

**WIFO**

A-1103 WIEN, POSTFACH 91  
TEL. 798 26 01 • FAX 798 93 86

 **ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR  
WIRTSCHAFTSFORSCHUNG**

**Aktienkursdynamik und  
privater Konsum in den USA  
und in Deutschland**

**Stephan Schulmeister**

**Juli 2004**

# **Aktienkursdynamik und privater Konsum in den USA und in Deutschland**

**Stephan Schulmeister**

Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Mit finanzieller Unterstützung des Jubiläumsfonds der  
Oesterreichischen Nationalbank (Projektnummer 10084 •  
Projektleiter: Stefan Schleicher)

Begutachtung: Michael Wüger

Wissenschaftliche Assistenz: Eva Sokoll

Juli 2004

Stephan Schulmeister

# Aktienkursdynamik und privater Konsum in den USA und in Deutschland

Inhalt	Seite
<b>1. Problemstellung der Studie</b>	<b>1</b>
<b>2. Hypothesen über den Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Konsumnachfrage</b>	<b>4</b>
2.1 <i>Die Lebenszyklushypothese der Konsumnachfrage</i>	4
2.2 <i>Überblick über die empirische Literatur</i>	8
<b>2.3 Eine Alternativhypothese über den Zusammenhang zwischen Aktienkursen, Vermögensänderungen und Konsumnachfrage</b>	<b>13</b>
<b>3. Ziel, Datenbasis und Gliederung der Studie</b>	<b>16</b>
<b>4. Aktienkursdynamik, gesamtwirtschaftliche Performance und die Entwicklung von Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte</b>	<b>18</b>
<b>5. Langfristige Entwicklung von Einkommen, Vermögen und Konsum der privaten Haushalte in den USA und in Deutschland</b>	<b>22</b>
5.1 <i>Entwicklung des Netto-Einkommens und seiner Komponenten</i>	22
5.2 <i>Real- und Finanzvermögensbildung und ihre Komponenten</i>	23
5.3 <i>Langfristige Entwicklung des Real- und Finanzvermögens</i>	27
5.4 <i>Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Vermögensveränderung</i>	31
5.5 <i>Entwicklung von Gesamtvermögen, Bewertungsvermögen und Konsum</i>	38
5.5.1 <i>Aktienkurse und Vermögensdynamik</i>	38
5.5.2 <i>Vermögensdynamik und Investitionen der Haushalte</i>	40
5.5.3 <i>Vermögensdynamik und Konsum</i>	41
5.5.4 <i>Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Aktienkursdynamik</i>	43
5.5.5 <i>Vermögenseffekte von Immobilien und Finanzkapital</i>	45
<b>6. Entwicklung von Einkommen, Vermögen und Konsum der privaten Haushalte nach Einkommensklassen</b>	<b>50</b>
6.1 <i>Daten und Methode zur Schätzung von Einkommen, Konsum und Vermögen nach Einkommensklassen</i>	50
6.2 <i>Verteilung von Einkommen, Vermögen und Konsum</i>	53
6.3 <i>Entwicklung der Vermögens- und Konsumquoten nach Einkommensklassen</i>	55
6.4 <i>Verteilung der Bewertungsgewinne</i>	61
6.5 <i>Vermögenseffekte von Immobilien und Finanzkapital nach Einkommensklassen</i>	63
<b>7. Zusammenfassung und Evaluierung der Ergebnisse</b>	<b>76</b>
<b>Literaturhinweise</b>	<b>82</b>
<b>Anhang: Übersichten und Abbildungen für Deutschland</b>	<b>84</b>

Stephan Schulmeister

# Aktienkursdynamik und privater Konsum in den USA und in Deutschland

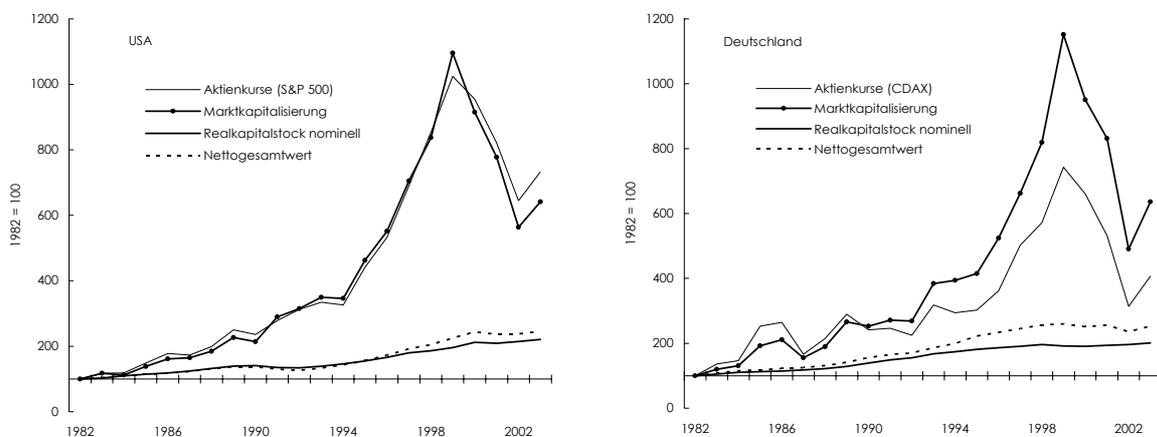
## 1. Problemstellung der Studie

Zwischen dem Frühjahr 2000 und 2003 sind die Aktienkurse weltweit gefallen. Gegenüber ihren Höchstständen verloren in den USA der Dow Jones Index etwa 26,8% und der breiter gestreute S&P 500 Index 43,4% an Wert, in Deutschland gingen die Kurse noch stärker zurück, die Indizes DAX und CDAX sanken bis März 2003 um 68% - seither haben sich die Kurse wieder merklich erholt (Abbildung 1).

Mit dem Verfall der Aktienkurse verlangsamte sich das Wachstumstempo so stark, dass sowohl die US-amerikanische als auch die deutsche Wirtschaft 2001 in eine Rezession schlitterten. Zu dieser Entwicklung dürfte auch die Dämpfung der Konsumnachfrage als Folge der Abwertung des Aktienvermögens beigetragen haben.

Schon Anfang der achtziger Jahre hatte jener „bull market“ eingesetzt, welcher den Aktienmarktwert (Marktkapitalisierung) des „corporate business“ fast zwei Jahrzehnte lang stärker steigen ließ als ihr Realkapital bzw. ihr Netto-Gesamtwert (Abbildung 1). Diese Diskrepanz hat sich in den neunziger Jahren drastisch vergrößert. In den USA stieg der Marktwert aller Aktien zwischen 1992 und 1999 um 19,4% pro Jahr, jener des Realkapitals (zu laufenden Wiederbeschaffungspreisen der Gütermärkte) bzw. der Netto-Gesamtwert hingegen nur um 5,7% bzw. um 8,6% (Abbildung 1). In Deutschland entwickelte sich die Unternehmensbewertung zu Aktienkursen und zu Gütermarktpreisen noch stärker auseinander, weil der Aktienboom noch markanter als in den USA ausfiel, die reale Investitionsdynamik aber viel schwächer.

Abbildung 1: Wert der Aktiengesellschaften

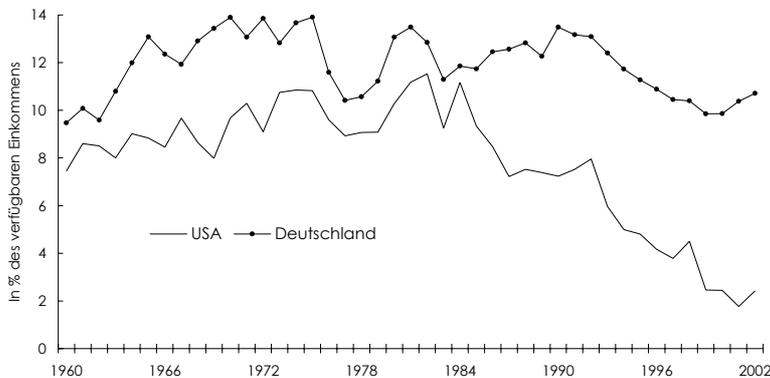


Obwohl die Aktienkurse in den USA und Deutschland annähernd gleich stark stiegen, hat sich die Realwirtschaft in den beiden Ländern sehr unterschiedlich entwickelt. In den USA nahmen Produktion und Beschäftigung in den neunziger Jahren kräftig zu, in Deutschland hingegen

waren Wirtschaftswachstum und Beschäftigungsdynamik schwächer als in jeder anderen Dekade der Nachkriegszeit. Diese unterschiedliche Performance dürfte auch von der unterschiedlichen Reaktion US-amerikanischer und deutscher Haushalte auf den Boom der Aktienkurse geprägt worden sein, die in der Entwicklung ihrer Sparquoten zum Ausdruck kommt.

Seit Anfang der achtziger Jahre ist die Sparquote der privaten Haushalte in den USA drastisch gesunken, nämlich von 11,5% (1982) auf 2,4% (2000). Diese Entwicklung hat sich während des Aktienbooms 1992/99 beschleunigt (Abbildung 2). Dieser Verlauf legt nahe, dass die Haushalte in den USA ihren Konsum in erster Linie deshalb stärker als ihre laufenden Einkommen erhöhten, weil ihre Finanzvermögen (einschließlich der in Pensionsfonds angesparten Vermögen) infolge des Aktienbooms immer höher bewertet wurden.

Abbildung 2: Sparquote der privaten Haushalte



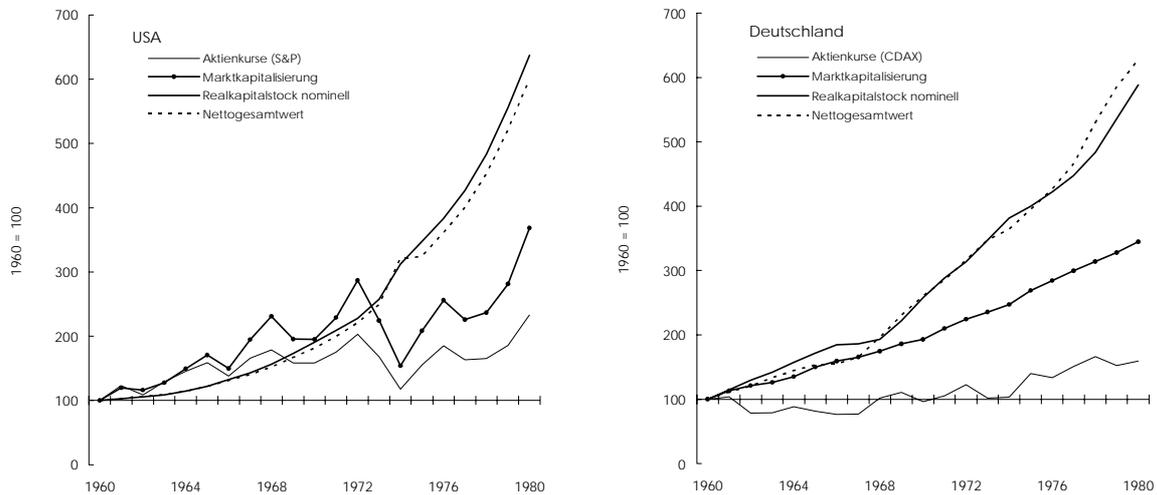
In Deutschland wurde der Konsum durch diese Vermögenseffekte nicht nennenswert stimuliert (die Sparquote sank in den neunziger Jahren nur geringfügig), vermutlich deshalb, weil nur ein geringer Teil der Aktien auf die privaten Haushalte entfällt und auch Pensionsfonds wenig Bedeutung haben.

Weitere "puzzles" im Verhältnis von Aktienmarkt und Realwirtschaft ergeben sich aus einem längerfristigen Vergleich der Perioden 1980/2002 und 1960/80 (Abbildungen 1 und 3). So stiegen die Aktienkurse in jener Phase (1960/72), in der Realkapitalbildung und Gesamtproduktion besonders stark expandierten, viel schwächer als in der Periode 1980/99, in der das Wirtschaftswachstum vergleichsweise gering ausfiel. Dementsprechend ergab sich eine im Vergleich zu den achtziger und neunziger Jahren umgekehrte Diskrepanz zwischen der Unternehmensbewertung zu Aktienkursen und zu Gütermarktpreisen: Der Netto-Gesamtwert der Kapitalgesellschaften wuchs zwischen 1960 und 1972 viel rascher als ihr Aktienmarktwert.

Der private Konsum entwickelte sich in der Vollbeschäftigungsphase (1960/72) etwas langsamer als die stark steigenden Einkommen, die Sparquote nahm in Deutschland um fast 6 Prozentpunkte und in den USA um etwa 2 Prozentpunkte zu (Abbildung 2). Zwischen der Investitionsdynamik der Unternehmen und dem Sparen der Haushalte dürfte folgende Wechselwirkung bestanden haben: Einerseits wurden die Realinvestitionen in erheblichem

Maß durch Aktienemissionen finanziert, was den Anstieg der Aktienkurse dämpfte, andererseits förderte dies indirekt auch das Sparen der Haushalte, weil es dadurch zu keinen stark positiven Aktienvermögenseffekten kam.

Abbildung 3: Wert der Aktiengesellschaften



Diese Beobachtungen werfen mehrere Fragen auf:

- In welchem Ausmaß wurde der private Konsum in den USA, insbesondere in den neunziger Jahren, durch die Aktienkursentwicklung nachhaltig stimuliert, welchen Effekt hatte die Höherbewertung anderer Privatvermögen, insbesondere der Eigenheime als Folge überdurchschnittlich steigender Realitätenpreise?
- Über welche Transmissionskanäle werden die Aktienvermögenseffekte wirksam, welche Rolle spielt insbesondere die Bewertung des in Pensionsfonds, in Investmentfonds sowie des direkt gehaltenen Aktienvermögens der privaten Haushalte?
- Sind die Aktienvermögenseffekte symmetrisch oder unterscheidet sich die Reaktion der privaten Haushalte auf Wertzuwächse durch Kurssteigerungen von jener auf Wertverluste durch Kursrückgänge?
- Welche Rolle spielt dabei die Verteilung des privaten Aktienvermögens (haben die Kurssteigerungen primär den Konsum der „Reichen“ stimuliert, so könnte eine Konsumdämpfung infolge sinkender Kurse schwächer ausfallen als wenn die quer über die Vermögens- und Einkommensklassen annähernd gleich sind)?
- Warum hat der Aktienboom in Deutschland den privaten Konsum nicht nennenswert stimuliert?

Empirisch fundierte Antworten auf diese Frage haben durch das Sinken der Aktienkurse seit dem Frühjahr 2000 und der damit verbundenen Wachstumsabschwächung zusätzlich an Relevanz gewonnen (Abbildung 1). Dies gilt auch für den Fall, dass es in (nächster) Zukunft wieder zu einem nachhaltigen Kursanstieg oder zu einem neuerlichen Kursverfall kommt.

## 2. Hypothesen über den Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Konsumnachfrage

Die theoretische und empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen Aktienkursen und Konsumnachfrage, insbesondere des den Konsum stimulierenden „wealth effect“ steigender Aktienkurse, erfolgt im Rahmen der „life cycle theory of consumption“ (Modigliani-Brumberg, 1954) bzw. des ihr verwandten „permanent income model of consumption“ (Friedman, 1957). In diesem Kapitel sollen deshalb zunächst die Annahmen und Aussagen dieser Theorien rekapituliert werden. Anschließend werden die wichtigsten empirischen Studien über den Einfluss von Änderungen des (Aktien)Vermögens der privaten Haushalte auf ihre Nachfrage zusammengefasst. Abschließend soll eine Alternativhypothese über den Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Konsum skizziert werden.

### 2.1 Die Lebenszyklushypothese der Konsumnachfrage

Die „life cycle theory“ nimmt an, dass Haushalte ihr gesamtes Vermögen über die (Rest)Lebenszeit in einer solchen Weise verbrauchen, dass ihr Gesamtnutzen maximiert wird. Dies impliziert unter der Bedingung abnehmenden Grenznutzens, dass der Konsum gleichmäßig über den Lebenszyklus verteilt wird (in diesem Fall bleibt der Grenznutzen des Konsums in jeder Periode gleich hoch). Dabei sind die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter nicht Teil des privaten Konsums, sie werden vielmehr im Kontext der Lebenszyklustheorie als Investitionen in den Kapitalstock der privaten Haushalte aufgefasst und damit als Teil des Sparens (lediglich der daraus erfließende Nutzenstrom ist – konzeptuell, wenn auch kaum empirisch messbar – Teil des Konsums).<sup>1)</sup>

Bezeichnen  $W_0$  das Vermögen in der (Basis)Periode 0,  $Y_t$  das (Arbeits)Einkommen,  $S_t$  das Sparen und  $C_t$  den Konsum in Periode  $t$ , ist  $r$  der Zinssatz für die Ersparnisse und „lebt“ der Haushalt bis zur Periode  $T$  (in der sein gesamtes Vermögen verbraucht ist), so gilt folgende Budgetbeschränkung bzw. „Verbrauchsbedingung“:

$$\sum_{t=0}^T [1/(1+r)^t] C_t = A_0 + \sum_{t=0}^T [1/(1+r)^t] Y_t \quad (1)$$

Besitzeinkommen sind deshalb nicht in der Einkommensvariablen enthalten, weil ihr Gegenwartswert bereits in der Vermögensvariablen  $A_0$  erfasst ist (unter der Bedingung, dass die Finanzmärkte „strongly efficient“ im Sinne von Fama, 1970, sind – in diesem Fall entspricht der Wert von Vermögen genau dem Barwert seiner künftigen Erträge).

Unter der Annahme einer logarithmischen Nutzenfunktion und einer (subjektiven) Diskontrate  $\delta$  beträgt der zu maximierende Gesamtnutzen

$$\sum_{t=0}^T \delta^t \log(C_t) \quad (2)$$

---

<sup>1)</sup> Eine umfassende Darstellung der Lebenszyklushypothese, ihrer theoretischen Modifikationen und ihrer empirischen Relevanz findet sich in Browning-Lussardi, 1996, sowie in Attanasio, 1999. Kritische Einwände im Hinblick auf die empirische Erklärungskraft der Lebenszyklustheorie der Konsumnachfrage werden in Browning-Crossley, 2001, und Carroll, 2001, behandelt. Die folgende – vereinfachte – Darstellung folgt Starr-McCluerr, 2002.

Wird (2) unter der Bedingung (1) maximiert, so ergibt sich der Optimalkonsum in Periode 0 als

$$C_0^* = \left( 1 / \sum_{t=0}^T \delta^t \right) * \left\{ A_0 + \sum_{t=0}^T [1/(1+r)^t] Y_t \right\} = m_0 V_0 \quad (3)$$

Dabei stellt  $V_0$  das Gesamtvermögen in der Anfangsperiode dar (einschließlich des Gegenwartswerts des Arbeitseinkommens über den Lebenszyklus) und damit die Basis des „permanent income“. Die Größe  $m_0$  kennzeichnet die marginale Konsumneigung in der Basisperiode (sie wird umso kleiner, je geringer die Restlebenszeit ist). Aus diesen Annahmen ergibt sich, dass lediglich unerwartete (aber gleichzeitig als permanent erachtete) Erhöhungen des Vermögens  $A$  den laufenden Konsum steigern würde, und zwar im Ausmaß der marginalen Konsumneigung  $m$ .<sup>2)</sup>

Steigt etwa das Vermögen eines Haushalts um 100 Euro als Folge eines als permanent angesehenen Anstiegs der Aktienkurse, so wird dies den Konsum bei einer Restlebenszeit des Haushalts von 25 Jahren um 4 Euro pro Jahr erhöhen (dabei wird der Einfachheit halber ein Diskontierungssatz von  $\delta=1$  angenommen).

Unter den Annahmen dieses „certainty-equivalence model“<sup>3)</sup> - insbesondere vollständige Information, perfekte Kapitalmärkte und damit keinerlei Kreditrestriktionen sowie rationale Erwartungsbildung - lassen sich folgende Aussagen über den Zusammenhang zwischen Vermögen, Einkommen und Konsumnachfrage ableiten (Browning-Lusardi, 1996):

- Über den Lebenszyklus entwickelt sich der Pfad des Konsums unabhängig vom Pfad des erwarteten Einkommens und Vermögens.
- Die marginale Konsumneigung aus gegenwärtigem oder künftigem Einkommen bzw. Vermögen ist zu jedem Zeitpunkt  $t$  gleich hoch.
- Die marginale Konsumneigung aus künftigem Einkommen bzw. Vermögen ist unabhängig von der „riskiness“ der jeweiligen Einkommens- oder Vermögensart.
- In der letzten Phase des Lebenszyklus werden die Vermögenspositionen aufgelöst (sofern nicht Vererben ein eigenständiges Argument in der Nutzenfunktion ist).
- Der Konsumpfad kann nur durch unerwartete Änderungen von Einkommen und Vermögen beeinflusst werden (Hall, 1978) <.

Um darzustellen, welche Erwartungen sich nach diesem Modell hinsichtlich der empirischen Beobachtungen über Konsum und Vermögenswerten ergeben, sollen einige Identitätsbeziehungen rekapituliert werden. Das Sparen in Periode  $t$  ( $S_t = Y_t - C_t$ ) kann entweder für die Bildung von Realvermögen netto, also nach Abzug der Abschreibungen, verwendet werden (RCFN<sub>t</sub>: Investitionen in dauerhafte Konsumgüter und Immobilien), oder für Finanzinvestitionen netto (FCFN<sub>t</sub>: Investitionen in Finanzaktiva einschließlich Aktien abzüglich Kreditaufnahme):

---

<sup>2)</sup> Die Optimierung des Lebenskonsums setzt voraus, dass mehrere restriktive Annahmen erfüllt sind wie "perfect foresight", vollkommene Kapitalmärkte, "time separability" der Nutzenfunktion (und damit Ausschluss von Gewohnheitseffekten im Konsumverhalten) und rationale Erwartungen; siehe dazu Browning-Lusardi, 1996; Attanasio, 1999; Carroll-Overland-Weil, 2000.

<sup>3)</sup> Diese Variante des Lebenszyklusmodells wird mitunter auch als „Ramsey model“ oder als „(Rational Expectations) Permanent Income Hypothesis“ bezeichnet (Browning-Lusardi, footnote 4, p. 1800).

$$S_t = Y_t - C_t = RCFN_t + FCFN_t \quad (4)$$

Jeder Vermögenszuwachs setzt sich aus zwei Komponenten zusammen, der Investitions- oder Akkumulationskomponente  $S_t$  und dem Bewertungsgewinn („capital gain“)  $dPWW_{t-1}$ , wobei  $PW_t$  das Preisniveau von Vermögensgütern (Real- und Finanzvermögen) bezeichnet:

$$W_t = W_{t-1} + S_t + dPW_t W_{t-1} \quad (5)$$

Da nur der Bewertungsgewinn unerwartet sein und damit den (geplanten) Konsumpfad beeinflussen kann, soll der Entwicklungspfad der Vermögenswerte als Summe des Vermögens in der Basisperiode 0, der Akkumulationskomponente  $A_t$  und der Bewertungskomponente  $V_t$  dargestellt werden:

$$W_t = W_0 + A_t + V_t = W_0 + \sum_{i=1}^t S_i + \sum_{i=1}^t dPW_i W_{i-1} \quad (6)$$

Die Bewertungskomponente lässt sich in zwei Komponenten untergliedern: jene Wertänderung  $VF_t$ , welche der Änderung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus  $PF_t$  entspricht (also nur den Preisauftrieb – gemessen am BIP-Deflator - kompensiert), und jene „asset-spezifische“ Wertänderung  $VA_t$ , welche der realen Preisänderung  $PA_t$  des jeweils betrachteten Vermögens entspricht ( $PA_t = PW_t/PF_t$ ):

$$V_t = VF_t + VA_t = \sum_{i=1}^t dPF_i W_{i-1} + \sum_{i=1}^t dPA_i W_{i-1} \quad (7)$$

Neben dem Gesamtvermögen  $W_t$  lassen sich dementsprechend zwei Arten von (hypothetischen) Vermögen unterscheiden, deren Entwicklungspfad nur von Bewertungsänderungen, nicht aber vom Spar- bzw. Akkumulationsverhalten der Haushalte bestimmt wird (im folgenden als „Bewertungsvermögen“ bezeichnet). Das gesamte Bewertungsvermögen  $WV_t$  und das (asset-)spezifische Bewertungsvermögen  $WVA_t$  sind folgendermaßen definiert:

$$WV_t = W_0 + V_t \quad (8)$$

$$WVA_t = W_0 + VA_t \quad (9)$$

Aus den oben angeführten Aussagen des „certainty-equivalence model“ ergeben sich folgende Erwartungen hinsichtlich des empirischen Zusammenhangs zwischen Vermögensänderungen und Konsum der privaten Haushalte:

- Erstens, Effekte von Vermögensänderungen auf den privaten Konsum sollten im Fall des spezifischen Bewertungsvermögens größer sein als im Fall des gesamten Bewertungsvermögens (im umgekehrten Fall unterlägen die Konsumenten einer „Geldillusion“, da sie auf inflationsbedingte Wertänderungen stärker reagieren als auf „asset-spezifische“ Wertänderungen).
- Zweitens, Vermögenseffekte sollten im Fall des Bewertungsvermögens größer sein als im Fall des Gesamtvermögens, da Veränderungen von letzterem auch durch das Sparen und damit durch (geplante, jedenfalls aber nicht unvorhergesehen) Real- und/oder Finanzvermögensbildung der Haushalte bestimmt werden.

- Drittens, die Effekte von Vermögensänderungen auf den Konsum ohne dauerhafte Güter sollten größer sein als auf den Gesamtkonsum, da im Kontext der Lebenszyklustheorien die Nachfrage nach dauerhaften Gütern eine Investitionsnachfrage darstellt, welche auch von Faktoren wie dem Ersatzbedarf oder dem technologischen Fortschritt abhängt.
- Viertens, die „marginal propensity to consume out of wealth“ (MPCW) sollte für alle Einkommensklassen gleich sein, die Vermögenseffekte sollten also unabhängig davon sein, ob ein Haushalt am unteren oder oberen Ende der Einkommensverteilung positioniert ist.
- Fünftens, die entsprechenden Konsumneigungen sollten auch für alle Vermögensarten gleich hoch sein, unerwartete „capital gains“ den Konsum also in gleicher Weise erhöhen, unabhängig davon, ob der Wert von Immobilien oder von Aktien überraschend steigt.

Um die Lebenszyklustheorie des Konsums realitätsnäher zu gestalten, wurden die Annahmen des „certainty-equivalence model“ in mehrfacher Hinsicht modifiziert:

- Besteht Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Entwicklung von Einkommen und Vermögen, so gewinnt das Vorsichtsmotiv von Sparen an Bedeutung. Im Hinblick auf Vermögenseffekte bedeutet dies, dass etwa ein Bewertungsgewinn infolge einer Aktienkurssteigerung – selbst wenn er als permanent angesehen wird – den geplanten Konsum über die Restlebenszeit nicht in vollem Ausmaß erhöht, sondern zum Teil gespart wird, als „buffer stock“ gegen mögliche Verschlechterungen der Einkommens- und/oder Vermögensposition in der Zukunft (zum „precautionary saving“ siehe Attanasio, 1999, Browning-Lusardi, 1996, und Lusardi, 1998).
- Sind die Kapitalmärkte nicht perfekt, sodass (manche) Akteure künftige Einkommens- oder Vermögenszuwächse nicht via Kreditaufnahme schon heute (anteilig) verbrauchen können, so wird die Entwicklung des Konsums jener der tatsächlich realisierten Einkommen bzw. Vermögenszuwächse enger folgen als im „reinen“ Lebenszyklusmodell. Bestehen solche „credit constraints“, so werden Vermögenszuwächse den Konsum erst bei ihrer Realisierung steigern, auch wenn korrekt antizipiert wurden (siehe dazu Deaton, 1991; Carroll-Summers, 1991; und Browning-Lusardi, 1996).
- Stiftet es den Akteuren einen Nutzen, ihr Vermögen ganz oder teilweise den Nachkommen zu vererben, so wird ihr Konsum entsprechend kleiner ausfallen als im „certainty-equivalence model“ der Lebenszyklustheorie angenommen.

Diese Modifikationen berühren die ersten drei Erwartungen der Lebenszyklustheorie hinsichtlich des empirischen Zusammenhangs zwischen Vermögensänderungen und Konsumnachfrage nicht. Dies gilt auch für die Auswirkungen von Kreditrestriktionen. In diesem Fall mögen zwar für einen künftigen Zeitpunkt erwartete Vermögenszuwächse den Konsum nicht in vollem Ausmaß schon vor Realisierung des Vermögensgewinns stimulieren (weil er nicht durch Kreditaufnahme vorfinanziert werden kann), doch trifft dies für jene Vermögenszuwächse nicht zu, welche aus dem Sparen des Akteurs selbst resultieren: Im Ausmaß des Sparens ist ein Akteur ja nie kreditbeschränkt.

Die Erwartung der „reinen“ Lebenszyklustheorie, dass die marginale Konsumneigung für alle Einkommensklassen und alle Vermögensarten gleich sein sollte, gilt hingegen unter der

Bedingung von Unsicherheit und/oder Kreditrestriktionen nicht. Im Hinblick auf die verschiedenen Einkommens- bzw. Vermögensklassen wäre folgendes zu erwarten: Je weniger gesichert die Wirtschaftslage eines Haushalts ist (dafür ist die Höhe seines Einkommens und Vermögens in hohem Maß bestimmend) und je geringer daher auch seine Kreditwürdigkeit, desto schwächer wird er seinen Konsum als Folge eines unerwarteten Vermögenszuwachses steigern (ein besser situierter Haushalt wird hingegen in geringerem Maß sein Vorsorgespargen erhöhen, nicht zuletzt, weil er im Fall einer Verschlechterung seiner wirtschaftlichen Lage leichter Zugang zu Krediten hat).

Ähnliches gilt für Unterschiede in der MPCW nach Vermögensarten: Bei Unsicherheit und/oder imperfekten Kapitalmärkten ist zu erwarten, dass unerwartete Zuwächse liquider Vermögen (etwa von Aktien als Folge von Kurssteigerungen) den Konsum stärker stimulieren werden als Zuwächse weniger liquider Vermögen (etwa als Folge steigender Immobilienpreise).

## **2.2 Überblick über die empirische Literatur**

Nicht zuletzt als Reaktion auf den starken Anstieg der Aktienkurse in den achtziger und insbesondere in den neunziger Jahren hat in den letzten Jahren eine wachsende Zahl von Studien den empirischen Zusammenhang zwischen Vermögen, Einkommen und Konsum der privaten Haushalte untersucht. Im Zentrum des Interesses standen dabei die „wealth effects“, also die Auswirkungen von Änderungen im Wert des Vermögens privater Haushalte (insbesondere ihres Aktienvermögens) auf die Konsumnachfrage.

Diese Studien lassen sich nach mehrere Kriterien klassifizieren:

- Studien, welche nur das Gesamtvermögen spezifizieren und solche, welche „wealth effects“ nach verschiedenen Vermögensarten differenzieren.
- Studien, welche sich nur auf die Haushalte in den USA beziehen und solche, welche auch andere Länder einbeziehen (und die unterschiedlichen Vermögenseffekte im Querschnitt vergleichen).
- Studien, welche makroökonomische Daten verwenden (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Flow-of-Funds-Daten) und Studien, welche mikroökonomische Daten auf Grund von Haushaltsbefragungen auswerten (Surveydaten).

Für die USA ergeben die meisten Studien für das Gesamtvermögen eine „marginal propensity to consume out of wealth“ (MPCW) zwischen 0,03 und 0,06. Diese Werte spiegeln den langfristigen Zusammenhang wider, ermittelt auf Basis von „error correction models“ (Ludvigson-Steindel, 1999; Boone-Girouard-Wanner, 2001; Davis-Palumbo, 2001; Mehra, 2001; Bertaud, 2002).

Wird zwischen Aktienvermögen (bzw. dem gesamten Finanzvermögen) und sonstigem Vermögen (dabei fällt das „housing wealth“ am meisten ins Gewicht) unterschieden, so ergeben die meisten Studien auf Basis von US-Daten eine etwas kleinere MPCW für Aktienvermögen im Vergleich zum sonstigen Vermögen (Brayton-Tinsley, 1996; Davis-Palumbo, 2001; Bertaud, 2002). Eine Studie auf Basis von Querschnittsdaten für die US-Bundesstaaten kommt zum Ergebnis, dass der Einfluss von Änderungen des Immobilienvermögens auf die Konsumnachfrage wesentlich größer ist als jener des Aktienvermögens (Case-Quigley-Shiller, 2001). Andere Studien dokumentieren allerdings ein

gegenteiliges Resultat, dass nämlich der Vermögenseffekt von Aktien bzw. „financial wealth“ in den USA geringfügig (Ludvigson-Steindel, 1999) oder sogar merklich höher ist (Girouard-Blöndal, 2001; Boone-Girouard-Wanner, 2001) als jener von Immobilien.

Nicht zuletzt aufgrund unzureichender Datenqualität gibt es nur wenige Studien, welche Vermögenseffekte auf die Konsumnachfrage für andere Länder untersuchen. Analysen der OECD kommen zum Ergebnis, dass Veränderungen des Gesamtvermögens den Konsum in den USA und Kanada stärker beeinflussen als in Großbritannien, Frankreich, Italien und Japan (Boone-Giorno-Richardson, 1998; Girouard-Blöndal, 2001; Boone-Girouard-Wanner, 2001). Bertaut (2002) zeigt, dass lediglich in Kanada und Großbritannien Änderungen des Aktienvermögens den Konsum in annähernd gleichem Ausmaß beeinflussen wie in den USA, in den übrigen untersuchten Ländern (Japan, Australien, Frankreich, Deutschland, Holland und Schweden) sind die Vermögenseffekte hingegen wesentlich kleiner.

Diese Ergebnisse entsprechen jenen von Studien (IMF, 2002; Bayoumi-Edison, 2003; Ludwig-Slok, 2004), welche den Zusammenhang zwischen Vermögen und Konsum für zwei Gruppen von Ländern analysieren, „market-based economies“ (die Unternehmensfinanzierung erfolgt primär über die Kapitalmärkte wie in Großbritannien oder Kanada) und „bank-based economies“ (es dominiert die Bankenfinanzierung wie etwa in Deutschland oder Japan): Erwartungsgemäß sind „stock wealth effects“ in den „market-based economies“ größer als in den „bank-based economies“ (in ersteren haben Aktien fast notwendigerweise einen höheren Anteil am Gesamtvermögen der privaten Haushalte als in zweiteren). Überdies ist der „stock wealth effect“ in beiden Ländertypen langfristig gestiegen.

Im Hinblick auf die Unterschiede zwischen den Vermögenseffekten von Aktien und Immobilien sind die Ergebnisse dieser Studien allerdings widersprüchlich: laut IMF (2002) und Bayoumi-Edison (2003) ist der Einfluss von Wertänderungen des „housing wealth“ auf den Konsum größer als des „stock wealth“, und zwar in beiden Typen von Volkswirtschaften, laut Ludwig-Slok (2004) verhält es sich gerade umgekehrt. Die Studien der OECD über Vermögenseffekte in einzelnen Industrieländern kommen zum Schluss, dass Änderungen des Finanzvermögens den Konsum in den USA, Frankreich und Italien stärker beeinflussen als Änderungen des Immobilienvermögens, in Kanada und Japan hat umgekehrt der Vermögenseffekt von Immobilien eine relativ größere Bedeutung, in Großbritannien ist der Einfluss beider Vermögensarten auf den Konsum annähernd gleich hoch (Girouard-Blöndal, 2001; Boone-Girouard-Wanner, 2001).

Obwohl sich in den neunziger Jahren – nicht zuletzt infolge der Koinzidenz steigender Aktienkurse und sinkender Sparquoten – ein „common sense“ herausgebildet hat, dass Vermögenseffekte eine wichtige Komponente der Konsumdynamik sind bzw. geworden sind, so sind die konkreten Ergebnisse der Studien, welche diese Effekte auf Basis makroökonomischer Daten zu quantifizieren versuchen, erstaunlich inkohärent. Dies ist umso überraschender als all diese Studien lediglich die Periode bis 2000 erfassen, in der Aktienkurse und Immobilienpreise markante Aufwärtstrends aufwiesen.

Die Tatsache, dass sich der private Konsum trotz des dramatischen Rückgangs der Aktienkurse nach dem Frühjahr 2000 relativ günstig entwickelte (die meisten Schätzgrößen für die MPCW in Bezug auf Aktien hätten ein Sinken des Konsums erwarten lassen) lässt die

Ergebnisse der Studie heute als weniger gesichert erscheinen als noch vor wenigen Jahren. Überdies ließ der Aktienkursverfall auch Zweifel an der Methode aufkommen, mit der bisher die Vermögenseffekte geschätzt wurden. Denn die dafür verwendeten „error correction models“ unterstellen, dass (kurzfristige) Abweichungen der kointegrierten Variablen Konsum, Vermögen und Einkommen vom langfristigen Trend durch Anpassungen des Konsums korrigiert werden. Eine neue Studie (Lettau-Ludvigson, 2003) zeigt jedoch, dass diese Abweichungen zum Großteil auf volatile Aktienkurse zurückzuführen sind, und von diesen selbst korrigiert werden. Dementsprechend muss die Dynamik der Vermögensvariable (sie wird durch die Aktienkurse geprägt) in eine transitorische und eine permanente Komponente zerlegt werden. Dabei zeigt sich, dass der weitaus größte Teil der Änderungen von Aktienkursen und (dementsprechend) des Vermögens transitorischer Natur ist, auf welche die (rationalen) Haushalte nicht mit einer Ausweitung ihres Konsums reagieren (sollten). Die Studie kommt daher zu dem Schluss, dass die bisher geschätzten Koeffizienten der MPCW stark überhöht sind.

Weitere Gründe, die Ergebnisse der bisherigen Studien zu den „wealth effects“ mit Vorsicht zu interpretieren, ergeben sich auch aus folgenden Problemen von Methodik bzw. Datenqualität: All jene Studien, welche Vermögensdaten für den Haushaltssektor verwenden, bereinigen nicht um jenen Teil des Vermögenszuwachses, der auf Sparen zurückzuführen ist (dieser ist für die Haushalte nicht unerwartet).

Diese Problematik lässt sich am Beispiel einer neueren Studie verdeutlichen, welche den unterschiedlichen Einfluss von liquidem Finanzvermögen (Bank- und Sparguthaben) und weniger liquidem Finanzvermögen (Anleihen und Aktien) auf die Konsumnachfrage untersucht (Byrne-Davis, 2001). Da es keine Bewertungsänderungen von liquidem Finanzvermögen gibt, ist sein Zuwachs immer eine Folge von Sparen, welches „ceteris paribus“ den Konsum der gleichen Periode beschränkt. Wenn nun der statistische Zusammenhang zwischen dem liquiden bzw. illiquiden Finanzvermögen und dem Konsum untersucht wird, ergibt sich notwendigerweise das Resultat, dass Änderungen des illiquiden Vermögens (verursacht durch Bewertungsänderungen und Sparen) einen stärkeren Einfluss auf die Konsumdynamik haben als Änderungen des liquiden Vermögens (ausschließlich eine Folge von Sparen = Nicht-Konsum der Haushalte).

Aus Mangel an Daten verwenden manche Studien statt des Aktien- bzw. Immobilienvermögens der privaten Haushalte Indizes der Aktienkurse bzw. der Immobilienpreise; dadurch wird zwar – gewissermaßen ungewollt – vermieden, dass auch Sparkomponenten im Vermögenszuwachs erfasst werden, gleichzeitig enthalten diese Preisindizes allerdings keine Informationen, wie sich der Wert der entsprechenden (Aktien- und Immobilien-)Vermögen der privaten Haushalte relativ zum jeweiligen Gesamtmarkt entwickelt haben.

Nicht zuletzt wegen der hohen Konzentration des Aktienbesitzes nahm insbesondere in den USA das Interesse an der Frage zu, ob und in welcher Weise sich die Vermögenseffekte nach Gruppen von Haushalten unterscheiden. Da in den USA nur 5% der Haushalte etwa 80% des Aktienvermögens des Haushaltssektors besitzen, müsste der Konsum dieser Gruppe als Folge von Aktienkursgewinnen dramatisch steigen (Poterba, 2000, table 2): denn bei über die Einkommens- und Vermögensklassen gleicher MPCW müsste die Konsumsteigerung der 5%

reichsten Haushalte 80% des auf Basis makroökonomischer Daten geschätzten Vermögenseffektes ausmachen. Um diese Frage zu prüfen, benötigt man Daten über Einkommen, Konsum, Vermögensbestände und Vermögensbildung nach Einkommensklassen. Diese Daten werden in den USA nicht in einem gemeinsamen Survey erhoben, sondern in verschiedenen Erhebungen, die sich nicht direkt verknüpfen lassen.

Der Survey of Consumer Finances (SCF) wird von der US-Notenbank alle drei Jahre erhoben und erfasst Brutto- und Netto-Einkommen sowie die verschiedenen Komponenten des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte (klassifiziert nach verschiedenen Kriterien, unter anderem nach Quintilen des Brutto-Einkommens), allerdings keine Konsumdaten. Der Consumer Expenditure Survey (CEX) wird vom US-Department of Labor (Bureau of Labor Statistics) jährlich erhoben und erfasst Brutto- und Netto-Einkommen sowie die verschiedenen Komponenten der Konsumausgaben der Haushalte (unter anderem auch nach Quintilen der Brutto-Einkommen klassifiziert), allerdings nur rudimentäre Vermögensdaten. Die Panel Study on Income Dynamics (PSID) der University of Michigan enthält sowohl Daten über Einkommen und Vermögen als auch über Konsumausgaben, allerdings nur für Nahrungsmittel.

Da nur die PSID Vermögens- und Konsumdaten enthält, wurde zunächst diese Datenbasis für (disaggregierte) Untersuchungen der Vermögenseffekte herangezogen. So zeigten Mankiw-Zeldes (1991), dass der Nahrungsmittelkonsum von Aktienbesitzern in höherem Maß mit den Aktienkursen korreliert ist als jener der Haushalte ohne Aktienbesitz. Auch Poterba-Samwick (1995) kommen auf Basis von PSID-Daten zu einem ähnlichen Ergebnis, finden aber die Evidenz nicht ausreichend, um zwischen zwei möglichen Erklärungen zu diskriminieren:

- Aktienkurse bewirken (unerwartete) Veränderungen des Vermögens von Aktienbesitzern, die darauf ihre Konsumpläne entsprechend der Lebenszyklustheorie anpassen („direct channel“).
- Aktienkurse sind ein „leading indicator“ für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, steigende Kurse verbessern daher die Konsumentenstimmung und induzieren so einen Anstieg der Konsumnachfrage („indirect channel“).

Dynan-Maki (2001) untersuchen den „stock wealth effect“ auf Basis der CEX-Daten, müssen dabei aber in Kauf nehmen, dass Haushalte mit einem Wertpapiervermögen von mehr als 100.000 US-Dollar nicht erfasst sind (dies ist deshalb ein erheblicher Nachteil, weil sich aus den SCF-Daten ergibt, dass 84% aller Aktien auf diese Haushalte entfallen. Die Studie kommt zum Schluss, dass Aktienkurse den Konsum via Vermögenseffekte beeinflussen (und nicht über den „indirect channel“), allerdings sind die von ihnen ermittelten MPCW-Koeffizienten 2 bis 3 Mal so hoch (sie liegen nach den meisten Schätzverfahren über 0,1) als jene, die auf Basis aggregierter Daten für den gesamten Haushaltssektor geschätzt wurden. Unter der Bedingung, dass beide Schätzungen unverzerrt sind, müsste die MPCW der reichsten Haushalte merklich niedriger sein als jene der großen Mehrheit der Haushalte mit vergleichsweise niedrigem Aktienvermögen (Dynan-Maki, 2001, p. 25). Ein solcher Unterschied deutet darauf hin, dass Aktienkurse die Konsumnachfrage auch über den „indirect channel“, also die Verbesserung der Wirtschaftserwartungen, beeinflussen.

Maki-Palumbo (2001) untersuchen den Zusammenhang zwischen Änderungen von Vermögen und Sparen nach Quintilen der Einkommensverteilung auf Basis der Daten des SCF

und der Flow-of-Funds-Accounts der Fed (FFA). Zunächst teilen sie das Realvermögen und die verschiedenen Formen des Finanzvermögens laut FFA auf die Einkommensquintile laut SCF auf. Da der SCF keine Informationen über den Konsum enthält, schätzen Maki-Palumbo das Sparen der Haushalte in den Einkommensquintilen, indem sie die Gesamtwerte der Real- und Finanzvermögensbildung (Flows) laut FFA entsprechend den Stockgrößen laut SCF auf Quintile verteilen. Diese problematische Schätzmethode dürfte der wichtigste Grund für das unplausible Resultat sein, dass die so ermittelte Sparquote mit der Einkommenshöhe steigt, im Jahr 2000 etwa im (einkommensschwächsten) 1. Quintil 7,1% betrug, im 5. Quintil aber sogar negativ war (-2,1%). Dies widerspricht sämtlichen Primärdaten (etwa dem CEX), die zeigen, dass die Sparquote mit der Einkommenshöhe steigt (siehe dazu Dynan-Skinner-Zeldes, 2000). Im Zeitablauf ergeben die Schätzungen von Maki-Palumbo, dass zwischen 1992 und 2000 die Sparquote lediglich im (einkommensstärksten) 5. Quintil merklich gesunken ist, und zwar so stark, dass dies den Rückgang der Sparquote des gesamten Haushaltssektors nahezu zur Gänze erklären kann. Da gleichzeitig die Vermögenszuwächse im 5. Quintil bei weitem am größten waren (da der Großteil der Aktien von Haushalten dieses Quintils besessen wird), stützen diese Ergebnisse die Bedeutung von Vermögenseffekten und damit des „direct channel“ in der Transmission der Aktienkurse auf die Konsumententwicklung.

