronic Texts Collection, etext.library.adelaide.edu.au/k=keynes/john_maynard/.

Abbildung 7

Zahl riskanter Anlageklassen¹ im Portfolio in Abhängigkeit von der Zahl sicherer Anlageklassen²

Wahrscheinlichkeit in Prozent



N = 5 163 Vorstände privater Haushalte.

1 Aktien einschließlich Aktienfonds, Anteile an nicht börsennotierten Unternehmen und eigenes Betriebsvermögen.

2 Sparbücher und Bausparverträge.

Quellen: SOEP 2004 bis 2006;
 Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

Zahl der sicheren Anlagen im Portfolio zunimmt (Abbildung 7). Mit anderen Worten: Je mehr sichere Anlagen bereits vorhanden sind, desto größer wird die Bereitschaft auch riskantere Anlagen (mit höherer Renditeerwartung) zu halten.

Eine alternative Erklärung für das hier vorgefundene Anlageverhalten der Privathaushalte könnte darin liegen, dass risikoscheue Menschen nur in eine Anlageform investieren, die für sie transparent und nachvollziehbar ist. Das Anlageverhalten wird damit auch durch fehlendes oder ein geringes Wissen in finanziellen Fragen bestimmt.¹⁴ Dies führt dazu, dass das Potential der Diversifikation nicht erkannt und entsprechend nicht genutzt wird.

Fazit

Die jüngsten Ereignisse auf den Finanzmärkten haben deutlich gezeigt, dass in einer systemischen Krise Titel derselben Anlageart gleichermaßen unter Druck geraten können. Eine Diversifizierung über die Anzahl der Wertanlagen innerhalb

¹⁴ Wagner, G.G., Leinert, J.: Konsumentensouveränität auf Vorsorgemärkten eingeschränkt. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 30/2004.

derselben Anlagegruppe reicht also zur Minimierung der Risiken nicht aus. Wichtig ist, eine möglichst breite Anlagestreuung zu betreiben. Dabei können Anleger, die am wenigsten bereit sind Risiken einzugehen, gemäß der Portfoliotheorie von der breiten Diversifizierung besonders profitieren.

Die hier vorgelegte Studie auf Basis des SOEP macht allerdings deutlich, dass nur wenige Haushalte in Deutschland Produkte aus allen Anlagearten in ihren Portfolios halten. Die beliebteste Form der Diversifizierung stellt die Aufteilung des Vermögens auf Wertanlagen dar, die traditionell als relativ sicher betrachtet werden (zum Beispiel Sparanlagen, Bausparverträge und Versicherungen). Produkte, die eine höhere Volatilität in Renditen aufweisen, werden seltener erworben

und eher dann, wenn sichere Titel bereits im Portfolio vorhanden sind.

Risikoscheuere Investoren neigen dazu, ihr Vermögen in wenigen Wertanlagen zu konzentrieren. Ein solches Verhalten wäre nur dann rational, wenn die zusätzliche Diversifikation zu mehr Risiko im Portfolio führen würde. Risikoaverse Anleger, die ausschließlich in sichere Produkte investieren und Streuungseffekte vollkommen vernachlässigen, verzichten auch auf die Möglichkeit höhere Renditen zu erzielen. Zur Erklärung für dieses Verhalten kann die bereits von Keynes gewonnene Erkenntnis herangezogen werden, dass Sicherheit und Liquidität für Privathaushalte erste Priorität haben: Die Bereitschaft in riskantere Anlagen zu investieren steigt mit der Anzahl bereits bestehender sicherer Anlagen im Portfolio.

JEL Classification:
D14, G11

Keywords:
Household finances,
Diversification,
Financial portfolio

Franziska Holz, Christian von Hirschhausen, Claudia Kemfert

Perspectives of the European Natural Gas Markets until 2025

We apply the EMF 23 study design to simulate the effects of the reference case and the scenarios to European natural gas supplies to 2025. We use GASMODO, a strategic several-layer model of European gas supply, consisting of upstream natural gas producers, traders in each consuming European country (or region), and final demand. Our model results suggest rather modest changes in the overall supply situation of natural gas to Europe, indicating that current worries about energy supply security issues may be overrated. LNG will likely increase its share of European natural gas imports in the future, Russia will not dominate the European imports (~share of 1/3), the Middle East will continue to be a rather modest supplier, the UK is successfully converting from being a natural gas exporter to become a transit node for LNG towards continental Europe, and congested pipeline infrastructure, and in some cases LNG terminals, will remain a feature of the European gas markets, but less than in the current situation.

Discussion Paper Nr. 823

September 2008

Silvio Schmidt, Claudia Kemfert, Peter Höppe

The Impact of Socio-economics and Climate Change on Tropical Cyclone Losses in the USA

Tropical cyclones that make landfall on the coast of the USA are causing increasing economic losses. It is assumed that the losses are largely due to socio-economic developments, i.e. growing wealth and greater settlement of exposed areas. However, it is also thought that the rise in losses is caused by increasing frequency of severe cyclones resulting from climate change. The object of this paper is to investigate how sensitive the losses are to socio-economic changes and climate changes and how these factors have evolved over the last 50 years. We will then draw conclusions about the part the factors concerned play in the observed increase in losses. For analysis purposes, storm loss is depicted as a function of the value of material assets affected by the storm (the capital stock) and storm intensity. The findings show the increase in losses due to socio-economic changes to have been approximately three times greater than that due to climate-induced changes.