Zu einem gegenteiligen Befund kommen Studien, welche Direktbefragungen von Haushalten auswerten. So ließ die Fed im Rahmen des regelmäßig vom Survey Research Center der University of Michigan durchgeführten „Survey of Consumers“ erheben, ob die Befragten als Folge der Aktienkursgewinne ihre Konsumausgaben oder ihr Sparen erhöhen. Dabei gaben 85% an, dass Kursgewinne keinen Einfluss auf ihre Konsum- bzw. Sparpläne habe, von den übrigen 15% gaben nur 3,4% an, dass sie mehr konsumieren würden, 11,6% aber, dass sie ihr Sparen erhöhen würden (Starr-McCluer, 2002).

Zwei weitere Studien über den Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Konsumentenstimmung deuten darauf hin, dass der „indirect channel“ einen eigenständigen Transmissionskanal darstellt, unabhängig von möglicherweise zusätzlich wirksamen „wealth effects“ (Otoo, 1999; Jansen-Nahuis, 2003).

Eine neue Studie lässt den „common sense“ über positive Konsumeffekte von Aktienkurssteigerungen zusätzlich fragwürdig erscheinen: Eine Auswertung von 40.000 individuellen Pensionskonten in den USA zeigt nämlich, dass die Inhaber auf Kursgewinne mit vermehrtem Sparen reagieren, die MPCW also negativ ist (Choi-Laibson-Madrian-Metric, 2004). Die wichtigste Ursache für dieses der „life cycle theory“ widersprechende Verhalten dürfte darin bestehen, dass – insbesondere junge – Akteure aus vergangenen Kursgewinnen auf ihre Fortsetzung schließen, und entsprechend einer solchen extrapolativen Erwartungsbildung ein „feed-back trading“ betreiben.

Aufgrund dieses Literaturüberblicks ergibt sich, dass der Zusammenhang zwischen Änderungen von Vermögen und Konsum der privaten Haushalte in folgenden Punkten genauer analysiert werden sollte:

- Die Untersuchung auf makroökonomischer Ebene (und damit auf Basis aggregierter Daten) sollte möglichst alle in der Geldvermögensrechnung unterschiedenen Vermögensarten erfassen und nicht nur Realvermögen (Immobilien) und Finanz- bzw.

Aktienvermögen. Dadurch ließe sich prüfen, ob die Haushalte auf Schwankungen verschiedener Vermögensarten (insbesondere auch des in Investment- und Pensionsfonds gehaltenen Vermögens) unterschiedlich reagieren.

- Im Hinblick auf das nach Typen differenzierte Vermögen des Haushaltssektors müssen generell drei Arten von Vermögenszuwächse unterschieden werden (dies wird in den oben angeführten empirischen Analysen nicht gemacht, obwohl nach der Lebenszyklustheorie nur unerwartete Vermögensänderungen Konsumeffekte auslösen sollten): Dem durch Sparen (Akkumulation) bedingten Vermögenszuwachs (geplant), dem durch die gesamten Bewertungsänderungen einer Vermögensart bedingten Zuwachs und dem durch (asset-)spezifische Bewertungsänderungen bedingten Zuwachs (Wertänderungen im Ausmaß der Abweichung von der gesamtwirtschaftlichen Inflation, also gewissermaßen „reale“ Bewertungsänderungen).
- Um zu prüfen, ob sich die Vermögenseffekte nach Einkommensklassen und Vermögensarten unterscheiden, sollte eine Datenbasis erstellt werden, welche Einkommen, Konsum, Sparen, also Vermögensbildung, Bewertungsänderungen und Vermögensbestände nach Vermögensarten und Einkommensklassen im Zeitablauf abbildet. Dazu ist es notwendig, Daten verschiedener Surveys untereinander sowie mit den makroökonomischen Datensystemen (VGR, Geldvermögensrechnung) zu verknüpfen, um die spezifischen Informationen des verschiedenen Datenbasen optimal zu nützen.

Die vorliegend Studie versucht, die Analyse des Zusammenhangs zwischen der Entwicklung des Vermögens der privaten Haushalte und ihrer Konsumnachfrage in den drei angeführten Punkten zu vertiefen. Nicht zuletzt wegen der dafür notwendigen Datenarbeit, beschränkt sich die Studie auf zwei Länder, die USA und Deutschland.

### **2.3 Eine Alternativhypothese über den Zusammenhang zwischen Aktienkursen, Vermögensänderungen und Konsumnachfrage**

Nicht nur einzelne Ergebnisse der oben angeführten Studien, sondern auch allgemeine Überlegungen lassen die empirische Relevanz der Lebenszyklustheorie des Konsums fragwürdig erscheinen (und damit das theoretische Fundament der Konsumeffekte von Aktienkurssteigerungen):

- Die Sparquote steigt mit der Einkommenshöhe stetig an und zwar auch für gleiche Alterskohorten – die höhere Sparneigung einkommensstärkerer Haushalte lässt sich somit nicht dadurch erklären, dass letztere gleichzeitig solchen Altersklassen angehören, in denen das (Arbeits)Einkommen besonders hoch ist (etwa zwischen 35 und 55 Jahren – in dieser Phase liegt das aktuelle Einkommen deutlich über dem permanenten Einkommen im Sinne der Lebenszyklustheorie).
- Der wichtigste Grund für die hohe Konsumneigung einkommensschwacher Haushalte und für die niedrige Konsumneigung reicher Haushalte dürfte darin liegen, dass erstere einkommensbeschränkt sind, einen Einkommenszuwachs daher (fast) ausschließlich für den Konsum verwenden, während „reiche“ Haushalte eher durch die

Konsummöglichkeiten beschränkt sind (ein Haushalt mit einem verfügbaren Monatseinkommen von 50.000 \$ oder mehr „hat schon fast alles“) und einen Einkommenszuwachs daher in hohem Maß sparen und damit für die Vermögensbildung verwenden werden.

- Aus diesem Grund dürften die Abweichungen des Konsumverhaltens von den Erwartungen der Lebenszyklustheorie am unteren und oberen Ende der Einkommenspyramide besonders groß sein: „working poor“ können für ihr Alter nicht genügend sparen, „Reiche“ können nicht genügend konsumieren, um dadurch ihr Gesamtvermögen bis zum Lebensende zu verbrauchen.
- Die Vermögensverteilung ist viel ungleicher als die Einkommensverteilung. Dies lässt sich mit der Annahme der Lebenszyklustheorie (in ihrer „reinen“ Form) nicht vereinbaren, wonach die Akteure ihr durch Sparen in der Erwerbsphase gebildetes Vermögen in der Altersphase verbrauchen. Vielmehr dürfte das Vererben sowie die nach Einkommensklassen unterschiedlichen Sparquoten ein entscheidender Faktor für die höhere Ungleichheit der Vermögensverteilung relativ zu jener der Einkommensverteilung sein.
- Die Verteilung von Einkommen und Vermögen weist mittel- und längerfristige Trends auf (siehe dazu Wolff, 1998; Hauser-Stein, 2003; Krueger-Perri, 2003; Kopczuk-Saez, 2004). Auch dieses Phänomen ist mit der „Nicht-Vererbungsannahme“ der „reinen“ Lebenszyklustheorie kaum vereinbar.
- Schließlich ist die Grundannahme der Theorie problematisch, wonach der (Lebens)Nutzen maximiert wird, indem der (Lebens)Konsum maximiert wird, sodass der „Endzweck“ der Bildung von Vermögen sein Verbrauch ist. Vielmehr scheint es plausibel, dass der Besitz von Vermögen an sich, aber auch sein Vererben an Angehörige, einen eigenständigen Nutzen stiftet.

Um die Interpretation der empirischen Untersuchungen zu erleichtern bzw. zu „schärfen“, soll im folgenden eine zum „mainstream“ der Lebenszyklustheorie alternative bzw. konträre Erklärungshypothese für den Zusammenhang zwischen Aktienkursen, Vermögensbewertung Konsum und Sparen skizzieren:

- Nach der Funktion bzw. dem erwarteten Nutzen kann man unterschiedliche Arten von Vermögen der privaten Haushalte unterscheiden, deren Wertänderungen den Konsum in unterschiedlichem Maß beeinflussen:
  - Dauerhafte Konsumgüter (Konsumkapital, manchmal auch „Prestigekapital“): ihre Funktion besteht ausschließlich darin, dem Eigentümer Gebrauch einen Nutzen zu stiften (z.B.: PKW). Bewertungsänderungen haben keinen nennenswerten Effekt auf den Konsum.
  - Eigenheim (und sonstige selbst benutzte Immobilien): Sie dienen zwar auch in erster Linie dem Eigengebrauch, steigende Immobilienpreise werden jedoch aus zwei Gründen den Konsum stimulieren: Erstens, weil Immobilien die wichtigste Sicherstellung von Bankkrediten der Haushalte darstellen, ein höherer Wert ermöglicht ein größeres Kreditvolumen und bessere Konditionen; zweitens kommen Wertsteigerungen in viel höherem Maß auch einkommensschwächeren Schichten

zugute als etwa Aktienkurssteigerungen (der Immobilienbesitz ist breiter gestreut). Da deren Konsum einkommensbeschränkt ist, werden als nachhaltig empfundene Wertsteigerungen von Immobilien den Konsum stimulieren.

- Vorsorgekapital: Dieses für Notfälle angesparte Vermögen wird zumeist in liquider Form bei Banken gehalten und dürfte schon aus diesem Grund keine nennenswerten Bewertungseffekte aufweisen.
- Altersvorsorgekapital: Dieses wird längerfristig in Pensionsfonds oder individuellen (steuerbegünstigten, aber gebundenen) Pensionskonten gehalten, unerwartete Wertsteigerungen als Folge eines Aktienbooms werden unterschiedliche Konsumeffekte haben: Akteure mit hohem Vorsorgekapital werden einen Teil der Wertsteigerungen für den Konsum verwenden, in den meisten Fällen dürften aber Bewertungsgewinne im Pensionsfond belassen werden. Dies wird insbesondere für jene Personen gelten, welche „mental accounts“ bilden, also zur Selbstdisziplinierung bestimmte Vermögen bestimmten Zwecken zuordnen (Thaler, 1990).
- Gewinnerorientiertes Kapital: Dieses wird hauptsächlich mit dem Ziel der Vermögensvermehrung gebildet, seine Bedeutung nimmt mit dem Niveau von Einkommen und Vermögen der Haushalte zu. Nimmt sein Wert etwa durch Aktienkurssteigerungen zu, so dürfte der Bewertungsgewinn nicht nur deshalb kapitalisiert werden, weil dies der Hauptzweck dieser Vermögensart ist, sondern auch deshalb weil die Bewertungsgewinne überwiegend den reichsten Haushalten zufließen, deren Konsumexpansionsmöglichkeiten beschränkt sind.
- Da nur zwei Arten von Vermögen starken Wertschwankungen unterliegen, Immobilien und Aktien, wovon letztere überwiegend im Besitz einkommensstarker Haushalte sind, dürften Vermögenseffekte („direct channel“) in erster Linie hinsichtlich von Immobilien wirksam werden.
- Aktienkurssteigerungen werden den Konsum der meisten Haushalte, wenn überhaupt, so nur über eine Verbesserung der Wirtschaftserwartungen und damit über den „indirect channel“ beeinflussen.
- Dieser hat in den letzten 25 Jahren deshalb an Bedeutung gewonnen, weil die Vielzahl von Finanzinnovationen (insbesondere die derivativen Instrumente), die Instabilität von Aktienkursen, Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen (und die damit verbundenen Möglichkeiten kurzfristiger Spekulationsgewinne), die Forcierung der kapitalgedeckten Altersvorsorge und die intensiviertere Finanzberichterstattung in den Medien das Interesse der Öffentlichkeit an Entwicklungen auf Finanzmärkten im allgemeinen und auf den Aktienmärkten im besonderen stark ansteigen ließ (demgegenüber haben die Aktienmärkte in „realkapitalistischen“ Phase bis Ende der siebziger Jahre keine große Bedeutung gehabt).

Die Erwartungen der Lebenszyklustheorie (unter Unsicherheit und bei Vorliegen von Kreditrestriktionen) und der Alternativhypothese an die empirischen Beobachtungen unterscheiden sich in mehrfacher Hinsicht:

Die Lebenszyklustheorie würde erwarten, dass das Bewertungsvermögen (seine Dynamik wird nur von „capital gains“ bestimmt), insbesondere das spezifische Bewertungsvermögen, in einem engeren Zusammenhang mit der Konsumententwicklung stehen als das Gesamtvermögen (seine Dynamik wird ja auch von der Vermögensbildung der Akteure geprägt). Sie würde weiters erwarten, dass die Vermögenseffekte im Fall relativ illiquider Vermögen wie Immobilien kleiner sind als bei (liquidem) Finanzvermögen. Schließlich entspricht der Lebenszyklustheorie, dass bei Unsicherheit und imperfekten Kapitalmärkten einkommensschwächere Haushalte einen größeren Teil unerwarteter Bewertungsgewinne sparen werden (aus Gründen der Vorsorge bzw. um künftigen Kreditbeschränkungen vorzubeugen) als einkommensstarke Haushalte.

Die Alternativhypothese erwartet umgekehrt, dass die Vermögenseffekte bei einkommensschwächeren Haushalten größer sein werden, da diese einen überdurchschnittlich hohen (durch geringes Einkommen gewissermaßen „zurückgestaut“) Konsumbedarf haben. Allerdings werden „direkte“ Vermögenseffekte nur bezüglich der Immobilien wirksam sein, da die einkommensschwachen Schichten über keinen nennenswerten Aktienbesitz verfügen. Aktienkurse dürften den Konsum in erster Linie durch ihren Effekt auf Wirtschaftserwartungen und Konsumentenstimmung mitbeeinflussen („indirect channel“). Dies kann seinen Ausdruck auch darin finden, dass der Zusammenhang zwischen Gesamtvermögen und Konsum enger ist als zwischen Bewertungsvermögen und Konsum.

### **3. Ziel, Datenbasis und Gliederung der Studie**

Hauptziel der Studie ist es, den Zusammenhang zwischen den verschiedenen Arten von Vermögen und der Konsumnachfrage auf zweierlei Weise zu analysieren, einerseits auf Basis makroökonomischer Zeitreihen seit 1960 (Längsschnittdaten), und andererseits auf Basis einer Klassifikation der Haushalte nach Einkommensklassen (Querschnittdaten). In beiden Fällen werden je Vermögensart drei Vermögenskonzepte verwendet, das Gesamtvermögen (seine Entwicklung wird durch die Vermögensbildung und Bewertungsgewinne determiniert), das Bewertungsvermögen und das spezifische Bewertungsvermögen (beide verändern sich nur aufgrund von „capital gains“, letzteres nur durch solche, welche über die inflationsbedingten Bewertungsgewinne hinausgehen).

Die für die Untersuchung nötigen Variablen werden auf Grundlage folgender Datenquellen ermittelt:

- Aktienkurse: Für die USA werden als Aktienindizes der Dow Jones sowie der S&P 500 untersucht, für Deutschland der DAX sowie der CDAX. Für beide Volkswirtschaften wird somit jeweils ein die wichtigsten Industrierwerte umfassender Aktienindex herangezogen sowie ein breiterer Aktienindex.
- Sparen, Konsum, Konsumstruktur, Finanzierungssalden, Geld- bzw. Finanzvermögensbildung: Dafür werden die Daten aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (Detailkonten der SNA II Datenbank der OECD sowie des Bureau of Economic Analysis der USA) sowie aus der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank (Geldvermögensrechnung) bzw. der US-Notenbank (Flow of Funds Accounts der Fed) herangezogen.

- Finanzvermögen und –verbindlichkeiten (Stocks) sowie die entsprechenden Flows (Vermögensbildung) der privaten Haushalte nach Kategorien (Aktien, Investmentfonds, Einlagen bei Banken, Pensionsfonds, etc.): Auch diese Daten werden der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung entnommen.
- Verteilung des Besitzes von Aktien, sonstigen Finanzvermögen und Immobilien nach Einkommensklassen: Survey of Consumer Finances (Fed) für die USA und Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (Statistisches Bundesamt – diese Erhebung liefert für Deutschland auch die Daten über Einkommen und Konsumausgaben nach Einkommensklassen). Für die USA werden die Daten über Einkommen und Konsum nach Einkommensquintilen dem Consumer Expenditure Survey (Department of Labor) entnommen.

Mit Hilfe dieser Daten sollen die Zusammenhänge zwischen der Vermögensentwicklung, insbesondere der Aktien aufgrund der Kursentwicklung und der Konsumnachfrage dargestellt und analysiert werden.

Die Untersuchung erfasst den Zeitraum von 1960 bis 2000. Um zu prüfen, ob sich die wichtigsten Zusammenhänge zwischen Aktienkursen und Realkapitalbildung in Abhängigkeit von den makroökonomischen Rahmenbedingungen verändert haben, wird die Gesamtperiode in folgende Abschnitte gegliedert:

- 1960 bis 1972 (Prosperitätsphase).
- 1972 bis 1982 (internationale Turbulenzen und damit verbundene Rezessionen 1974/75 und 1980/82).
- 1982 bis 1992 (Erholungsphase der mittelfristigen Wachstumsdynamik).
- 1992 bis 1999 (Phase divergenter Wirtschaftsentwicklung: in den USA stärkstes Wachstum seit Ende der sechziger Jahre, in Deutschland schwächstes Wachstum der Nachkriegszeit - Aktienboom in beiden Ländern).
- 1999 bis 2002 (Phase schwachen Wachstums und ausgeprägter Kursverluste an den Aktienbörsen).

Hinsichtlich der deutschen Volkswirtschaft erstreckt sich die Untersuchung für den Zeitraum 1960 bis 1992 auf Westdeutschland, für die nachfolgende Periode auf Gesamtdeutschland (in den Übersichten werden Niveau- bzw. Strukturdaten im Eckjahr 1992 sowohl für Westdeutschland als auch für Gesamtdeutschland ausgewiesen, in den Abbildungen werden die Zeitreihen im Jahr 1992 verkettet).

Die Daten für Deutschland unterscheiden sich nicht nur im Hinblick auf den jeweils erfassten Wirtschaftsraum, sondern auch hinsichtlich der Definition des Haushaltssektors in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und in der Geldvermögensrechnung: Die Daten für Westdeutschland erstrecken sich nur auf Haushalte, jene für Gesamtdeutschland auch auf Einzelfirmen (sowohl in beiden „Deutschlands“ als auch in den USA sind auch die „non-profit organizations“ im Haushaltssektor erfasst, sie haben aber nur ein geringes Gewicht).

Die Studie beschreibt die Entwicklung von Einkommen, Konsum und Sparen des Haushaltssektors sowie die Akkumulation (Flows) und die Bestände (Stocks) seines Real- und Finanzvermögens (nach Vermögenskomponenten) in Jahresdaten. Dabei beziehen sich alle

Flowdaten auf die Jahressumme, alle Stockdaten auf den Jahresendstand (letzteres gilt auch für die Aktienkurse, um einen Vergleich mit Stockdaten wie der Marktkapitalisierung zu ermöglichen).

Generell wird die Entwicklung der Flows und Stocks in nominellen Größen dargestellt und zwar in Relation zum Netto-Einkommen. Wegen des mitunter markanten Unterschieds zwischen der gesamtwirtschaftlichen „flow inflation“ (gemessen am BIP-Deflator) und den verschiedenen „asset inflations“ (z.B. der allgemeine Anstieg von Immobilienpreisen oder jener – nicht quantifizierbare – allgemeine Anstieg der Aktienkurse, der über den „fundamentalen“ Wertzuwachs der Aktiengesellschaften hinausgeht) ist eine einheitliche und aussagekräftige Deflationierung nicht möglich. Das Phänomen unterschiedlicher Inflationsdynamik von Flows und Assets wird dadurch berücksichtigt, dass der Wertzuwachs der Assets in die Akkumulationskomponente und die Bewertungskomponenten gegliedert wird, welche sich auch zwei Arten von „capital gains“ zusammensetzt: jene Bewertungsänderungen, welche die Änderungen des (Flow)Preisniveaus widerspiegeln bzw. kompensieren und die asset-spezifischen Bewertungsgewinne.

Der nachfolgende (Haupt)Teil der Studie gliedert sich wie folgt.

Abschnitt 4 gibt einen Überblick über die verschiedenen Phasen der Entwicklung der Aktienkurse im Kontext der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsdynamik und der Einkommens- und Konsumententwicklung seit 1960.

In Abschnitt 5 wird die langfristige Entwicklung der funktionellen Einkommensverteilung im Haushaltssektor, die Verwendung des verfügbaren Einkommens für Konsum und Sparen, der Allokation des Sparens auf Real- und Finanzvermögensbildung (nach Vermögensarten) und der Vermögensbestände untersucht (auf Basis makroökonomischer Daten). Dabei werden die Veränderungen des Real- und Finanzvermögens in drei Komponenten gegliedert, die Akkumulationskomponenten, die inflationsbedingte Bewertungskomponente und die asset-spezifische Bewertungskomponente. Es wird geprüft, wie sich der Beitrag der Vermögensbildung (Sparen/Investieren) und der Bewertungsgewinne langfristig verändert haben, insbesondere im Zusammenhang mit der Aktienkursdynamik.

In Abschnitt 6 werden diese Zusammenhänge differenziert nach Einkommensklassen untersucht (auf Basis von Surveydaten). Dabei soll insbesondere dokumentiert werden, wie sich die Bewertungsgewinne bzw. -verluste durch die Entwicklung der Aktienkurse und der Immobilienpreise auf die unterschiedlichen Einkommensklassen verteilen, und in welchem (unterschiedlichen) Ausmaß die „armen“ und „reichen“ Haushalte darauf in ihren Konsum- und Sparsentscheidungen reagieren.

Im abschließenden Abschnitt 7 werden die Ergebnisse der Studie zusammengefasst.

#### **4. Aktienkursdynamik, gesamtwirtschaftliche Performance und die Entwicklung von Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte**

Die Übersichten 1 zeigen die langfristige Entwicklung des Real- und Finanzvermögens im Kontext der Performance von Gesamtwirtschaft und Aktienkursen („U“ und „D“ neben der Nummer von Abbildungen und Übersichten zeigen an, auf welches der beiden

Referenzländer sie sich beziehen – aus Platzgründen sind die Abbildungen und Übersichten für Deutschland im Anhang zusammengefasst).

*Übersicht 1/U: Aktienkursdynamik, gesamtwirtschaftliche Performance und privater Konsum in den USA*

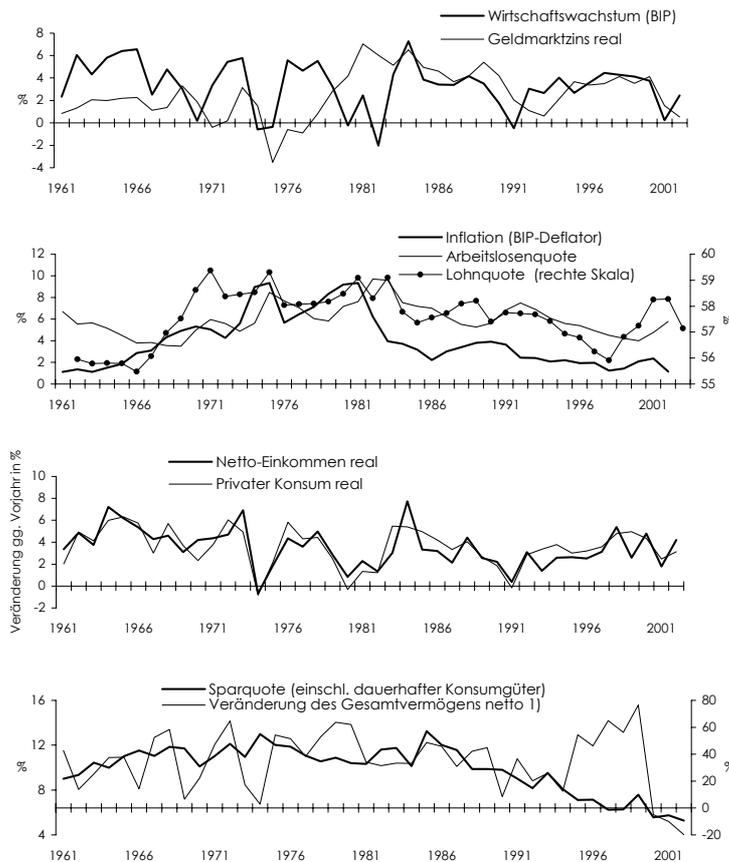
	Ø 1960/1972	Ø 1972/1982	Ø 1982/1992	Ø 1992/1999	Ø 1999/2002
	Veränderung gegen das Vorjahr in %				
BIP real	4,2	2,4	3,4	3,7	2,1
BIP Deflator	3,0	7,6	3,3	1,9	1,9
Realzins 1)2)					
Geldmarktzins	0,2	-4,4	-0,1	1,3	1,4
Anleihenzins	1,1	-3,5	0,8	2,2	2,2
Brutto-Investitionen real					
Unternehmen	6,0	4,5	2,9	10,0	-1,2
Staat	0,8	1,5	6,0	3,2	3,5
Wohnbau	5,2	-4,6	5,0	5,3	1,8
Insgesamt	4,7	1,8	3,8	7,7	0,3
Arbeitslosenquote 1)	4,9	7,0	6,8	5,4	4,8
Lohnsumme real 3)	4,9	2,4	2,7	3,5	2,0
Netto-Einkommen real 3)	4,6	2,8	3,1	2,9	3,5
Privater Konsum real	4,5	2,5	3,4	3,8	3,3
Aktienkurse real 2)	3,1	-5,5	8,5	16,3	-15,9
Vermögen der privaten Haushalte real 3)					
Immobilien	4,6	3,9	3,1	3,6	7,2
Finanzvermögen brutto	4,8	1,0	4,6	8,6	-6,5
Aktien	4,2	-6,9	9,1	15,6	-21,7
Investmentfonds	6,7	-6,0	23,9	21,3	-8,4
Pensionsfonds/Versicherungen	8,7	5,8	8,3	9,7	-5,9
Gesamtvermögen	4,7	1,8	3,8	7,5	-4,5

1) Absolute Durchschnittswerte. - 2) Deflationiert mit BIP-Deflator. - 3) Deflationiert mit dem VPI.

In den USA sind die Gesamtvermögen der privaten Haushalte in der Periode zwischen 1992 und 1999 am stärksten gewachsen (deflationiert mit dem VPI um 7,5% pro Jahr). Da gleichzeitig die Vermögensbildung merklich zurückging (der Konsum wuchs um fast einen Prozentpunkt pro Jahr rascher als das verfügbare Einkommen), dürfte der Vermögenszuwachs in erster Linie eine Folge der Bewertungsgewinne durch die boomenden Aktienkurse gewesen sein. Dies zeigt sich auch daran, dass das Finanzvermögen und seine Aktien umfassenden Komponenten besonders stark zugenommen haben. Diese Entwicklung entspricht den Erwartungen der Lebenszyklustheorie: Die von den Haushalten überwiegend als permanent angesehenen Vermögenszuwächse durch höhere Aktienkurse hätten ihre Konsumnachfrage stimuliert und so die Sparquote gedämpft (der nachfolgende Verfall der Aktienkurse hat allerdings zu keinem Rückgang der Sparquote geführt, möglicherweise deshalb, weil gleichzeitig das Immobilienvermögen kräftig wuchs, in erster Linie als Folge steigender „housing prices“).

Eine umgekehrte Entwicklung ergab sich zwischen 1960 und 1972: Trotz hohen Wirtschaftswachstums (gefördert durch deutlich unter der Wachstumsrate liegende Zinssätze) nahmen die Aktienkurse viel schwächer zu als in den achtziger und neunziger Jahren, die gleichschrittige Expansion des Realvermögens (Immobilien) und Finanzvermögens der Haushalte war daher primär eine Folge echter Akkumulation (durch Sparen) und nicht von „capital gains“.

Abbildung 4/U: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung, Konsumnachfrage und Vermögensbildung der privaten Haushalte in den USA



1) In % des Netto-Einkommens (rechte Skala).

In der durch „Ölpreisschocks“ und schwaches Wirtschaftswachstum geprägten Periode zwischen 1972 und 1982 gingen die Aktienkurse in den USA dramatisch zurück, das Finanzvermögen der Haushalte stagnierte, und die Sparquote stieg. Die gegenteilige Entwicklung ergab sich in den USA zwischen 1982 und 1992 (Übersicht 1/U).

In Deutschland sind die Aktienkurse mittelfristig am stärksten zwischen 1960 und 1972 gefallen, also gerade in jener Phase, in der sich Produktion, Beschäftigung, Einkommen und Konsum am besten entwickelt hatten. Umgekehrt boomten die Kurse in jener Phase am stärksten, in der sich die Realwirtschaft am schlechtesten entwickelte (1992/1999). Zwar ist in dieser Phase auch die Konsumquote (leicht) gestiegen, doch hatte sich dies auch zwischen 1972 und 1982 ergeben als die Aktienkurse mittelfristig sanken. Dass die Aktienkurse via Vermögenseffekten

die Konsumententwicklung in Deutschland nennenswert beeinflussen, scheint auch deshalb wenig wahrscheinlich, weil der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktienkurse und des Finanzvermögens der Haushalte viel weniger eng ist als in den USA (Übersicht 1/D).

*Übersicht 2/U: Primäreinkommen der privaten Haushalte und ihre Verteilung in den USA*  
Anteile am Brutto-Einkommen in %

	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	Ø 1992/2002 1)	2002
Lohnsumme	73,7	0,3	76,0	-0,4	73,2	-0,2	72,0	0,0	71,9
Einkommen aus Besitz und Unternehmen	26,3	-0,8	24,0	1,1	26,8	0,4	28,0	0,0	28,1
Unternehmensgewinne	12,6	-1,9	10,1	-4,0	6,7	2,3	8,4	1,2	9,5
Besitzeinkommen	13,7	0,2	13,9	3,7	20,1	-0,3	19,5	-0,5	18,5
Zinseinnahmen	6,1	3,0	8,7	6,1	15,6	-0,9	14,3	-1,9	11,7
Ausgeschüttete Gewinne	3,3	-1,4	2,8	0,5	3,0	2,3	3,7	2,5	4,7
Sonstige	4,3	-4,5	2,5	-5,0	1,5	0,4	1,5	3,0	2,1
<i>Brutto-Einkommen insgesamt</i>	100,0	-	100,0	-	100,0	-	100,0	-	100,0
Zinszahlungen	1,5	1,7	1,9	1,8	2,3	-0,3	2,2	0,5	2,3
Transfereinnahmen	6,4	4,0	10,3	2,8	13,5	0,9	14,8	0,4	15,4
Transferausgaben	4,3	3,6	6,5	2,6	8,5	1,4	9,7	0,4	10,1
Direkte Steuern	11,5	1,0	13,0	0,4	13,5	-1,1	12,0	0,4	12,6
Netto-Einkommen	89,1	0,0	88,9	0,0	89,3	0,2	90,8	0,0	90,4
Konsumausgaben	82,5	-0,2	80,8	-0,2	79,0	0,6	83,6	0,5	88,3
Sparen	6,6	1,7	8,1	2,4	10,3	-3,5	7,2	-11,3	2,2

1) Durchschnittliche jährliche Veränderung der Anteile in %.

Q: Bureau of Economic Analysis (BEA), Fed.

Abbildung 4/U verdeutlicht im unteren Diagramm, wie sehr der Aktienboom die Entwicklung der Vermögen der privaten Haushalte in den neunziger Jahren prägte: Der Zuwachs ihres Gesamtvermögens war viel größer als ihr Sparen (wenn sich die Vermögenspreise – insbesondere die Aktienkurse – wie das allgemeine Preisniveau entwickeln, wenn es also keine asset-spezifischen Bewertungsgewinne gibt, so nimmt der Wert des Vermögens der Haushalte genau im Ausmaß ihres Sparens zu). Umgekehrt blieb der Vermögenszuwachs bis Mitte der siebziger Jahre häufig hinter dem Sparen der Haushalte zurück, in erster Linie infolge der schwachen Aktienkursentwicklung.

Obwohl der (direkte und indirekte) Aktienbesitz innerhalb des Haushaltsvermögens in Deutschland ein viel kleineres Gewicht hat als in den USA, übertraf in den neunziger Jahren auch in Deutschland der Zuwachs des Finanzvermögens die Finanzvermögensbildung (=das in Finanzaktiva angelegte Sparen) erheblich, in erster Linie deshalb, weil die Aktienkurse in Deutschland noch stärker gestiegen waren als in den USA (Abbildung 1).<sup>4)</sup>

<sup>4)</sup> Da Daten über das Immobilienvermögen erst ab 1991 (für Gesamtdeutschland) verfügbar sind, werden in Abbildung 4/D die Bildung (Flow) und die Veränderung des Finanzvermögens (Stock) der privaten Haushalte miteinander verglichen.

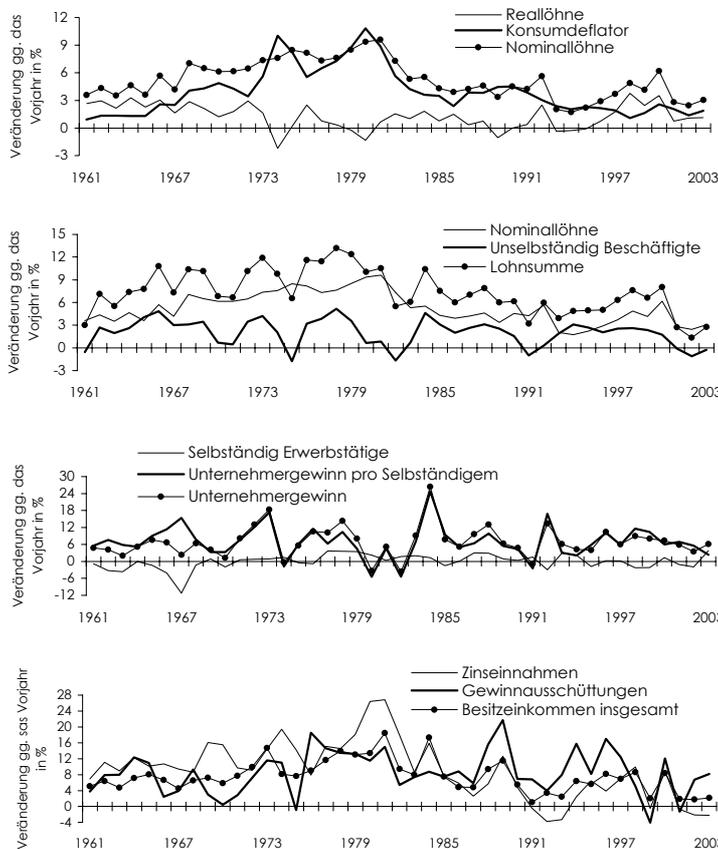
## 5. Langfristige Entwicklung von Einkommen, Vermögen und Konsum der privaten Haushalte in den USA und in Deutschland

Im folgenden wird zunächst die Entwicklung der funktionellen Einkommensverteilung im Haushaltssektor dargestellt, danach werden die wichtigsten Trends in der Vermögensbildung der Haushalte herausgearbeitet und die Veränderungen des Real- und Finanzvermögens in die Akkumulationskomponente und die Bewertungskomponente gegliedert. Abschließend werden die Zusammenhänge zwischen der Entwicklung von Gesamt- und Bewertungsvermögen der privaten Haushalte und ihrer Konsumnachfrage analysiert.

### 5.1 Entwicklung des Netto-Einkommens und seiner Komponenten

Sowohl in den USA als auch in Deutschland ist die Brutto-Lohnsumme zwischen 1960 und 1972 leicht überdurchschnittlich gewachsen (gefördert durch das hohe Beschäftigungsniveau) und zwischen 1982 und 1992 etwas langsamer gestiegen als die gesamten Brutto-Einkommen des Haushaltssektors (Übersichten 2 - die Abbildungen 5 zeigen auch die Entwicklung der Komponenten der Lohnsumme, Reallöhne, Konsumdeflator und Beschäftigung). Diese Entwicklung setzte sich in Deutschland bis 2002 fort, in den USA ist die Lohnsumme hingegen seit 1992 gleichschrittg mit den gesamten Haushaltseinkommen gewachsen (seit Mitte der neunziger Jahre sind die Reallöhne in den USA wieder merklich gestiegen (Abbildung 5/U).

Abbildung 5/U: Entwicklung der Einkommen der privaten Haushalte in den USA



In den USA verschob sich die Struktur der Haushaltseinkommen aus Besitz und Unternehmung seit 1982 markant: Der Anteil der Zinseinnahmen ging stark zurück (in erster Linie als Folge der rückläufigen Nominalzinsen siehe Abbildung 4/U), jener der Unternehmergewinne und der ausgeschütteten Gewinne stieg an. In Deutschland war diese Entwicklung merklich schwächer ausgeprägt (Übersichten 2, Abbildungen 5).

Zinszahlungen, direkte Steuern und die Netto-Transferausgaben nahmen in ihrer Gesamtheit in Deutschland überdurchschnittlich zu, langfristig ist das verfügbare Einkommen deutscher Haushalte daher langsamer gestiegen als ihr Brutto-Einkommen (dies gilt allerdings nicht für die Periode 1992/2002). In den USA beträgt das Netto-Einkommen hingegen nahezu konstant 90% des Brutto-Einkommens.

Die im Vergleich zu Deutschland deutliche Umverteilung zugunsten der Lohn- und Unternehmereinkommen (zulasten der Zinserträge) in den USA seit 1982 könnte dazu beigetragen haben, dass die Konsumquote in den USA viel stärker stieg als in Deutschland.

### Übersicht 3/U: Sparen, Realvermögensbildung und Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in den USA

In % des Netto-Einkommens

	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	Ø 1992/1999 1)	1999	Ø 1999/2002 1)	2002
Konsumausgaben	92,6	-0,2	90,9	-0,3	88,5	0,4	92,0	0,8	97,5	0,0	97,6
Sparen	7,4	1,7	9,1	2,4	11,5	-3,6	8,0	-15,4	2,5	-0,6	2,4
Sparen und Netto-Investitionen in dauerh. Konsumgüter 2)	8,8	2,3	11,5	0,6	12,2	-2,5	9,5	-7,8	5,4	-0,9	5,2
Realvermögensbildung netto	7,1	1,1	8,1	-8,9	3,2	4,4	4,9	6,8	7,7	-0,8	7,6
Brutto-Vermögensbildung	18,7	0,2	19,1	-2,9	14,3	1,1	15,9	2,0	18,2	-0,3	18,0
Wohnbau	6,0	-0,5	5,7	-4,6	3,5	2,2	4,4	3,4	5,6	0,5	5,7
Dauerh. Konsum	11,7	0,4	12,4	-2,2	10,0	0,6	10,6	1,4	11,7	-0,4	11,5
Sonstige	0,9	1,1	1,1	-3,5	0,8	1,4	0,9	0,7	0,9	-5,5	0,8
Abschreibungen	11,6	-0,4	11,1	0,0	11,1	-0,1	11,0	-0,7	10,4	0,0	10,4
Finanzvermögensbildung netto	4,3	4,2	7,1	4,6	11,1	-6,7	5,5	-	-2,1	-	-2,6
Statistische Differenz	-2,6	-	-3,6	-	-2,1	-	-0,9	-	-0,3	-	0,3

## 5.2 Real- und Finanzvermögensbildung und ihre Komponenten

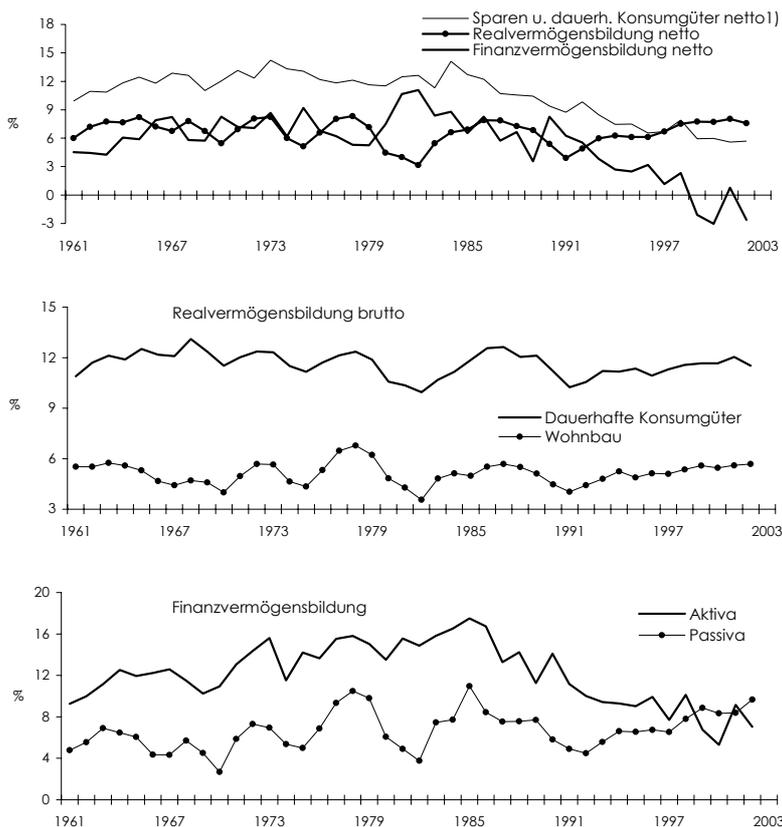
Zwischen 1960 und 1982 ist die Konsumquote in den USA und Deutschland leicht gesunken, seither aber gestiegen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß (Übersichten 3): In den USA haben die Haushalte 1982 88,5% ihres Netto-Einkommens für den Konsum verwendet, 1999 aber 97,5%; in Deutschland nahm die Konsumquote im gleichen Zeitraum hingegen nur um 2,7 Prozentpunkte zu (bereinigt um die Differenz zwischen der Konsumquote in West- und Gesamtdeutschland im Jahr 1992). Die Tatsache, dass die Konsumneigung gerade in der Phase boomender Aktienkurse so stark gestiegen war, deutete auf die Wirksamkeit von „wealth effects“ in Sinne der Lebenszyklustheorie hin. Allerdings ist die Konsumquote zwischen 1999 und 2002 in den USA trotz des Verfalls der Aktienkurse annähernd gleich hoch geblieben, in Deutschland, wo der Aktienbesitz privater Haushalte eine viel geringere Bedeutung hat, ist die Konsumquote hingegen gestiegen (Übersichten 3).

Die „traditionelle“ Sparquote (ohne Netto-Investitionen in dauerhafte Konsumgüter) ist demnach in den USA bis 1999 drastisch gesunken, nämlich auf 2,5% und verharrt seither auf diesem niedrigen Niveau. In Deutschland ist die Sparquote bis 1999 lediglich auf 9,0% zurückgegangen und seither wieder gestiegen; dies trug zur Stagnation der deutschen Wirtschaft bei (Abbildungen 6).

Die Sparquote auf Basis des in der Flow-of-Funds-Rechnung der US-Notenbank verwendeten (umfassenderen) Sparbegriffs (einschließlich der Netto-Realkapitalbildung in Form dauerhafter Konsumgüter) ist zwischen 1982 und 2002 um 2 Prozentpunkte schwächer gefallen als die „traditionelle“ Sparquote (Abbildung 6U).

Das Sparen stellt nicht nur die Differenz zwischen Netto-Einkommen und Konsumausgaben der Haushalte dar (so wird es auch in der VGR ermittelt), sondern gleichzeitig ihre gesamte Vermögensbildung, welche sich auf Real- und Finanzaktiva verteilt (so wird das Sparen in der Geldvermögensrechnung ermittelt – der Unterschied zwischen beiden Schätzungen stellt die statistische Differenz dar).

Abbildung 6/U: Real- und Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in den USA  
In % des Netto- Einkommens



1) Einschließlich gross insurance and pension reserves (GIPR).

Für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ist die Interaktion zwischen Sparen, Realkapitalbildung und Netto-Finanzkapitalbildung von entscheidender Bedeutung. Ist ein Rückgang der Sparquote mit einem Anstieg der Realkapitalbildung (etwa durch zusätzliche Wohnbauinvestitionen) verbunden, also mit einer Zunahme des real veranlagten Sparens,

während gleichzeitig die Netto-Finanzvermögensbildung noch stärker sinkt (auch als Folge zusätzlicher Kreditaufnahme zwecks Finanzierung der Realkapitalbildung), so wird die Wirtschaft auf zweifache Weise stimuliert:

- Erstens durch die über den Einkommenszuwachs hinausgehende zusätzliche Konsumnachfrage (Effekt einer steigenden Konsum- bzw. sinkenden Sparquote).
- Zweitens durch die zusätzliche Investitionsnachfrage (Effekt einer Verlagerung von der Finanz- zur Realkapitalbildung). Wegen des mit der Nutzung des zusätzlichen Realkapitals (Wohnhaus oder dauerhaftes Konsumgut) verbundenen (künftigen) „service flow“ wird dadurch auch das langfristige Produktionspotential gesteigert.

Abbildung 7/U: Komponenten der Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in den USA

In % des Netto-Einkommens

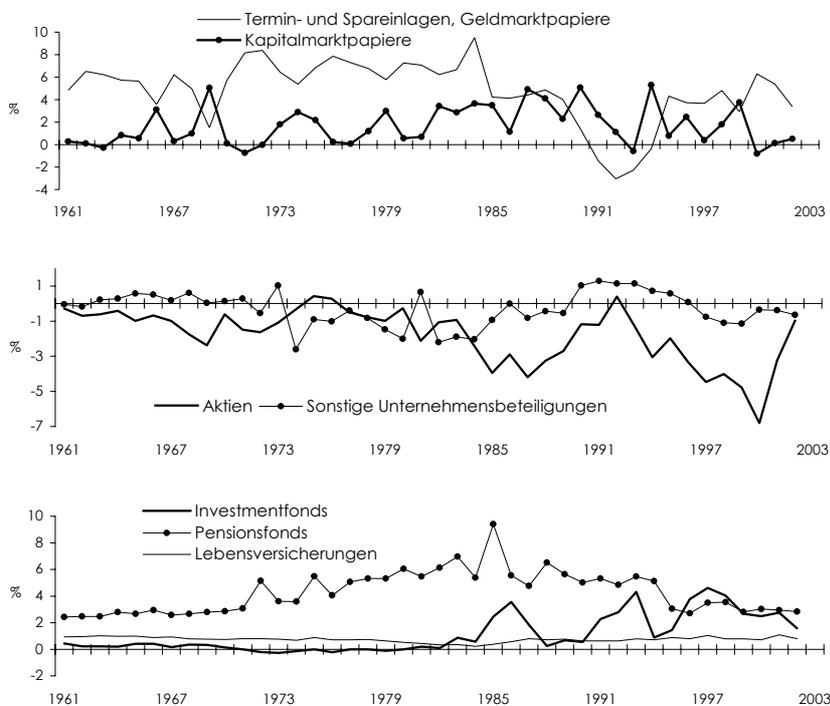


Abbildung 6/U verdeutlicht diese Zusammenhänge am Beispiel der Entwicklung in den USA zwischen 1992 und 1999 (siehe auch Übersicht 3/U):

- Die Sparquote (einschließlich der Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter nach Abzug der Abschreibungen) sank um 4,1 Prozentpunkte, die Konsumausgaben der Haushalte expandierten stärker als ihr Netto-Einkommen.
- Die Realkapitalbildung der Haushalte stieg um 2,8 Prozentpunkte ihres Einkommens, das „reale Sparen“ wurde etwa zu gleichen Teilen für den Wohnbau und für dauerhafte Konsumgüter verwendet.
- Dementsprechend stark sank die Netto-Finanzvermögensbildung (-7,6 Prozentpunkte). Davon entfiel der größere Teil auf die Erhöhung der Finanzverbindlichkeiten

(+4,4 Prozentpunkte), die Brutto-Finanzvermögensbildung sank lediglich um 3,2 Prozentpunkte (siehe auch Übersicht 4/U).

In Deutschland war der Rückgang der Sparquote zwischen 1994 und 2000 hingegen mit einer markanten Verlagerung von der Real- zur Finanzkapitalbildung verbunden: die Wohnbauinvestitionen gingen dramatisch zurück, dementsprechend sank auch die Kreditaufnahme, gleichzeitig nahmen die Käufe von Aktien und Investmentzertifikaten stark zu (Abbildungen 6/D und 7/D sowie Übersichten 3/D und 4/D).

Betrachtet man die Zusammenhänge zwischen Konsum, Sparen, Real- und Finanzkapitalbildung der privaten Haushalte in beiden Referenzländern nach Teilperioden, so wird der Eindruck bestätigt, dass die Entwicklung der Konsum- bzw. Sparquote per se für die gesamtwirtschaftliche Wachstumsdynamik weniger relevant ist als das Verhältnis von Real- zu Finanzakkumulation der Haushalte. So wurde ein mittelfristige hohes Wirtschaftswachstum sowohl bei sinkender Sparquote realisiert (USA 1992/99) als auch bei steigender Sparquote (Deutschland 1960/1972) – in beiden Fällen hat sich das Veranlagungsverhalten von der Finanz- zur Realkapitalbildung verlagert (Abbildungen 6).

#### Übersicht 4/U: Komponenten der Real- und Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in den USA

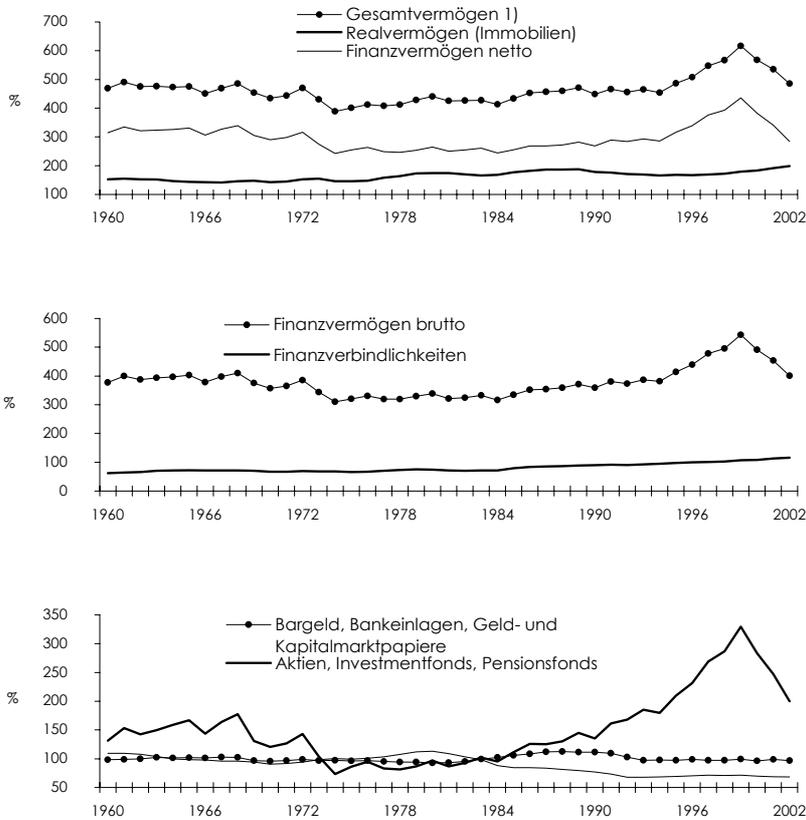
In % des Netto-Einkommens

	1960	1972	1982	1992	1999	2002
<i>Realvermögensbildung netto</i>	7,1	8,1	3,2	4,9	7,7	7,6
Immobilien	4,1	4,1	1,5	2,5	3,4	3,5
Dauerhafte Konsumgüter	2,0	3,2	1,1	1,8	3,4	3,3
<i>Finanzvermögensbildung</i>	9,2	14,4	14,9	10,0	6,8	7,0
Bargeld und Sichteinlagen	0,5	1,5	0,6	2,4	-1,1	-0,3
Termin- und Spareinlagen, Geldmarktpapiere	3,3	8,4	6,2	-3,0	2,9	3,4
Kapitalmarktpapiere	1,2	0,0	3,4	1,1	3,7	0,5
Aktien	-0,3	-1,6	-1,1	0,4	-4,8	-1,0
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	-0,3	-0,6	-2,2	1,1	-1,1	-0,6
Investmentfonds	0,3	-0,2	0,1	2,8	2,7	1,6
Pensionsfonds	2,4	5,1	6,1	4,9	2,8	2,8
Lebensversicherungen	0,9	0,8	0,3	0,6	0,8	0,8
Sonstige	1,2	1,0	1,3	-0,3	0,9	-0,1
<i>Finanzverbindlichkeitsbildung</i>	4,9	7,3	3,8	4,5	8,9	9,7
Hypothekarkredite	3,1	4,1	2,0	3,8	5,8	8,8
Konsumkredite	1,1	2,3	0,8	0,2	1,7	1,1
Sonstige	0,7	0,9	0,9	0,5	1,3	-0,3
<i>Finanzvermögensbildung netto</i>	4,3	7,1	11,1	5,5	-2,1	-2,6
<i>Gesamtvermögensbildung netto</i>	11,4	15,1	14,3	10,4	5,6	4,9
ohne dauerhafte Konsumgüter	9,4	11,9	13,2	8,6	2,2	1,7
Sparen 1)	6,8	8,3	11,1	7,7	1,9	1,9
Statistische Differenz	-2,6	-3,6	-2,1	-0,9	-0,3	0,3

1) NIPA-Konzept einschließlich Kapitaltransfers und GIPR.

Q: Fed.

Abbildung 8/U: Vermögen der privaten Haushalte in den USA  
In % des Netto-Einkommens



1) Ohne dauerhafte Konsumgüter.

### 5.3 Langfristige Entwicklung des Real- und Finanzvermögens

Die Übersichten 5 und die Abbildungen 8 stellen die Entwicklung des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte nach Komponenten dar (als Vermögensquoten, also in Relation zum Netto-Einkommen). In den USA ist der Wert des Realvermögens der Haushalte (Immobilien wie dauerhafte Konsumgüter) langfristig geringfügig rascher gewachsen als ihr Einkommen, lediglich zwischen 1975 und 1979 sowie zwischen 1997 und 2002 ist der Immobilienwert deutlich stärker gestiegen.

Auch die Finanzverbindlichkeiten der US-Haushalte (überwiegend Hypothekarkredite) haben sich stetig entwickelt (sie stiegen zwischen 1960 und 2002 von 62,3% auf 116,3% des Netto-Einkommens). Das Finanzvermögen (brutto) wies hingegen ausgeprägte gegenläufige Trends auf: Zwischen 1960 und 1982 sank seine Relation zum Netto-Einkommen von 376,9% auf 324,4%, danach stieg der Wert des Finanzvermögens dramatisch an (insbesondere in den neunziger Jahren), erreichte 1999 542,9% des Netto-Einkommens und fiel bis 2002 auf 400,8% zurück.

Diese Entwicklung war im wesentlichen eine Folge der Aktienkursdynamik, sie war daher bei den von den Aktienkursen am stärksten abhängigen Vermögenswerten (Anteile an Investment- und Pensionsfonds, Direktbesitz von Aktien) am markantesten ausgeprägt

(Abbildung 8/U). So sank die Aktienvermögensquote von 100,4% (1960) auf 35,5% (1982), stieg dann auf 140,8% (1999) und ging bis Ende 2002 wieder auf 60,8% zurück (Übersicht 5/U). Dass diese Entwicklung in erster Linie durch „capital gains“ bedingt war, ergibt sich aus der Tatsache, dass die US-Haushalte in den neunziger Jahren massiv Aktien verkauft hatten (Übersicht 7/U).

*Übersicht 5/U: Komponenten des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA*

*In % des Netto-Einkommens*

	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	Ø 1992/1999 1)	1999	Ø 1999/2002 1)	2002
<i>Realvermögen netto</i>	203,6	-0,2	199,9	0,8	215,6	-0,1	213,8	0,4	220,1	2,9	240,1
Immobilien	153,3	0,0	152,6	1,1	170,2	0,0	170,7	0,7	178,9	3,6	198,9
Dauerhafte Konsumgüter	49,3	-0,5	46,3	-0,5	44,0	-0,6	41,5	-0,7	39,6	0,0	39,6
<i>Finanzvermögen</i>	376,9	0,2	385,8	-1,7	324,4	1,4	373,6	5,5	542,9	-9,6	400,8
Bargeld und Sichteinlagen	20,7	-2,0	16,2	-3,0	11,9	0,7	12,7	-10,1	6,0	-10,4	4,3
Termin- und Spareinlagen, Geldmarktpapiere	45,6	3,0	65,3	0,4	67,9	-1,7	57,2	-0,2	56,4	3,3	62,2
Kapitalmarktpapiere	32,0	-4,9	17,4	-1,1	15,6	7,7	32,8	1,7	37,0	-6,6	30,1
Aktien	100,4	-0,4	96,0	-9,5	35,5	5,8	62,4	12,3	140,5	-24,4	60,8
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	109,4	-1,2	94,3	0,9	103,2	-4,1	68,0	0,6	71,1	-1,4	68,1
Investmentfonds	4,7	1,9	6,0	-8,6	2,4	20,2	15,4	17,8	48,4	-11,5	33,5
Pensionsfonds	26,2	3,8	41,2	2,9	55,0	5,1	90,2	6,6	140,8	-9,1	105,7
Lebensversicherungen	23,8	-2,8	17,0	-5,0	10,1	-0,4	9,7	3,2	12,2	0,0	12,2
Sonstige	14,1	7,2	32,4	-3,5	22,8	1,0	25,1	2,8	30,5	-8,0	23,8
<i>Finanzverbindlichkeiten</i>	62,3	0,9	69,2	0,1	69,8	2,6	90,0	2,5	106,8	2,9	116,3
Hypothekarkredite	39,3	0,4	41,0	0,7	44,2	3,5	62,1	1,8	70,3	4,4	80,0
Konsumkredite	17,1	1,3	19,9	-1,6	16,9	0,6	17,9	4,2	24,0	2,3	25,6
Sonstige	5,9	2,8	8,3	0,5	8,8	1,3	9,9	3,4	12,6	-5,2	10,7
<i>Finanzvermögen netto</i>	314,6	0,1	316,6	-2,2	254,6	1,1	283,6	6,3	436,1	-13,3	284,5
<i>Gesamtvermögen netto</i>	518,1	0,0	516,5	-0,9	470,2	0,6	497,3	4,0	656,2	-7,2	524,6
ohne dauerhafte Konsumgüter	468,8	0,0	470,2	-1,0	426,2	0,7	455,9	4,4	616,6	-7,7	485,0

1) Durchschnittliche jährliche Veränderung der Anteile in %.

Q: Fed.

In Deutschland hat sich der Wert der von den privaten Haushalten gehaltenen Aktien ähnlich entwickelt wie in den USA, doch ist ihr Gewicht innerhalb des Finanz- und Gesamtvermögens der Haushalte so gering, dass die langfristigen Trends der Aktienkurse (Abbildungen 1 und 3) die Wertentwicklung des Haushaltsvermögens in Deutschland nur marginal beeinflussten (Übersicht 5/D und Abbildung 8/D). So sind zwar die Aktienkurse in Deutschland zwischen 1992 und 1999 noch stärker gestiegen als in den USA, doch erhöhte dies den Wert des Finanz- und Gesamtvermögens deutscher Haushalte nur wenig (1992 betrug der Anteil von Aktien und Investmentzertifikaten am gesamten Finanzvermögen lediglich 6,2% bzw. 5,0% - Übersicht 6/D).

Nach der massiven Entwertung des Aktienvermögens lag die Relation des Gesamtvermögens (ohne dauerhafte Konsumgüter) zum Netto-Einkommen in den USA bei 485,0% - 1999 hatte diese Vermögensquote noch 616,6% betragen - und war damit nur geringfügig höher als in Deutschland (436,5% - Übersichten 5).

Abbildung 9: Struktur des Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA und in Deutschland

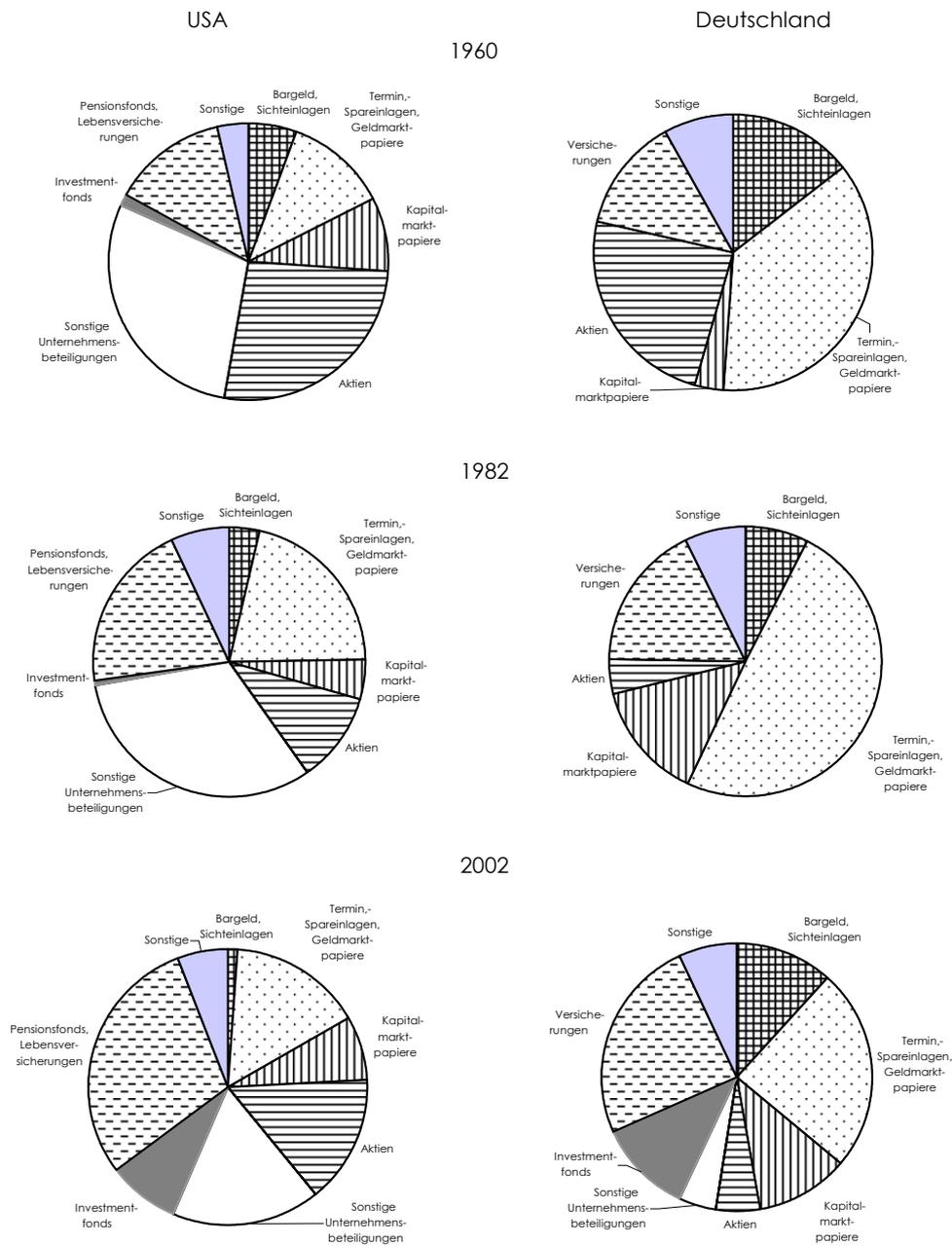


Abbildung 9 sowie die Übersichten 6 zeigen die Struktur des Finanzvermögens (brutto) der Haushalte in Deutschland und den USA sowie ihre langfristigen Verschiebungen. Die größten Unterschiede betreffen das bei Banken gehaltene Finanzvermögen, die Wertpapiere, die sonstigen Unternehmensbeteiligungen (in den USA überwiegend in Einzelfirmen angelegtes Kapital, in Deutschland auch Anteile an Ges.m.b.H.) und die Pensionsfonds bzw. Versicherungen:

- Auf Bankeinlagen (einschließlich Geldmarktpapiere) entfielen Ende 2002 in Deutschland 36,0% des Finanzvermögens der Haushalte (darin kommt insbesondere der relativ hohe

Stellenwert der Veranlagung in Sparbüchern zu Ausdruck), in den USA hingegen nur 16,6%. Seit 1982 hat diese Veranlagungsform in beiden Ländern an Bedeutung verloren, insbesondere in Deutschland.

- Kapitalmarktpapiere (Anleihen) und Aktien machten in den USA Ende 2002 22,7% des Finanzvermögens der Haushalte aus, in Deutschland hingegen nur 16,4%. In beiden Ländern ist der Anteil dieser Wertpapiere am Haushaltssportfeuille zwischen 1960 und 1982 gesunken, in den USA ist er seither wieder gestiegen.
- Auf die sonstigen Unternehmensbeteiligungen entfielen Ende 2002 in den USA 17,0%, in Deutschland nur 4,5% (die Geldvermögensrechnung weist zu dieser Position ebenso wie zu den Anteilen an Investmentfonds keine Werte aus, beide Positionen sind daher in Abbildung 9 bzw. Übersicht 6/D für die Zeit vor 1992 unter „Sonstige“ erfasst).
- Die Anteile der Position „Pensionsfonds und Lebensversicherungen“ in den USA bzw. „Versicherungen“ in Deutschland sind zwar annähernd gleich groß, doch dominieren innerhalb dieser Position in den USA das teilweise in Aktien veranlagte Vermögen für die Altersvorsorge, in Deutschland hingegen traditionelle Versicherungsguthaben (dementsprechend schwankt der Wert dieser Position in den USA - nicht aber in Deutschland - in relativ hohem Maß mit den Aktienkursen).

Die Übersichten 6 zeigt ergänzend die Struktur des Gesamtvermögens (einschließlich des Realvermögens) der privaten Haushalte und ihre Veränderung seit 1960. Da für Westdeutschland keine Daten über das Realvermögen vorhanden sind, wird das Gewicht jeder Vermögenskomponente in Relation zum Finanzvermögen (brutto) dargestellt.

Übersicht 6:/U Struktur des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte in den USA  
Anteile am Finanzvermögen in %

	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	Ø 1992/1999 1)	1999	Ø 1999/2002 1)	2002
<i>Realvermögen netto</i>	54,0	-0,3	51,8	2,5	66,5	-1,5	57,2	-4,8	40,5	13,9	59,9
Immobilien	40,7	-0,2	39,6	2,9	52,5	-1,4	45,7	-4,6	32,9	14,6	49,6
Dauerhafte Konsumgüter	13,1	-0,7	12,0	1,2	13,6	-2,0	11,1	-5,8	7,3	10,6	9,9
<i>Finanzvermögen</i>	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0
Bargeld und Sichteinlagen	5,5	-2,2	4,2	-1,3	3,7	-0,7	3,4	-14,8	1,1	-0,9	1,1
Termin- und Spareinlagen, Geldmarktpapiere	12,1	2,8	16,9	2,1	20,9	-3,1	15,3	-5,4	10,4	14,3	15,5
Kapitalmarktpapiere	8,5	-5,1	4,5	0,6	4,8	6,2	8,8	-3,6	6,8	3,3	7,5
Aktien	26,6	-0,6	24,9	-7,9	10,9	4,3	16,7	6,5	25,9	-16,3	15,2
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	29,0	-1,4	24,4	2,7	31,8	-5,4	18,2	-4,6	13,1	9,1	17,0
Investmentfonds	1,3	1,7	1,5	-7,0	0,8	18,5	4,1	11,7	8,9	-2,1	8,4
Pensionsfonds	7,0	3,6	10,7	4,7	17,0	3,6	24,1	1,0	25,9	0,6	26,4
Lebensversicherungen	6,3	-3,0	4,4	-3,4	3,1	-1,8	2,6	-2,1	2,2	10,6	3,0
Sonstige	3,7	7,0	8,4	-1,8	7,0	-0,4	6,7	-2,5	5,6	1,8	5,9
<i>Finanzverbindlichkeiten</i>	16,5	0,7	17,9	1,8	21,5	1,1	24,1	-2,9	19,7	13,8	29,0
Hypothekarkredite	10,4	0,2	10,6	2,5	13,6	2,0	16,6	-3,5	12,9	15,5	20,0
Konsumkredite	4,5	1,1	5,2	0,1	5,2	-0,8	4,8	-1,2	4,4	13,1	6,4
Sonstige	1,6	2,6	2,1	2,3	2,7	-0,1	2,7	-2,0	2,3	4,9	2,7
<i>Finanzvermögen netto</i>	83,5	-0,1	82,1	-0,4	78,5	-0,3	75,9	0,8	80,3	-4,0	71,0
<i>Netto-Gesamtwert</i>	137,5	-0,2	133,9	0,8	145,0	-0,8	133,1	-1,4	120,9	2,7	130,9
ohne dauerhafte Konsumgüter	124,4	-0,2	121,9	0,8	131,4	-0,7	122,0	-1,0	113,6	2,1	121,0

1) Durchschnittliche Wachstumsraten der Anteile in %.

Q: Fed.

## 5.4 Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Vermögensveränderung

Die Übersichten 7 zeigen die Zusammensetzung der Wertänderungen der verschiedenen Vermögensarten nach drei Komponenten am Beispiel der Perioden 1992/1999 und 2000/2002 (zur Definition der drei Komponenten siehe auch die Gleichungen (4) bis (7) in Abschnitt 2.1):

- Die Akkumulationskomponente stellt jenen Vermögenszuwachs dar, der sich aus den (kumulierten) Netto-Investitionen ergibt, und damit aus der Vermögensbildung der Haushalte.
- Die inflationsbedingte Bewertungskomponente besteht aus jenem Vermögenszuwachs, der aus der Anpassung des jeweiligen „asset price“ an die Veränderung des allgemeinen Preisniveaus resultiert, gemessen am BIP-Deflator (inflationsbedingte Bewertungsgewinne).
- Die (asset-)spezifische Bewertungskomponente gibt jene Bewertungsgewinne oder -verluste wieder, welche sich aus der Differenz zwischen der inflationsbedingten und der gesamten Veränderung des jeweiligen „asset price“ ergeben.<sup>5)</sup>

Die Entwicklung zwischen 1992 und 2002 demonstriert die Bedeutung der Dynamik der „asset prices“ für die Entwicklung des Vermögens der privaten Haushalte. So nahm der Wert ihrer Immobilien in den USA zwischen 1992 und um 3.665,3 Mrd. \$ zu, davon entfielen etwa je ein Drittel auf die Vermögensbildung, auf inflationsbedingte Bewertungsgewinne und auf immobilienpezifische „capital gains“. In den nachfolgenden drei Jahren nahm der Vermögenswert in nahezu gleichem Ausmaß zu (+3.531,1 Mrd. \$), allerdings überwiegend wegen der stark überdurchschnittlich steigenden „housing prices“ (Übersicht 7/U).

Als Folge der mehrjährigen Kursschwankungen weist das Aktienvermögen die extremste Entwicklung aller Vermögensarten auf. Obwohl die privaten Haushalte zwischen 1992 und 1999 von ihnen direkt gehaltene Aktien im Ausmaß von 1.312,4 Mrd. \$ verkauften (sie verlagerten ihr Finanzvermögen primär zu Investitions- und Pensionsfonds), nahm der Wert ihres Aktienvermögens um 6.182,9 Mrd. \$ zu, nahezu ausschließlich als Folge asset-spezifischer Bewertungsgewinne (Übersicht 7/U). Auch die Halbierung des Aktienvermögens seit 2000 wurde fast zur Gänze durch die mit dem Kursverfall verbundenen Bewertungsverluste verursacht.

Neben dem direkten Aktienbesitz der Haushalte weisen ihre Anteile an Investment- und Pensionsfonds die größten Wertschwankungen auf, in erster Linie wegen der von diesen Fonds – und damit indirekt von den Haushalten – gehaltenen Aktien (Übersicht 7/U). Bei den übrigen Vermögensarten (insbesondere den Finanzverbindlichkeiten als „Negativvermögen“) spielen asset-spezifische Bewertungseffekte keine Rolle.

---

<sup>5)</sup> Die drei Komponenten wurden folgendermaßen berechnet: Mit Hilfe der Daten über die Bestände (Stocks) und die Bildung (Flows) der verschiedenen Vermögensarten wurde für jede Periode jedes (hypothetische) Vermögen ermittelt, das sich aus dem Akkumulations(Spar)prozess ergibt. Die Differenz zum tatsächlichen Vermögenswert ist der „capital gain“ (diese wird auch von der Fed so berechnet). Zieht man davon die inflationsbedingte Wertänderung ab (Vermögenswert am Ende der Vorperiode mal Veränderungsrate des BIP-Deflators), so ergibt sich der asset-spezifische Bewertungsgewinn.

Übersicht 7/U: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderung des Vermögens der privaten Haushalte in den USA in Mrd. \$

	1992	1993/99			1999	2000/2002			2002
	Wert	Netto- Investitionen	Bewertungsgewinne Inflation	Spezifisch	Wert	Netto- Investitionen	Bewertungsgewinne Inflation	Spezifisch	Wert
<i>Realvermögen netto</i>	9835,9	2602,5	1458,9	278,4	14175,6	1682,8	858,4	1454,6	18171,4
Immobilien	7855,2	1190,5	1164,1	1310,7	11520,5	731,1	701,6	2098,4	15051,6
Dauerhafte Konsumgüter	1907,5	1095,8	283,8	-736,5	2550,6	760,7	150,5	-465,1	2996,6
<i>Finanzvermögen</i>	17189,4	3433,9	2890,1	11457,2	34970,6	1557,1	1914,9	-8109,5	30333,1
Aktien	2869,2	-1312,4	560,3	6934,9	9052,1	-774,4	438,5	-4114,8	4601,4
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	3130,9	-59,6	477,5	1033,5	4582,4	-100,8	268,2	405,1	5154,9
Investmentfonds	706,7	1216,2	169,7	1022,6	3115,2	487,3	170,6	-1233,9	2539,2
Pensionsfonds	4150,8	1423,9	747,2	2745,7	9067,6	635,2	505,8	-2205,6	8003,0
Lebensversicherungen	447,7	321,0	73,9	-58,7	783,9	187,5	46,1	-96,6	920,9
Sonstige	1154,5	254,8	183,0	374,3	1966,6	116,1	111,7	-395,5	1798,9
<i>Finanzverbindlichkeiten</i>	4141,4	2737,4	664,8	-662,1	6881,5	1910,0	415,2	-404,1	8802,6
<i>Finanzvermögen netto</i>	13048,0	696,5	2225,3	12119,3	28089,1	-352,9	1499,7	-7705,4	21530,5
<i>Netto-Gesamtwert</i>	22883,9	3299,0	3684,2	12397,7	42264,7	1330,0	2358,1	-6250,8	39701,9
ohne dauerhafte Konsumgüter	20976,4	2203,1	3400,3	13134,2	39714,1	569,3	2207,6	-5785,7	36705,3

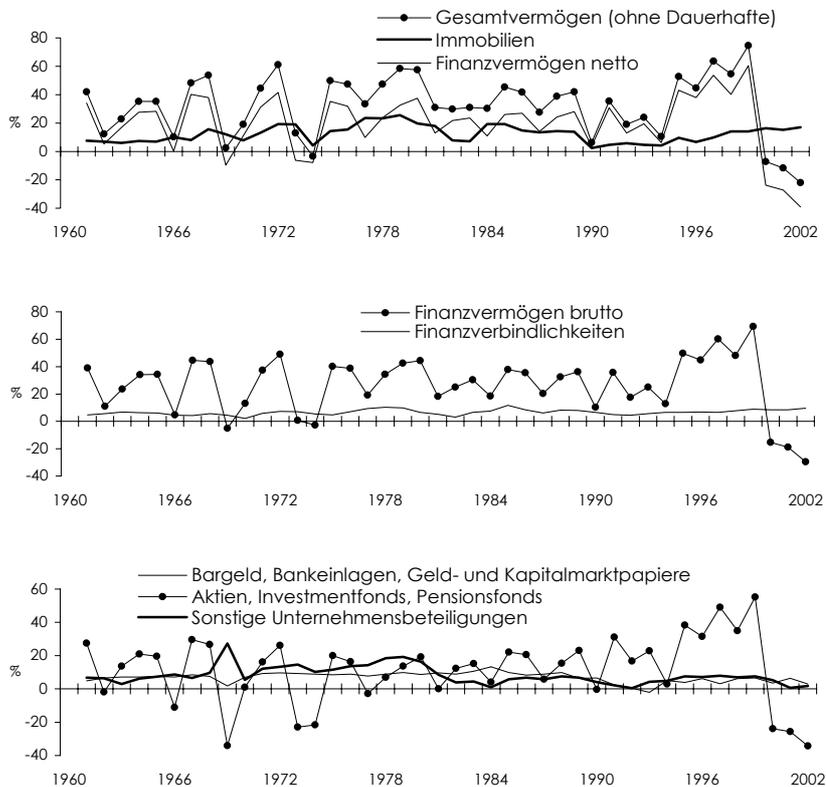
Diese Beobachtungen treffen im Allgemeinen auch auf die Vermögensdynamik in Deutschland zu, allerdings mit folgenden Modifikationen:

- Bei Immobilien spielen asset-spezifische Bewertungsgewinne keine Rolle, offenbar entwickeln sich die Immobilienpreise in Deutschland annähernd parallel zum BIP-Deflator.
- Der Wert der von privaten Haushalten gehaltenen Aktien und Investmentzertifikaten ist kleiner als in den USA, 1992 machte er in Deutschland nur 11,1% des gesamten Finanzvermögens aus, in den USA hingegen 20,8%.
- Private Pensionsversicherungen haben in Deutschland nur eine geringe Bedeutung (sie sind in der Position „Versicherungen“ erfasst), überdies partizipieren die Haushalte an den aktienkursbedingten Bewertungsgewinnen der Versicherungen, bei denen sie veranlagt sind, nicht (bei nicht realisierten „capital gains“ aus der Aktienveranlagung der Versicherungen ergibt sich dies schon aus der Bilanzierungsregel des „Niedrigstwertprinzips“).

Die Abbildungen 10 zeigen die gesamten Wertzuwächse der wichtigsten Vermögensarten der privaten Haushalte in Prozent ihres Netto-Einkommens (da für Deutschland Daten über das Immobilienvermögen erst ab 1991 verfügbar sind, werden in Abbildung 10/D nur die Finanzvermögen erfasst). Ihre Schwankungen werden in den USA im Wesentlichen von den Wertänderungen von vier Vermögensarten geprägt, den Immobilien sowie dem direkten Aktienbesitz, den Anteilen an Investmentfonds und an Pensionsfonds (ihre Entwicklung ist in hohem Maß von jener der Aktienkurse abhängig). Da der Wert von Immobilien in Deutschland (vergleichsweise) wenig schwankt (zumindest in jener Periode, für die Daten vorhanden sind – Abbildung 11/D), und da die aktienkursabhängigen Vermögensarten innerhalb des Portfolios deutscher Haushalte nur geringes Gewicht haben, sind die Veränderungen der Vermögensquoten in Deutschland wesentlich kleiner als in den USA: Im Durchschnitt 1961/2002 veränderte sich etwa das Brutto-Finanzvermögen (in Prozent des

Netto-Einkommens) in den USA um 26,5 Prozentpunkte pro Jahr, in Deutschland hingegen nur um 12,5 Prozentpunkte.

Abbildung 10/U: Veränderungen des Vermögens der privaten Haushalte in den USA  
In % des Netto- Einkommens



Die Abbildungen 11 stellen die Entwicklung der drei Komponenten der Vermögensveränderung (in Prozent des Netto-Einkommens) dar. In beiden Referenzländern weisen die Netto-Investitionen (Akkumulationskomponente) die geringsten Schwankungen auf, ihr Beitrag zur gesamten Vermögensdynamik ist jedoch in beiden Ländern sehr unterschiedlich. In den USA wird diese von Bewertungseffekten dominiert, in Deutschland hingegen von der Vermögensbildung (mit Ausnahme der Entwicklung des Aktienvermögens).

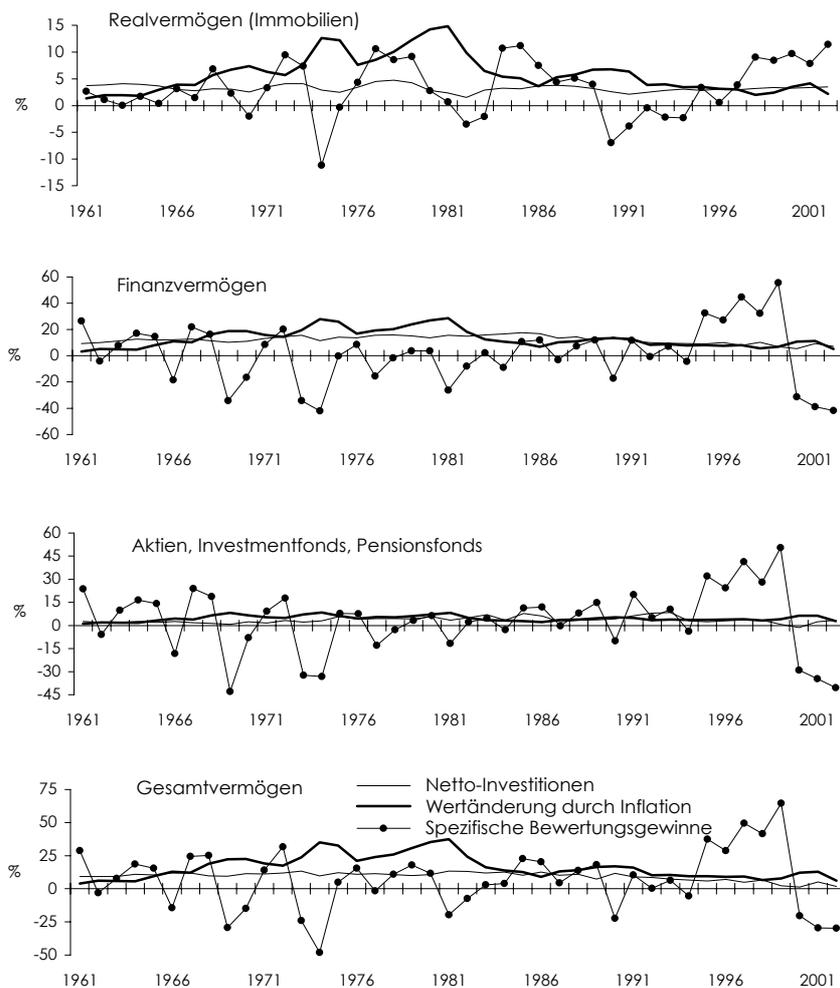
Die große Bedeutung der Bewertungseffekte für die Vermögensentwicklung in den USA ergibt sich sowohl aus den ausgeprägten Inflationsschwankungen (insbesondere im Vergleich zu Deutschland) als auch aus der unterschiedlichen Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus (gemessen am BIP-Deflator) und der verschiedenen „asset prices“.

Die Immobilienpreise sind in den USA langfristig deutlich stärker gestiegen als der BIP-Deflator, dementsprechend waren die spezifischen Bewertungsgewinne auch in jenen Phasen positiv, die durch ein hohes Inflationstempo charakterisiert waren (von Mitte der sechziger bis Mitte der achtziger Jahre). So machten etwa die spezifischen Bewertungsgewinne auf Immobilien zwischen 1972 und 1982 im Durchschnitt 2,8% des Netto-Einkommens der US-Haushalte aus (Übersicht 8/U). In den übrigen mittelfristigen Perioden (1961/72; 1982/92 und 1992/99) war ihr Beitrag zum Wertzuwachs von Immobilien annähernd gleich hoch. Kurzfristig schwanken die

realen Immobilienpreise markant antizyklisch. Dementsprechend waren die spezifischen Bewertungsgewinne in der Hochkonjunktur wie 1971/73, 1977/79, 1984/86 und 1998/2000 besonders groß, in bzw. unmittelbar nach Rezessionsphasen wie 1974/75, 1982/83 oder 1990/91 führten umgekehrt sinkende Immobilienpreise zu Bewertungsverlusten (Abbildungen 11/U und 4/U).

Abbildung 11/U: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderungen des Vermögens der privaten Haushalte in den USA

In % des Netto- Einkommens



Die Entwicklung seit 2000 ist insofern außergewöhnlich als die Immobilienpreise trotz gedämpfter Konjunktur in so hohem Maß stiegen als der BIP-Deflator, dass das Immobilienvermögen der US-Haushalte allein aus diesem Grund zwischen 2000 und 2002 im Ausmaß von 6,7% ihres Netto-Einkommens an Wert gewann (Übersicht 8/U und Abbildung 11/U).

Die Entwicklung der Akkumulations- und Bewertungskomponenten des Finanzvermögens wird in den USA von den Vermögensarten „Aktien, Investmentfonds und Pensionsfonds“ geprägt, und damit indirekt von der Aktienkursdynamik (Abbildung 11/U). Die Kurseinbrüche 1968/69

und 1972/74 verursachten hohe (spezifische) Bewertungsverluste, überdies nahmen die „financial asset prices“ in Phasen hoher Inflation auch mittelfristig deutlich langsamer zu als das gesamtwirtschaftliche Preisniveau: Zwischen 1973 und 1982 betrug die asset-spezifischen Bewertungsverluste jährlich 9,8% des Netto-Einkommens der US-Haushalte, bei sinkender Inflation und steigenden Aktienkursen wurden zwischen 1983 und 1992 wieder spezifische Bewertungsgewinne erzielt (im Durchschnitt 2,5% des Netto-Einkommens), im Aktienboom 1992/99 machten sie sogar 29,5% des Netto-Einkommens aus. Der nachfolgende Verfall der Aktienkurse war der wichtigste Grund für spezifische Bewertungsverluste in Höhe von 37,5% des Netto-Einkommens zwischen 2000 und 2002 (Abbildung 11/U und Übersicht 8/U).

*Übersicht 8/U: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderung des Vermögens der privaten Haushalte in den USA*

*In % des kumulierten Netto-Einkommens*

	1961/72			1973/82			1983/92			1993/99			2000/2002		
	Netto- Investitionen	Bewertungsgewinne durch Inflation	Spezifisch												
Realvermögen netto	7,1	6,1	0,9	5,8	14,7	1,1	6,2	6,9	0,4	6,7	3,8	0,7	7,8	4,0	6,7
Immobilien	3,4	4,6	2,9	3,2	11,3	2,8	3,0	5,5	2,4	3,1	3,0	3,4	3,4	3,2	9,7
Dauerhafte Konsumgüter	2,9	1,5	-1,3	2,1	3,3	-1,3	2,6	1,4	-1,4	2,8	0,7	-1,9	3,5	0,7	-2,1
Finanzvermögen	11,9	12,1	4,1	14,6	22,9	-9,8	13,7	10,9	2,5	8,8	7,4	29,5	7,2	8,8	-37,5
Aktien	-1,1	3,3	4,5	-0,8	3,1	-2,2	-2,1	1,3	6,5	-3,4	1,4	17,9	-3,6	2,0	-19,0
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	0,1	3,0	2,8	-1,0	7,4	4,0	-0,1	2,6	-0,5	-0,2	1,2	2,7	-0,5	1,2	1,9
Investmentfonds	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	1,6	0,3	-0,1	3,1	0,4	2,6	2,3	0,8	-5,7
Pensionsfonds	3,0	1,1	-0,4	5,2	3,0	-2,2	5,8	2,3	0,0	3,7	1,9	7,1	2,9	2,3	-10,2
Lebensversicherungen	0,9	0,6	-0,6	0,6	0,9	-0,9	0,6	0,3	-0,3	0,8	0,2	-0,2	0,9	0,2	-0,4
Sonstige	8,8	3,9	-2,2	9,5	8,2	-8,2	7,9	4,1	-3,2	4,8	2,2	-0,6	5,2	2,2	-4,0
Finanzverbindlichkeiten	5,4	2,2	-2,2	6,7	5,0	-5,0	7,0	2,6	-2,5	7,0	1,7	-1,7	8,8	1,9	-1,9
Finanzvermögen netto	6,5	9,9	6,4	7,9	17,9	-4,8	6,7	8,3	5,0	1,8	5,7	31,2	-1,6	6,9	-35,6
Netto-Gesamtwert	13,7	16,0	7,2	13,7	32,6	-3,8	12,8	15,2	5,4	8,5	9,5	31,9	6,1	10,9	-28,9
ohne dauerhafte Konsumgüter	10,7	14,6	8,5	11,6	29,3	-2,5	10,3	13,9	6,8	5,7	8,8	33,8	2,6	10,2	-26,7

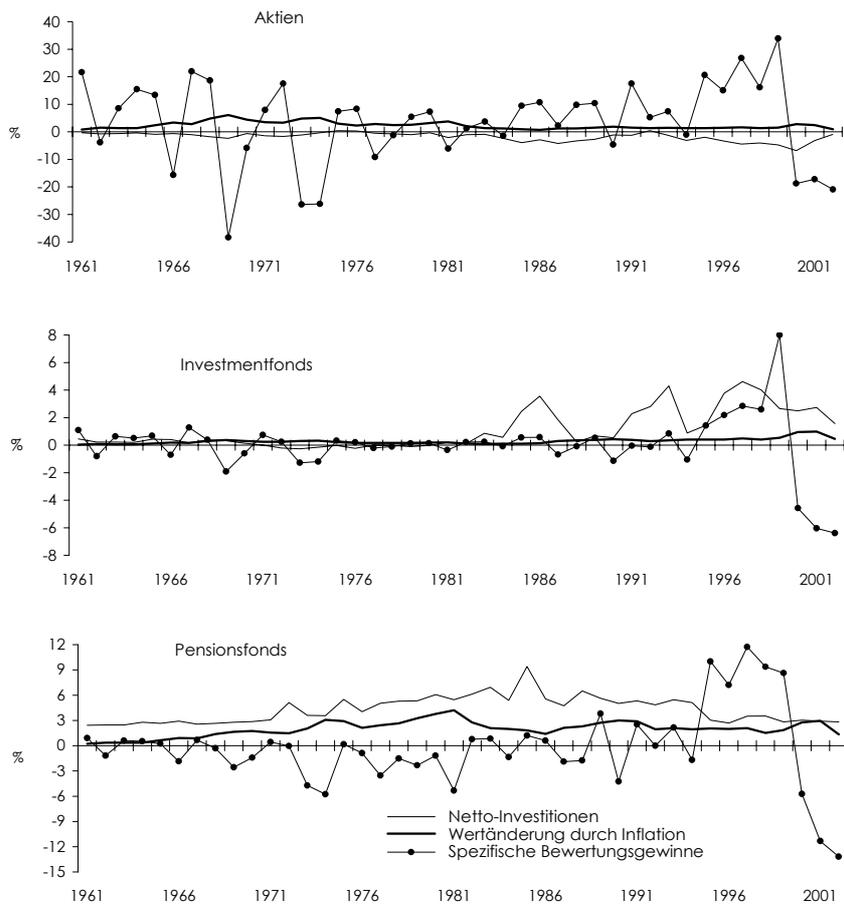
Q: Fed.