Discussion Paper Nr. 824

September 2008

Stefan Kooths, Matthias Rieger

**Caught in the US Subprime Meltdown 2007/2008:
Germany Loses Its Wallet but Escapes Major Harm**

The ongoing financial crisis so far cost the German financial sector 38 billion Euros due to losses on its mortgage-related subprime bank exposures. This paper looks for the impact of these losses on the real sector of the economy. First, the financial sector is looked at as part of the overall macro economy in order to identify the direct impact of the write-offs and devaluations of financial assets on value-added and employment in the financial industry. In the second part of the paper the financial sector's role as enabler of real investment is analyzed. So far, there is no significant evidence that the credit creation capacity of the German banking system as a whole was negatively affected (as indicated by stable money multiplier and base equity ratio values). In particular, the flow of credit to non-financial businesses remains intact despite heavy turmoil within the financial sector. Also, the overall interest rate for corporate lending did hardly increase. Econometrically, a switching disequilibrium model and a market-clearing approach were setup to test for excess demand during the crisis and any general impact of the crisis on the credit market respectively. The statistical tests turned out to be little helpful for quantifying any major effect. We conclude that despite the substantial financial losses there is no major negative spill-over from the banking sector to the real economy in Germany.

Discussion Paper Nr. 825

Oktober 2008

Ole Langniß, Jochen Diekmann, Ulrike Lehr

**Advanced Mechanisms for the Promotion of Renewable Energy:
Models for the Future Evolution of the German Renewable Energy Act**

The German Renewable Energy Act (EEG) has been very successful in promoting the deployment of wind power plants and other renewable energy power generating technologies in Germany. The increasing share of EEG-power in the generation portfolio, increasing amounts of fluctuating power generation, and the growing European integration of power markets governed by competition calls for a re-design of the EEG. This article identifies increasingly important problems and describes three different options to amend the EEG without jeopardising the fast deployment of renewable energy technologies. In the "Retailer Model", it becomes the responsibility of the end-use retailers to adapt the EEG power to the actual demand of their respective customers. The "Market Mediator Model" is the primary choice when new market players are regarded as crucial for the better integration of renewable energy and enhanced competition. The "Optional Bonus Model" relies more on functioning markets.

Discussion Paper Nr. 826

Oktober 2008

Die Volltextversionen der Diskussionspapiere liegen als PDF-Dateien vor und können von den entsprechenden Webseiten des DIW Berlin heruntergeladen werden (www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere/26927.html).

The full text versions of the Discussion Papers are available in PDF format and can be downloaded from the DIW Berlin website (www.diw.de/english/products/publications/discussion_papers/27539.html).

Rainald Borck, Katharina Wrohlich

Preferences for Childcare Policies: Theory and Evidence

We analyse preferences for public, private or mixed provision of childcare theoretically and empirically. We model childcare as a publicly provided private good. Richer households should prefer private provision to either pure public or mixed provision. If public provision redistributes from rich to poor, they should favour mixed over pure public provision, but if public provision redistributes from poor to rich, the rich and poor might favour mixed provision while the middle class favour public provision ('ends against the middle'). Using estimates for household preferences from survey data, we find no support for the ends-against-the-middle result.

Discussion Paper Nr. 827

Oktober 2008

Lorenzo Cappellari, Stephen P. Jenkins

The Dynamics of Social Assistance Receipt: Measurement and Modelling Issues, with an Application to Britain

We model the dynamics of social assistance benefit receipt in Britain using data from the British Household Panel Survey, waves 1-15. First, we discuss definitions of social assistance benefit receipt, and present information about the trends between 1991 and 2005 in the receipt of social assistance benefits, and in annual rates of transition into and out of receipt. Second, we review potential multivariate modelling approaches especially the dynamic random effects probit models that are used in our empirical analysis and, third, discuss sample selection criteria and explanatory variables. Fourth, we present our regression estimation estimates and interpret them. The final section contains a summary of the substantive results, and highlights some lessons concerning application of the analysis for other countries and some methodological issues.

Discussion Paper Nr. 828

Oktober 2008

Nadja Dwenger, Viktor Steiner

Effective Profit Taxation and the Elasticity of the Corporate Income Tax Base: Evidence from German Corporate Tax Return Data

We estimate the elasticity of corporate taxable income with respect to the effective corporate tax rate on the basis of a pseudo-panel constructed from corporate tax return micro data for the period 1998-2001, a period which saw the introduction of a major corporate tax reform in Germany. Endogeneity of the effective tax rate is controlled for by an instrumental variable approach. Our instrument for the observed effective corporate tax rate is the counterfactual effective tax rate a corporation would face in a particular period had there be no endogenous change of corporate profits. This counterfactual is obtained from a detailed microsimulation model of the corporate sector based on tax return micro data. We find a statistically significant and relatively large point estimate of the average tax base elasticity, which implies that a reduction of the statutory corporate tax rate would reduce corporate tax receipts less than proportionally due to income shifting activities. We also find some statistically weak evidence for the hypothesis that the tax base elasticity is higher for corporations that may benefit from various forms of tax shields.