Die Abbildungen 12 zeigen die Entwicklung der Akkumulations- und Bewertungskomponenten differenziert nach Aktienvermögen, sowie nach den Anteilen der Haushalte an Investment- und Pensionsfonds (bzw. ihren Versicherungsguthaben im Fall von Deutschland). Bei weitem am stärksten schwanken die spezifischen Bewertungsgewinne bzw. -verluste aus dem (direkten) Halten von Aktien: Während die Haushalte in den USA zwischen 1992 und 1999 enorme „capital gains“ erzielten (im Durchschnitt 17,9% des Netto-Einkommens, siehe Übersicht 8/U), mussten sie 1969, 1974/75 und insbesondere 2000/2002 spezifische Bewertungsverluste aus direktem Aktienbesitz von 19,0% ihres verfügbaren Einkommens in Kauf nehmen. Da Investment- und Pensionsfonds nur einen Teil ihrer Finanzaktiva in Aktien anlegen, schwankt ihr Wert schwächer als jener der von Haushalten direkt gehaltenen Aktien (Abbildung 12/U).

In Deutschland hat der direkte und indirekte Aktienbesitz ein viel kleineres Gewicht innerhalb des Finanzvermögens der Haushalte als in den USA, dementsprechend kleiner sind auch Durchschnitt und Streuung der Wertänderungen der von deutschen Haushalten gehaltenen Aktien und Investmentzertifikaten in Relation zu ihren Netto-Einkommen (Abbildung 12/D). Die Wertzuwächse von Versicherungsguthaben sind ausschließlich eine Folge der entsprechenden Netto-Investitionen (Versicherungssparen), die inflationsbedingte und die asset-spezifische Bewertungskomponente kompensieren einander (siehe auch Übersicht 8/D).

Dafür dürften zwei Faktoren maßgeblich sein: erstens mindert die mit einem Guthaben verbundene Versicherungsleistung dessen Wertzuwachs (etwa bei einer Lebensversicherung), und zweitens dürften die Deutschen Versicherungen Wertschwankungen ihres Aktienportfolios nur in sehr geringem Maß an die Versicherten weitergeben (Abbildung 12/D).

Abbildung 12/U: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderungen von Aktien, Investmentzertifikaten und Pensionsfonds der privaten Haushalte in den USA  
In % des Netto- Einkommens



Die in der Geldvermögensrechnung ausgewiesenen Daten über Erwerb und Bestand von Aktien nach Sektoren erlauben es, die jährlichen Renditen der verschiedenen Anlegertypen aus den gesamten Bewertungsgewinnen zu berechnen (sie sind die bei weitem wichtigste Komponente der Gesamtperformance von Aktien, da Dividendenzahlungen im Vergleich zur Kursentwicklung kaum ins Gewicht fallen – berechnet werden die Bewertungsrenditen als Relation des gesamten Bewertungsgewinns zum Aktienwert am Ende des Vorjahrs). Erwartungsgemäß entspricht die Durchschnittsrendite aus Bewertungsgewinnen aller Aktien der durchschnittlichen Veränderungsrate der relativ breit gestreuten Aktienindizes S&P 500 bzw. CDAX, allerdings differiert die mittelfristige Bewertungsperformance des Aktienportfolios der verschiedenen Anleger erheblich (diese Berechnungen sind freilich mit Vorsicht zu

interpretieren, da die Datenqualität der Geldvermögensrechnung nach Sektoren differieren dürfte).

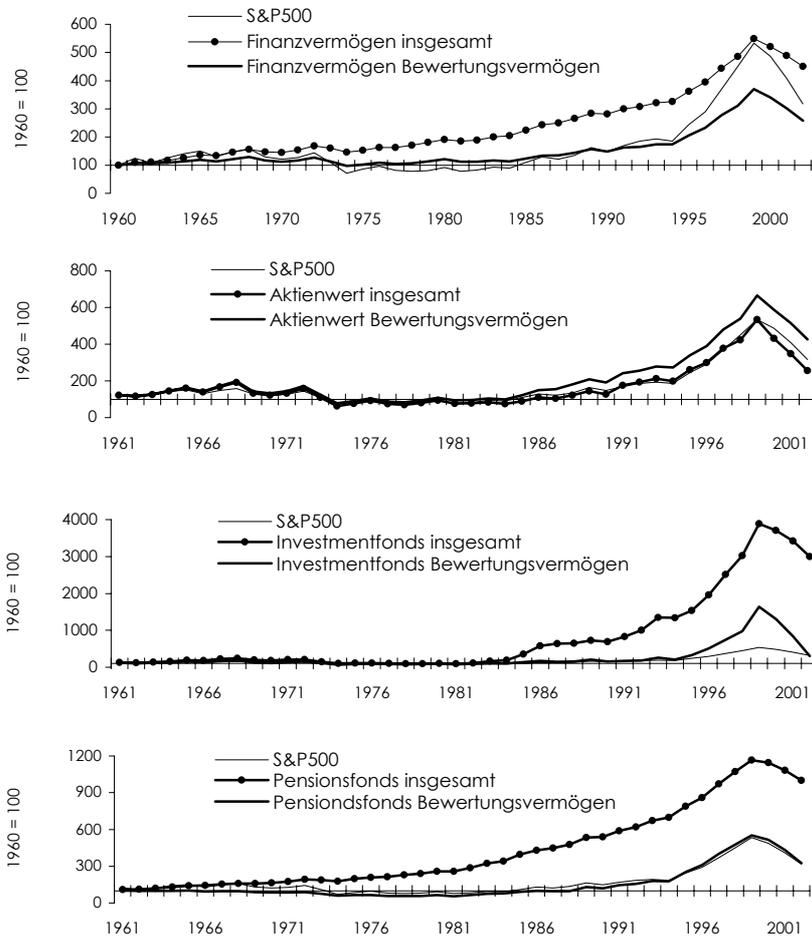
*Übersicht 9/U: Renditen aus Bewertungsänderungen von Aktien in den USA*

	Ø 1961/72	Ø 1973/82	Ø 1983/92	Ø 1993/99	Ø 2000/2002
Private Haushalte	9,4	4,8	20,6	22,5	-16,9
Investmentfonds	8,3	5,5	12,6	21,7	-16,5
Brokers	6,7	3,8	12,8	15,7	-8,9
Versicherungen	4,5	1,6	8,5	12,0	-15,5
Private Pensionsfonds	7,5	5,1	12,1	18,3	-11,7
Öffentliche Pensionsfonds	11,1	-1,2	6,6	15,9	-9,9
Übrige Welt	13,0	5,7	12,3	20,9	-16,0
Insgesamt	9,5	4,3	15,7	20,3	-15,4
S&P	7,1	3,5	12,6	19,1	-14,1

In den USA lag die Bewertungsrendite des Aktienportfolios der Haushalte zwischen 1982 und 1999 über jener des Gesamtmarkts, allerdings waren auch die Bewertungsverluste zwischen 2000 und 2002 überdurchschnittlich hoch (Übersicht 9/U). Relativ ungünstig war bzw. wurde in der Phase boomender Kurse das Aktienportfolio der Brokers, der Versicherungen und der privaten und öffentlichen Pensionsfonds zusammengesetzt, ihre Bewertungsrenditen lagen sowohl 1983/92 als auch 1993/99 unter jener des Marktportfolios, allerdings blieben im Fall der Pensionsfonds auch die Bewertungsverluste in der Phase fallender Kurse (2000/2002) unter dem Marktdurchschnitt.

Auch in Deutschland entwickelte sich das Aktienportfolio der Haushalte etwas besser als das Marktportfolio, unterdurchschnittlich war die Performance der Aktienveranlagung der monetären Finanzinstitute (Banken und Sparkassen) und insbesondere der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften (diese hatten ihre Aktienveranlagung in den neunziger Jahren besonders stark ausgeweitet – siehe dazu Schulmeister, 2003). Die sonstigen Finanzinstitute (in erster Linie Investmentfonds) und die Versicherungen erreichten hingegen sowohl in der Phase boomender als auch fallender Aktienkurse eine merklich überdurchschnittliche Performance ihrer Aktienveranlagung (Übersicht 9/D).

Abbildung 13/U: Aktienkurse und Vermögenswerte der privaten Haushalte in den USA  
Zu Preisen 1960 1)



1) Preisbereinigt mit dem BIP-Deflator.

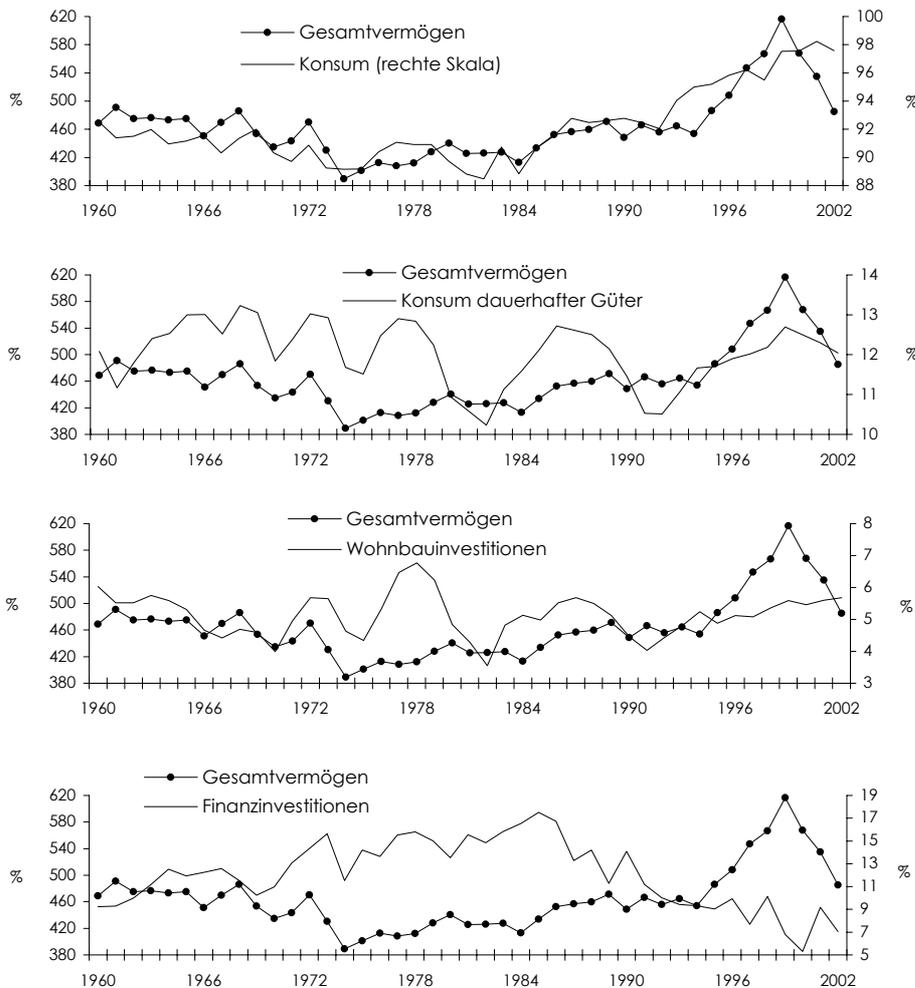
## 5.5 Entwicklung von Gesamtvermögen, Bewertungsvermögen und Konsum

### 5.5.1 Aktienkurse und Vermögensdynamik

Abbildung 13/U zeigt die markant unterschiedliche Entwicklung der Finanzaktiva der privaten Haushalte in den USA zwischen 1960 und 1982, 1982 und 1999 sowie zwischen 1999 und 2002, differenziert nach dem jeweiligen Gesamtvermögen und dem (gesamten) Bewertungsvermögen ( $WV_t$  wie in Abschnitt 2.1, Gleichung (8) definiert). Um diese Unterschiede zu verdeutlichen, werden die Variablen nicht in Relation zum Netto-Einkommen abgebildet, sondern preisbereinigt (mit dem BIP-Deflator). Bis Anfang der achtziger Jahre stieg das reale Finanzvermögen der Haushalte fast ausschließlich durch ihr Sparen (Akkumulation), das reale Bewertungsvermögen blieb annähernd konstant. Zwischen 1982 und 1999 ergab sich eine gegenteilige Tendenz: Der Zuwachs des finanziellen Gesamtvermögens wurde in erster Linie durch einen drastischen Anstieg des Bewertungsvermögens ermöglicht (dieses nahm real um 230,1% zu). Auch der nachfolgende

Rückgang des realen Finanzvermögens war ausschließlich eine Folge des sinkenden Bewertungsvermögens.

Abbildung 14/U: Gesamtvermögen, Konsum, Real- und Finanzinvestitionen der privaten Haushalte in den USA  
In % des Netto-Einkommens



Ein Vergleich mit der Entwicklung der realen Aktienkurse (gemessen am S&P 500) zeigt, dass diese langfristigen Verlagerungen in der Vermögensdynamik zwischen Akkumulation und „capital gains“ im Wesentlichen auf die Abfolge von „bull markets“ und „bear markets“ an den Aktienbörsen zurückzuführen sind (Abbildung 13/U). Dies wird durch die Entwicklung der aktienkursabhängigen Vermögensarten bestätigt (direkter Aktienbesitz, Investment- und Pensionsfonds). Allerdings führten Verlagerungen innerhalb dieser Anlageformen dazu, dass das reale Bewertungsvermögen von Aktien seit 1960 stärker stieg als das Gesamtvermögen (die Haushalte haben langfristig Aktien verkauft), bei Investment- und Pensionsfonds ergab sich die umgekehrte Entwicklung (Abbildung 13/U).

Auch in Deutschland sind die realen Aktienkurse zwischen 1960 und 1982 gesunken, danach bis 1999 enorm gestiegen und in der Folge wieder gefallen. Dies spiegelt sich in der

Entwicklung des Aktienbewertungsvermögens wider (Abbildung 13/D). Da jedoch Aktien innerhalb des Finanzvermögens deutscher Haushalte nur ein geringes Gewicht haben, beeinflussten die langfristigen Schwankungen ihrer Kurse die Entwicklung des gesamten Finanzvermögens nicht nennenswert.

### 5.5.2 Vermögensdynamik und Investitionen der Haushalte

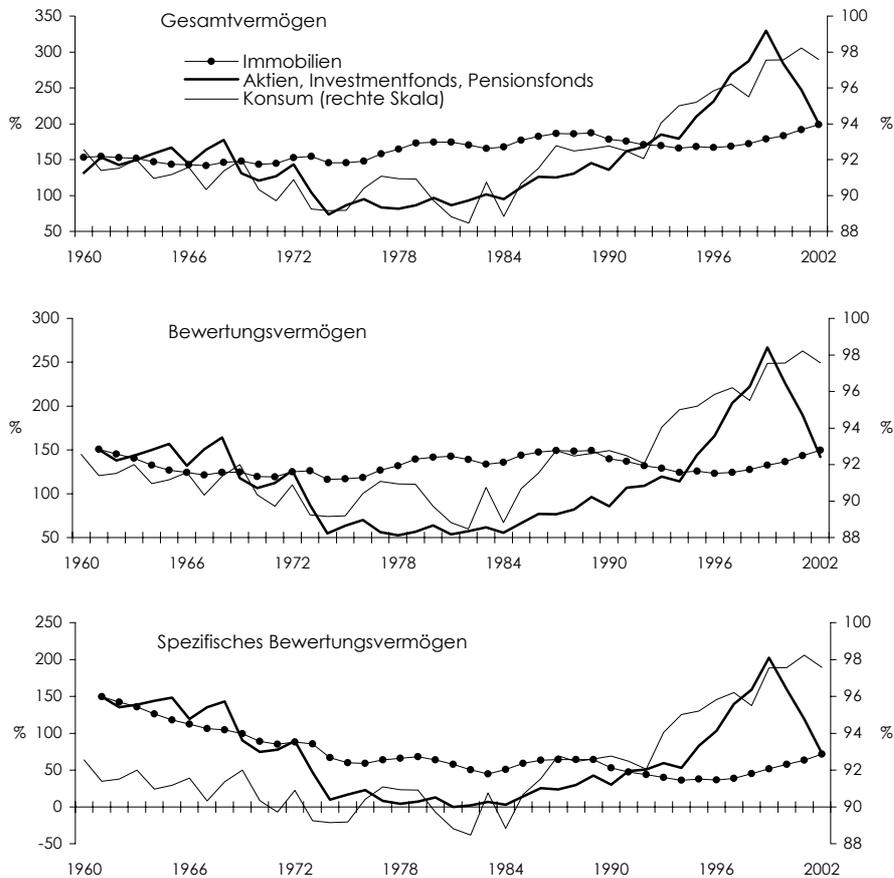
Vermögenszuwächse können nicht nur den Gesamtkonsum der privaten Haushalte beeinflussen, sondern auch ihre Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern sowie ihre Investitionen in den Wohnbau und in Finanzaktiva. Die Investitionen der Haushalte würden insbesondere dann steigen, wenn die Akteure eine Fortsetzung des überdurchschnittlichen Anstiegs von Aktienkursen und/oder der Immobilienpreise erwarten und damit weitere asset-spezifische Bewertungsgewinne.

Die Abbildungen 14 zeigen die Entwicklung dieser Variablen (in Relation zum Netto-Einkommen) seit 1960, allerdings konnte für Deutschland nur das Netto-Finanzvermögen als Proxy des Gesamtvermögens verwendet werden (mangels Daten über das Immobilienvermögen). Für die USA deutet ein Vergleich der vier Diagramme darauf hin, dass die Entwicklung des Gesamtvermögens lediglich mit dem Gesamtkonsum in einem (kausalen) Zusammenhang stehen könnte, nicht aber mit der – wesentlich weniger stabilen - Entwicklung der Nachfrage der Haushalte nach dauerhaften Konsumgütern, Wohnbauinvestitionen (brutto) oder nach Finanzanlagen (Abbildung 14/U). Dieser Eindruck wurde durch ökonometrische Tests bestätigt, bei denen nicht nur das Gesamtvermögen, sondern auch das gesamte und spezifische Bewertungsvermögen als möglicher Bestimmungsgrund für das Veranlagungsverhalten der Haushalte getestet wurde.

Für Deutschland ist kein Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Finanzvermögens und des Konsums (insgesamt sowie nur nach dauerhaften Gütern), des Wohnbaus und der Finanzinvestitionen erkennbar. Dies ergibt sich allein schon deshalb, weil das Finanzvermögen relativ zum Netto-Einkommen langfristig stetig steigt, im Gegensatz zu den USA (Abbildung 14/D). Dafür ist in erster Linie das geringe Gewicht von aktienkursabhängigen Vermögenswerten im Portfolio der Haushalte maßgeblich, die Erfassung der Immobilien hätte den Befund einer im Vergleich zu den USA viel stabileren Vermögensentwicklung in Deutschland kaum verändert (in jener Periode, für die auch die Entwicklung des Immobilienvermögens dokumentiert ist, hat sich diese noch stetiger entwickelt als das Finanzvermögen – siehe Abbildung 8/D).

Aus diesen Gründen konzentriert sich die weitere Untersuchung auf den Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Gesamt- und des Bewertungsvermögens (differenziert nach Immobilien und den aktienkursabhängigen Komponenten des Finanzvermögens) einerseits und dem privaten Konsum (mit und ohne dauerhafte Güter) andererseits.

Abbildung 15/U: Vermögenskomponenten und Konsum der privaten Haushalte in den USA  
In % des Netto-Einkommens

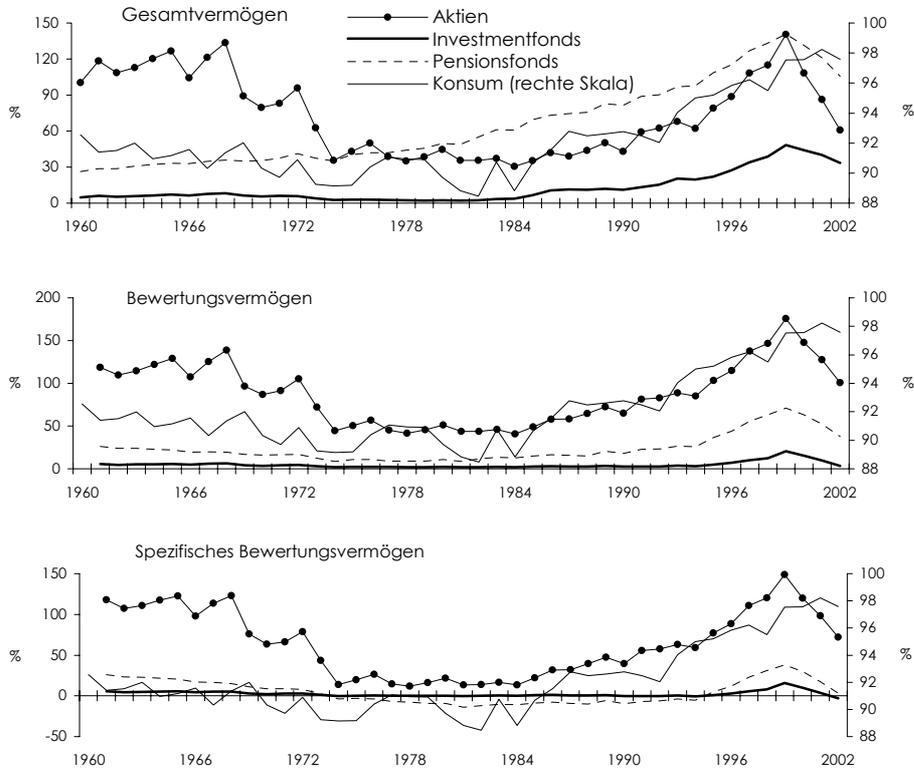


### 5.5.3 Vermögensdynamik und Konsum

In den USA ist die Konsumquote zwischen 1960 und 1974 im Trend gesunken (von 92,6% auf 89,1%), bis 1984 schwankte sie um ein nahezu konstantes Niveau, danach stieg sie bis 2001 auf 98,2%. Abbildung 15/U zeigt, dass das Gesamtvermögen (Akkumulations- und Bewertungsvermögen) von Aktien, Investment- und Pensionsfonds (in Relation zum Netto-Einkommen) bis 1999 einen ähnlichen Verlauf nahm, nicht aber das Immobilienvermögen. Der nachfolgenden Entwertung dieser Finanzvermögen hätte nach dem bisherigen Entwicklungsmuster ein deutlicher Rückgang der Konsumquote entsprechen müssen, sie verharrte jedoch auf hohem Niveau.

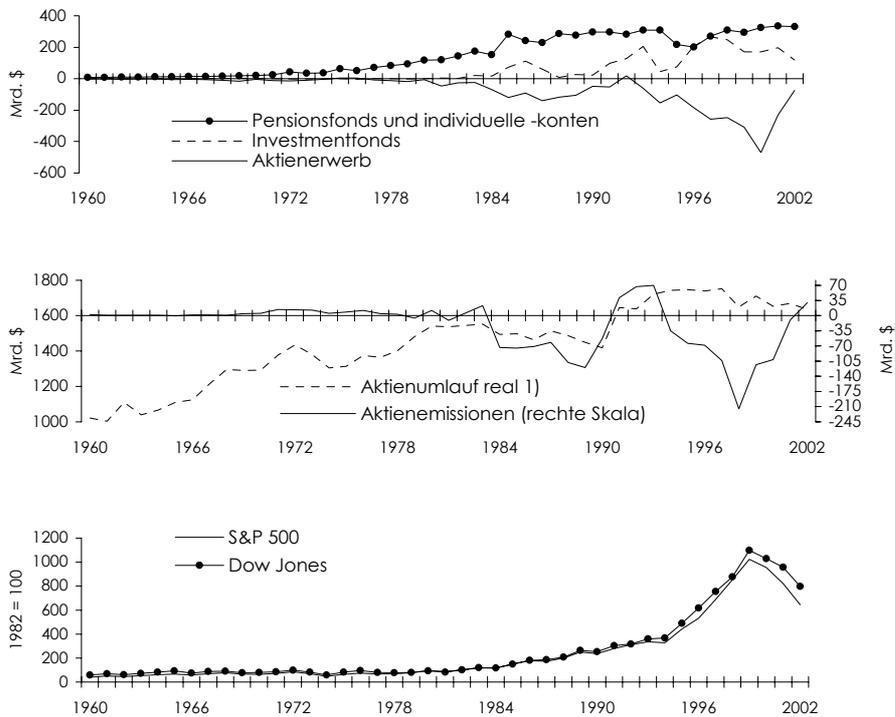
Abbildung 16/U: Finanzvermögenskomponenten und Konsum der privaten Haushalte in den USA

In % des Netto-Einkommens



Ein Vergleich der Entwicklung von Vermögens- und Konsumquoten zwischen dem Gesamtvermögen, dem (gesamten) Bewertungsvermögen und dem spezifischen Bewertungsvermögen deutet darauf hin, dass der (langfristige) Zusammenhang in dieser Abfolge schwächer wird (Abbildung 15/U). Dies lässt die empirische Relevanz von Vermögenseffekten im Sinne der Lebenszyklustheorie fragwürdig erscheinen – nach dieser Theorie müsste der Zusammenhang zwischen Vermögen und Konsum im Fall des spezifischen Bewertungsvermögens am engsten sein (in diesem Fall werden ja nur die Vermögenszuwächse infolge „realer“ Veränderungen der „asset prices“ erfasst), gefolgt vom (gesamten) Bewertungsvermögen und dem Gesamtvermögen (in diesem Fall werden auch die – nicht unerwarteten – Vermögensänderungen infolge des Sparens der Haushalte erfasst – siehe dazu auch Abschnitt 2.1).

Abbildung 17: Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Aktienkursdynamik in den USA



1) Deflationiert mit S&P 500 (1982 = 100).

Auch in Deutschland ist der Zusammenhang zwischen dem Konsum und dem gesamten aktienkursabhängigen Finanzvermögen enger als zwischen dem Konsum und den beiden Arten von Bewertungsvermögen (Abbildungen 15/D und 16/D).

Abbildung 16/U verdeutlicht, dass sich die einzelnen Gesamtvermögensquoten des Aggregats „Aktien, Investment- und Pensionsfonds“ sehr unterschiedlich entwickelten, insbesondere zwischen 1968 und 1985: Während der Wert der von Haushalten direkt gehaltenen Aktien langsamer wuchs als ihr Netto-Einkommen, nahm der Wert ihrer Pensionsfondsanteile merklich stärker zu. Dies war im Wesentlichen eine Folge geänderter Finanzveranlagung wie die – annähernd parallele - Entwicklung der (spezifischen) Bewertungsvermögen zeigt (Abbildung 16/U).

#### 5.5.4 Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Aktienkursdynamik

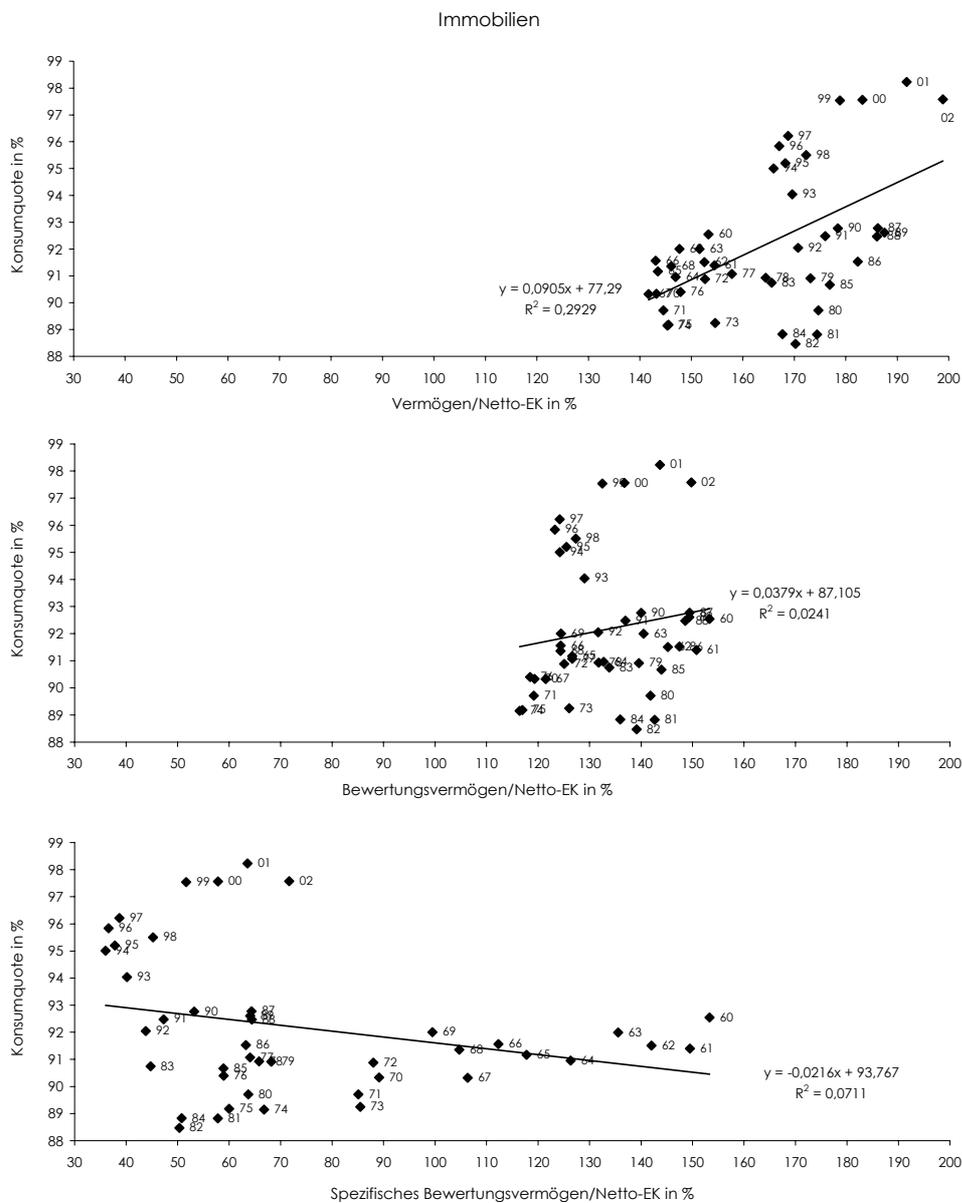
Wegen der langfristig zunehmenden Bedeutung der individuell-kapitalgedeckten Altersvorsorge soll im folgenden geprüft werden, ob dies zum Aktienboom der achtziger und neunziger Jahre beigetragen hat (Abbildung 17/U - für Deutschland wurde diese Abbildung mangels Daten sowie deshalb nicht erstellt, weil die kapitalgedeckte Altersvorsorge in dieser Phase keine Bedeutung hatte). Ab etwa dem Jahr 1980 setzte in den USA eine ausgeprägte Verlagerung innerhalb der Aktienveranlagung der privaten Haushalte ein:

- Einzahlungen in Pensionsfonds sowie auf (ebenfalls steuerbegünstigte) „individual retirement accounts“ nahmen stark zu.

- Direkt gehaltene Aktien wurden vom Haushaltssektor netto verkauft (die Anschaffungen waren in jedem Jahr außer 1992 kleiner als die Verkäufe).

Per Saldo dürfte diese Entwicklung die Nachfrage der Haushalte nach Aktien deutlich erhöht haben, auch wenn nur ein Teil des Kapitals für die Altersvorsorge in Aktien veranlagt wird; denn die kumulierten Investitionen in Pensionsfonds und -konten erreichten zwischen 1982 und 2002 9.145,7 Mrd. \$ und lagen damit um 219,9% über den (kumulierten) Netto-Verkäufen von Aktien.

Abbildung 18/U: Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in den USA



Das Angebot an Aktien konnte mit dem Anstieg der Nachfrage im Zusammenhang mit der Altersvorsorge nicht mithalten, vielmehr ist das Angebot an Aktien langfristig nicht nennenswert gestiegen. Dies lässt sich aus zwei Entwicklungen schließen:

- Der „reale“ Aktienumlauf (Marktkapitalisierung US-amerikanischer Aktien deflationiert mit dem S&P 500) ist zwischen 1982 und 2002 lediglich um 5,7% gestiegen (zwischen 1960 und 1982 hatte er hingegen um 51,1% zugenommen).
- Die Netto-Emissionen von Aktien durch US-Gesellschaften waren in den meisten Jahren seit 1982 negativ, da die Rückkäufe von Aktien die Neuemissionen übertrafen - diese Entwicklung wurde durch die zunehmende Bedeutung von „stock options“ für die Entlohnung des Managements gefördert.

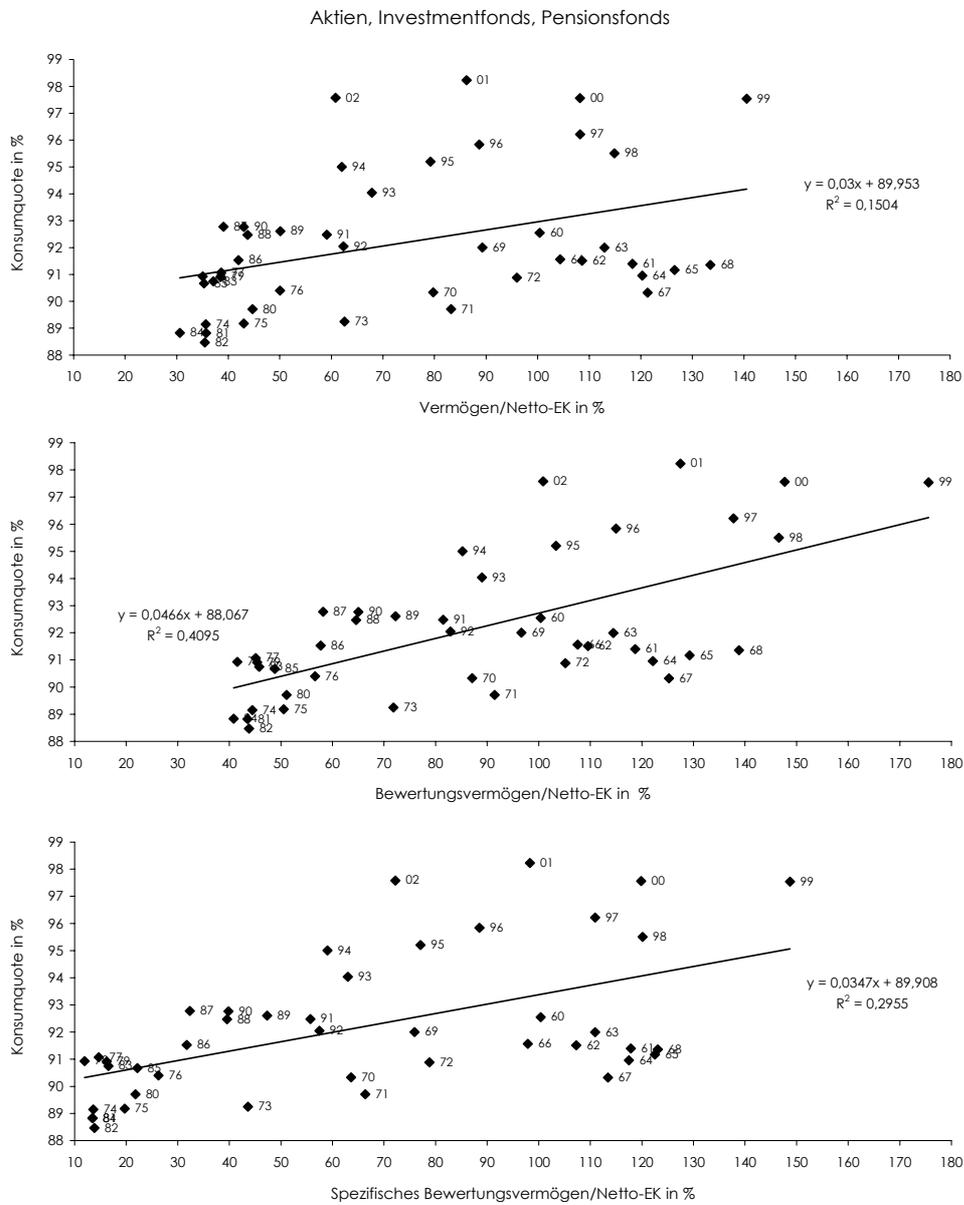
Beide Entwicklungen, die steigende Nachfrage nach Aktien als Folge der Zunahme der kapitalgedeckten Altersvorsorge und das gleichzeitig nur schwach steigende Angebot an Aktien dürften deshalb zum Aktienboom in den USA in den achtziger und neunziger Jahren beigetragen haben, auch wenn dieser Einfluss auf Basis der in Abbildung 17/U präsentierten Daten nicht quantifiziert werden kann (zu diesem Problembereich siehe auch Engen-Gale, 2000; Samwick, 2000; Abel, 2001; Attanasio-DeLeire, 2002; Coronado-Sharpe, 2003, Poterba, 2004).

### 5.5.5 Vermögenseffekte von Immobilien und Finanzkapital

Abbildung 18/U zeigt die jährlichen Realisationen von Konsum und Immobilienvermögen der privaten Haushalte in den USA (in Relation zu ihrem Netto-Einkommen) in Streudiagrammen, differenziert nach dem Gesamtvermögen und den beiden Bewertungsvermögen (mangels Daten konnten diese Streudiagramme für Deutschland nicht erstellt werden). Diese Form der Darstellung der schon in Abbildung 15/U enthaltenen Informationen deutet darauf hin, dass der (statistische) Zusammenhang zwischen dem gesamten Immobilienvermögen und dem Konsum stärker ist als zwischen dem Bewertungsvermögen und dem Konsum – dies gilt sowohl im Hinblick auf den Determinationskoeffizienten als auch den Anstieg der Regressionsgeraden. Zu allen, in Abbildungen dargestellten Regressionsgeraden bzw. -gleichungen, muss freilich ergänzend angemerkt werden, dass diese nicht einen ökonomischen, sondern einen statistischen Zusammenhang abbilden sollen (dies ergibt sich schon allein daraus, dass jeweils nur eine unabhängige Variable spezifiziert wird).

Im Hinblick auf den – ebenfalls nur partiellen – Zusammenhang zwischen den (aktienkursabhängigen) Vermögenskomponenten der Aktien, Investment- und Pensionsfonds und dem Konsum gilt umgekehrt, dass das gesamte und - in abgeschwächter Form – auch das spezifische Bewertungsvermögen mit dem Konsum etwas stärker korreliert ist als das Gesamtvermögen (Abbildung 19/U). Im Fall Deutschlands ist der statistische Zusammenhang zwischen Gesamt- und Bewertungsvermögen von Aktien und dem Konsum annähernd gleich stark. Die in Abbildung 19/D dargestellte einfache Regressionsgleichung ist freilich deshalb ökonomisch kaum interpretierbar, weil in Deutschland der Aktienbesitz privater Haushalte keine Bedeutung hat, in der Gleichung aber die Varianz der Konsumquote nur dieser Variable zugerechnet wird.

Abbildung 19/U: Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in den USA



Übersicht 10/U: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in den USA  
Stützperiode 1960-2002

Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten															R <sup>2</sup>	D.W.	
Konstante	Immobilien		Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds			Aktien			Investmentfonds			Pensionsfonds					
	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch		
Abhängige Variable: Konsumquote insgesamt																	
78,9	0,05			0,03												0,84	1,11
46,1	4,57			12,04												0,58	0,48
80,7		0,05			0,04												
24,0		2,18			7,66											0,61	0,61
93,4			-0,05			0,04											
148,3			-6,16			7,76											
84,4	0,03						0,01		0,18				-0,01			0,86	1,12
27,3	1,82						1,06		3,57				-0,38			0,83	1,19
85,8		0,02						0,00		-0,41				0,23			
37,7		1,24						0,21		-3,52				8,73			
94,3			-0,06						0,04			-0,40			0,12	0,66	0,70
78,1			-6,93						2,69			-2,56			1,96		
Abhängige Variable: Konsumquote ohne dauerhafte Güter																	
64,7	0,07			0,03												0,82	0,88
35,9	5,76			10,40												0,48	0,33
67,4		0,07			0,03												
17,9		2,41			6,14											0,58	0,44
82,0			-0,06			0,04											
124,7			-6,49			6,77											
71,4	0,03						0,01		0,10				0,02			0,84	0,76
21,2	1,67						1,02		1,88				1,21				
73,7		0,02						-0,01		-0,56				0,28		0,87	1,38
37,6		1,75						-1,15		-5,59				12,20			
82,8			-0,07						0,04			-0,47			0,11	0,66	0,50
67,7			-7,51						2,80			-2,97			1,84		

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Abschließend sollen die Auswirkungen von Änderungen des Gesamtvermögens und der beiden Bewertungsvermögen (differenziert nach Vermögensarten) auf den Konsum durch OLS-Schätzungen von Regressionsgleichungen des folgenden Typs quantifiziert werden (zur Ableitung dieses Gleichungstyps und zur Begründung, warum dieser nach dem OLS-Verfahren geschätzt werden kann, siehe Davis-Palumbo, 2001, S. 16f.):

$$C_t / Y_t = a + b(WR_t / Y_t) + c(WF_t / Y_t) + \varepsilon_t \quad (10)$$

Zusätzlich zum Gesamtvermögen der Immobilien (WR<sub>t</sub>) und der (aktienkursabhängigen) Finanzaktiva wird dieser Gleichungstyp auch mit dem jeweiligen (gesamten) Bewertungsvermögen sowie mit dem spezifischen Bewertungsvermögen geschätzt.

Die Gleichungen werden mit der Konsumquote insgesamt sowie ohne dauerhafte Güter als abhängiger Variabler geschätzt, und zwar sowohl für die Gesamtperiode seit 1960 (Deutschland: 1970) als auch für zwei Teilperioden (bis und ab 1982).

Die wichtigsten Ergebnisse der Schätzungen für die USA lassen sich folgendermaßen zusammenfassen, und zwar zunächst für jene Gleichungen, welche nur zwei Vermögensarten als erklärende Variable spezifizieren, Immobilien und das in Aktien, Investment- und Pensionsfonds angelegte Finanzvermögen:

- Gemessen am Determinationskoeffizienten sowie an der Signifikanz der Regressionskoeffizienten, also der marginalen Konsumneigung aus Immobilienvermögen bzw. Finanzvermögen, ist der Zusammenhang zwischen dem jeweiligen Gesamtvermögen und dem Konsum größer als zwischen dem Bewertungsvermögen und

dem Konsum. Noch geringer ist die Erklärungskraft des spezifischen Bewertungsvermögens (sein Koeffizient ist zumeist insignifikant oder negativ). Dieses Ergebnis widerspricht den Erwartungen der Lebenszyklustheorie.

- Für die Teilperiode 1960 bis 1982 trifft dieser Befund nicht zu, allerdings ist die Qualität der Gleichungen für diese Periode generell merklich schlechter als für die Periode 1982/2002. Auch Größe und Signifikanz der Koeffizienten deuten darauf hin, dass die Bedeutung der Vermögensentwicklung für die Konsumdynamik langfristig gestiegen ist.
- In allen Gleichungen, in denen der Koeffizient der Real- und der Finanzvermögensvariablen signifikant ist, war ersterer merklich größer: Die marginale Konsumneigung aus Immobilienvermögen lag zwischen 0,05 und 0,08, jene aus (aktienkursabhängigem) Finanzvermögen zwischen 0,03 und 0,04 (diese Werte stimmen mit den meisten Schätzungen der empirischen Literatur überein – siehe Abschnitt 2.2).
- Über die Gesamtperiode gerechnet ist die statistische Qualität der Gleichungen mit der gesamten Konsumquote und mit der Konsumquote ohne dauerhafte Güter annähernd gleich, in der Periode 1982/2002 dürften die Vermögenseffekte auf den Gesamtkonsum hingegen größer und signifikanter gewesen sein als auf den Konsum ohne dauerhafte Güter (entgegen den Erwartungen der Lebenszyklustheorie).

*Übersicht 11/U: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in den USA  
Stützperiode 1960-1982*

Konstante	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten															R <sup>2</sup>	D.W.	
	Immobilien			Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds			Aktien			Investmentfonds			Pensionsfonds					
	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch			
Abhängige Variable: Konsumquote insgesamt																		
87,7	0,00			0,02													0,27	1,10
21,7	0,01			2,72													0,40	1,19
85,8		0,02			0,02													
39,4		1,42			3,63													
88,1			0,03			0,00											0,51	1,27
110,8			2,14			-0,22												
86,9	0,05						0,01			0,05							0,48	1,41
19,9	1,37						0,35			0,12							-0,11	-2,13
87,7		0,01						-0,01			0,23				0,10		0,36	1,26
28,0		0,31						-0,14			0,22				0,95		0,46	1,27
88,1			0,03						0,00			0,01				0,00	0,46	1,27
37,9			1,23						-0,04			0,01				-0,02		
Abhängige Variable: Konsumquote ohne dauerhafte Güter																		
70,4	0,04			0,02													0,16	0,87
3,7	0,02			0,01														
69,7		0,06			0,01												0,63	1,60
18,2		5,57			2,23													
75,2			0,05			-0,02											0,55	1,32
116,7			4,37			-2,81												
72,0	0,06						0,02			-0,31							0,52	1,55
20,3	2,26						1,23			-0,95							-0,09	-2,14
72,8		0,03						-0,02			0,08				0,15		0,69	1,74
39,6		2,39						-0,72			0,13				2,50			
74,4			0,06						-0,04			0,65				-0,09	0,58	1,83
43,2			3,35						-1,12			1,05				-1,58		

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Werden Aktien sowie die Anteile der Haushalte an Investment- und Pensionsfonds als eigenständige Vermögensvariable in den Gleichungen erfasst, so ergeben sich keine statistisch signifikanten und ökonomisch plausiblen Effekte von Änderungen dieser

Finanzaktiva auf den Konsum: Auf Basis des Gesamtvermögens ist nur der Koeffizient der Investmentzertifikate signifikant positiv, auf Basis des Bewertungsvermögens jener der Pensionsfonds, und auf Basis des spezifischen Bewertungsvermögens jener von Aktien und Pensionsfonds. Überdies sind die Koeffizienten nicht stabil, wie ein Vergleich der Ergebnisse für die beiden Teilperioden zeigt (Übersichten 11/U und 12/U). Diese Ergebnisse lassen sich auf zweierlei Weise interpretieren:

- Die Haushalte passen ihren Konsum den Veränderungen ihres gesamten Finanzvermögens an, unabhängig davon schichten sie gleichzeitig ihr Portfolio um.
- Aktienkurse werden als „leading indicator“ wahrgenommen, verbessern die Konsumentenstimmung, erhöhen so die Konsumneigung und steigern gleichzeitig den Wert des gesamten aktienkursabhängigen Finanzvermögens der Haushalte.

Für Deutschland konnten nur Aktien und die sonstigen Finanzaktiva der Haushalte als Vermögensvariable spezifiziert werden. Die Nichtberücksichtigung der Immobilien (mangels Daten) sowie das im Vergleich zu den USA niedrige Niveau der Aktienquote dürften dafür bestimmend sein, dass die Schätzungen für die marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen je nach Gleichungstyp und Stützperiode große Unterschiede aufweisen.

*Übersicht 12/U: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in den USA  
Stützperiode 1982-2002*

Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten															R <sup>2</sup>	D.W.	
Konstante	Immobilien		Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds			Aktien			Investmentfonds			Pensionsfonds					
	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch		
Abhängige Variable: Konsumquote insgesamt																	
72,6	0,08			0,04												0,85	1,13
4,7	3,11			9,85													
81,9		0,05			0,04											0,75	0,84
14,5		1,20			7,54												
88,9			0,04			0,04										0,71	0,80
49,2			1,15			7,16											
82,4	0,01						-0,09			0,12				0,14		0,94	2,31
13,9	0,31						-3,68			1,78				3,95			
74,9		0,08							0,10					0,06		0,87	1,78
16,6		2,64							2,72					-3,49			
85,6			0,05						0,10					-0,37		0,00	1,90
44,7			2,51						4,47					-3,17		0,06	
Abhängige Variable: Konsumquote ohne dauerhafte Güter																	
68,3	0,04			0,03												0,76	0,77
12,8	1,46			7,80													
77,5		0,00			0,04											0,68	0,66
13,5		0,01			6,10												
79,5			-0,06			0,04										0,63	0,63
43,2			4,37			5,95											
79,2	-0,40						-0,10			0,13				0,14		0,88	1,52
10,6	-1,03						-3,27			1,52				3,09			
69,5		0,03							0,11					-0,51		0,03	1,59
17,2		1,29							3,31					-4,30		0,36	
75,9			0,01						0,10					-0,41		-0,10	1,81
46,3			0,81						5,22					-4,11		0,19	

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

## **6. Entwicklung von Einkommen, Vermögen und Konsum der privaten Haushalte nach Einkommensklassen**

Da die Analyse der Zusammenhänge zwischen der Entwicklung des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte nach Akkumulations- und Bewertungskomponenten und der Konsumnachfrage auf Basis makroökonomischer Daten keinen eindeutigen Befund darüber erbrachte, ob und über welche Transmissionskanäle die Aktienkursdynamik das Konsum- bzw. Sparverhalten beeinflusst, soll die Untersuchung auf die Zusammenhänge in den verschiedenen Einkommensklassen der Haushalte ausgeweitet werden.

### **6.1 Daten und Methode zur Schätzung von Einkommen, Konsum und Vermögen nach Einkommensklassen**

Für die USA werden zwei Datensätze miteinander verknüpft, um die Verteilung von Einkommen, Konsum und Vermögen nach Einkommensquintilen ermitteln zu können:

- Der jährlich verfügbare Consumer Expenditure Survey (CEX) wird für die Verteilung von Brutto-Einkommen, Netto-Einkommen, Konsumausgaben auf die Quintile der Brutto-Einkommen herangezogen.
- Der alle drei Jahre erhobene Survey of Consumer Finances (SCF) liefert die Informationen zur Aufteilung des Immobilien- und Finanzvermögens auf die Quintile (in Einzelfällen werden auch die Informationen über die beiden obersten Dezile der Verteilung der Brutto-Einkommen herangezogen).

„Im Prinzip“ können die Flow- und Stockdaten der beiden Surveys nach Einkommensklassen zusammengeführt werden, da diese gleich definiert sind, nämlich als Quintile der Brutto-Einkommen der Haushalte. Als Folge unterschiedlicher Organisation der CEX- und SCF-Erhebungen repräsentieren jedoch die Stichprobenhaushalte der beiden Erhebungen nicht identische Grundgesamtheiten für das oberste Quintil und daher auch nicht für die anderen Quintile (siehe dazu auch Abschnitt 2.2). Denn im CEX werden alle Haushalten mit einem Wertpapiervermögen von mehr als 100.000 \$ von der Erhebung ausgeschlossen, im SCF hingegen nur die jährliche vom Magazin FORBES bezeichneten 400 reichsten Haushalte. Dementsprechend ist der Einkommensanteil des obersten Quintils laut SCF merklich höher als laut CEX (zu Erhebungskonzept und Qualität der in vielen US-Studien verwendeten CEX- und SCF-Daten siehe Dynan-Skinner-Zeldes, 2000; Dynan-Maki, 2001; Attanasio-Battistin-Ichimura, 2004).

Für die zentrale Fragestellung der vorliegenden Studie, wie sich die Konsumquoten in den einzelnen Einkommensklassen in Reaktion auf Wertänderungen ihres Vermögens verändert haben, ist diese Problematik aus mehreren Gründen nicht von entscheidender Bedeutung:

- Die Konsumquoten und die Vermögensquoten werden jeweils aus einem (konsistenten) Datenset ermittelt.
- Zwar weichen die Niveaus der Konsumquoten in den einzelnen Quintilen auf Basis der SCF-Stichprobe von jenen der CEX-Stichprobe ab, ihre Veränderungen dürften davon aber nur in geringem Maß betroffen sein.

- Die Abweichung der gesamten Konsumententwicklung laut CEX-Daten von jener laut VGR wird dadurch korrigiert, indem die VGR-Daten mit Hilfe der CEX-Daten auf die einzelnen Quintile verteilt werden.

Die für die Analyse des Zusammenhangs zwischen der Entwicklung des Real- und Finanzvermögens und der Konsumquoten nach Einkommensklassen benötigten Daten wurden für die USA folgendermaßen ermittelt:

- Die Anteile der Quintile an den verschiedenen Vermögenskomponenten wurden den SCF-Erhebungen für die Jahre 1989, 1992, 1995, 1998 und 2001 entnommen, die Werte zwischen den Erhebungsjahren wurden durch Interpolation geschätzt (da sich die Vermögensverteilung nur relativ langsam verändert und dabei überdies mittelfristigen Trends folgt, die in hohem Maß durch die Entwicklung der „asset prices“ geprägt werden, dürfte dieses Verfahren zu keinen nennenswerten Verzerrungen führen).
- Die Gesamtwerte von Brutto-Einkommen, Netto-Einkommen und Konsumausgaben laut VGR wurden entsprechend der jährlichen CEX-Erhebungen auf die Quintile verteilt.

### Übersicht 13/U: Vermögen, Einkommen, Konsum und Sparen je Haushalt in den USA

In 1000 Dollar

EK-Klassen	Immobilien	Vermögen								Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Einkommen		Konsumausgaben	Sparen
		Aktien		Investmentfonds		Pensionsfonds		Insgesamt	Brutto			Netto			
		insgesamt	mit Aktien	insgesamt	mit IF	insgesamt	mit PF								
1992															
QU1	21,3	1,6	36,6	0,7	32,1	2,1	37,4	18,1	6,4	32,9	9,0	8,9	19,5	-10,6	
QU2	39,4	3,7	49,1	1,9	31,4	6,6	28,9	49,2	13,7	74,9	21,9	21,6	29,0	-7,5	
QU3	54,4	8,4	61,8	3,6	41,8	14,6	38,8	82,8	27,8	109,4	37,6	35,7	38,8	-3,0	
QU4	81,8	13,2	61,8	5,3	42,1	36,2	65,7	126,1	48,6	159,3	60,3	56,5	51,0	5,5	
QU5	199,4	116,5	306,4	23,8	105,7	148,1	191,7	583,1	110,6	672,0	124,5	112,2	79,0	33,2	
Insgesamt	79,3	28,7	168,8	7,1	67,8	41,5	104,7	171,9	41,4	209,7	50,7	47,0	43,5	3,5	
1999															
QU1	27,1	3,2	81,2	2,0	60,5	4,2	39,3	35,2	9,4	52,9	11,3	10,6	27,9	-17,3	
QU2	53,4	10,6	105,4	7,5	83,9	16,9	53,8	86,0	22,2	117,2	28,2	26,3	40,5	-14,2	
QU3	71,6	17,4	101,1	10,0	69,8	36,2	67,7	125,2	44,3	152,5	49,8	45,1	51,7	-6,6	
QU4	115,6	38,2	167,1	21,0	102,8	74,9	105,7	233,4	81,5	267,5	81,7	72,7	69,1	3,6	
QU5	268,2	347,8	772,2	103,2	277,0	285,8	345,1	1132,2	159,8	1240,6	172,0	149,0	108,7	40,3	
Insgesamt	107,2	83,5	420,5	28,7	170,7	83,6	167,7	322,4	63,4	366,1	68,6	60,7	59,6	1,2	
2002															
QU1	29,8	0,8	22,0	2,6	74,9	4,0	30,3	26,1	11,9	44,0	12,6	12,2	33,0	-20,7	
QU2	64,5	4,4	37,5	4,9	52,6	12,5	38,1	59,7	27,4	96,7	32,0	30,7	45,6	-15,0	
QU3	84,1	7,7	48,3	9,5	61,1	31,4	59,8	111,7	56,2	139,6	55,9	52,6	59,9	-7,3	
QU4	139,4	22,6	90,5	14,4	72,1	67,6	92,3	208,4	93,5	254,3	89,4	83,0	79,5	3,5	
QU5	359,1	169,7	349,6	81,8	212,2	241,4	283,1	947,0	203,6	1102,5	183,4	166,1	120,0	46,1	
Insgesamt	135,4	41,0	195,7	22,6	130,3	71,4	138,9	270,6	78,5	327,4	74,6	68,9	67,6	1,3	

Für Deutschland wurden die Daten der alle 5 Jahre durchgeführten Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) herangezogen, und zwar für die Jahre 1993, 1998 und 2003. Diese enthalten alle für die vorliegende Untersuchung benötigten Einkommens-, Konsum- und Vermögensdaten, aus der EVS 2003 standen allerdings nur Vermögensdaten zur Verfügung. Daten über die Verteilung von Einkommen und Konsum stellte das Statistische Bundesamt aus der „Laufenden Wirtschaftsrechnung“ für das Jahr 2001 zur Verfügung (dabei musste die technische Annahmen gemacht werden, dass die Einkommens- und Konsumanteile der Einkommensklassen im Jahr 2002 jener des Vorjahres entsprachen).

Wie im Fall der USA wurden die Anteile der Einkommensklassen zwischen den Erhebungsjahren durch Interpolation geschätzt. Der größte Unterschied zum Datensatz für die USA besteht darin, dass die Einkommensklassen nicht relativ definiert sind wie Quintile oder Dezile, sondern absolut, also nach der Höhe des Netto-Einkommens der Haushalte. Dies

bedeutet, dass auch bei konstanter personeller Einkommensverteilung die Menge der Haushalte, die in zwei Erhebungsjahren der gleichen Einkommensklasse angehören, im Fall Deutschlands kleiner ist als im Fall der USA (allein aufgrund der Entwicklung der Nominaleinkommen ergibt sich, dass Haushalte in eine höhere Einkommensklasse auch dann „hinaufwandern“, wenn ihre relative Einkommensposition gleich geblieben ist).

*Übersicht 14/U: Verteilung von Vermögen, Einkommen, Konsum und Sparen in den USA  
Anteile der Einkommensklassen in %*

EK-Klassen	Immobilien	Vermögen				Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Einkommen		Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Pensionsfonds	Brutto				Netto		
1992											
QU1	5,4	1,1	2,1	1,0	2,1	3,1	3,1	3,5	3,8	9,0	
QU2	9,9	2,6	5,5	3,2	5,7	6,6	7,1	8,6	9,2	13,4	
QU3	13,7	5,9	10,1	7,0	9,6	13,4	10,4	14,8	15,2	17,9	
QU4	20,6	9,2	15,0	17,4	14,7	23,5	15,2	23,8	24,0	23,5	
QU5	50,3	81,2	67,3	71,4	67,9	53,4	64,1	49,2	47,8	36,4	
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
1999											
QU1	5,1	0,8	1,4	1,0	2,2	3,0	2,9	3,3	3,5	9,4	
QU2	10,0	2,5	5,2	4,0	5,3	7,0	6,4	8,2	8,7	13,6	
QU3	13,4	4,2	6,9	8,7	7,8	14,0	8,3	14,5	14,9	17,4	
QU4	21,6	9,2	14,6	17,9	14,5	25,7	14,6	23,8	23,9	23,2	
QU5	50,1	83,3	71,9	68,4	70,2	50,4	67,8	50,1	49,1	36,5	
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2002											
QU1	4,4	0,4	2,3	1,1	1,9	3,0	2,7	3,4	3,5	9,7	
QU2	9,5	2,1	4,3	3,5	4,4	7,0	5,9	8,6	8,9	13,5	
QU3	12,4	3,7	8,4	8,8	8,3	14,3	8,5	15,0	15,3	17,7	
QU4	20,6	11,0	12,7	18,9	15,4	23,8	15,5	24,0	24,1	23,5	
QU5	53,1	82,7	72,3	67,6	70,0	51,9	67,3	49,1	48,2	35,5	
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	

Um diese Problematik zu mildern (und zusätzlich den Datensatz überschaubar zu gestalten), wurden die 8 Einkommensklassen der EVS-Erhebungen zu 4 Einkommensklassen aggregiert, und die in Abschnitt 5 verwendeten Daten über Einkommen, Konsum und Vermögen aller Haushalte auf diese 4 Einkommensklassen aufgeteilt. Die Einkommensgrenzen dieser vier Klassen sind folgende (auf Basis des Netto-Einkommens der Haushalte – in Klammer die für die EVS 2003 maßgeblichen Werte in Euro):

- Einkommensklasse 1 (EK1): Bis 2.500 DM (1.300 €)
- Einkommensklasse 2 (EK2): 2.500 bis 4.000 DM (1.300 bis 2.000 €)
- Einkommensklasse 3 (EK3): 4.000 bis 7.000 DM (2.000 bis 3.600 €)
- Einkommensklasse 4 (EK4): 7.000 bis 35.000 DM (3.600 bis 18.000 €).

Aufgrund der (unterschiedlichen) Qualität der Surveydaten und der zur Erstellung eines kompletten Datensatzes über Einkommen, Konsum und Vermögen nach Einkommensklassen der Haushalte sind die Ergebnisse der Untersuchung mit Vorsicht zu interpretieren, insbesondere im Fall von Deutschland. Allerdings dürfte die Qualität und Konsistenz der verwendeten Datensätze hinreichend groß sein, um Aufschlüsse darüber zu gewinnen, wie

unterschiedlich sich die Konsumquoten in den verschiedenen Einkommensklassen in den neunziger Jahren verändert haben, und welcher Zusammenhang sich zwischen diesen Veränderungen und dem Niveau sowie dem Zuwachs der Vermögen der Haushalte ergab.

## **6.2 Verteilung von Einkommen, Vermögen und Konsum**

Die Übersichten 13 dokumentieren die Vermögenswerte, das Einkommen und die Konsumausgaben je Haushalt. In den beiden Referenzländern nehmen die Vermögenswerte für alle erfassten Komponenten mit dem Einkommen zu, dies gilt auch für die Finanzverbindlichkeiten. Besonders hoch sind die Vermögenswerte in der obersten Einkommensklasse, gleichzeitig differiert die Konzentration nach Vermögensarten.

In den USA betrug der durchschnittliche Vermögenswert von Immobilien im 5. Quintil Ende 2002 359,100 \$, er war damit etwa 12 Mal so hoch wie jener im 1. Quintil. Der Aktienwert war hingegen im 5. Quintil um den Faktor 212,1 höher als im 1. Quintil. Berücksichtigt man nur jene Haushalte, die überhaupt Aktien besitzen, so betrug die Relation der Vermögenswerte zwischen dem 5. Quintil und dem 1. Quintil 15,9 (349.600 \$ gegenüber 22.000 \$). Auch bei den anderen aktienkursabhängigen Vermögensarten (Investment- und Pensionsfonds) ist die Konzentration auf das oberste Einkommensquintil viel höher als beim Gesamtvermögen (Übersicht 13/U).

Die Ungleichheit der Verteilung des Netto-Gesamtvermögens (ohne dauerhafte Konsumgüter) ist wiederum viel größer als jene der Einkommen. So war in den USA das durchschnittliche Haushaltsvermögen im 5. (Einkommens)Quintil etwa 25 Mal größer als jenes im 1. Quintil, bei den Netto-Einkommen lag diese Relation hingegen nur bei 13,6 (Übersicht 13/U).

Da die Konsumquote mit dem Einkommen steigt, sind die durchschnittlichen Konsumausgaben nach den Daten des CEX-Survey im 5. Quintil nur etwa 4 Mal so hoch wie im 1. Quintil. Tatsächlich dürfte diese Relation aber höher liegen, da - wie im letzten Abschnitt erläutert - Einkommen und Konsum der „reichen“ Haushalte im CEX-Survey unterrepräsentiert sind.

In Deutschland weicht die Konzentration der Vermögen in geringerem Ausmaß von jener der Einkommen ab als in den USA, der Aktienbesitz ist wie in den USA besonders stark auf die oberste Einkommensklasse konzentriert (Übersicht 13/D).

Die Übersichten 14 stellen die Verteilung von Vermögen, Einkommen und Konsum auf die Einkommensklassen dar. Für die Effekte von Veränderungen des Vermögens auf die Konsumnachfrage sind folgende Beobachtungen relevant (sie treffen sowohl für die USA als auch für Deutschland zu):

- Das Immobilienvermögen ist weniger ungleich verteilt als das Finanzvermögen.
- Von den verschiedenen Komponenten des Finanzvermögens ist der Aktienbesitz am stärksten auf die oberste Einkommensklasse konzentriert.
- Die Konsumausgaben sind weniger ungleich verteilt als die Einkommen.

Übersicht 15/U: Verteilung von Immobilien, Aktien, Investmentfonds und Pensionsfonds in den USA

EK-Klassen	Immobilien			Aktien			Investmentfonds			Pensionsfonds		
	HH mit Immobilien an EK-Klasse	insgesamt	Wert	HH mit Aktien an EK-Klasse	insgesamt	Wert	HH mit IF an EK-Klasse	insgesamt	Wert	HH mit PF an EK-Klasse	insgesamt	Wert
1992												
Qu.1	39,2	7,8	5,4	4,3	0,9	1,1	2,3	0,5	2,1	5,6	1,1	1,0
Qu.2	56,4	11,3	9,9	7,6	1,5	2,6	6,1	1,2	5,5	22,7	4,5	3,2
Qu.3	61,4	12,3	13,7	13,7	2,7	5,9	8,6	1,7	10,1	37,6	7,5	7,0
Qu.4	75,4	15,1	20,6	21,4	4,3	9,2	12,6	2,5	15,0	55,1	11,0	17,4
Qu.5	87,2	17,4	50,3	38,0	7,6	81,2	22,5	4,5	67,3	77,3	15,5	71,4
9. Dezil	84,3	8,4	15,3	28,0	2,8	10,3	17,1	1,7	14,3	73,9	7,4	16,7
10. Dezil	90,1	9,0	35,0	48,0	4,8	70,9	27,9	2,8	53,1	80,7	8,1	54,7
Summe	63,9	63,9	100,0	17,0	17,0	100,0	10,4	10,4	100,0	39,6	39,6	100,0
1998												
Qu.1	38,2	7,6	5,4	4,0	0,8	1,1	3,1	0,6	1,1	9,7	1,9	1,0
Qu.2	56,3	11,3	10,2	9,3	1,9	2,8	8,7	1,7	5,7	30,5	6,1	4,3
Qu.3	66,9	13,4	13,8	17,8	3,6	4,4	13,6	2,7	6,3	53,6	10,7	8,6
Qu.4	79,2	15,8	22,0	21,7	4,3	8,3	20,6	4,1	15,6	69,3	13,9	17,4
Qu.5	90,6	18,1	48,6	43,1	8,6	83,4	36,4	7,3	71,4	81,2	16,2	68,7
9. Dezil	88,2	8,8	15,0	32,4	3,2	8,1	28,9	2,9	10,8	75,0	7,5	18,1
10. Dezil	93,1	9,3	33,6	53,8	5,4	75,3	44,0	4,4	60,6	87,5	8,7	50,6
Summe	66,3	66,3	100,0	19,2	19,2	100,0	16,5	16,5	100,0	48,9	48,9	100,0
2001												
Qu.1	40,5	8,1	4,4	3,9	0,8	0,4	3,6	0,7	2,3	13,3	2,7	1,1
Qu.2	57,5	11,5	9,5	11,8	2,4	2,1	9,4	1,9	4,3	33,3	6,7	3,5
Qu.3	65,9	13,2	12,4	16,2	3,2	3,7	15,8	3,2	8,4	53,4	10,7	8,8
Qu.4	82,3	16,5	20,6	25,4	5,1	11,0	20,3	4,1	12,7	74,4	14,9	18,9
Qu.5	92,2	18,4	53,1	49,3	9,9	82,7	39,2	7,8	72,3	86,6	17,3	67,6
9. Dezil	90,1	9,0	14,8	37,9	3,8	8,4	29,6	3,0	11,6	84,9	8,5	17,3
10. Dezil	94,4	9,4	38,2	60,7	6,1	74,2	48,8	4,9	60,6	88,3	8,8	50,3
Summe	67,7	67,7	100,0	21,3	21,3	100,0	17,7	17,7	100,0	52,2	52,2	100,0

Die Übersichten 15 präsentieren für Immobilien sowie für die aktienkursabhängigen Finanzvermögen zusätzliche Informationen über den Anteil jener Haushalte, welche das jeweilige Vermögen besitzen, im Fall der USA werden ergänzend auch Daten über das 9. und 10. Einkommensdezil ausgewiesen (diese Daten sind nur für die jeweiligen Erhebungsjahre verfügbar). So besaßen im Jahr 2001 40,5% der US-Haushalte im 1. Quintil ein Eigenheim, diese Quote nimmt mit der Einkommenshöhe stetig zu und erreichte im 10. Dezil 94,4%. Aktien haben im 1. Quintil hingegen nur 3,9% der US-Haushalte besessen, selbst im obersten Dezil waren es nur 60,7%. Auf diese 6,1% aller Haushalte entfielen allerdings 74,2% des gesamten Aktienvermögens. Etwas breiter gestreut sind Anteile an Pensionsfonds: Im 1. Quintil besaßen 13,3% der Haushalte solche Anteile, sie repräsentierten freilich nur 1,1% des gesamten Werts der Pensionsfonds (allein auf das oberste Dezil entfielen 50,3% des Gesamtwerts – Übersicht 15/U).

In Deutschland ist der Besitz von Aktien und Investmentzertifikaten etwas weniger auf die höchste Einkommensklasse konzentriert als in den USA. So besaßen im Jahr 2002 43,6% der Haushalte in der höchsten Einkommensklasse – das waren 5,5% aller Haushalte – 50,1% des gesamten Aktienvermögens. Die Anteile an Investmentfonds sind etwas breiter gestreut: 2,9% aller Haushalte aus der untersten Einkommensklasse hielten 10,1% aller Investmentzertifikate, auf 5,4% aller Haushalte aus der obersten Einkommensklasse entfielen 37,3% aller Investmentzertifikate (Übersicht 15/D).

### Übersicht 16/U: Vermögenskomponenten und Konsum nach Einkommensklassen in den USA

EK-Klassen	Immobilien	Vermögen				Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Finanzvermögen Investmentfonds	brutto Pensionsfonds					
1992									
QU1	238,6	17,7	8,4	23,5	202,6	71,9	369,3	218,5	
QU2	182,8	17,3	9,0	30,4	228,0	63,3	347,5	134,7	
QU3	152,2	23,6	10,0	40,8	231,8	77,9	306,1	108,5	
QU4	144,9	23,4	9,4	64,1	223,4	86,0	282,3	90,3	
QU5	177,7	103,8	21,2	131,9	519,5	98,5	598,7	70,4	
Insgesamt	168,7	61,1	15,0	88,3	365,8	88,1	446,4	92,5	
1999									
QU1	255,0	30,4	18,7	39,8	332,0	88,9	498,0	263,0	
QU2	203,1	40,5	28,4	64,1	327,1	84,3	446,0	154,2	
QU3	158,6	38,7	22,1	80,2	277,4	98,0	337,9	114,6	
QU4	159,1	52,5	28,9	103,1	321,2	112,2	368,1	95,1	
QU5	180,0	233,4	69,2	191,8	759,9	107,3	832,6	72,9	
Insgesamt	176,4	137,4	47,3	137,6	530,8	104,4	602,8	98,1	
2002									
QU1	243,8	6,8	21,5	32,4	213,1	97,3	359,6	269,5	
QU2	210,3	14,2	16,0	40,8	194,6	89,3	315,6	148,9	
QU3	159,8	14,6	18,0	59,7	212,3	106,8	265,2	113,8	
QU4	167,9	27,2	17,4	81,5	251,0	112,6	306,3	95,8	
QU5	216,2	102,2	49,3	145,3	570,1	122,6	663,7	72,3	
Insgesamt	196,4	59,5	32,9	103,6	392,5	113,9	475,0	98,1	

### 6.3 Entwicklung der Vermögens- und Konsumquoten nach Einkommensklassen

In den USA nimmt die Relation zwischen Finanzvermögen und Netto-Einkommen mit der Einkommenshöhe deutlich zu. Dies gilt insbesondere für das aktienkursabhängige Finanzkapital: So lag die Aktienvermögensquote im 1. Quintil 1992 bei 17,7%, im 5. Quintil machte der Aktienbesitz hingegen 103,8% des Haushaltseinkommens aus (Übersicht 16/U). Dementsprechend haben die einkommensstärksten Haushalte vom Aktienboom 1992/99 am meisten profitiert: Während die Finanzvermögensquote im Durchschnitt aller Haushalte um 15,0 Prozentpunkte stieg, nahm sie im 5. Quintil um 240,3 Prozentpunkte zu. Umgekehrt reduzierte der Verfall der Aktienkurse zwischen 1999 und 2002 die Finanzvermögensquoten der Haushalte im höchsten Quintil am stärksten (Übersicht 17/U).

Das Niveau der Konsumquote dürfte in den unteren Einkommensklassen stark überhöht sein, insbesondere im 1. Quintil (sie lag 1992 bei 218,5% - Übersicht 16/U), vermutlich deshalb, weil bestimmte Einnahmen (etwa aus – teils „schwarz“ entlohnter – Gelegenheitsarbeit oder aufgrund von Zuwendungen von nicht im Haushalt lebenden Angehörigen) in der CEX-Erhebung nicht erfasst werden. Dafür spricht das unplausibel niedrige Jahreseinkommen von 8.900 \$ - im Vergleich dazu erscheinen Konsumausgaben von 19.500 \$ plausibel (Übersicht 13/U). Die von den CEX-Daten ausgewiesenen Konsumquoten sinken mit der Einkommenshöhe, dementsprechend betrug die Konsumquote im 5. Quintil 1992 nur 70,4%. Dieses Muster entspricht den Ergebnissen von Studien, welche diesen Zusammenhang detailliert analysieren (Dyran-Skinner-Zeldes, 2000).

Für die Periode 1992/99 ergibt sich aufgrund der CEX-Daten, dass die Konsumquoten in den einzelnen Einkommensklassen umso stärker gestiegen sind, je niedriger das Einkommensniveau war (Übersicht 17/U). So nahm die Konsumquote im 1. Quintil um 44,5 Prozentpunkte zu, im 5. Quintil hingegen nur um 2,5 Prozentpunkte. Zwar dürften die Daten aus den genannten Gründen die tatsächliche Entwicklung überzeichnen, doch scheint es wenig wahrscheinlich, dass die Rangfolge im Anstieg der Konsumquoten nach Einkommensklassen ausschließlich eine Folge statistischer Verzerrungseffekte ist (dies würde eine unplausibel systematische Entwicklung der Verzerrungseffekte implizieren).

*Übersicht 17/U: Veränderungen von Vermögen und Konsum nach Einkommensklassen in den USA*

*Absolute Differenzen der Relationen zum Netto-Einkommen in %*

EK-Klassen	Immobilien	Vermögen				Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Pensionsfonds					
1992/1999									
QU1	16,3	12,7	10,3	16,3	129,4	17,0	128,7	44,5	
QU2	20,3	23,1	19,5	33,7	99,1	21,0	98,4	19,5	
QU3	6,4	15,0	12,1	39,4	45,6	20,2	31,9	6,1	
QU4	14,2	29,1	19,5	39,0	97,8	26,2	85,8	4,8	
QU5	2,3	129,6	48,1	59,9	240,3	8,8	233,9	2,5	
Insgesamt	7,7	76,3	32,2	49,3	165,0	16,3	156,4	5,6	
1999/2002									
QU1	-11,1	-23,6	2,9	-7,5	-118,8	8,4	-138,4	6,5	
QU2	7,2	-26,2	-12,5	-23,3	-132,5	5,0	-130,3	-5,3	
QU3	1,1	-24,1	-4,0	-20,5	-65,1	8,8	-72,7	-0,8	
QU4	8,8	-25,3	-11,5	-21,6	-70,2	0,4	-61,8	0,7	
QU5	36,1	-131,2	-20,0	-46,5	-189,7	15,3	-168,9	-0,7	
Insgesamt	19,9	-77,8	-14,4	-34,1	-138,2	9,5	-127,8	0,0	

Vielmehr ist es nicht unplausibel, dass die durch niedriges Einkommen in ihren Konsummöglichkeiten beschränkten Haushalte in einer lang anhaltenden Hochkonjunktur den Konsum besonders stark ausweiteten – dazu könnte auch die durch den Aktienboom verbesserten Wirtschaftserwartungen beigetragen haben. Die einkommensstarken Haushalte – sie verfügen über ein entsprechend hohes und partiell gesättigtes Konsumniveau – dürften umgekehrt ihr Sparen deshalb weniger reduziert haben, um ihre „capital gains“ in Erwartung weiterer Aktienkurssteigerungen zu vermehren (dies entspricht den Ergebnissen der Studie von Choi-Laibson-Madrian-Metrick, 2004).

Diese Interpretation und die ihr zugrunde liegende Entwicklung der Konsumquoten nach Einkommensklassen laut CEX-Erhebung stimmt nicht mit den Erwartungen der Lebenszyklustheorie überein, sie entspricht eher der „Alternativhypothese“ und der sie stützenden Literatur (siehe dazu Abschnitt 2).

Die Entwicklung in Deutschland zeigt ein ähnliches Bild: Die Konsumquoten der unteren Einkommensklassen sind zwischen 1992 und 1999 stärker gestiegen als jene der einkommensstärksten Haushalte (Übersicht 17/D).

Die Übersichten 18 und 19 dokumentieren auf Basis der Entwicklung des Bewertungsvermögens (bezogen auf 1992 als Basisjahr), dass die Haushalte in der höchsten Einkommensklasse bei weitem am meisten vom Aktienboom profitierten. In den USA stieg die Relation zwischen dem gesamten bzw. dem spezifischen Bewertungsvermögen (Finanzvermögen brutto) und dem Netto-Einkommen im 5. Quintil um 175,4 bzw. um 114,3 Prozentpunkte, im 1. Quintil hingegen nur um 48,7 bzw. 19,6 Prozentpunkte (Übersichten 18/U und 19/U). In Deutschland zeigt sich eine ähnliche, wenn auch schwächer ausgeprägte Entwicklung bei Aktien und Investmentzertifikaten (Übersichten 18/D und 19/D).

Auch die Entwicklung von Vermögenswerten und Konsum seit dem Jahr 2000 entspricht nicht den Erwartungen der Lebenszyklustheorie in ihrer „reinen“ Form. Obwohl die Vermögensquoten in den USA als Folge sinkender Aktienkurse innerhalb von drei Jahren wieder annähernd auf den Stand des Jahres 1992 zurückfielen (Übersicht 16/U), sanken die Konsumquoten nicht nennenswert: Insgesamt blieb die Konsumquote zwischen 1999 und 2002 konstant, im ersten Quintil stieg sie weiter an (Übersicht 17/U). Diese Entwicklung ist deshalb besonders bemerkenswert, weil gleichzeitig die Netto-Einkommen in den USA trotz schwacher Konjunktur weiter kräftig stiegen (Abbildung 4/U), in erster Linie als Folge einer massiven Senkung der direkten Besteuerung der Haushalte sowie zusätzlichen Transferleistungen (siehe dazu Schulmeister, 2004).

#### Übersicht 18/U: Veränderungen von Bewertungsvermögen 1) und Konsum nach Einkommensklassen in den USA

Absolute Differenzen der Relationen zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Bewertungsvermögen					Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Pensionsfonds	Insgesamt	Finanzvermögen brutto			
1992/1999									
QU1	-1,6	29,7	3,7	14,7	48,7	-16,1	63,2	44,5	
QU2	-4,6	40,6	10,3	21,3	62,2	-15,4	73,0	19,5	
QU3	-9,9	30,3	6,0	19,2	35,0	-21,0	46,0	6,1	
QU4	-10,8	31,0	9,3	18,7	44,8	-24,4	58,4	4,8	
QU5	-21,5	160,4	19,4	34,1	175,4	-30,0	184,0	2,5	
Insgesamt	-15,1	96,3	13,8	27,7	112,9	-25,2	123,0	5,6	
1999/2002									
QU1	7,2	-15,1	-9,4	-12,8	-58,6	-8,8	-42,6	6,5	
QU2	6,8	-22,3	-10,5	-17,9	-75,6	-8,1	-60,7	-5,3	
QU3	4,4	-21,5	-9,7	-22,8	-75,3	-9,6	-61,3	-0,8	
QU4	9,2	-28,4	-10,6	-29,7	-83,8	-9,3	-65,3	0,7	
QU5	15,8	-116,8	-25,9	-52,9	-221,1	-8,9	-196,4	-0,7	
Insgesamt	11,4	-70,8	-18,0	-39,1	-150,7	-9,1	-130,2	0,0	

1) Vermögen auf Grund von Bewertungsänderungen gegenüber 1992.

Die Stabilisierung der gesamten Konsumquote auf hohem Niveau und ihre Zunahme im 1. Quintil dürften durch die stark steigenden Immobilienpreise in den USA gefördert worden sein, von denen die einkommensschwächeren Haushalte deshalb besonders profitierten, weil für sie das Immobilienvermögen in Relation zu ihrem (niedrigen) Einkommen eine größere Bedeutung hat als für die Haushalte der anderen Quintile. Dementsprechend machten die

gesamten bzw. spezifischen Bewertungsgewinne aus Immobilienvermögen in den Jahren 2000 bis 2002 15,7% bzw. 11,4% ihres Netto-Einkommens aus, mehr als in jeder anderen Einkommensklasse (Übersichten 22/U und 23/U).

In Deutschland ist die gesamte Konsumquote zwischen 1999 und 2002 um 1,5 Prozentpunkte gefallen, wie in den USA ist sie aber in der untersten Einkommensklasse weiter gestiegen, nämlich von 116,8% auf 121,0% (Übersicht 16/D).

*Übersicht 19/U: Veränderungen von spezifischem Bewertungsvermögen 1) und Konsum nach Einkommensklassen in den USA*

*Absolute Differenzen der Relationen zum Netto-Einkommen in %*

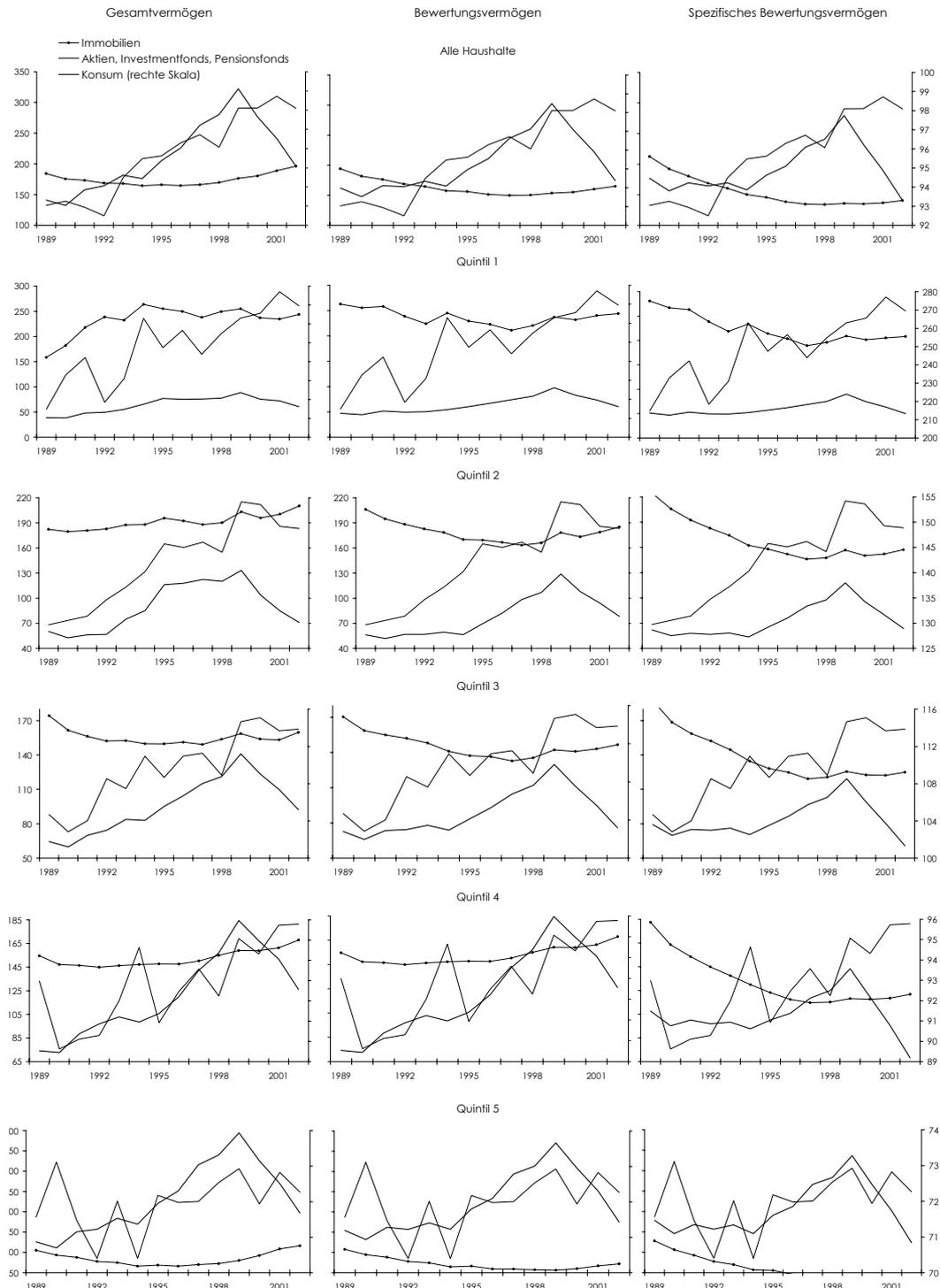
EK-Klassen	Immobilien	Spezifisches Bewertungsvermögen					Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Pensionsfonds	Insgesamt	Finanzvermögen brutto			
<i>1992/1999</i>									
QU1	-29,6	27,2	2,8	10,6	19,6	-25,5	15,5	44,5	
QU2	-26,0	37,3	8,5	15,5	31,0	-23,9	28,9	19,5	
QU3	-26,6	27,5	4,6	12,9	9,4	-30,2	13,0	6,1	
QU4	-26,8	28,1	7,6	10,8	18,2	-35,2	26,6	4,8	
QU5	-39,2	146,1	15,7	18,1	114,3	-40,3	115,5	2,5	
Insgesamt	-33,0	87,7	11,2	16,3	69,0	-35,3	71,3	5,6	
<i>1999/2002</i>									
QU1	-0,6	-15,7	-10,3	-14,1	-68,5	-11,8	-57,3	6,5	
QU2	0,4	-23,2	-11,4	-19,7	-84,0	-10,8	-72,8	-5,3	
QU3	-0,5	-22,5	-10,6	-25,5	-83,9	-12,9	-71,4	-0,8	
QU4	3,6	-30,3	-11,6	-33,5	-95,0	-13,2	-78,2	0,7	
QU5	8,4	-124,7	-28,8	-60,0	-249,1	-13,2	-227,5	-0,7	
Insgesamt	4,8	-75,2	-19,8	-44,0	-169,0	-13,0	-151,2	0,0	

1) Vermögen auf Grund von Bewertungsänderungen gegenüber 1992.

Die Abbildungen 20 fassen die Entwicklung der Vermögensquoten (Gesamt- und Bewertungsvermögen) und der Konsumquoten nach Einkommensklassen zusammen. Für die USA zeigt sich klar die unterschiedliche Entwicklung von Vermögens- und Konsumquoten: Je stärker die Vermögensquoten stiegen (insbesondere im 5. Quintil), desto geringer fiel der Anstieg der Konsumquote aus (dabei ist insbesondere die unterschiedliche Skalierung für die Konsumquoten zu beachten).

Abbildung 20/U: Vermögen und Konsum der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in den USA

In % des Netto-Einkommens



In Deutschland nahmen die Konsumquoten bis 1998 in allen Einkommensklassen zu, und zwar umso stärker, je geringer das durchschnittliche Haushaltseinkommen war. Danach nahm die

Konsumquote in der einkommensschwächsten Haushalte weiter zu, in allen andern Einkommensklassen ging sie hingegen deutlich zurück (Abbildung 20/D).

Wegen der nach Einkommensklassen unterschiedlichen Bedeutung des Immobilienvermögens bzw. des aktienkursabhängigen Finanzvermögens (Übersichten 16) und dem starken Anstieg der Aktienurse und Immobilienpreise zwischen 1992 und 1999 (letzteres gilt allerdings nur für die USA) hätte die Konsumquote in den einzelnen Einkommensklassen umso stärker steigen müssen, je höher die Relation der beiden Vermögensarten zum Netto-Einkommen ist (unter der Annahme, dass die Vermögenseffekte quer über die Einkommensklassen annähernd gleich hoch sind).