Discussion Paper Nr. 829

Oktober 2008

Impressum

DIW Berlin
Mohrenstraße 58
10117 Berlin
Tel. +49-30-897 89-0
Fax +49-30-897 89-200

Herausgeber

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann
(Präsident)
Prof. Dr. Tilman Brück
Dr. habil. Christian Dreger
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Dr. Viktor Steiner
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Dr. Christian Wey

Redaktion

Kurt Geppert
PD Dr. Elke Holst
Carel Mohn
Dr. Vanessa von Schlippenbach
Manfred Schmidt

Pressestelle

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

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805–19 88 88, 14 Cent./min.
Reklamationen können nur innerhalb
von vier Wochen nach Erscheinen des
Wochenberichts angenommen werden;
danach wird der Heftpreis berechnet.

Bezugspreis

Jahrgang Euro 180,–
Einzelheft Euro 7,–
(jeweils inkl. Mehrwertsteuer
und Versandkosten)
Abbestellungen von Abonnements
spätestens 6 Wochen vor Jahresende
ISSN 0012-1304
Bestellung unter leserservice@diw.de

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit
Quellenangabe und unter Zusendung
eines Belegexemplars an die
Stabsabteilung Kommunikation des
DIW Berlin (Kundenservice@diw.de)
zulässig.

Gedruckt auf
100 Prozent Recyclingpapier.



Erbschaftsteuerreform: Was lange währt, wird endlich schlecht

von Stefan Bach*

Nach den Eruptionen der Finanzkrise muss die Große Koalition nun endlich ein Thema vom Tisch bekommen, über das sie sich schon über ein Jahr streitet, die Erbschaftsteuerreform. Dabei geht es zwar „nur“ um vier Milliarden Euro Steueraufkommen. Aber die ideologische und steuerpolitische Bedeutung der Erbschaftsteuer steht seit jeher in keinem Verhältnis zu ihren tatsächlichen Wirkungen.

Das Bundesverfassungsgericht hatte die Regelungen zur Vermögensbewertung für verfassungswidrig erklärt, da diese Grund- und Betriebsvermögen erheblich begünstigen. Alle Vermögenswerte sollen stattdessen mit ihrem Verkehrswert angesetzt werden. Das ist völlig richtig, ist aber leichter gesagt als getan. Denn für die meisten Vermögenswerte gibt es keinen objektiven Marktwert. Wie viel ist „Omas Häuschen“ wert? Wie soll man den mittelständischen Betrieb im Familienbesitz bewerten? Hierzu gibt es zwar standardisierte Bewertungsverfahren. Besonderheiten des Einzelfalls sind damit aber kaum zu erfassen. Ein anderes Problem ist das Betriebsvermögen. Beschlossen ist bereits, Betriebe und Beteiligungen an Kapitalgesellschaften nur mit 15 Prozent ihres Wertes anzusetzen, wenn der Erbe den Betrieb fortführt. Dies soll die Kapitalbasis kleiner und mittelständischer Unternehmen schonen. Dafür würde eigentlich ein moderater Freibetrag ausreichen. Tatsächlich soll die Begünstigung aber auch für milliardenschwere Unternehmensbeteiligungen gelten, für die man künftig nur einen Steuersatz von effektiv 4,5 Prozent bezahlen soll. Erbt man dagegen ein Grundstück oder ein Bankdepot von „entfernteren Verwandten“ wie Geschwistern oder Tanten, ist man schon bei kleineren Beträgen mit Steuerbelastungen von 30 Prozent und mehr dabei.

Der europäische Steuersenkungswettlauf stellt eine progressive Erbschaftsbesteuerung zunehmend in Frage. Kleinere Nachbarländer senken die Steuer oder verzichten ganz auf sie, um vermögende Zuwanderer anzulocken. So droht die Erbschaftsteuer in ein System auszufasern, bei dem der immobile Grundbesitz höher belastet wird als mobiles Kapital. Das untergräbt die Legitimation der Erbschaftsteuer.

Besser wäre es, die Mehreinnahmen aus der marktnäheren Bewertung zur Senkung der Steuersätze zu nutzen. Dann sind auch mögliche Härten der Bewertungsverfahren oder bei der Unternehmensfortführung nicht so gravierend. Die bestehenden persönlichen Freibeträge reichen völlig aus. Warum muss eigentlich das „normale“ Eigenheim partout steuerfrei bleiben, wenn es die Erben zumeist erst im reiferen Alter erhalten und dann verkaufen, weil sie sich längst anderweitig etabliert haben? Die junge Familie, die sich ein Häuschen oder eine Eigentumswohnung kauft, wird mit 3,5 Prozent Grunderwerbsteuer belastet, ohne jeden Freibetrag.

* Stefan Bach ist stellvertretender Leiter der Abteilung Staat des DIW Berlin.