Abbildung 21/U: Vermögensquoten und absolute Veränderungen der Konsumquote nach Einkommensklassen 1992/99 in den USA

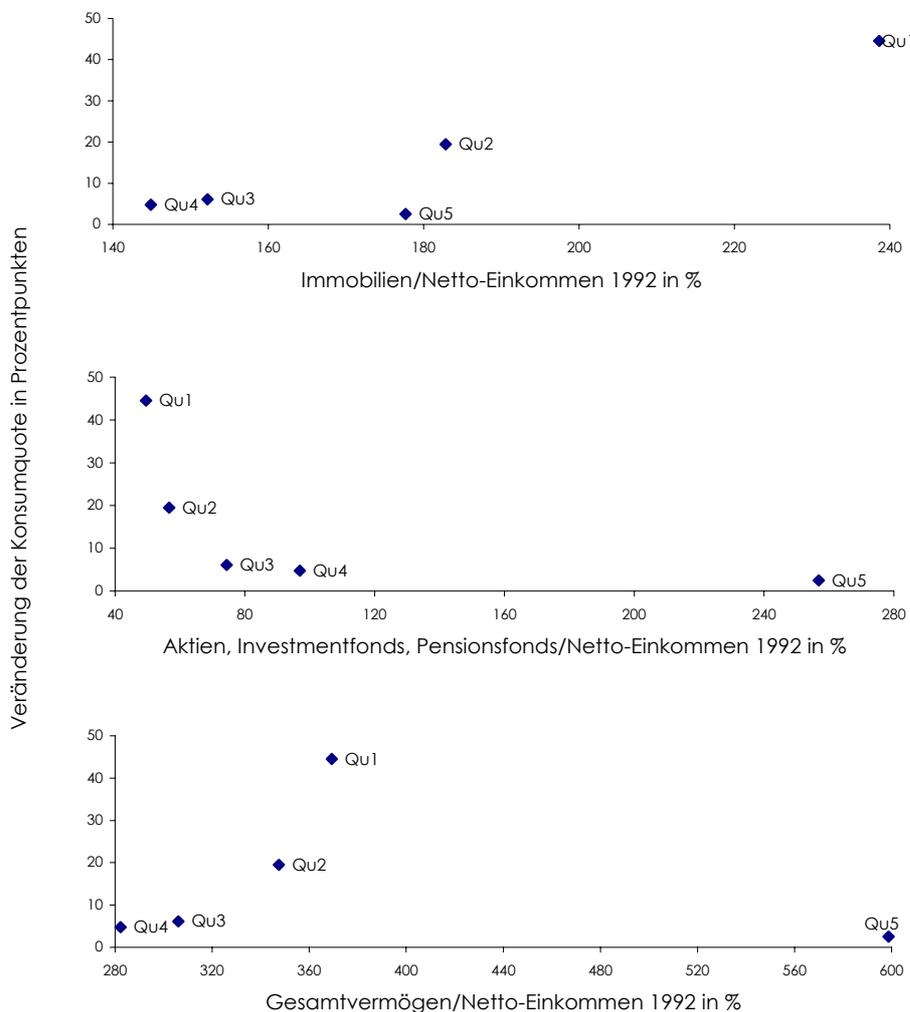


Abbildung 21/U zeigt, dass diese Erwartung für die US-Haushalte im Hinblick auf Immobilien zutrifft, allerdings mit Ausnahme des 5. Quintils, in dem die Konsumquote kaum gestiegen war. Im Hinblick auf das aktienkursabhängige Finanzvermögen ergab sich hingegen ein tendenziell negativer Zusammenhang. Dies gilt auch für die Haushalte in Deutschland, und

zwar sowohl hinsichtlich der Immobilien als auch des aktienkursabhängigen Vermögens (Abbildung 21/D).

#### 6.4 Verteilung der Bewertungsgewinne

Die Übersichten 20 dokumentieren die Verteilung der gesamten Bewertungsgewinne auf die einzelnen Einkommensklassen. Dabei wurde angenommen, dass die Bewertungsgewinne je Vermögenseinheit für alle Klassen gleich hoch sind. Dementsprechend wurden die jährlichen Bewertungsgewinne im Verhältnis der Vermögensanteile der Einkommensklassen am Ende des Vorjahrs aufgeteilt (die Verteilung der spezifischen Bewertungsgewinne wird nicht dargestellt, da sie jener der gesamten Bewertungsgewinne entspricht).

*Übersicht 20/U: Verteilung der Bewertungsgewinne, der Netto-Einkommen und der Konsumausgaben in den USA*

*Anteile der EK-Klassen an den kumulierten Werten in %*

EK-Klassen	Immobilien	Bewertungsgewinne				Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Netto-Einkommen	Alle Einkommen	Konsumausgaben
		Aktien	Finanzvermögen brutto Investmentfonds	Pensionsfonds	Insgesamt					
1993/1999										
QU1	5,5	1,0	1,1	1,3	1,5	3,0	2,0	3,7	3,2	9,6
QU2	10,4	3,4	6,0	4,7	4,7	6,6	5,4	9,1	8,0	13,7
QU3	13,9	4,8	7,1	8,5	6,7	13,5	7,6	15,3	13,0	17,6
QU4	21,8	7,9	15,8	16,7	11,9	23,8	13,2	24,2	20,9	23,4
QU5	48,4	82,8	70,0	68,9	75,3	53,1	71,7	47,8	54,8	35,8
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2000/2002										
QU1	4,7	-0,6	-1,9	-1,1	-0,8	3,0	2,0	3,6	4,6	9,8
QU2	9,7	-2,3	-4,7	-3,7	-2,9	7,0	2,1	8,9	11,1	13,7
QU3	12,9	-3,9	-7,8	-8,8	-5,7	14,0	-0,4	15,2	18,1	17,7
QU4	21,1	-10,2	-13,5	-18,6	-12,9	25,7	-6,9	24,1	27,4	23,3
QU5	51,6	-83,0	-72,1	-67,9	-77,7	50,4	-96,9	48,2	38,8	35,5
Insgesamt	100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	100,0	-100,0	100,0	100,0	100,0

Wegen der hohen Konzentration des Finanzvermögens in den USA, insbesondere der aktienkursabhängigen Komponenten, entfielen 75,3% der zwischen 1992 und 1999 kumulierten Bewertungsgewinne aus Finanzvermögen auf das 5. Quintil (bei „capital gains“ aus dem Besitz von Aktien erreichte dieser Anteil sogar 82,8%), auf das 1. Quintil entfielen hingegen nur 1,5% (Übersicht 20/U). Da der Immobilienbesitz relativ breiter gestreut ist, war die Verteilung der entsprechenden Bewertungsgewinne weniger ungleich als jene aus Finanzvermögen.

Die (hypothetischen) Einkommen aus dem Halten aller Vermögensarten (einschließlich des „Negativvermögens“ der Finanzverbindlichkeiten) waren in den USA 1993/99 wesentlich ungleicher verteilt als das Netto-Einkommen aus der Beteiligung am Produktionsprozess. Wegen der quantitativen Bedeutung der „capital gains“ in den USA war deshalb auch das (hypothetische) Gesamteinkommen (Bewertungsgewinne und Netto-Einkommen) 1993/99 merklich ungleicher verteilt als das Netto-Einkommen (Übersicht 20/U).

Für die Jahre 2000/2002 gilt das Gegenteil, da die Bewertungsverluste aufgrund des Verfalls der Aktienkurse viel größer waren als die Bewertungsgewinne durch die steigenden

Immobilienpreise. Dadurch mussten insbesondere die Haushalte im 5. Quintil insgesamt dramatische Bewertungsverluste in Kauf nehmen, lediglich im 1. und 2. Quintil fielen die Bewertungsgewinne aus Immobilienbesitz höher aus als die Bewertungsverluste aus Finanzvermögen (Übersicht 20/U).

In Deutschland zeigt sich für Aktien und Investmentzertifikate ein ähnliches Bild, allerdings war die Verteilung der Bewertungsgewinne 1993/1999 bzw. der Bewertungsverluste 2000/2002 etwas weniger ungleich als im Fall der US-Haushalte (Übersicht 20/D).

*Übersicht 21/U: Kumulierte Bewertungsgewinne und Konsumausgaben in den USA  
In Relation zum Netto-Einkommen in %*

EK-Klassen	Immobilien	Bewertungsgewinne				Insgesamt	Gesamtvermögen netto	Netto-Einkommen	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Pensionsfonds	Finanzvermögen brutto				
1993/1999									
QU1	8,2	5,3	0,9	3,2	14,9	23,2	100,0	251,5	
QU2	6,3	7,1	2,0	4,6	18,7	25,0	100,0	145,0	
QU3	5,0	5,9	1,4	4,9	15,7	20,8	100,0	110,5	
QU4	5,0	6,2	2,0	6,1	17,8	22,8	100,0	93,0	
QU5	5,6	32,7	4,4	12,7	56,9	62,5	100,0	72,1	
Insgesamt	5,5	18,9	3,0	8,8	36,1	41,7	100,0	96,2	
2000/2002									
QU1	15,7	-2,6	-2,6	-2,3	-6,4	9,2	100,0	270,7	
QU2	12,9	-4,3	-2,5	-3,1	-9,0	3,8	100,0	150,5	
QU3	10,0	-4,3	-2,5	-4,4	-10,4	-0,5	100,0	114,2	
QU4	10,4	-7,0	-2,7	-5,9	-14,9	-4,6	100,0	95,3	
QU5	12,7	-28,6	-7,2	-10,8	-45,1	-32,5	100,0	72,3	
Insgesamt	11,9	-16,6	-4,8	-7,7	-28,0	-16,2	100,0	98,3	

Die Übersichten 21 und 22 dokumentieren die unterschiedliche Bedeutung der kumulierten Bewertungsgewinne in Relation zum kumulierten Netto-Einkommen in den einzelnen Haushaltsklassen. In den USA machten die Bewertungsgewinne aus Finanzvermögen 1993/1999 im obersten Quintil 56,9% des Netto-Einkommens aus, im untersten Quintil hingegen nur 14,9% (spezifischen Bewertungsgewinne: 46,5% bzw. 10,3%). Die Bewertungsgewinne aus Immobilien waren deutlich kleiner (Übersichten 21/U und 22/U).

In den Jahren 2000 bis 2002 wurden die massiven Bewertungsverluste beim Finanzvermögen als Folge sinkender Aktienkurse teilweise durch „capital gains“ bei Immobilien ausgeglichen. Die einkommensschwächeren Haushalte, insbesondere jene im 1. Quintil, haben dadurch sogar insgesamt (über alle Vermögensarten) Bewertungsgewinne erzielt, da für sie Immobilien ein wesentlich größeres Gewicht haben als die aktienkursabhängigen Finanzvermögen Übersicht 21/U. Diese Entwicklung dürfte dazu beigetragen haben, dass die Konsumquote der einkommensschwachen US-Haushalte in der Phase seit 2000 weiter gestiegen ist.

Die Übersichten 21/D und 22/D verdeutlichen, wie gering die Bedeutung von Bewertungsgewinnen bzw. -verlusten für deutsche Haushalte ist. Dafür sind zwei Gründe maßgeblich: Erstens steigen die Preise von Immobilien in Deutschland im Vergleich zu den USA nur mäßig (dies war jedenfalls in der Untersuchungsperiode der Fall) und zweitens haben

jene Vermögen, deren Preise enormen Schwankungen unterliegen, nämlich Aktien und Investmentfonds, im Portfolio deutscher Haushalte nur ein geringes Gewicht.

Übersicht 22/U: Kumulierte spezifische Bewertungsgewinne und Konsumausgaben in den USA  
In Relation zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Spezifische Bewertungsgewinne			Insgesamt	Gesamtvermögen netto	Netto-Einkommen	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Pensionsfonds				
1993/1999								
QU1	3,8	4,9	0,7	2,5	10,3	15,6	100,0	251,5
QU2	2,9	6,6	1,7	3,6	13,7	18,0	100,0	145,0
QU3	2,3	5,5	1,2	3,9	11,6	15,4	100,0	110,5
QU4	2,3	5,7	1,7	4,8	13,4	17,5	100,0	93,0
QU5	2,6	30,3	3,8	9,9	46,5	50,8	100,0	72,1
Insgesamt	2,6	17,5	2,6	6,9	28,9	33,1	100,0	96,2
2000/2002								
QU1	11,4	-3,0	-3,0	-3,0	-11,4	1,5	100,0	270,7
QU2	9,4	-4,8	-2,9	-4,1	-13,8	-3,0	100,0	150,5
QU3	7,3	-4,8	-2,8	-5,7	-15,0	-6,0	100,0	114,2
QU4	7,6	-7,8	-3,1	-7,7	-20,3	-10,8	100,0	95,3
QU5	9,3	-32,0	-8,3	-14,0	-57,7	-46,5	100,0	72,3
Insgesamt	8,7	-18,6	-5,6	-10,0	-36,6	-26,1	100,0	98,3

## 6.5 Vermögenseffekte von Immobilien und Finanzkapital nach Einkommensklassen

Aufgrund der bisherigen Untersuchungen über die Entwicklung von Vermögens- und Konsumquoten nach Einkommensklassen 1992/99 und 1999/2002 verbleiben zwei Interpretationsmöglichkeiten:

- Vermögenseffekte sind in den einkommensschwächeren Haushaltsklassen größer als im oberen Bereich der Einkommenspyramide oder
- „Asset prices“ beeinflussen die Konsumnachfrage nicht durch ihre Auswirkungen auf den Wert des Real- und Finanzvermögens („direct channel“), sondern auf indirektem Weg, etwa weil Aktienkurssteigerungen die Wirtschaftserwartungen verbessern („indirect channel“).

Um Hinweise darüber zu gewinnen, welche der beiden Hypothesen eher zutrifft, sollen zunächst die jährlichen Realisationen von Vermögens- und Konsumquoten der einzelnen Einkommensklassen in Streudiagrammen dargestellt werden, und zwar differenziert nach Gesamtvermögen, (gesamtem) Bewertungsvermögen und spezifischem Bewertungsvermögen. Dabei erfolgt die Darstellung getrennt für Immobilien und das aktienkursabhängige Finanzvermögen. Danach wird der (statistische) Zusammenhang zwischen diesen beiden Vermögensarten und dem Konsum als abhängiger Variabler durch (multiple) Regressionsgleichungen quantifiziert (wie in den Übersichten 10 bis 12, aber differenziert nach Einkommensklassen).

Abbildung 22/U: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommens-Klassen in den USA

Immobilien/Gesamtvermögen

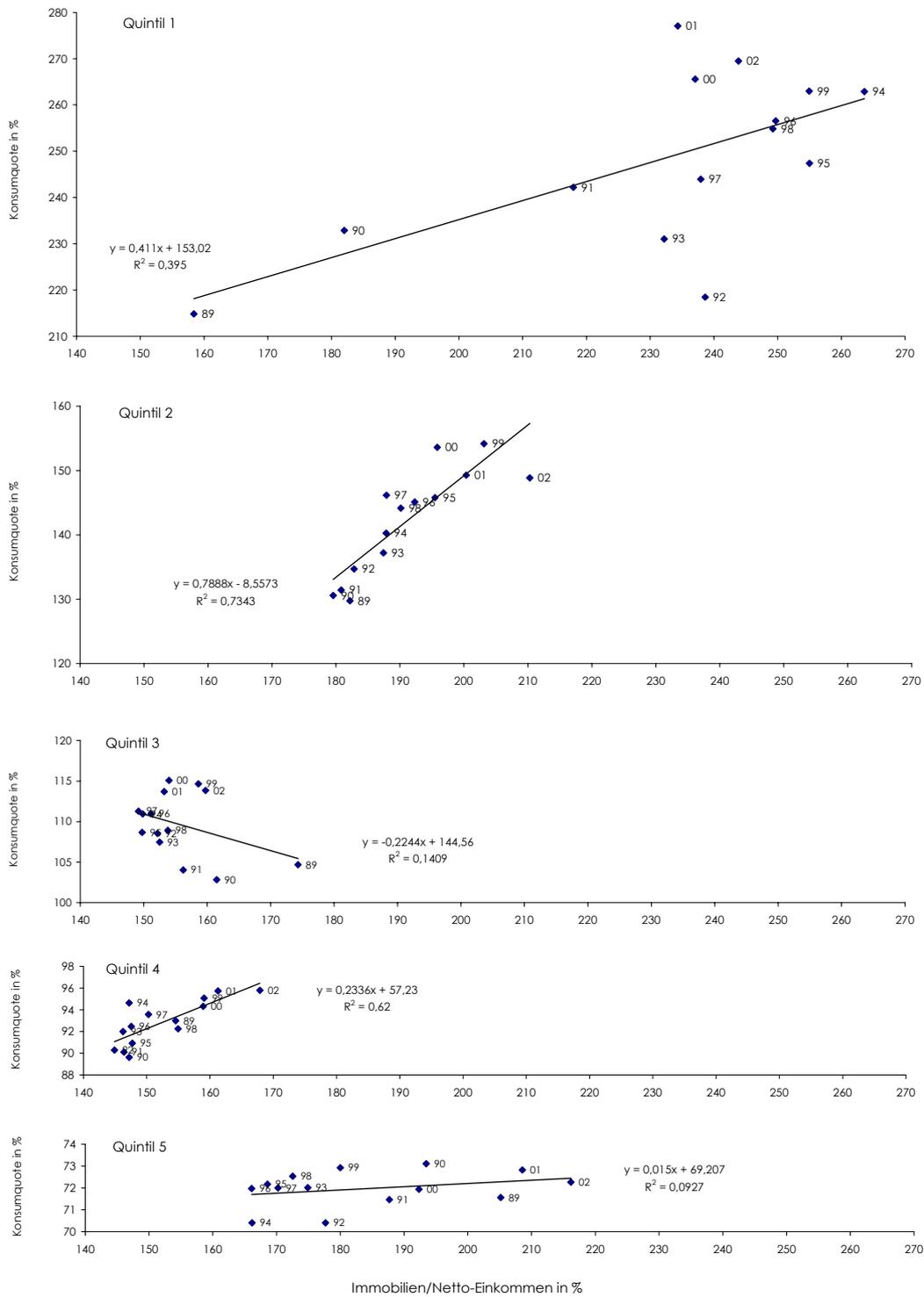


Abbildung 23/U: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommens-Klassen in den USA

Immobilien/Bewertungsvermögen

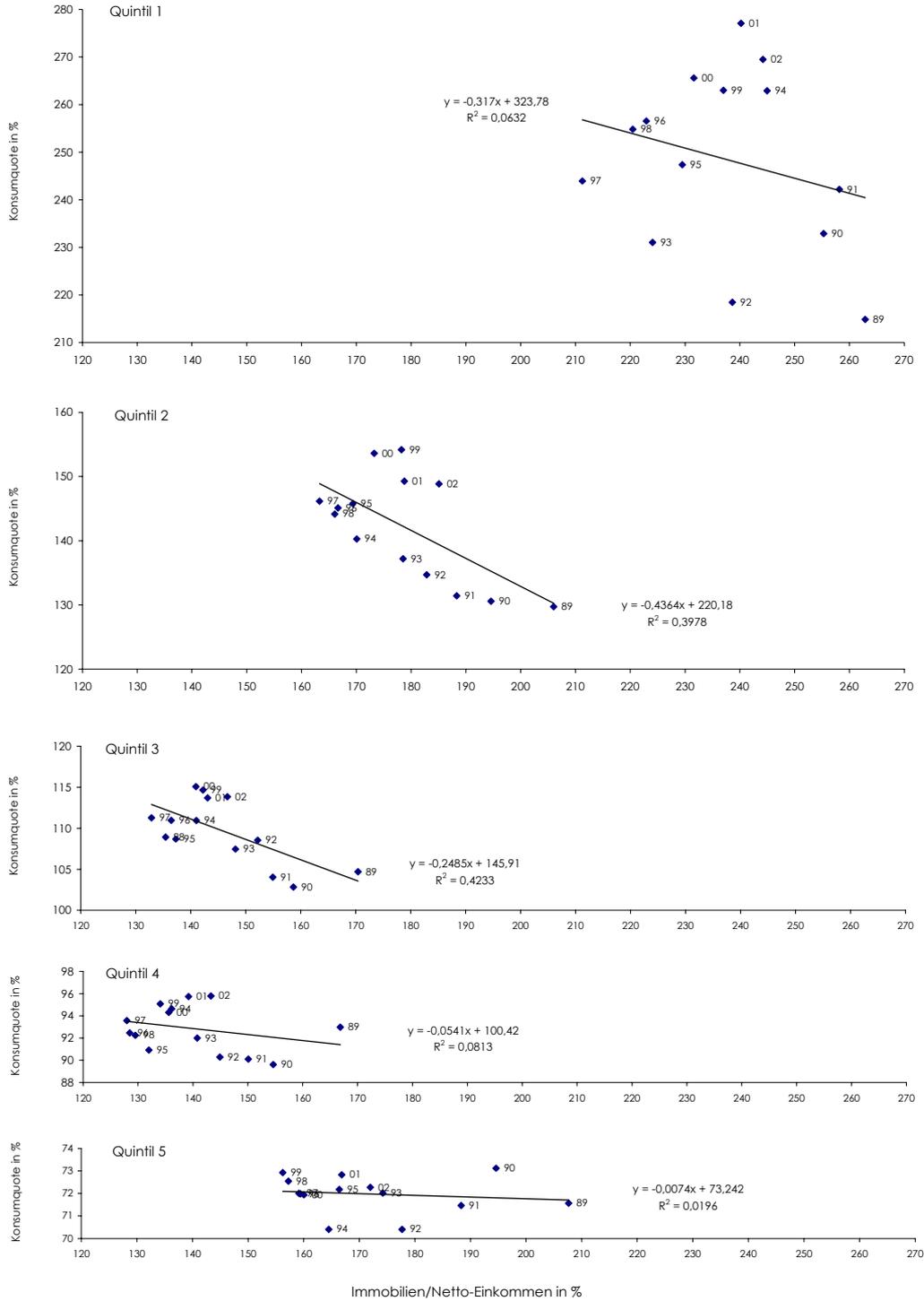


Abbildung 24/U: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommens-Klassen in den USA

Immobilien/Spezifisches Bewertungsvermögen

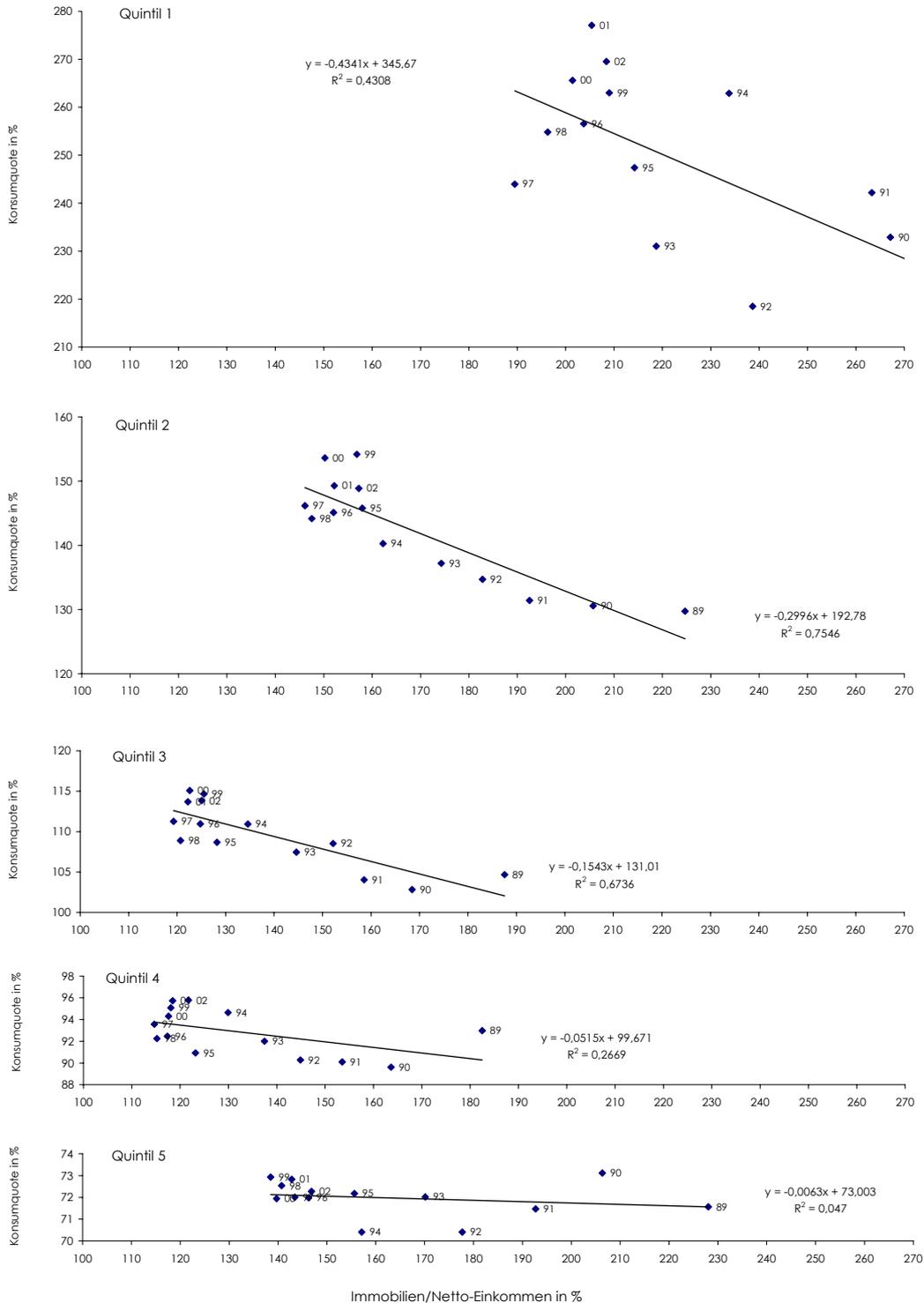


Abbildung 22/U zeigt, dass zwischen dem gesamten Immobilienvermögen der US-Haushalte und ihrem Konsum in den Quintilen 1, 2 und 4 ein relativ enger, positiver Zusammenhang besteht: Steigt das Immobilienvermögen (relativ zum Netto-Einkommen), so nimmt auch die

Konsumquote zu. Dieser Zusammenhang ist allerdings in den Quintilen 3 und 5 statistisch nicht signifikant und in Quintil 3 überdies negativ (die unterschiedlichen Höhen der Y-Achse in den 5 Streudiagrammen wurden gewählt, um die vom untersten zum obersten Quintil sinkende Spannweite der Konsumquoten zumindest teilweise zu berücksichtigen).

Untersucht man die Beziehung zwischen Konsum und dem gesamten bzw. spezifischen Bewertungsvermögen, so ergibt sich in allen Einkommensklassen ein negativer Zusammenhang. Auch wenn diese (statistischen) Ergebnisse ökonomisch deshalb mit Vorsicht zu interpretieren sind, weil nur eine Vermögensvariable spezifiziert wird (die Veränderung der Konsumquote wird nur in Relation zur Veränderung der Immobilienquote gesetzt), so deutet dies doch auf eine relativ größere Bedeutung des „indirect channel“ hin: Die Entwicklung von Gesamt- und Bewertungsvermögen von Immobilien unterscheidet sich durch die Wohnbauinvestitionen der Haushalte (die Akkumulationskomponente) – wenn nun die Veränderungen der Konsumquote mit jenen des Gesamtvermögens von Immobilien enger korreliert sind als mit jenen des Bewertungsvermögens, so dürften nicht spezifizierte Variable wie die Wirtschaftserwartungen wirksam sein, welche sowohl den Konsum als auch die Wohnbauinvestitionen stimulieren.

In Deutschland sind das gesamte Immobilienvermögen und die Konsumquote nur in der höchsten Einkommensklasse positiv und relativ eng korreliert ( $R^2=0,50$ ), der Zusammenhang zwischen den beiden Bewertungsvermögen von Immobilien und der Konsumquote ist hingegen zumeist insignifikant oder negativ (Abbildungen 22/D bis 24/D). Auch diese Beobachtungen sprechen gegen die Wirksamkeit direkter Vermögenseffekte (=Bewertungseffekte) und eher dafür, dass Konsum und Wohnbauinvestitionen der Haushalte von anderen Variablen mitbeeinflusst werden.

Zwischen dem gesamten aktienkursabhängigen Finanzvermögen (Aktien, Investment- und Pensionsfonds) in Relation zum Netto-Einkommen und der Konsumquote ergab sich in den USA zwischen 1989 und 2002 in allen Quintilen ein positiver Zusammenhang, wobei die marginale Konsumneigung aus diesem Finanzvermögen mit der Einkommenshöhe sinkt: Im 1. Quintil beträgt sie (allerdings auf Basis einer Einfachregression ermittelt) 0,85, im 5. Quintil hingegen nur 0,004 – dies würde bedeuten, dass die einkommensschwächsten Haushalte auf eine Steigerung ihrer aktienabhängigen Finanzvermögen um 1 \$ mit einer Ausweitung ihres Konsums um 85 Cents reagieren, die einkommensstärksten Haushalte aber nur um 0,4 Cents. Dieses unplausible Resultat kommt deshalb zustande, weil die Einfachregression zwei, für die Entwicklung von Konsum und aktienkursabhängigem Vermögen in den USA typische Entwicklungen kausal verknüpft:

- Die Konsumquote ist in den neunziger Jahren in den USA umso stärker gestiegen, je geringer das Haushaltseinkommen war.
- Der Wert von Aktien, Investmentzertifikaten und Pensionsfondsanteilen ist als Folge des Aktienbooms umso stärker gestiegen, je höher das Haushaltseinkommen war (da die entsprechenden Vermögensquoten mit der Einkommenshöhe markant steigen).

Auch die Abfolge der Determinationskoeffizienten lässt es unwahrscheinlich erscheinen, dass die in Abbildung 26/U dargestellten und durch die Regressionskoeffizienten quantifizierten Zusammenhänge auf direkte Vermögenseffekte zurückzuführen sind: Am engsten ist der

statistische Zusammenhang in den 3 unteren Quintilen, für die das aktienkursabhängige Finanzvermögen relativ wenig Gewicht hat, am stärksten in den beiden höchsten Quintilen, auf die fast 90% dieser Vermögen entfallen (Übersicht 14/U).

Abbildung 25/U: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommens-Klassen in den USA

Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds/Gesamtvermögen

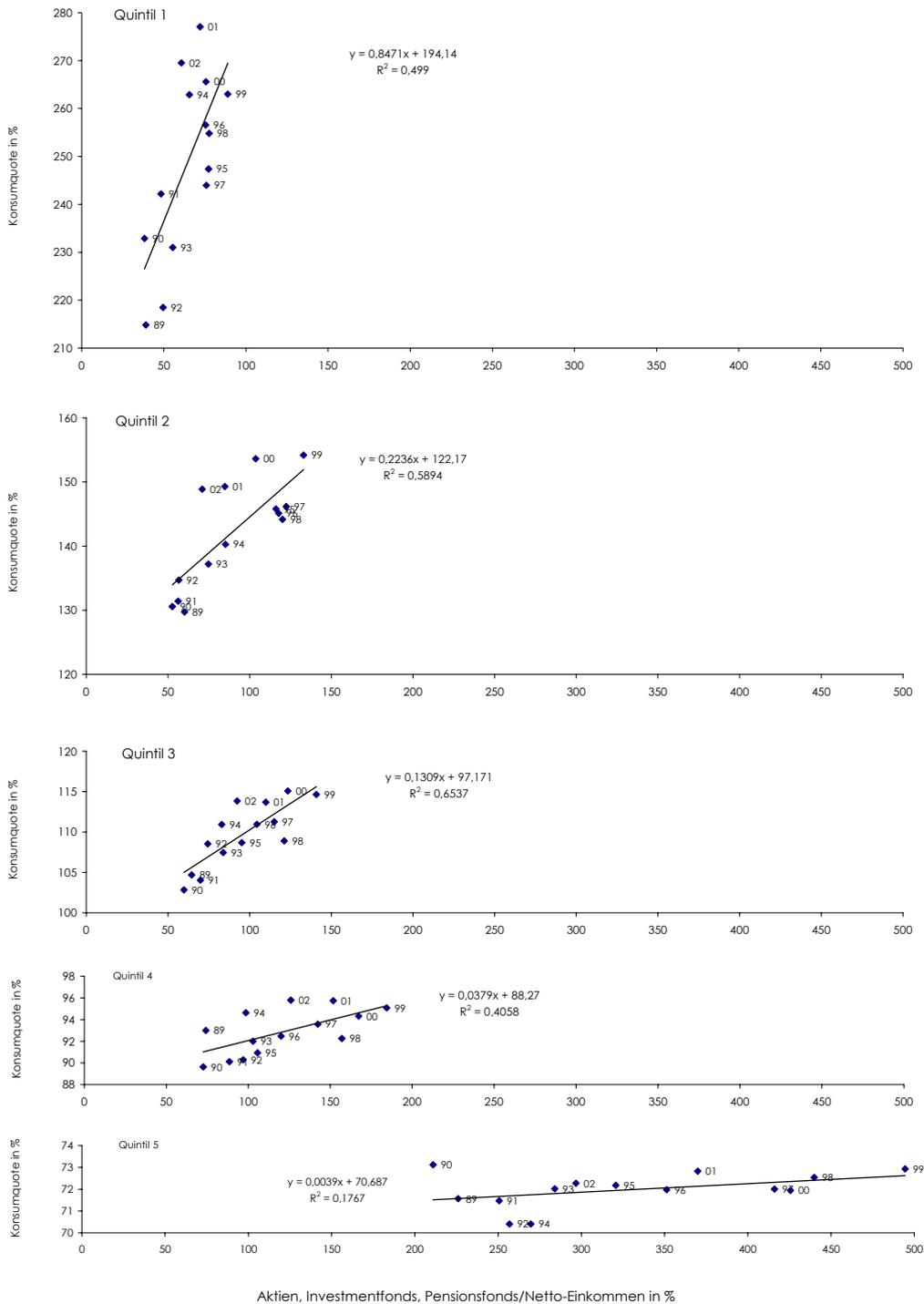


Abbildung 26/U: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommens-Klassen in den USA

Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds/Bewertungsvermögen

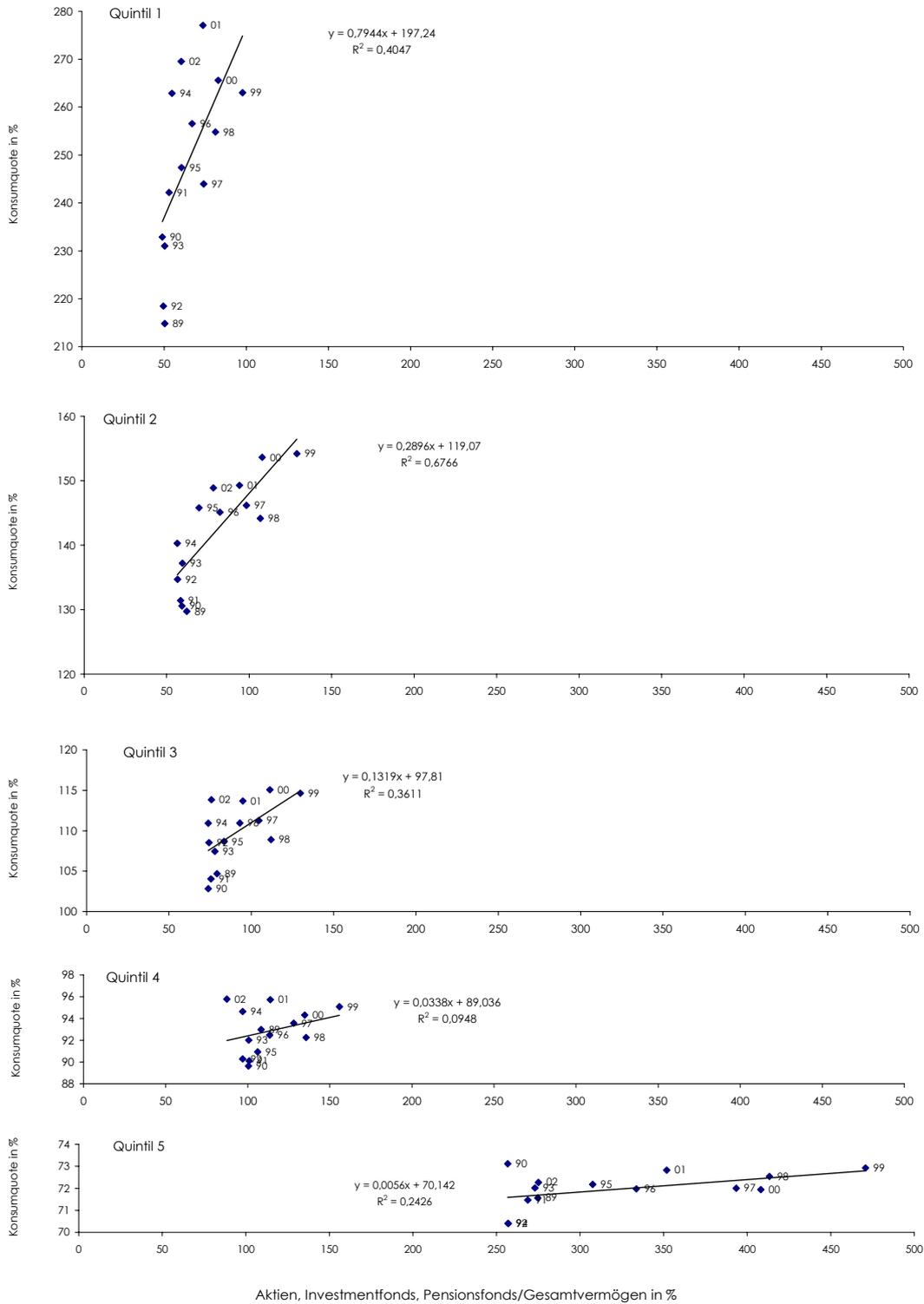
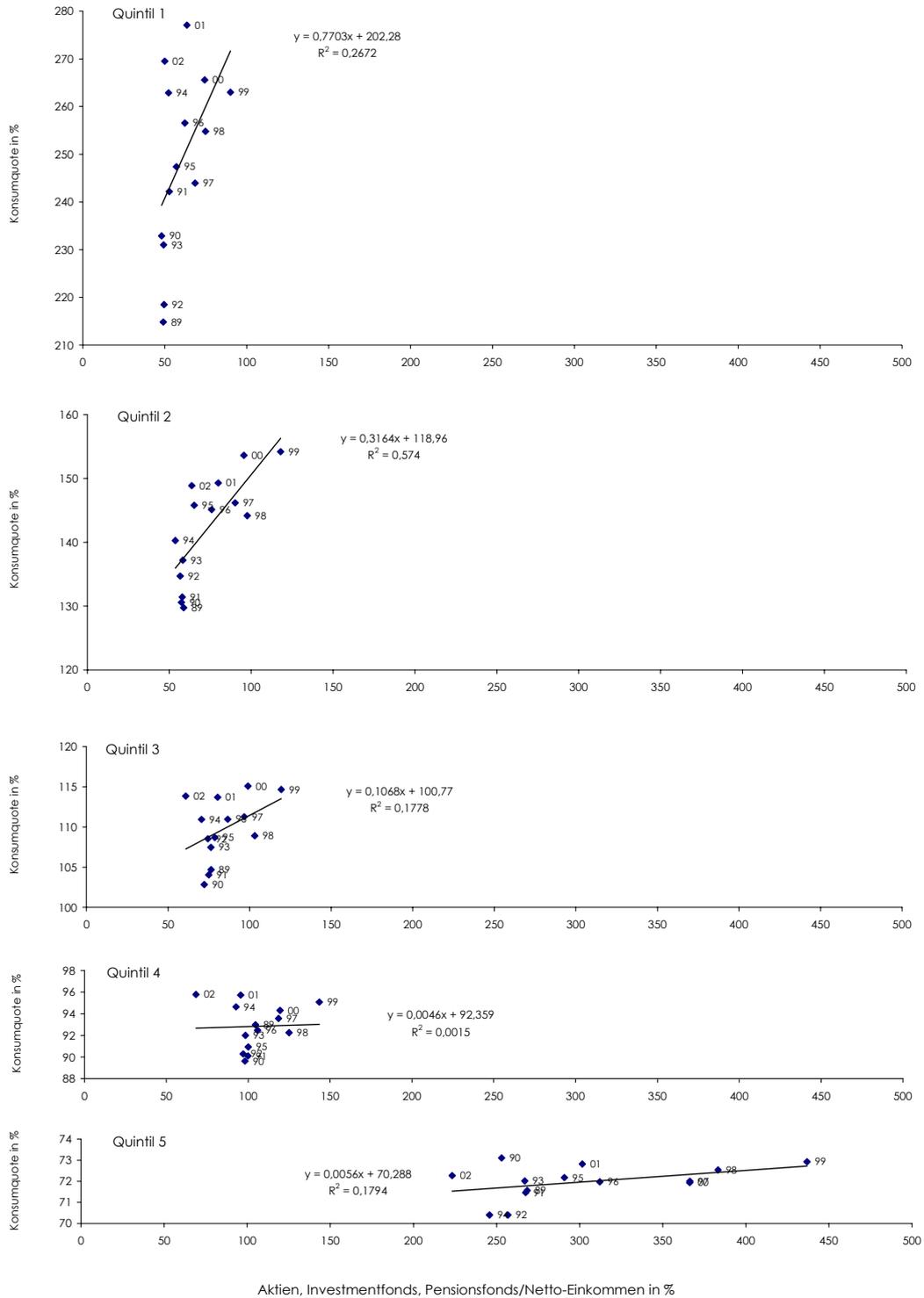


Abbildung 27/U: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommens-Klassen in den USA

Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds/Spezifisches Bewertungsvermögen



Ein empirisch gesichertes Ergebnis in dem Sinn, dass die einkommensschwächeren Haushalte wesentlich stärker auf Änderungen ihres Finanzvermögens reagieren als Haushalte am oberen Ende der Einkommenspyramide, entspräche auch kaum den Erwartungen der

Lebenszyklustheorie unter Unsicherheit, da für einkommens- und vermögensschwache Haushalte das Vorsorgesparen eine relativ größere und Vermögenseffekte daher eine relativ kleinere Bedeutung haben sollten als für „reiche“ und damit besser abgesicherte Haushalte.

Der statistische Zusammenhang zwischen den beiden Arten von aktienkursabhängigen Bewertungsvermögen und dem Konsum ist in fast allen Fällen schwächer als zwischen dem gesamten aktienkursabhängigen Finanzvermögen und dem Konsum (vergleiche die Determinationskoeffizienten in den Abbildungen 25/U bis 27/U). Dies deutet wie im Fall des Immobilienvermögens darauf hin, dass nicht direkte Vermögenseffekte die Ursache für die nach Quintilen unterschiedliche Konsumententwicklung waren, sondern (möglicherweise) indirekte Effekte: So mag der Aktienboom der neunziger Jahre die Wirtschaftserwartungen der Haushalte immer mehr verbessert haben, was gemeinsam mit anderen Faktoren dazu beigetragen haben könnte, dass die einkommensschwächeren (und dadurch in ihrem Konsum am stärksten beschränkten) Haushalte ihren Konsum besonders stark ausweiteten.

In Deutschland zeigte sich eine widersprüchliche Entwicklung:

- In der untersten Einkommensklasse ergab sich ein enger positiver Zusammenhang zwischen der aktienkursabhängigen Vermögensquote und der Konsumquote, zwischen den beiden Arten von Bewertungsvermögen und dem Konsum war der Zusammenhang hingegen insignifikant und negativ (Abbildungen 25/ bis 27/D). Dies deutet auf eine potentielle Wirksamkeit indirekter Effekte von Aktienkurssteigerungen auf die Konsumnachfrage der einkommensschwächeren Haushalte hin.
- In der höchsten Einkommensklasse – auf sie entfällt etwa die Hälfte der aktienkursabhängigen Finanzvermögen - ergab sich hingegen weder für das Gesamtvermögen noch für die beiden Bewertungsvermögen ein statistisch signifikanter Zusammenhang mit dem Konsum. Dies ist umso bemerkenswerter als die aktienkursabhängigen Vermögensquoten in der höchsten Einkommensklasse besonders stark streuten. Demnach wären ausgerechnet bei den einkommens- und vermögensstärksten Haushalten weder direkte noch indirekte Effekte von Aktienkurssteigerungen auf die Konsumnachfrage wirksam gewesen.
- In den beiden mittleren Einkommensklassen zeigt sich hingegen ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem aktienkursabhängigen Bewertungsvermögen (nicht aber dem Gesamtvermögen) und der Konsumnachfrage. Dies deutet darauf hin, dass in diesen beiden Einkommensklassen direkte Vermögenseffekte wirksam waren.

Übersicht 23/U: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in den USA  
Stützperiode 1989-2002; abhängige Variable: Konsumquote der Einkommensklassen

EK-Klassen	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten							R <sup>2</sup>	D.W.
	Konstante	Insgesamt	Immobilien		Aktien, Investmentfonds, Pensionsfonds				
			Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch		
QU1	176,5	0,13				0,67		0,42	1,19
	-5,0	0,57			1,64			0,34	1,12
	156,8		0,16			0,86			
	1,7		0,47			2,72			
	316,9			-0,37			0,24	0,35	1,57
	5,2			-1,97			0,56		
QU2	17,9	0,59				0,14		0,89	1,81
	1,0	6,09			4,49			0,74	0,73
	156,4		-0,18			0,24			
	6,9		-1,66			4,43			
	168,8			-0,23			0,15	0,82	1,04
	14,4			-4,46			2,53		
QU3	105,5	-0,05				0,13		0,60	1,23
	5,6	-0,45			4,10			0,45	1,01
	123,5		-0,15			0,09			
	6,9		-1,49			1,63			
	128,3			-0,15			0,02	0,62	1,55
	17,0			-4,15			0,45		
QU4	62,4	0,19				0,02		0,60	2,09
	6,9	2,88			1,16			0,14	1,06
	92,5		-0,02			0,03			
	7,8		-0,34			0,87			
	100,8			-0,05			-0,01	0,14	1,43
	18,8			-2,01			-0,27		
QU5	66,6	0,02				0,00		0,20	2,72
	25,9	1,68			2,05			0,15	2,51
	65,4		0,02			0,01			
	14,4		1,13			2,01			
	70,4			0,00			0,01	0,01	2,24
	28,0			0,00			1,24		
Gesamt	74,9	0,08				0,03		0,73	0,88
	13,2	2,61			5,47				
	101,7		-0,06			0,02		0,50	0,48
	11,0		-1,39			1,64			
	105,3			-0,07			0,00	0,65	0,65
	26,5			-4,16			0,48		

Abschließend werden die Schätzungen von Regressionsgleichungen je Haushaltsklasse präsentiert, welche den in Abschnitt 5.5.5 für die Gesamtheit aller Haushalte vorgestellten Gleichungen (10) entsprechen.<sup>6)</sup> Zunächst sollen die wichtigsten Ergebnisse der Schätzungen für die USA zusammenfasst werden, und zwar für jene Gleichungen, welche nur zwei Vermögensarten als erklärende Variable spezifizieren, Immobilien und das in Aktien,

<sup>6)</sup> Auf eine panelökonomische Analyse wurde deshalb verzichtet, weil die originäre (nicht durch Interpolation abgeleitete) Datenmenge zu klein ist: Für die USA liegen Vermögensdaten für 5 Jahre und 5 Einkommensklassen vor, für Deutschland konnten nur Daten der Einkommens- und Verbrauchstichproben 1993, 1998 und (partiell) 2003 verwendet werden.

Investment- und Pensionsfonds angelegte Finanzvermögen (jeweils differenziert in das Gesamt- und die beiden Bewertungsvermögen – Übersicht 23/U):

- Für die Gesamtheit aller Haushalte entsprechen die Ergebnisse jenen für die Periode 1982 bis 2002 (Übersicht 12/U); die marginale Konsumneigung aus Immobilienvermögen (0,08) ist merklich höher als aus dem aktienkursabhängigen Finanzvermögen (0,03), beide Koeffizienten sind signifikant von Null verschieden. Werden statt des Gesamtvermögens die beiden Bewertungsvermögen als erklärende Variable verwendet, so ergeben sich entweder negative Koeffizienten (Immobilien) oder sie sind insignifikant (aktienkursabhängiges Finanzvermögen). Dieses Ergebnis spricht gegen die Wirksamkeit direkter Vermögenseffekte im Sinne der Lebenszyklustheorie.
- Die statistisch einigermaßen zufriedenstellenden Schätzergebnisse auf Basis des Gesamtvermögens (der niedrige DW-Koeffizient verweist freilich auf eine unvollständige Modellspezifikation) dürften teilweise ein Aggregationsphänomen sein. Denn nur in den Quintilen 2 und 4 sind die Koeffizienten des Immobilienvermögens signifikant (aber unplausibel hoch), die Koeffizienten des aktienkursabhängigen Finanzvermögens sind in den Quintilen 2, 4 und 5 signifikant.
- Die marginale Konsumneigung aus aktienkursabhängigem Finanzvermögen nimmt laut Schätzgleichungen mit der Einkommenshöhe ab, im 1. Quintil liegt der Koeffizient bei 0,67 (dieser unplausibel hohe Wert ist allerdings nicht hinreichend signifikant, der t-Wert beträgt 1,64), im 5. Quintil nahe Null (dieser extrem niedrige Wert ist zugleich signifikant, der t-Wert beträgt 2,05). Diese Ergebnisse können aus den schon dargelegten Gründen nicht als Hinweis darauf interpretiert werden, dass direkte Vermögenseffekte den Konsum der einkommensschwächeren Haushalte in so hohem Maß beeinflussen. Vielmehr dürften zusätzliche, in den Gleichungen nicht erfasste Faktoren die Konsumnachfrage der Haushalte umso stärker stimuliert haben, je niedriger ihr Netto-Einkommen war (zu diesen Faktoren dürfte auch der Aktienboom gehört haben).
- Gegen die Wirksamkeit des „direct channel“ im Zusammenhang zwischen Vermögensänderungen und Konsum und für den „indirekt channel“ spricht auch das folgende Resultat der Schätzungen für die fünf Quintile: Gemessen am Determinationskoeffizienten, an der Signifikanz des Regressionskoeffizienten sowie seinem Vorzeichen sind statistische Qualität und inhaltliche Plausibilität der Gleichungen höher, wenn das gesamte Immobilienvermögen und das gesamte aktienkursabhängige Finanzvermögen als erklärende Variable verwendet werden als wenn die jeweiligen Bewertungsvermögen verwendet werden.

Übersicht 24/U: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in den USA  
Stützperiode 1989-2002; abhängige Variable: Konsumquote der Einkommensklassen

EK-Klassen	Konstante	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten										R <sup>2</sup>	D.W.
		Immobilien		Aktien		Investmentfonds		Pensionsfonds					
		Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch	Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch	Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch	Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch				
QU1	178,3	0,12										0,72	2,56
	6,9	0,71											
	186,4		0,21		1,70		-2,56				-0,43	0,56	2,00
	2,3		0,78		1,49		-0,87				-0,16		
QU2	242,8		0,04		1,91		-1,52				-1,55	0,55	2,24
	3,8		0,20		1,71		-0,43				-0,51		
	54,4	0,40			0,00		0,66			0,01		0,92	2,06
	2,7	3,62			0,00		3,09			0,12			
QU3	191,7		-0,15		1,12		1,49				-2,01	0,93	1,45
	10,5		-1,98		6,75		1,87				-3,66		
	163,8		-0,07		0,65		1,15				-1,16	0,91	1,41
	13,8		-1,16		3,94		1,39				-2,66		
QU4	109,4	-0,05			-0,09		0,57			0,04		0,83	2,70
	8,7	-0,65			-0,81		3,10			0,47			
	111,1		0,06		0,71		0,76				-0,92	0,82	2,65
	8,8		0,88		4,72		0,96				-2,29		
QU5	112,8		0,05		0,56		1,00				-0,87	0,83	2,60
	12,3		0,78		3,91		1,21				-2,44		
	61,9	0,20			-0,08		0,21			-0,01		0,57	2,54
	6,4	2,89			-0,83		0,74			-0,13			
QU4	81,1		0,14		0,33		0,14				-0,24	0,46	1,92
	3,9		1,18		1,60		-0,12				-1,57		
	87,1		0,11		0,35		-0,08				-0,30	0,48	1,95
	6,5		1,21		1,25		-0,09				-2,68		
QU5	58,1	0,04			0,00		-0,04			0,06		0,13	2,92
	5,9	1,49			-0,07		-0,80			0,84			
	62,1		0,04		0,02		-0,04			0,00		0,07	2,85
	9,3		1,48		1,71		-0,43			0,13			
Gesamt	65,8		0,03		0,02		-0,06				-0,01	0,01	2,82
	13,6		1,29		1,64		-0,53				-0,24		
	89,5	-0,02			-0,09		0,19			0,10		0,91	2,34
	7,8	-0,36			-3,29		1,65			1,25			
Gesamt	97,1		0,02		0,09		-0,03				-0,13	0,83	1,33
	11,1		0,66		4,58		-0,17				-1,84		
	97,3		0,02		0,08		-0,01				-0,13	0,83	1,31
	16,9		0,73		2,76		-0,03				-2,01		

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Werden Aktien sowie die Anteile der Haushalte an Investment- und Pensionsfonds als eigenständige Vermögensvariable in den Gleichungen spezifiziert, so ergibt sich ein widersprüchliches Bild:

- Im 1. Quintil ist der Koeffizient des Aktienvermögens negativ und jener der Anteile an Investment- und Pensionsfonds positiv, wenn die Gesamtvermögen als Erklärende verwendet werden. Werden stattdessen die Bewertungsvermögen verwendet, so verhält es sich genau umgekehrt.
- In den Quintilen 2 und 3 sind die Koeffizienten des Bewertungsvermögens von Aktien größer und signifikanter als des entsprechenden Gesamtvermögens; dies würde die Hypothese der Relevanz direkter Vermögenseffekte im Sinne der Lebenszyklustheorie

stützen, wären die Koeffizienten nicht unplausibel groß und gleichzeitig jene des Bewertungsvermögens von Pensionsfondsanteilen noch größer, aber negativ.

- Bei weitem am schwächsten sind die Zusammenhänge zwischen Konsum, Immobilien und den aktienkursabhängigen Vermögenskomponenten im 5. Quintil, auf das der weitaus größte Teil dieser Vermögen entfällt.

Die Schätzergebnisse für Deutschland ergeben ein noch weniger kohärentes Bild als jene für die USA (dies mag auch an der im Vergleich zu den USA geringeren Qualität der Daten liegen, bedingt durch die Tatsache, dass die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe nur für 3 Erhebungsjahre verfügbar war sowie durch die über die Zeit konstanten Einkommensgrenzen und die damit verbundenen „Wanderungen“ der Haushalte zwischen den Einkommensklassen):

- Nur in der untersten Einkommensklasse ist der Koeffizient des gesamten aktienkursabhängigen Finanzvermögens (hoch)signifikant (Übersicht 23/D); gleichzeitig ist er am größten von allen Einkommensklassen, obwohl diese Vermögensarten im Portfolio der einkommensschwächeren Haushalte ein viel kleineres Gewicht haben als im Portfolio der übrigen Haushaltsklassen (die Versicherungsguthaben wurden miterfasst, weil sie auch Ansprüche zwecks Altersversorgung umfassen, auch wenn diese für deutsche Haushalte eine viel geringere Bedeutung haben als für US-Haushalte).
- Verwendet man statt des gesamten Vermögens die entsprechenden Bewertungsvermögen, so werden die Koeffizienten in der untersten Einkommensklasse negativ, und zwar sowohl im Hinblick auf das aktienkursabhängige Finanzvermögen als auch auf Immobilien. Dies würde auch für Deutschland gegen die Wirksamkeit von direkten Vermögenseffekten im Sinne der Lebenszyklustheorie sprechen.
- In den übrigen Einkommensklassen sind die Koeffizienten des Gesamtvermögens im Fall der Finanzvermögenskomponenten insignifikant und bei Immobilien in nur in einem Fall signifikant positiv, die Koeffizienten der aktienkursabhängigen Bewertungsvermögen sind hingegen in fünf von 6 Fällen (einigermaßen) signifikant und positiv (dies gilt daher auch für die Gesamtheit aller Haushalte).
- Dies kann allerdings deshalb nur als schwacher Hinweis auf die mögliche Wirksamkeit direkter Vermögenseffekte gedeutet werden, weil die Determinationskoeffizienten der Gleichungen mit dem Bewertungsvermögen relativ klein sind und die Koeffizienten des Immobilienvermögens in allen Fällen negativ sind (während sie bei Verwendung der Gesamtvermögensdaten positiv sind).

Werden Aktien, Investmentzertifikate sowie die Versicherungsguthaben als eigenständige Variable spezifiziert, so ergibt sich folgendes Bild (Übersicht 24/D - die Schätzergebnisse sind allerdings allein schon wegen der geringen Zahl an Freiheitsgraden mit Vorsicht zu interpretieren):

- Die Koeffizienten des Aktienvermögens sind in den Gleichungen für die Einkommensklassen 2 bis 4 sowie die Gesamtheit aller Haushalte auf Basis des Gesamtvermögens signifikant positiv, auf Basis der Bewertungsvermögen hingegen entweder insignifikant oder negativ.

- Genau umgekehrt verhält es sich mit den Koeffizienten der Investmentzertifikate, allerdings sind sie unplausibel hoch; so scheint es nahezu unmöglich, dass eine Zunahme des Werts von Investmentzertifikaten um 100 € als Folge steigender „asset prices“ einen Anstieg des Gesamtkonsums um 47 € bzw. 43 € induziert.
- Die Koeffizienten der beiden Bewertungsvermögen von Versicherungsguthaben sind vermutlich deshalb überwiegend negativ, weil diese Vermögenskomponente ausschließlich durch Akkumulation steigt (siehe dazu die Ausführungen in Abschnitt 5.4) und die Bewertungsvermögen in Relation zum Netto-Einkommen daher sinken (Übersichten 18/D und 19/D).
- Die Koeffizienten des Gesamt- und Bewertungsvermögens von Immobilien sind in den Gleichungen für die Einkommensklassen 2 und 3 sowie für die Gesamtheit der Haushalte positiv und signifikant von Null verschieden, auch ist die Höhe der so geschätzten marginalen Konsumneigung aus Immobilienvermögen plausibler als etwa jene aus Investmentzertifikaten. Diese Ergebnisse lassen die Wirksamkeit von Vermögenseffekten hinsichtlich der Immobilien wahrscheinlicher erscheinen als hinsichtlich der aktienkursabhängigen Finanzvermögen - wegen der insignifikanten oder signifikant negativen Koeffizienten von Immobilien in den Gleichungen der Einkommensklassen 1 und 4 ist aber auch diese Aussagen nicht hinreichend gesichert.

Insgesamt lassen die Ergebnisse der Schätzgleichungen für die USA und Deutschland vermuten, dass Änderungen der Immobilienpreise die Konsumdynamik in höherem Maß mitbestimmen als Änderungen der Aktienkurse. Während Aktienkurse die Konsumnachfrage nur in den USA nennenswert beeinflussen, und zwar primär als „leading indicator“ und damit als Bestimmungsgrund der Konsumentenstimmung („indirect channel“), dürften „housing prices“ den Konsum auch durch direkte Vermögenseffekte mitbeeinflussen, insbesondere in den USA.

## **7. Zusammenfassung und Evaluierung der Ergebnisse**

Zunächst werden die Ergebnisse der Studie über die langfristige Entwicklung des Real- und Finanzvermögens des gesamten Haushaltssektors in den USA und Deutschland seit 1960 und ihren Einfluss auf die Konsumnachfrage zusammenfasst:

- In den USA ist der Wert des Realvermögens (Immobilien) der Haushalte zwischen 1960 und 2002 geringfügig stärker gestiegen als ihr Netto-Einkommen, gleichzeitig entwickelte sich die Vermögensquote der Immobilien relativ stetig. Dieser Befund trifft auch für die Entwicklung des Immobilienvermögens deutscher Haushalte zu.
- Das Finanzvermögen (brutto) wies hingegen markant gegenläufige Trends auf: Zwischen 1960 und 1982 sank seine Relation zum Haushaltseinkommen, danach stieg diese bis 1999 stark an und ist seither wieder annähernd auf das Niveau im Jahr 1960 zurückgefallen.
- Diese Entwicklung war in erster Linie eine Folge der Dynamik der Aktienkurse, sie manifestierte sich daher am stärksten bei den aktienkursabhängigen Finanzvermögen, also dem (direkten) Besitz von Aktien sowie den Anteilen der US-Haushalte an Investment- und Pensionsfonds.

- In Deutschland entwickelte sich der Wert der von Haushalten gehaltenen Aktien ähnlich, doch ist ihr Gewicht am Haushaltsportfolio so gering, dass die Aktienkurse die Wertentwicklung des gesamten Haushaltsvermögens nur marginal beeinflussten.
- In den USA wird hingegen die Entwicklung der Real- und Finanzvermögen in zunehmendem Ausmaß durch „capital gains“ geprägt, die „echte“ Vermögensbildung durch Akkumulation verliert an Bedeutung. So trugen die Netto-Investitionen der US-Haushalte zwischen 1960 und 1972 etwa 32% zum gesamten Vermögenszuwachs bei, zwischen 1992 und 1999 hingegen nur mehr 12%.
- Diese Entwicklung manifestiert sich auch in der quantitativen Bedeutung der asset-spezifischen Bewertungsgewinne (jene, die über die Inflation hinausgehen): Diese machten zwischen 1992 und 1999 im Durchschnitt fast 30% des Netto-Einkommens der Haushalte aus. Der Besitz von Vermögen als Einkommensquelle gewinnt somit in den USA relativ zur Beteiligung am Produktionsprozess an Bedeutung.
- Dementsprechend wird die Dynamik des gesamten Haushaltsvermögens und seiner Komponenten in steigendem Maß durch die Entwicklung der beiden Bewertungsvermögen geprägt (jene hypothetischen Vermögen, deren Entwicklungspfad nur von den gesamten bzw. den asset-spezifischen Bewertungsänderungen bestimmt wird, nicht aber von der Vermögensbildung der Haushalte).
- Eine Analyse der langfristigen Entwicklung von Konsum, Einkommen und Vermögen des gesamten Haushaltssektors auf Basis von Jahresdaten seit 1960 ergibt für die USA folgende Beziehungen:
  - Der Zusammenhang zwischen dem Gesamtvermögen und dem Konsum ist größer als zwischen dem Bewertungsvermögen und dem Konsum. Noch geringer ist die Erklärungskraft des spezifischen Bewertungsvermögens für die Konsumententwicklung.
  - Die marginale Konsumneigung aus Immobilienvermögen liegt in den USA zwischen 0,05 und 0,08 und ist damit merklich höher als jene aus (aktienkursabhängigem) Finanzvermögen (sie liegt zwischen 0,03 und 0,04).
  - Die Zusammenhänge zwischen der Entwicklung des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte und ihren Konsumausgaben sind in der Periode 1982/2002 enger als zwischen 1960 und 1982.
- Für Deutschland konnten keine stabilen Beziehungen zwischen der Entwicklung des Aktienbesitzes und der sonstigen Finanzaktiva der Haushalte und ihrer Konsumnachfrage gefunden werden.

Die wichtigsten Ergebnisse der Untersuchung über die Beziehungen zwischen Real- und Finanzvermögen, Einkommen und Konsum nach Einkommensklassen der Haushalte lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

- Der Aktienbesitz der privaten Haushalte ist sowohl in den USA als auch in Deutschland viel stärker konzentriert als das Immobilienvermögen. So entfielen im Jahr 2001 82,6% des gesamten Aktienvermögens auf 9,9% aller Haushalte (sie gehören gleichzeitig dem 5. Einkommensquintil an). In Deutschland ist der Aktienbesitz etwas weniger konzentriert: Im

Jahr 2002 besaßen 43,6% der Haushalte in der höchsten Einkommensklasse – das waren 5,5% aller Haushalte – 50,1% des Aktienvermögens.

- In beiden Ländern haben (daher) die einkommensstärksten Haushalte vom Aktienboom 1992/99 am meisten profitiert. Die Konsumententwicklung nach Haushaltsklassen ergab in der gleichen Periode eine umgekehrte Abfolge: Die Konsumquoten sind in den einzelnen Einkommensklassen umso stärker gestiegen, je niedriger das Niveau der Einkommen und (damit auch) der aktienkursabhängigen Finanzvermögen war.
- Auch die Entwicklung von Vermögenswerten und Konsum seit dem Jahr 2000 entspricht nicht den Erwartungen der Lebenszyklustheorie. Obwohl die Vermögensquoten in den USA als Folge sinkender Aktienkurse innerhalb von drei Jahren wieder annähernd auf den Stand im Jahr 1992 zurückfielen, blieben die Konsumquoten stabil, die einkommensschwächsten Haushalte haben ihren Konsum sogar weiter über den Anstieg ihres Netto-Einkommens hinaus gesteigert (dies gilt auch für Deutschland).
- In den USA wurden die Stabilisierung der gesamten Konsumquote seit 2000 und ihre Zunahme im 1. Quintil durch die stark steigenden Immobilienpreise gefördert, von denen die einkommensschwächeren Haushalte deshalb besonders profitierten, weil für sie das Immobilienvermögen in Relation zu ihrem (niedrigen) Einkommen eine größere Bedeutung hat als für die Haushalte der anderen Quintile.
- Ökonometrische Analysen des Zusammenhangs zwischen Konsum- und Vermögensquoten nach Haushaltsklassen legen nahe, dass die plausiblen marginalen Konsumneigungen aus Immobilienvermögen und aus aktienkursabhängigem Finanzvermögen, welche sich für die USA auf Grund der Regressionsgleichungen für alle Haushalte ergeben, zumindest teilweise ein Aggregationsphänomen darstellen: Die Koeffizienten der Schätzgleichungen für die einzelnen Einkommensklassen sind nämlich viel weniger signifikant und teilweise negativ.
- Die marginalen Konsumneigungen aus aktienkursabhängigem Finanzvermögen nehmen laut Schätzgleichungen mit der Einkommenshöhe ab, überdies sind sie in den unteren Einkommensklassen unplausibel hoch. Diese Schätzergebnisse dürften deshalb kein ökonomisches Verhalten abbilden, sondern die Koinzidenz überdurchschnittlicher Konsumsteigerungen der einkommensschwächeren Haushalte und überdurchschnittlicher Vermögensgewinne der einkommensstärkeren Haushalte.
- Die Vermutung, dass nicht die Bewertungseffekte der „asset prices“ für die nach Einkommensklassen unterschiedliche Konsumdynamik in den neunziger Jahren bestimmend waren, sondern andere Faktoren wie etwa die Verbesserung der Konsumentenstimmung durch steigende Aktienkurse, wird durch das folgende Resultat der ökonometrischen Schätzungen gestützt: Die statistische Qualität und inhaltliche Plausibilität der Gleichungen ist höher, wenn das gesamte Immobilienvermögen und das gesamte aktienkursabhängige Finanzvermögen als erklärende Variable verwendet werden als wenn die jeweiligen Bewertungsvermögen verwendet werden.
- Die Schätzung von Regressionsgleichungen mit Aktien sowie den Anteilen der Haushalte an Investment- und Pensionsfonds (im Fall von Deutschland: Versicherungsguthaben) als

eigenständige Vermögensvariable brachte keine statistisch signifikanten und ökonomisch plausiblen Ergebnisse.

Vergleicht man den empirischen Befund mit den Erwartungen der realitätsnäheren Versionen der Lebenszyklustheorie des privaten Konsums, welche die Annahmen bzw. Bedingungen akzeptieren, dass die Information der Akteure unvollständig ist (Unsicherheit), dass Kreditrestriktionen bestehen (unvollkommene Kapitalmärkte) und das Vererben einen eigenständigen Nutzen für die Akteure stiften kann, so zeigen sich folgende Widersprüche:

- Das Gesamtvermögen der Haushalte hat für die Konsumententwicklung eine höhere (statistische) Erklärungskraft als die beiden Bewertungsvermögen. Dies gilt nicht nur für den gesamten Haushaltssektor in beiden Ländern, sondern auch für die verschiedenen Einkommensklassen. Dies impliziert, dass die Konsumnachfrage der Haushalte auch mit erwarteten (weil von ihnen durch Sparen herbeigeführten) Vermögensänderungen korreliert ist, und nicht nur mit unerwarteten Vermögensänderungen wie von der Lebenszyklustheorie erwartet.
- Die Konsumquote ist mit dem asset-spezifischen Bewertungsvermögen nicht enger korreliert als mit dem gesamten Bewertungsvermögen. Dies impliziert im Kontext der Lebenszyklustheorie, dass der Konsum der Haushalte auf inflationsbedingte (und daher überwiegend erwartete) Wertänderungen ihres Vermögens in gleicher Weise reagiert wie auf asset-spezifische (und überwiegend unerwartete) Vermögensänderungen.
- Die Konsumquoten sind nach Haushaltsklassen umso stärker gestiegen, je niedriger das Niveau der Einkommen und (damit auch) der aktienkursabhängigen Finanzvermögen war. Dies würde im Kontext der „realitätsnäheren“ Version der Lebenszyklustheorie bedeuten, dass die Vermögenseffekte umso größer sind je geringer die Vermögensausstattung ist. Unter der Bedingung von Unsicherheit und Kreditrestriktionen wäre allerdings das Gegenteil zu erwarten: Je weniger gesichert die Wirtschaftslage eines Haushalts ist und je geringer daher auch seine Kreditwürdigkeit ist, desto schwächer wird er seinen Konsum als Folge eines Vermögenszuwachses steigern.
- Der Konsum der Haushalte reagiert auf Änderungen des Immobilienvermögens stärker als auf Änderungen des aktienkursabhängigen Finanzvermögens. Dies entspricht aus zwei Gründen nicht den Erwartungen der Lebenszyklustheorie. Erstens profitieren die einkommensschwachen Haushalte (für die das Vorsichtssparen wichtiger ist als für „reiche“ Haushalte) durch Wertsteigerungen von Immobilien stärker als durch Wertsteigerungen von Finanzvermögen. Zweitens sind Immobilien ein weniger liquides Vermögen als Finanzaktiva, seine Wertsteigerungen sollten deshalb den Konsum weniger stimulieren als solche von Finanzvermögen. Sollten die größeren Vermögenseffekte von Immobilien im Vergleich zu Finanzaktiva allerdings daraus resultieren, dass die Akteure Steigerungen der „housing prices“ für „nachhaltiger“ ansehen als Aktienkurssteigerungen (in dem Sinn, dass ihre Bewertungseffekte nicht durch nachfolgende Preisrückgänge wieder aufgehoben werden), so bestünde kein Widerspruch zur „realitätsnäheren“ Version der Lebenszyklustheorie.

Während die empirische Evidenz in wichtigen Punkten den Erwartungen der Lebenszyklustheorie widerspricht, ergeben die verschiedenen Elemente des empirischen Befunds im Rahmen der alternativen Erklärungshypothese ein einigermaßen kohärentes Bild:

- Bei festen Wechselkursen, niedrigen Zinssätzen, stabilen Rohstoffpreisen und kaum steigenden Aktienkursen konzentrierte sich in den fünfziger und sechziger Jahren das Bestreben von Unternehmen und Haushalten, Einkommen und Vermögen zu steigern, nahezu vollständig auf die Beteiligung am Produktionsprozess und damit auf realwirtschaftliche Aktivitäten.
- Unter diesen „realkapitalistischen“ Rahmenbedingungen hatten „capital gains“ aus dem Besitz von Vermögen im Vergleich zu den aus der Produktion erfließenden Einkommen nur geringe Bedeutung. Dies gilt insbesondere für jene (asset-spezifischen) Bewertungsgewinne, welche über die Inflationsanpassung der Vermögenswerte hinausgehen.
- Mit dem Übergang zu „finanzkapitalistischen“ Rahmenbedingungen (instabile Wechselkurse und Zinssätze, relativ zur Wachstumsrate hohe Zinssätze, steigende Aktienkurse) bekamen asset-spezifische Bewertungsgewinne im Vergleich zu den Einkommen aus der Produktion immer mehr Gewicht.
- Dementsprechend trug die Entwicklung der Immobilienpreise und insbesondere der Aktienkurse in zunehmendem Maß zum Anstieg der Vermögen bei, die eigentliche Vermögensbildung in Form von Netto-Investitionen verlor an Bedeutung.
- Zwischen der Entwicklung der „asset prices“, insbesondere der Aktienkurse, und dem Rückgang der Sparquote besteht ein Zusammenhang, doch „läuft“ die Kausalität nicht über den „direct channel“ im Sinn der Lebenszyklustheorie – in diesem Fall hätte der Konsum jener Haushalte, deren Vermögen durch den Aktienboom am stärksten gestiegen sind, auch ihre Konsumnachfrage am stärksten ausweiten müssen.
- Vielmehr dürfte der fast 20 Jahre anhaltende Aktienboom eine Art „Goldgräberstimmung“ gefördert haben – durch diesen Prozess wurden ja alle, die in irgendeiner Weise Aktien hielten, reicher und niemand ärmer. Die „New Economy“ war somit nicht nur durch eine Euphorie über/durch die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien gekennzeichnet, sondern auch durch eine Euphorie über/durch die stetige Vermögensvermehrung in der „bubble economy“ oder „rentier economy“. Sozialpsychologisch „abgesichert“ wurde diese doppelte Euphorie durch den Glauben an ein krisenfreies, ja sogar rezessionsfreies Wachstum in Zukunft.
- Getragen von dieser optimistischen Grundstimmung haben die privaten Haushalte in den USA ihren Konsum seit Anfang der achtziger Jahre stärker ausgeweitet als ihre Produktionseinkommen gestiegen waren, gewissermaßen als „Vorgriff“ auf eine (noch) bessere Zukunft.
- Jene Haushalte, deren Konsum durch ein niedriges Einkommen am meisten beschränkt ist, steigerten ihren Verbrauch in den „goldenen“ neunziger Jahren in den USA besonders stark. Dafür waren direkte Vermögenseffekte des Aktienbooms deshalb kaum maßgeblich, weil der weitaus größte Teil der direkt oder indirekt gehaltenen Aktien von relativ wenigen Haushalten der einkommensstärksten Klassen besessen wird. Die

steigenden Aktienkurse haben vielmehr den Konsum in erster Linie als „leading indicator“ und damit als (positiver) Faktor der Konsumentenstimmung stimuliert („indirect channel“).

- Der Anstieg der Immobilienpreise dürfte hingegen aus zwei Gründen den Konsum auch durch direkte Vermögenseffekte gesteigert haben. Erstens haben Wertsteigerungen von Immobilien für die einkommensschwächeren Haushalte eine viel größere Bedeutung als Wertsteigerungen von Aktien, und zweitens stellen Immobilien die wichtigste Sicherstellung für Bankkredite der privaten Haushalte dar, ein höherer Wert ermöglicht ein größeres Kreditvolumen und bessere Konditionen.
- Die einkommensstärksten und reichsten Haushalte haben ihren Konsum im Wirtschaftsboom der neunziger Jahre (für Deutschland trifft dieser Begriff nur für die Aktienmärkte zu) am schwächsten ausgeweitet, ihre Sparquote und damit jener Teil, der für die Akkumulation von Real- oder Finanzvermögen verwendet wird, blieb nahezu konstant und damit weiterhin bei weitem am größten von allen Haushaltsklassen. Dafür dürften zwei Faktoren bestimmend gewesen sein: Erstens entfiel der weitaus größte Teil der durch den Aktienboom verursachten „capital gains“ auf die einkommensstärksten Haushalte, deren „Konsumsteigerungsmöglichkeiten“ beschränkt sind. Zweitens werden Aktien in erster Linie zur weiteren Vermögensvermehrung gehalten und Bewertungsgewinne deshalb überwiegend kapitalisiert.

Vergleicht man die Erwartungen der Lebenszyklustheorie und der Alternativhypothese mit dem empirischen Befund über die Zusammenhänge zwischen Aktienkursen, Immobilienpreisen, Vermögensänderungen und Konsumnachfrage, so scheint die Alternativhypothese sowohl die langfristige Entwicklung im gesamten Haushaltssektor seit 1960 als auch die Entwicklung nach Haushaltsklassen in der Phase boomender und fallender Aktienkurse seit Anfang der neunziger Jahre besser zu erklären als die Lebenszyklustheorie. Dies ist im wesentlichen auf den unterschiedlichen theoretischen Anspruch zurückzuführen: Die Lebenszyklustheorie stellt den Anspruch, die Reaktionen der Haushalte auf (unerwartete) Vermögensänderungen aus einer einzigen Optimierungsbedingung abzuleiten (deduktiv), jener der Maximierung des Gesamtnutzens über den Lebenszyklus, und muss dazu (unrealistisch) restriktive Annahmen machen. Die Alternativhypothese stellt lediglich den Anspruch, konkrete Beiträge zum besseren Verständnis der empirischen Zusammenhänge von Gesamtinflation, „asset prices“, Bewertungsgewinnen und Konsumnachfrage zu leisten, ihre Annahmen sind auf Grund des induktiven Ansatzes realitätsnäher, aus (gleichgewichts)theoretischer Perspektive aber gerade deshalb der Kritik als „ad-hoc-Annahmen“ unterworfen. Ein solches Vorgehen scheint aus zwei Gründen dennoch gerechtfertigt: Erstens, kann die theoretisch anspruchsvolle Lebenszyklushypothese wichtige empirische Zusammenhänge nicht erklären, und zweitens können die nach gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsphasen, Haushaltstypen und Vermögensformen unterschiedlichen Beziehungen zwischen „capital gains“ und Konsumnachfrage nur durch einen methodischen Pluralismus erklärt werden.

## Literaturhinweise

- Abel, A.B., "Will Bequests Attenuate the Predicted Meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire?", NBER Working Paper No. 8131, 2001.
- Attanasio, O.P., "Consumption", in Taylor, J.B., Woodford, M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, Elsevier Science B.V., 1999.
- Attanasio, O.P., Battistin, E., Ichimura, H., *What Really Happened to Consumption Inequality in the US?*, NBER Working Paper 10338, 2004.
- Attanasio, O.P., DeLeire Th., "The Effect of Individual Retirement Accounts on Household Consumption and National Saving", *The Economic Journal* 112, 2002, pp. 504-538.
- Bayoumi, T., Edison, H., *Is Wealth Increasingly Driving Consumption?*, DNB Staff Reports No. 101, De Nederlandsche Bank, 2003.
- Bertaut, C.C., "Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 724, 2002.
- Boone, L., Giorno, C., Richardson, P., *Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence*", OECD Economic Department Working Paper No. 208, Paris, 1998.
- Boone, L., Girouard, N., Wanner, I., "Financial Market Liberalisation, Wealth and Consumption", OECD Economics Department Working Paper No. 308, 2001.
- Brayton, F., Tinsley, P. (eds.), *A Guide to the FRB/US: A Macroeconomic Model of the United States*", Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Working Paper* 42, 1996.
- Browning, M., Crossley, T.F., "The Life-Cycle Model of Consumption and Saving", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 3, 2001, pp. 3-23.
- Browning, M., Lusardi, A., "Household Saving: Micro Theories and Micro Facts" *Journal of Economic Literature* 34, 1996, pp. 1797-1855, 1996.
- Byrne, J., Davis, E.P., *Disaggregate Wealth and Aggregate Consumption: an Investigation of Empirical Relationships for the G7*, NIESR Discussion Paper No. 180, London, 2001.
- Carroll, Ch.D., "A Theory of the Consumption Function, With and Without Liquidity Constraints" *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 3, 2001, pp. 23-47.
- Carroll, Ch.D., Summers, L.H. "Consumption growth parallels income growth: some new evidence", in Bernheim, B.D., Shoven, J.B., (eds.), *National Saving and Economic Performance*, University of Chicago Press, 1991.
- Carroll, Ch.D., Overland, J., Weil, D.N., *Saving and Growth with Habit Formation*, *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 3, 2000, pp. 341-355.)
- Case, K.E., Quigley, J.M., Shiller, R.J., *Comparing Wealth Effects: the Stock Market Versus the Housing Market*, NBER Working Paper 8606, 2001.
- Choi, J.J., Laibson, D., Madrian, B.C., Metrick, A. *Consumption-Wealth Comovement of the Wrong Sign*, NBER Working Paper 10454, 2004.
- Coronado, J.L., Sharpe St.A., *Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003.
- Davis, M.A., Palumbo, M.G., *A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects*, Federal Reserve Board, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001.
- Deaton, A., "Saving and liquidity constraints", *Econometrica* 59, 1991, pp. 1221-1248.
- Dynan, K. E., Maki, D. M., *Does Stock Market Wealth Matter for Consumption?*, Working Paper, 2001.
- Dynan, K. E., Skinner, J., Zeldes, S. P., *Do the Rich Save More?*, NBER Working Paper 7906, 2000.
- Engen, E.M., Gale, W.G., "The Effects of 401 (k) Plans on Household Wealth: Differences Across Earnings Groups", NBER Working Paper No. 8032, 2000.
- Fama, E.F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, pp. 383-417.
- Friedman, M., *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, 1957.
- Girouard, N., Blöndal, S., *House Prices and Economic Activity*, Economics Department Working Papers No. 279, 2001.

- Hall, R.E., "The stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: theory and evidence", *Journal of Political Economy* 86, 1978, pp. 971-987.
- Hauser, R., Stein, H., *Inequality of the Distribution of Personal Wealth in Germany 1973-1998*, Levy Economics Institute Working Paper 398, 2003.
- International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook, Chapter III: Asset Prices and the Business Cycle*, Washington, D.C., May 2000.
- International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook, Chapter II: Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity*, Washington, D.C., April 2002.
- Jansen, W.J., Nahuis, N.J., "The stock market and consumer confidence", *Economics Letters*, 79(1), 2003, pp. 89-98.
- Kopczuk, W., Saez, E., *Top Wealth Shares in the United States, 1916-2000*, NBEC Working Paper 10399, 2004.
- Krueger, D., Perri, F., *On the Welfare Consequences of the Increase in Inequality in the United States*, NBER Working Paper 9993, 2003.
- Lettau, M., Ludvigson, S., *Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns*, Federal Reserve Bank of New York, 2003.
- Ludvigson, S., Steindel, C., "How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, July 1999, pp. 29-51.
- Ludwig, A., Slok, T., *The relationship between stock prices, house prices and consumption in OECD countries*, MEA Working Paper 44-2004, Mannheim 2004.
- Lusardi, A., *On the Importance of the Precautionary Saving Motive*, AEA Papers and Proceedings, Vol. 88, No. 2, 1998, pp. 449-453.
- Maki, D.M., Palumbo, M.G., *Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s*, Working Paper, 2001.
- Mankiw, G., Zeldes, S., "The Consumption of Stockholders and Non-stockholders", *Journal of Financial Economics*, 29(1), 1991, pp. 97-112.
- Mehra, Y.P., "The Wealth Effect in Empirical Life-Cycle Aggregate Consumption Equations", *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, Volume 87/2, 2001.
- Modigliani, F., Brumberg, R., "Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data" in Kurihara, K.K., (ed.) *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press, 1954, pp.128-197.
- Otoo, M.W., *Consumer Sentiment and the Stock Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 1999.
- Parker, J.A., "Spendthrift in America? On two Decades of Decline in the U.S. Saving Rate", *NBER Macroeconomics Annual*, 1999.
- Poterba, J.M., "Stock Market Wealth and Consumption", *Journal of Economic Perspectives*, 2000, 14(2), pp. 99-118.
- Poterba, J.M., *Valuing Assets in Retirement Saving Accounts*, NBER Working Paper Series, 10395.
- Poterba, J.M., Samwick, A.A., "Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995, pp. 295-357.
- Samwick, A.A., "Is Pension Reform Conducive to Higher Saving?", *The Review of Economics and Statistics*, 82(2), 2000.
- Schulmeister, St., *Aktienkursdynamik und Realkapitalbildung in den USA und Deutschland*, WIFO-Studie, Wien, 2003.
- Schulmeister, St., *Zur unterschiedlichen Wachstumsdynamik in den USA, in Deutschland und im übrigen Euro-Raum*, WIFO-Monatsberichte 2, 2004.
- Starr-McCluerr, M., "Stock Market Wealth and Consumer Spending", *Economic Inquiry*, Vol. 40, No. 1, 2002, pp.69-79.
- Thaler, R.H., "Anomalies: Saving Fungibility and Mental Accounts", *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 1990, pp. 193-205.
- Wolff, E.N., "Recent Trends in the Size Distribution of Income", *Journal of Economic Perspectives*, 12(3), 1998, pp. 131-150.

## **Anhang: Übersichten und Abbildungen für Deutschland**

Übersicht 1/D: Aktienkursdynamik, gesamtwirtschaftliche Performance und privater Konsum  
Deutschland (vor 1992: Westdeutschland)

	Ø 1960/1972	Ø 1972/1982	Ø 1982/1992	Ø 1992/1999	Ø 1999/2002
	Veränderung gegen das Vorjahr in %				
BIP real	4,3	2,0	4,1	1,3	1,3
BIP Deflator	4,2	4,8	2,6	1,6	0,9
Realzins 1)2)					
Geldmarktzins	0,4	-0,3	1,9	2,9	3,7
Anleihenzins	2,2	1,6	3,8	4,8	5,5
Brutto-Investitionen real					
Unternehmen	4,1	-1,6	4,3	0,5	-1,6
Staat	6,2	-1,4	3,6	-3,1	-3,1
Wohnbau	2,8	4,0	8,6	2,7	-4,9
Insgesamt	4,2	-0,6	5,2	0,8	-2,8
Arbeitslosenquote 1)	0,6	2,2	5,9	8,2	7,6
Lohnsumme real 3)	6,7	2,3	4,5	0,2	0,7
Netto-Einkommen real 3)	5,6	1,9	3,2	1,0	0,9
Privater Konsum real	5,1	2,2	4,6	1,5	0,8
Aktienkurse real 2)	-4,4	-3,4	5,6	16,8	-25,3
Vermögen der privaten Haushalte real 3)					
Immobilien	.	.	.	2,1	1,2
Finanzvermögen brutto	8,8	4,7	5,1	5,3	-0,1
Aktien	0,9	-4,3	7,8	17,8	-27,5
Investmentfonds	.	.	.	16,5	4,0
Pensionsfonds/Versicherungen	.	.	.	.	.
Gesamtvermögen	.	.	.	3,2	0,6

1) Absolute Durchschnittswerte. - 2) Deflationiert mit BIP-Deflator. - 3) Deflationiert mit dem VPI.

Übersicht 2/D: Primäreinkommen der privaten Haushalte und ihre Verteilung in Deutschland  
Anteile am Brutto-Einkommen in %

	Westdeutschland						Deutschland			
	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1991 1)	1991	1991	Ø 1991/2002 1)	2002
Lohnsumme	71,6	0,1	72,7	0,2	74,2	-0,5	70,8	72,3	-0,3	70,3
Einkommen aus Besitz und Unternehmen	28,4	-0,3	27,3	-0,6	25,8	1,4	29,2	27,7	0,6	29,7
Unternehmergewinne	-	-	-	-	11,3	1,1	12,4	11,8	-0,9	10,7
Besitzeinkommen	-	-	-	-	14,5	1,6	16,8	16,0	1,6	19,0
Zinseinnahmen	-	-	-	-	5,3	-0,2	5,2	4,9	-2,9	3,6
Ausgeschüttete Gewinne	-	-	-	-	7,4	2,6	9,3	9,0	3,1	12,6
Sonstige	-	-	-	-	1,8	2,6	2,2	2,0	3,0	2,8
Brutto-Einkommen	100,0	-	100,0	-	100,0	-	100,0	100,0	-	100,0
Zinszahlungen	-	-	-	-	1,9	-1,9	1,6	1,6	0,6	1,7
Transfereinnahmen	23,7	-0,5	22,4	2,2	27,8	-1,8	23,6	25,8	1,9	31,8
Transferausgaben	20,6	1,4	24,2	1,9	29,1	-0,5	27,8	28,6	1,0	31,9
Direkte Steuern	6,8	4,5	11,5	1,3	13,1	0,1	13,3	12,6	0,4	13,2
Netto-Einkommen	95,1	-0,9	85,7	-0,2	83,7	-0,4	81,0	83,0	0,2	84,9
Konsumausgaben	85,7	-1,3	73,3	0,0	73,5	-0,4	70,8	72,8	0,5	76,9
Sparen 2)	9,4	2,3	12,4	-1,0	11,2	-0,1	11,1	10,9	-1,6	9,1

1) Durchschnittliche jährliche Veränderung der Anteile in %. - 2) Einschließlich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche. - Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Deutsche Bundesbank.

### Übersicht 3/D: Sparen, Realvermögensbildung und Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland

In % des Netto-Einkommens

	Westdeutschland						Deutschland					
	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	1992	Ø 1992/1999 1)	1999	Ø 1999/2002 1)	2002
Konsumausgaben	90,1	-0,4	85,6	0,3	87,9	0,0	87,6	88,0	0,5	91,0	-0,2	90,6
Sparen	9,9	3,2	14,4	-1,7	12,1	0,3	12,4	12,0	-4,0	9,0	1,6	9,4
Sparen 2)	8,4	3,7	13,0	-1,6	11,1	0,1	11,2	13,7	-2,8	11,3	1,7	11,8
Realvermögensbildung netto	-	-	5,6	-3,2	4,1	0,5	4,3	6,0	-0,8	5,7	-17,2	3,2
Brutto-Vermögensbildung (Wohnbau)	-	-	7,9	-1,1	7,1	0,8	7,7	11,8	0,6	12,3	-6,6	10,0
Abschreibungen	-	-	2,3	2,7	3,0	1,2	3,4	5,8	2,0	6,6	0,8	6,8
Finanzvermögensbildung netto	8,4	3,7	13,0	-1,6	11,1	0,1	11,2	7,6	-4,6	5,5	16,0	8,5

1) Durchschnittliche jährliche Veränderung der Anteile in %. - 2) Einschließlich betrieblicher Versorgungsansprüche und Kapitaltransfers.

Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Deutsche Bundesbank.

### Übersicht 4/D: Komponenten der Real- und Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland

In % des Netto-Einkommens

	Westdeutschland				Deutschland			
	1960	1972	1982	1992	1992	1999	2002	
Realvermögensbildung netto	-	-	-	-	-	-	-	
Immobilien	-	5,6	4,1	4,3	6,0	5,7	3,2	
Dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	
Finanzvermögen	9,2	15,0	11,9	12,3	14,6	11,4	9,8	
Bargeld und Sichteinlagen	1,2	1,5	0,7	2,1	2,4	2,4	6,1	
Termin- und Spareinlagen, Geldmarktpapiere	5,0	8,6	5,7	2,6	4,3	-1,6	-0,3	
Kapitalmarktpapiere	0,5	1,9	1,5	2,9	0,3	0,0	0,1	
Aktien	0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	1,1	-4,5	
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	-	-	-	-	0,4	0,1	0,1	
Investmentzertifikate	-	-	-	-	2,7	3,5	2,7	
Versicherungen (einschl. Pensionskassen)	1,5	2,2	3,0	3,4	3,4	4,9	3,9	
Sonstige	0,5	0,8	1,0	1,5	1,1	1,0	1,6	
Finanzverbindlichkeiten	0,8	2,0	0,9	1,1	7,0	6,0	1,2	
Kredite	0,7	1,9	0,9	1,1	6,9	5,9	1,2	
Sonstige	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	
Finanzvermögensbildung netto	8,4	13,0	11,1	11,2	7,6	5,5	8,5	
Gesamtvermögensbildung netto	-	-	-	-	-	-	-	
ohne dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	13,7	11,2	11,8	

Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Deutsche Bundesbank.

## Übersicht 5/D: Komponenten des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte in Deutschland

In % des Netto-Einkommens

	Westdeutschland						Deutschland					
	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	1992	Ø 1992/1999 1)	1999	Ø 1999/2002 1)	2002
<b>Realvermögen (Immobilien)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immobilien	-	-	-	-	-	-	-	253,3	1,1	274,0	0,2	275,7
Dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Finanzvermögen</b>	88,7	3,0	126,6	2,7	165,6	1,8	198,8	210,3	4,3	281,5	-1,0	273,2
Bargeld und Sichteinlagen	12,7	0,4	13,3	-0,5	12,6	2,3	15,9	19,8	4,3	26,6	5,9	31,6
Termin- und Spareinlagen, Geldmarktpapiere	32,6	5,8	64,0	2,4	81,6	-1,1	72,8	76,6	-0,7	73,1	-3,0	66,6
Kapitalmarktpapiere	2,9	11,2	10,5	8,5	23,7	5,8	41,6	27,4	0,8	29,0	2,0	30,7
Aktien	21,5	-4,4	12,5	-6,1	6,7	4,4	10,3	13,0	16,7	38,1	-28,2	14,1
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	-	-	-	-	-	-	-	8,3	0,9	8,8	11,4	12,2
Investmentzertifikate	-	-	-	-	-	-	-	10,5	15,4	28,5	3,0	31,1
Versicherungen (einschl. Pensionskassen)	11,8	3,9	18,7	4,4	28,9	3,8	42,1	39,8	6,1	60,2	3,9	67,5
Sonstige	7,1	0,6	7,5	4,9	12,2	2,9	16,2	14,9	2,0	17,2	3,8	19,3
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>	4,7	6,0	9,4	4,8	15,0	1,8	17,9	85,8	4,2	114,2	-0,5	112,4
Kredite	3,8	7,2	8,8	5,2	14,6	1,9	17,5	84,9	4,2	113,5	-0,5	111,8
Sonstige	0,9	-3,1	0,6	-2,6	0,5	-1,2	0,4	0,9	-3,7	0,7	-3,9	0,6
<b>Finanzvermögen netto</b>	84,0	2,8	117,2	2,5	150,6	1,9	180,9	124,5	4,3	167,3	-1,3	160,8
<b>Gesamtvermögen netto</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ohne dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	377,8	2,2	441,3	-0,4	436,5

1) Durchschnittliche jährliche Veränderung der Anteile in %.

Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Deutsche Bundesbank.

## Übersicht 6/D: Struktur des Real- und Finanzvermögens der privaten Haushalte in Deutschland Anteile am Gesamtvermögen in %

	1960	Ø 1960/1972 1)	1972	Ø 1972/1982 1)	1982	Ø 1982/1992 1)	1992	1992	Ø 1992/1999 1)	1999	Ø 1999/2002 1)	2002
<b>Realvermögen netto</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immobilien	-	-	-	-	-	-	-	120,5	-3,0	97,3	1,2	100,9
Dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Finanzvermögen</b>	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0
Bargeld und Sichteinlagen	14,3	-2,6	10,5	-3,1	7,6	0,5	8,0	9,4	0,1	9,5	7,0	11,6
Termin- und Spareinlagen, Geldmarktpapiere	36,8	2,7	50,6	-0,3	49,2	-2,9	36,6	36,4	-4,7	26,0	-2,1	24,4
Kapitalmarktpapiere	3,3	7,9	8,3	5,6	14,3	3,9	20,9	13,0	-3,3	10,3	3,0	11,2
Aktien	24,3	-7,2	9,9	-8,6	4,0	2,5	5,2	6,2	11,9	13,5	-27,5	5,2
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	-	-	-	-	-	-	-	4,0	-3,3	3,1	12,5	4,5
Investmentzertifikate	-	-	-	-	-	-	-	5,0	10,6	10,1	4,0	11,4
Versicherungen (einschl. Pensionskassen)	13,3	0,8	14,8	1,7	17,4	2,0	21,2	18,9	1,7	21,4	5,0	24,7
Sonstige	8,0	-2,4	6,0	2,1	7,3	1,0	8,1	7,1	-2,1	6,1	4,9	7,1
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>	5,3	2,9	7,4	2,0	9,1	-0,1	9,0	40,8	-0,1	40,6	0,5	41,1
Kredite	4,3	4,1	6,9	2,4	8,8	0,0	8,8	40,4	0,0	40,3	0,5	40,9
Sonstige	1,0	-5,9	0,5	-5,2	0,3	-2,9	0,2	0,4	-7,7	0,2	-2,9	0,2
<b>Finanzvermögen netto</b>	94,7	-0,2	92,6	-0,2	90,9	0,0	91,0	59,2	0,1	59,4	-0,3	58,9
<b>Netto-Gesamtwert</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ohne dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	179,7	-1,9	156,8	0,6	159,8

1) Durchschnittliche Wachstumsraten der Anteile in %.

Q: Statistisches Bundesamt Wiesbaden, Deutsche Bundesbank.

Übersicht 7/D: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderung des Vermögens der privaten Haushalte in Deutschland in Mrd. Euro

	1992	1993/99			1999	2000/2002			2002
	Wert	Netto- Investitionen	Bewertungsgewinne Inflation	Spezifisch	Wert	Netto- Investitionen	Bewertungsgewinne Inflation	Spezifisch	Wert
<i>Realvermögen netto</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immobilien	2632,4	512,6	333,0	3,3	3481,3	168,4	98,4	16,3	3764,4
Dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Finanzvermögen</i>	2185,0	996,2	289,6	105,4	3576,1	371,2	99,8	-316,6	3730,5
Aktien	134,6	35,2	22,7	291,5	483,9	-71,3	10,4	-230,8	192,3
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	86,5	27,9	11,4	-13,6	112,2	6,5	4,2	43,6	166,5
Investmentfonds	108,8	177,8	18,4	56,6	361,6	142,4	11,5	-90,6	424,9
Pensionsfonds	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Versicherungen	413,9	374,7	56,8	-81,1	764,3	157,7	23,0	-23,0	922,0
Sonstige	155,3	63,4	19,5	-19,4	218,8	44,5	6,4	-6,4	263,3
<i>Finanzverbindlichkeiten</i>	891,4	553,1	119,9	-113,7	1450,7	80,4	40,7	-36,9	1535,0
<i>Finanzvermögen netto</i>	1293,6	443,1	169,6	219,0	2125,4	290,8	59,0	-279,7	2195,5
<i>Netto-Gesamtwert</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ohne dauerhafte Konsumgüter	3926,0	955,7	502,6	222,4	5606,7	459,3	157,4	-263,4	5959,9

Übersicht 8/D: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderung des Vermögens der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des kumulierten Netto-Einkommens

	1961/72			1973/82			1983/92			1993/99			2000/2002		
	Netto- Investitionen	Bewertungsgewinne durch Inflation	Spezifisch												
<i>Realvermögen netto</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immobilien	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,3	4,1	0,0	4,2	2,4	0,4
Dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Finanzvermögen</i>	12,2	4,5	-4,4	13,0	6,3	-6,1	11,8	4,8	-3,6	12,2	3,5	1,3	9,2	2,5	-7,8
Aktien	0,3	0,6	-0,3	0,0	0,4	-0,4	0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	3,6	-1,8	0,3	-5,7
Sonstige Unternehmensbeteiligungen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,1	1,1
Investmentfonds	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2	0,2	0,7	3,5	0,3	-2,2
Pensionsfonds	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Versicherungen	1,9	0,7	-0,6	2,5	1,0	-1,0	3,2	1,0	-1,0	4,6	0,7	-1,0	3,9	0,6	-0,6
Sonstige	10,0	3,2	-3,4	10,4	4,9	-4,8	8,5	3,6	-3,0	4,6	2,2	-1,8	3,4	1,3	-0,4
<i>Finanzverbindlichkeiten</i>	1,0	0,3	-0,3	1,4	0,5	-0,6	1,2	0,4	-0,5	6,8	1,5	-1,4	2,0	1,0	-0,9
<i>Finanzvermögen netto</i>	11,2	4,3	-4,1	11,6	5,8	-5,6	10,6	4,4	-3,1	5,4	2,1	2,7	7,2	1,5	-6,9
<i>Netto-Gesamtwert</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ohne dauerhafte Konsumgüter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,4	3,9	-6,5

Übersicht 9/D: Renditen aus Bewertungsänderungen in Deutschland

	Westdeutschland			Deutschland	
	Ø 1961/72	Ø 1973/82	Ø 1983/92	Ø 1993/99	Ø 2000/2002
Private Haushalte	2,3	0,3	10,8	18,8	-18,1
Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	3,7	3,8	6,8	15,4	-26,6
Monetäre Finanzinstitute	2,0	1,6	9,6	18,4	-22,7
Sonstige Finanzinstitute	-	-	-	26,2	-23,4
Versicherungen	0,5	-1,6	8,9	23,4	-9,1
Übrige Welt	1,8	-0,1	9,9	21,5	-23,5
Insgesamt	2,7	1,8	8,0	18,3	-22,4
CDAX	0,9	2,2	12,4	19,9	-23,8

Übersicht 10/D: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in Deutschland

Stützperiode 1970-2002

Konstante	Insgesamt	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten				R <sup>2</sup>	D.W.
		Aktien		Sonstiges Finanzvermögen			
		Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insgesamt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	
Abhängige Variable: Konsumquoten insgesamt							
83,5	0,01			0,03			0,64
118,8	0,20			5,64			0,72
88,9		0,14			-0,13		0,48
132,3		4,50			-3,52		0,67
86,3			0,08			-0,05	0,58
222,3			2,49			-5,15	0,69
Abhängige Variable: Konsumquoten ohne dauerhafte Güter							
66,0	0,03			0,03			0,71
95,0	0,98			6,05			0,64
71,2		0,18			-0,10		0,50
98,0		5,37			-2,47		0,63
69,2			0,12			-0,04	0,62
170,2			3,73			-4,74	0,66

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Übersicht 11/D: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in Deutschland  
Stützperiode 1970-1982

Kon- stante	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten						R <sup>2</sup>	D.W.
	Insge- samt	Aktien		Sonstiges Finanzvermögen				
		Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch	Insge- samt	Bewertungsvermögen gesamt	spezifisch		
Abhängige Variable: Konsumquoten insgesamt								
68,2	0,35			0,11			0,58	1,31
8,1	1,41			2,71				
90,8		-0,80			0,20		0,36	0,99
79,1		-1,27			0,70			
87,4			-0,14			-0,03	0,34	1,04
21,5			-0,25			-0,35		
Abhängige Variable: Konsumquoten ohne dauerhafte Güter								
60,3	0,21			0,06			0,45	2,60
12,6	1,48			2,46				
71,9		-0,73			0,27		0,35	1,32
125,9		-2,31			1,89			
69,5			0,08			-0,04	0,15	1,88
30,2			0,26			-0,67		

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Übersicht 12/D: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in Deutschland  
Stützperiode 1982-2002

Konstante	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten						R <sup>2</sup>	D.W.
	Insgesamt	Aktien		Insgesamt	Sonstiges Finanzvermögen			
		Bewertungsvermögen insgesamt	spezifisch		Bewertungsvermögen insgesamt	spezifisch		
Abhängige Variable: Konsumquoten insgesamt								
84,2	0,05			0,02			0,54	0,59
55,3	1,41			2,22				
85,6		0,08			0,22		0,71	1,79
127,6		3,74			3,41			
88,1			0,13			0,00	0,49	0,72
59,1			3,83			-0,05		
Abhängige Variable: Konsumquoten ohne dauerhafte Güter								
63,7	0,00			0,04			0,54	0,48
31,0	-0,08			3,49				
68,1		0,09			0,28		0,52	0,86
58,8		2,24			2,52			
68,6			0,11			-0,06	0,37	0,46
30,6			2,25			-1,25		

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Übersicht 13/D: Vermögen, Einkommen, Konsum und Sparen je Haushalt in Deutschland  
In 1000 Euro

EK-Klassen	Zahl der Haushalte	Immobilien	Vermögen						Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Einkommen		Konsumausgaben	Sparen
			Aktien		Investmentfonds		Versicherungen					Brutto	Netto		
			insgesamt	mit Aktien	insgesamt	mit IF	insgesamt	mit Vers.							
1992															
EK1	9208	21,2	0,6	20,9	1,2	20,3	1,8	-	18,4	4,7	35,0	12,5	11,8	12,9	-1,1
EK2	9531	43,8	1,3	19,7	2,0	20,2	5,9	-	43,7	13,0	74,5	24,4	21,5	20,9	0,6
EK3	11217	86,8	3,9	29,1	3,5	25,7	12,8	-	66,8	29,5	124,1	41,7	35,1	30,2	4,9
EK4	5645	185,2	13,0	59,2	7,0	44,3	35,0	-	150,5	69,6	266,1	78,3	65,7	45,6	20,1
Insgesamt	35601	73,9	3,8	37,2	3,1	27,8	11,6	-	61,4	25,0	110,3	35,3	30,3	25,7	4,6
1999															
EK1	8576	21,6	2,5	45,0	2,9	33,7	3,7	-	30,7	4,2	48,1	13,9	12,9	15,0	-2,2
EK2	9401	51,7	4,6	44,3	5,1	32,9	9,1	-	56,3	15,5	92,5	26,4	23,5	23,9	-0,4
EK3	11990	102,3	10,3	53,6	9,1	38,5	21,2	-	99,5	42,1	159,7	44,8	38,5	35,2	3,3
EK4	7040	225,0	42,0	116,2	25,6	72,5	55,6	-	225,9	108,6	342,3	86,5	74,2	54,0	20,2
Insgesamt	37007	94,1	13,1	76,8	9,8	48,2	20,7	-	96,6	39,2	151,5	40,9	35,5	31,2	4,3
2002															
EK1	11124	27,6	1,1	15,1	3,8	39,2	6,0	-	35,8	5,6	57,8	14,4	13,3	16,0	-2,8
EK2	10030	65,4	2,6	18,7	7,2	39,1	14,6	-	71,4	20,3	116,5	29,8	27,3	26,6	0,7
EK3	11756	124,8	4,9	20,0	12,9	44,1	29,8	-	115,0	51,3	188,6	51,2	45,3	39,7	5,6
EK4	4788	278,6	20,1	46,1	33,1	77,4	74,8	-	263,8	139,3	403,2	114,3	99,5	67,8	31,8
Insgesamt	37698	99,9	5,1	26,8	11,3	50,5	24,5	-	99,0	40,7	158,1	42,6	37,9	32,8	5,1

Übersicht 14/D: Verteilung von Vermögen, Einkommen, Konsum und Sparen in Deutschland  
Anteile der Einkommensklassen in %

EK-Klassen	Zahl der Haushalte		Vermögen brutto					Einkommen		Konsumausgaben	
	Immobilien	Aktien	Investmentfonds	Versicherungen	Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Brutto	Netto		
1992											
EK1	25,9	7,4	4,0	10,0	4,0	7,8	4,8	8,2	9,2	10,1	12,9
EK2	26,8	15,9	9,4	17,8	13,6	19,0	13,9	18,1	18,5	19,0	21,8
EK3	31,5	37,0	32,1	36,0	34,7	34,3	37,2	35,5	37,2	36,5	37,1
EK4	15,9	39,7	54,5	36,3	47,7	38,9	44,1	38,3	35,2	34,4	28,1
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1999											
EK1	23,2	5,3	4,4	6,8	4,2	7,4	2,5	7,4	7,9	8,4	11,1
EK2	25,4	14,0	9,0	13,2	11,3	14,8	10,0	15,5	16,4	16,8	19,4
EK3	32,4	35,2	25,5	30,1	33,3	33,4	34,8	34,2	35,5	35,1	36,5
EK4	19,0	45,5	61,1	49,8	51,2	44,5	52,7	43,0	40,2	39,7	32,9
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2002											
EK1	29,5	8,1	6,3	10,1	7,3	10,7	4,0	10,8	9,9	10,3	14,4
EK2	26,6	17,4	13,4	17,0	15,9	19,2	13,3	19,6	18,6	19,1	21,6
EK3	31,2	39,0	30,2	35,6	38,0	36,3	39,3	37,2	37,4	37,2	37,7
EK4	12,7	35,4	50,1	37,3	38,8	33,9	43,4	32,4	34,0	33,3	26,2
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Übersicht 15/D: Verteilung von Immobilien, Aktien, Investmentfonds und Pensionsfonds in Deutschland

EK-Klassen	Immobilien		Wert	Aktien		Wert	Investmentfonds		Wert
	HH mit Immobilien an EK-Klasse	insgesamt		HH mit Aktien an EK-Klasse	insgesamt		HH mit IF an EK-Klasse	insgesamt	
1993									
EK1	-	-	7,4	2,8	0,7	4,0	5,8	1,5	10,0
EK2	-	-	15,9	6,7	1,8	9,4	10,1	2,7	17,8
EK3	-	-	37,0	13,2	4,2	32,1	13,6	4,3	36,0
EK4	-	-	39,7	21,9	3,5	54,5	15,8	2,5	36,3
Insgesamt	-	-	100,0	10,2	10,2	100,0	11,0	11,0	100,0
1998									
EK1	21,4	4,5	4,6	5,0	1,1	3,8	8,2	1,7	5,9
EK2	43,6	10,8	12,8	9,5	2,3	7,8	14,6	3,6	12,0
EK3	66,7	21,7	33,7	17,6	5,7	23,9	22,0	7,2	28,1
EK4	85,9	18,5	48,9	33,8	7,3	64,5	33,1	7,1	54,0
Insgesamt	55,5	55,5	100,0	16,4	16,4	100,0	19,6	19,6	100,0
2003									
EK1	-	-	8,1	8,0	2,5	6,3	10,3	3,3	10,1
EK2	-	-	17,4	15,0	4,0	13,4	19,6	5,3	17,0
EK3	-	-	39,0	26,9	8,2	30,2	31,5	9,6	35,6
EK4	-	-	35,4	46,5	5,1	50,1	45,9	5,0	37,3
Insgesamt	-	-	100,0	19,9	19,9	100,0	23,2	23,2	100,0

## Übersicht 16/D: Vermögenskomponenten und Konsum nach Einkommensklassen in Deutschland

In Relation zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Zahl der Haushalte in 1000	Immobilien	Vermögen				Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
			Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto	Versicherungen				
1992										
EK1	9208,0	179,9	5,0	10,0	15,2	156,1	39,6	296,4	108,9	
EK2	9531,0	203,9	6,2	9,4	27,4	203,1	60,5	346,5	97,4	
EK3	11217,0	247,0	11,0	9,9	36,4	190,1	84,1	353,1	86,1	
EK4	5645,0	282,0	19,8	10,6	53,3	229,2	106,0	405,2	69,4	
Insgesamt	35601,0	244,1	12,5	10,1	38,4	202,6	82,7	364,1	84,8	
1999										
EK1	8575,9	167,9	19,2	22,4	28,9	238,9	32,5	374,3	116,8	
EK2	9400,7	220,2	19,7	21,7	39,0	239,8	66,0	394,0	101,8	
EK3	11990,3	265,6	26,7	23,6	55,2	258,5	109,3	414,9	91,5	
EK4	7040,4	303,2	56,6	34,5	75,0	304,4	146,4	461,2	72,8	
Insgesamt	37007,4	264,8	36,8	27,5	58,1	272,0	110,3	426,4	87,9	
2002										
EK1	11124,4	208,1	8,3	29,0	45,4	270,5	42,1	436,4	121,0	
EK2	10030,1	239,8	9,4	26,4	53,6	261,7	74,4	427,2	97,6	
EK3	11755,6	275,5	10,9	28,4	65,8	253,9	113,1	416,3	87,6	
EK4	4787,9	280,0	20,2	33,3	75,2	265,1	139,9	405,1	68,1	
Insgesamt	37698,0	263,2	13,4	29,7	64,5	260,8	107,3	416,7	86,5	

## Übersicht 17/D: Veränderungen von Vermögen, Konsum und Sparen in Deutschland

Absolute Differenzen der Relationen zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Vermögen				Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto	Versicherungen				
1992/1999									
EK1	-11,9	14,3	12,4	13,7	82,8	-7,0	77,9	7,9	
EK2	16,3	13,6	12,3	11,5	36,7	5,5	47,5	4,4	
EK3	18,6	15,8	13,7	18,8	68,4	25,2	61,8	5,5	
EK4	21,2	36,8	23,8	21,7	75,2	40,4	56,1	3,4	
Insgesamt	20,7	24,3	17,4	19,7	69,4	27,7	62,4	3,1	
1999/2002									
EK1	40,1	-11,0	6,6	16,4	31,6	9,6	62,1	4,1	
EK2	19,6	-10,3	4,7	14,6	21,9	8,4	33,2	-4,2	
EK3	9,8	-15,8	4,8	10,6	-4,6	3,9	1,4	-3,9	
EK4	-23,3	-36,4	-1,2	0,2	-39,3	-6,5	-56,1	-4,7	
Insgesamt	-1,6	-23,4	2,2	6,3	-11,1	-3,0	-9,7	-1,5	

Übersicht 18/D: Veränderungen von Bewertungsvermögen 1) und Konsum nach Einkommensklassen in Deutschland

Absolute Differenzen der Relationen zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Bewertungsvermögen				Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto Versicherungen	Insgesamt			
1992/1999								
EK1	17,9	11,1	4,6	-1,0	15,1	-0,5	33,5	7,9
EK2	8,5	11,5	4,0	-3,3	3,2	-4,1	15,9	4,4
EK3	-9,6	16,8	3,5	-7,1	-3,9	-11,9	-1,7	5,5
EK4	-54,9	30,7	3,9	-17,8	-23,2	-30,0	-48,1	3,4
Insgesamt	-18,3	21,6	3,9	-8,7	-6,4	-14,4	-10,3	3,1
1999/2002								
EK1	-45,1	-11,7	-8,2	-3,6	-49,4	-9,8	-84,7	4,1
EK2	-34,8	-12,0	-7,0	-4,7	-47,1	-10,8	-71,1	-4,2
EK3	-23,8	-15,0	-6,7	-3,9	-35,5	-9,4	-49,9	-3,9
EK4	32,0	-21,4	-5,8	3,4	-7,8	7,7	16,5	-4,7
Insgesamt	-10,2	-18,2	-6,7	-2,4	-31,0	-5,2	-35,9	-1,5

1) Vermögen auf Grund von Bewertungsänderungen gegenüber 1992.

Übersicht 19/D: Veränderungen von Bewertungsvermögen 1) und Konsum nach Einkommensklassen in Deutschland

Absolute Differenzen der Relationen zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Spezifisches Bewertungsvermögen				Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto Versicherungen	Insgesamt			
1992/1999								
EK1	-2,2	10,2	3,2	-3,0	-4,4	-4,9	-1,7	7,9
EK2	-14,3	10,6	2,6	-6,5	-19,7	-11,0	-23,1	4,4
EK3	-35,8	15,3	2,2	-11,2	-25,1	-21,3	-39,7	5,5
EK4	-81,7	28,2	2,4	-23,3	-46,1	-40,9	-86,9	3,4
Insgesamt	-43,6	19,9	2,5	-13,1	-28,4	-23,5	-48,5	3,1
1999/2002								
EK1	-44,5	-11,9	-8,5	-4,0	-50,7	-9,6	-85,6	4,1
EK2	-36,1	-12,3	-7,4	-5,2	-48,9	-11,2	-73,8	-4,2
EK3	-27,3	-15,4	-7,2	-4,9	-39,2	-11,0	-55,5	-3,9
EK4	21,2	-22,8	-7,0	0,8	-18,0	2,6	0,6	-4,7
Insgesamt	-15,0	-18,7	-7,4	-3,6	-36,2	-7,3	-43,9	-1,5

1) Vermögen auf Grund von Bewertungsänderungen gegenüber 1992.

Übersicht 20/D: Verteilung der Bewertungsgewinne , der Netto-Einkommen und der Konsumausgaben in Deutschland

Anteile der EK-Klassen an den kumulierten Werten in %

EK-Klassen	Immobilien	Bewertungsgewinne				Insgesamt	Finanzverbindlichkeiten	Gesamtvermögen netto	Netto-Einkommen	Alle Einkommen	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto	Versicherungen						
1993/1999											
EK1	6,7	3,9	7,0	-3,8	4,8	1,1	5,7	8,7	8,4	11,2	
EK2	15,2	8,4	13,7	-12,0	9,9	7,0	12,4	17,2	16,8	19,9	
EK3	36,3	27,0	30,6	-33,4	27,8	31,1	31,7	35,2	35,0	36,5	
EK4	41,8	60,7	48,7	-50,8	57,4	60,9	50,1	38,9	39,8	32,4	
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	-100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2000/2002											
EK1	6,2	-5,1	-8,4	3,0	-4,2	2,7	-2,0	10,0	10,2	6,9	
EK2	15,1	-10,7	-15,1	9,3	-9,0	10,5	-2,4	18,8	19,2	10,6	
EK3	36,6	-27,4	-32,9	31,1	-26,0	35,5	-14,9	36,9	37,5	18,7	
EK4	42,1	-56,8	-43,6	56,7	-60,8	51,3	-80,7	34,3	33,1	13,6	
Insgesamt	100,0	-100,0	-100,0	100,0	-100,0	100,0	-100,0	100,0	100,0	49,8	

Übersicht 21/D: Kumulierte Bewertungsgewinne und Konsumausgaben in Deutschland

In Relation zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Bewertungsgewinne				Insgesamt	Gesamtvermögen netto	Netto-Einkommen	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto	Versicherungen				
1993/1999									
EK1	3,1	1,7	0,7	-0,1	2,6	5,7	100,0	112,5	
EK2	3,5	1,8	0,7	-0,2	2,7	6,2	100,0	100,7	
EK3	4,1	2,8	0,8	-0,3	3,7	7,7	100,0	90,1	
EK4	4,3	5,8	1,1	-0,4	6,9	11,0	100,0	72,5	
Insgesamt	4,0	3,7	0,9	-0,3	4,7	8,6	100,0	87,0	
2000/2002									
EK1	1,7	-2,7	-1,6	0,0	-2,2	-0,5	100,0	121,0	
EK2	2,2	-3,0	-1,5	0,0	-2,5	-0,3	100,0	98,8	
EK3	2,7	-3,9	-1,7	0,0	-3,6	-1,0	100,0	88,7	
EK4	3,3	-8,7	-2,4	0,0	-9,1	-5,9	100,0	69,3	
Insgesamt	2,7	-5,2	-1,9	0,0	-5,2	-2,5	100,0	87,2	

Übersicht 22/D: Kumulierte spezifische Bewertungsgewinne und Konsumausgaben in Deutschland

In Relation zum Netto-Einkommen in %

EK-Klassen	Immobilien	Spezifische Bewertungsgewinne			Insgesamt	Gesamtvermögen netto	Netto-Einkommen	Konsumausgaben
		Aktien	Investmentfonds	Finanzvermögen brutto Versicherungen				
1993/1999								
EK1	0,1	1,6	0,5	-0,4	-0,3	0,4	100,0	112,5
EK2	0,0	1,7	0,5	-0,7	-0,8	0,3	100,0	100,7
EK3	0,0	2,6	0,6	-0,9	0,4	1,8	100,0	90,1
EK4	0,0	5,4	0,9	-1,2	3,3	4,9	100,0	72,5
Insgesamt	0,0	3,4	0,7	-1,0	1,2	2,6	100,0	87,0
2000/2002								
EK1	0,1	-2,8	-1,8	-0,3	-4,4	-4,0	100,0	121,0
EK2	0,2	-3,1	-1,7	-0,4	-4,7	-3,9	100,0	98,8
EK3	0,3	-4,1	-1,9	-0,5	-5,9	-4,7	100,0	88,7
EK4	0,6	-9,1	-2,7	-0,7	-11,8	-10,0	100,0	69,3
Insgesamt	0,4	-5,5	-2,2	-0,5	-7,5	-6,3	100,0	87,2

Übersicht 23/D: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland  
Stützperiode 1992-2002; abhängige Variable: Konsumquote der Einkommensklassen

EK-Klassen	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten						R <sup>2</sup>	D.W.	
	Konstante	Insgesamt	Immobilien Bewertungsvermögen		Aktien, Investmentfonds, Versicherungen Bewertungsvermögen				
			gesamt	spezifisch	Insgesamt	gesamt	spezifisch		
EK1	94,4	0,04			0,24			0,93	1,76
	16,7	1,20			11,39			0,76	1,12
	160,0		-0,19			-0,46		0,95	2,61
	13,1		-5,70			-1,76			
	156,3			-0,16			-0,60		
38,3			-12,89			-5,42			
EK2	98,5	0,00			0,01			0,01	0,38
	4,2	0,03			0,15			0,27	0,56
	85,7		-0,04			0,52		0,07	0,53
	10,6		-1,12			2,38			
	97,4			-0,06			-0,31		
17,4			-1,41			1,61			
EK3	54,9	0,13			0,02			0,14	0,43
	1,9	1,03			0,35			0,24	0,63
	87,1		-0,06			0,30		0,29	0,68
	9,2		-1,56			2,15			
	94,2			-0,08			0,24		
16,7			-2,40			1,97			
EK4	15,8	0,19			-0,02			0,44	1,24
	0,9	2,99			-0,92			0,17	0,28
	88,1		-0,09			0,09		0,10	0,39
	6,0		-1,57			1,80			
	75,1			-0,04			0,09		
9,3			-1,27			1,61			
Gesamt	59,1	0,10			0,02			0,89	1,14
	11,1	4,50			2,47			0,43	0,76
	91,4		-0,04			0,08			
	16,9		-2,03			2,34			
	92,3			-0,04			0,07	0,59	0,87
35,9			-3,85			2,35			

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

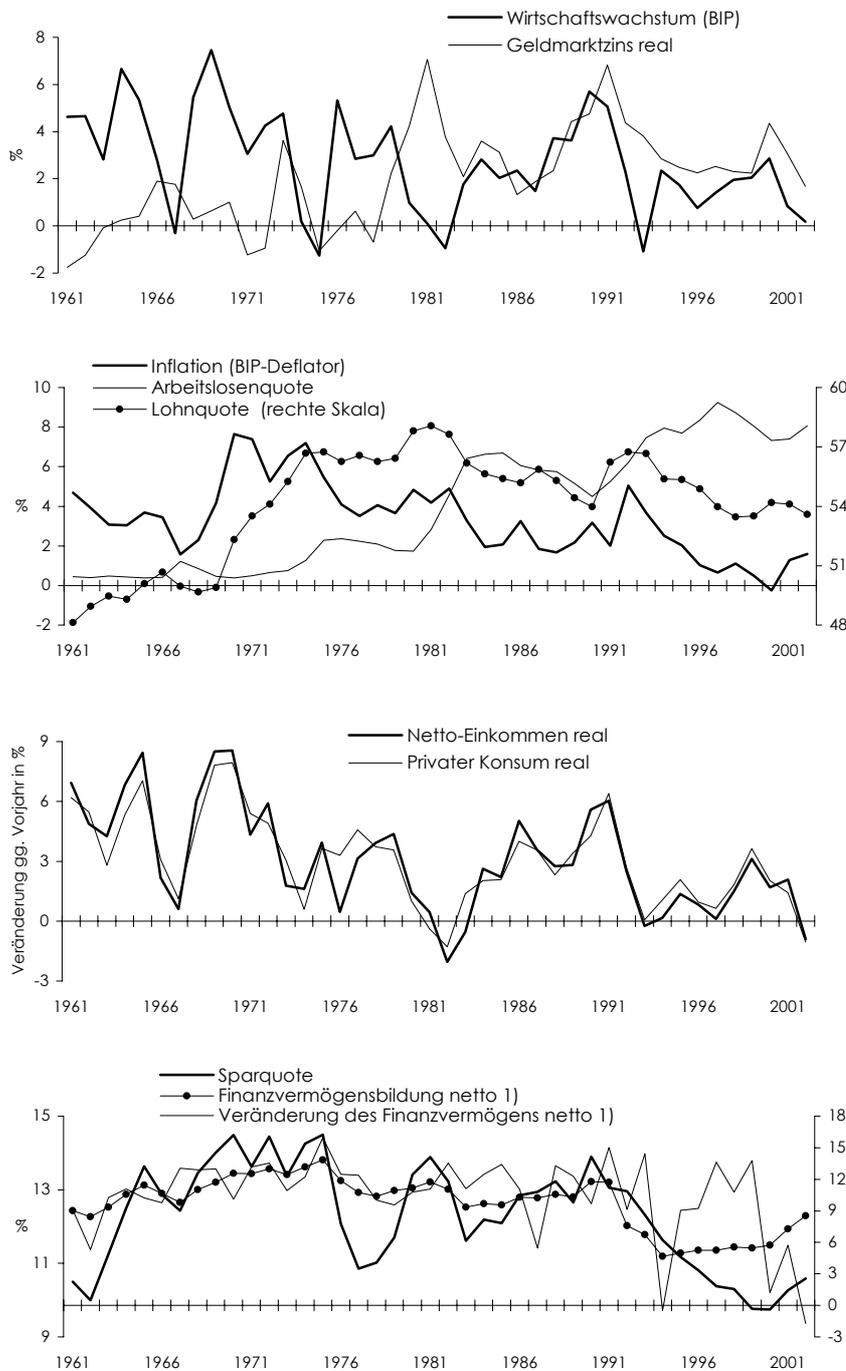
Übersicht 24/D: Regressionsgleichungen zum Zusammenhang zwischen Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland  
Stützperiode 1992-2002; abhängige Variable: Konsumquote der Einkommensklassen

EK-Klassen	Konstante	Koeffizienten der erklärenden Variablen: Vermögensquoten								R <sup>2</sup>	D.W.
		Immobilien		Aktien		Investmentfonds		Versicherungen			
		Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch	Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch	Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch	Insgesamt	Bewertungs- vermögen gesamt spezifisch		
EK1	119,2	-0,10		-0,35		1,25		-0,21		0,97	1,74
	10,4	<i>-1,60</i>		<i>-1,70</i>		4,29		<i>-1,36</i>			
	155,8		0,01		0,48		-3,04		-1,25	0,89	2,19
	11,3		0,07		1,26		-2,62		-0,98		
	154,8			-0,13		-0,46		-0,88		-0,78	0,93
	17,2		<i>-1,81</i>		<i>-1,44</i>		<i>-1,68</i>		<i>-0,81</i>		
EK2	44,1	0,29		0,48		-0,21		-0,30		0,88	1,90
	4,4	<i>5,83</i>		<i>3,79</i>		<i>-0,68</i>		<i>-1,57</i>			
	85,9		0,16		-0,18		0,94		-1,04	0,96	2,80
	26,1		8,42		-0,97		4,58		-4,99		
	84,7			0,20		-0,18		0,93		-1,29	0,97
	32,2		<i>11,08</i>		<i>-1,04</i>		<i>4,04</i>		<i>-7,78</i>		
EK3	28,8	0,20		0,36		-0,58		0,26		0,89	2,54
	2,5	<i>3,84</i>		<i>7,44</i>		<i>-2,95</i>		<i>1,77</i>			
	65,2		0,19		0,16		0,53		-0,94	0,90	1,89
	14,6		4,58		0,75		0,96		-3,23		
	62,0			0,27		0,17		0,52		-1,35	0,92
	14,2		<i>5,56</i>		<i>0,85</i>		<i>1,07</i>		<i>-4,61</i>		
EK4	18,8	0,04		0,14		-0,90		0,84		0,65	2,23
	1,0	<i>0,56</i>		<i>2,11</i>		<i>-2,20</i>		<i>1,92</i>			
	123,6		-0,34		0,05		0,71		0,63	0,53	0,88
	6,7		-3,38		0,18		0,72		2,89		
	126,6			-0,42		-0,14		1,35		0,93	0,82
	12,7		<i>-6,26</i>		<i>-0,80</i>		<i>2,26</i>		<i>5,28</i>		
Gesamt	59,3	0,11		0,05		0,06		-0,05		0,95	2,01
	16,3	<i>5,85</i>		<i>3,53</i>		<i>0,93</i>		<i>-0,82</i>			
	72,8		0,14		-0,08		0,47		-0,66	0,96	2,38
	31,1		7,42		-1,39		2,80		-7,43		
	68,9			0,20		-0,06		0,43		-0,92	0,97
	25,9		<i>7,82</i>		<i>-1,33</i>		<i>3,01</i>		<i>-8,64</i>		

Die t-Werte sind unterhalb der Koeffizienten kursiv gesetzt.

Abbildungen 1/D bis 3/D nicht vorhanden!

Abbildung 4/D: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung, Konsumnachfrage und Vermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland



1) In % des Netto- Einkommens (rechte Skala).

Abbildung 5/D: Entwicklung der Einkommen der privaten Haushalte in Deutschland

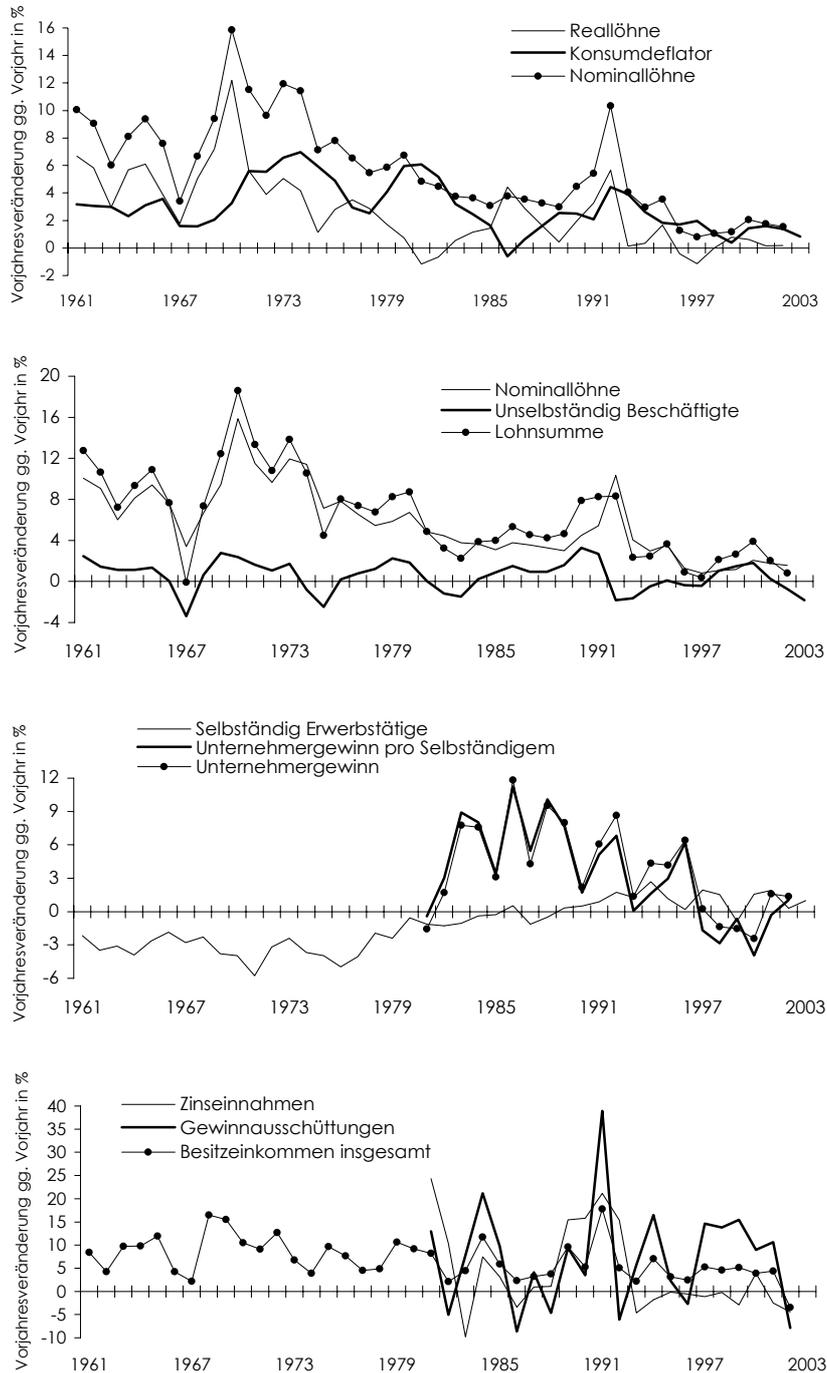


Abbildung 6/D: Real- und Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des Netto- Einkommens

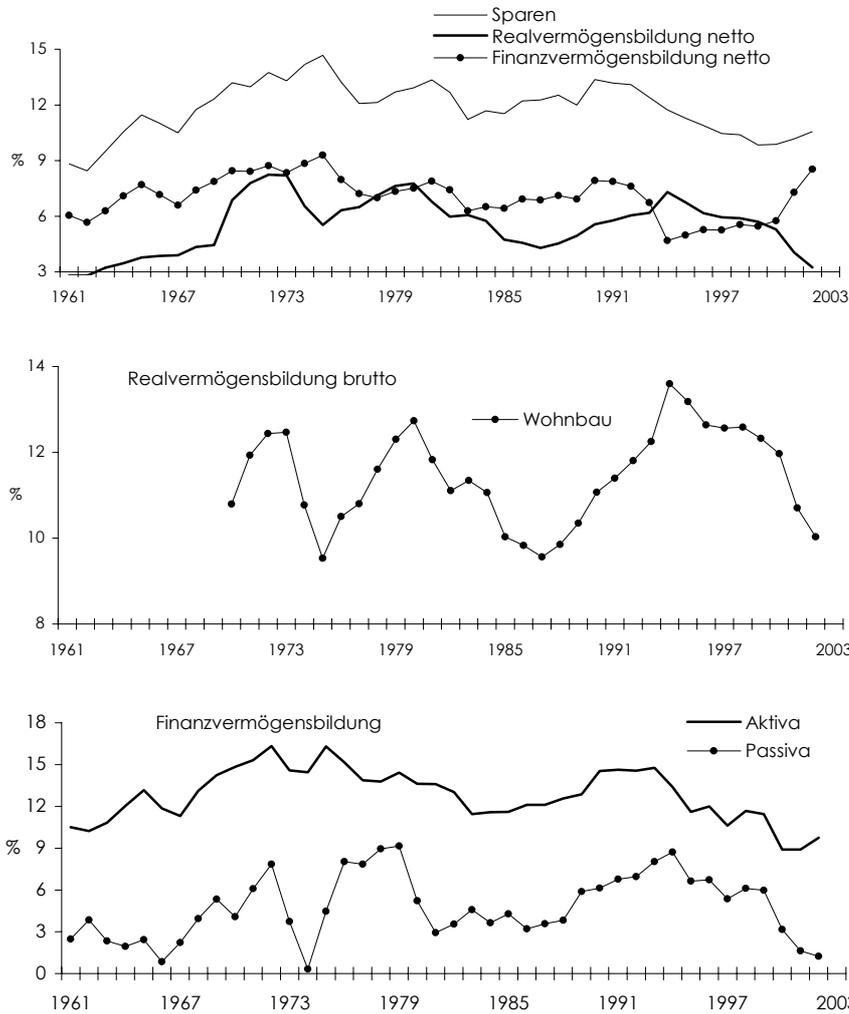


Abbildung 7/D: Komponenten der Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland

In % des Netto-Einkommens

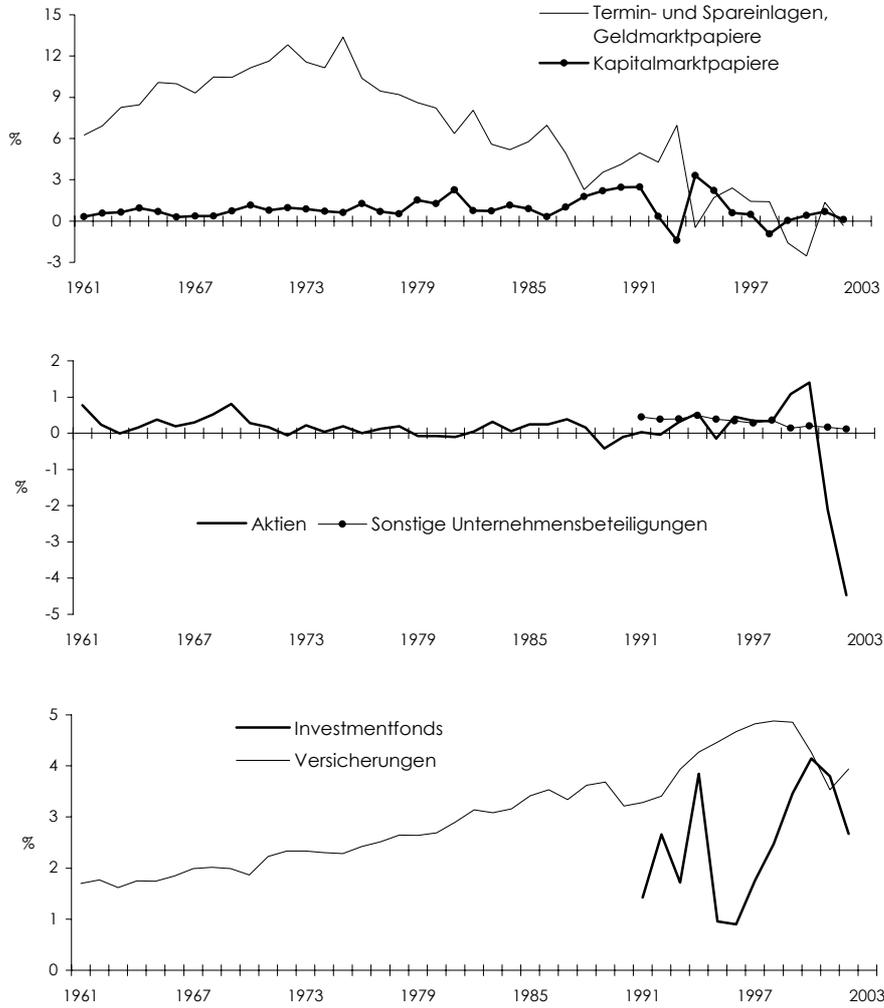


Abbildung 8/D: Vermögen der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des Netto-Einkommens

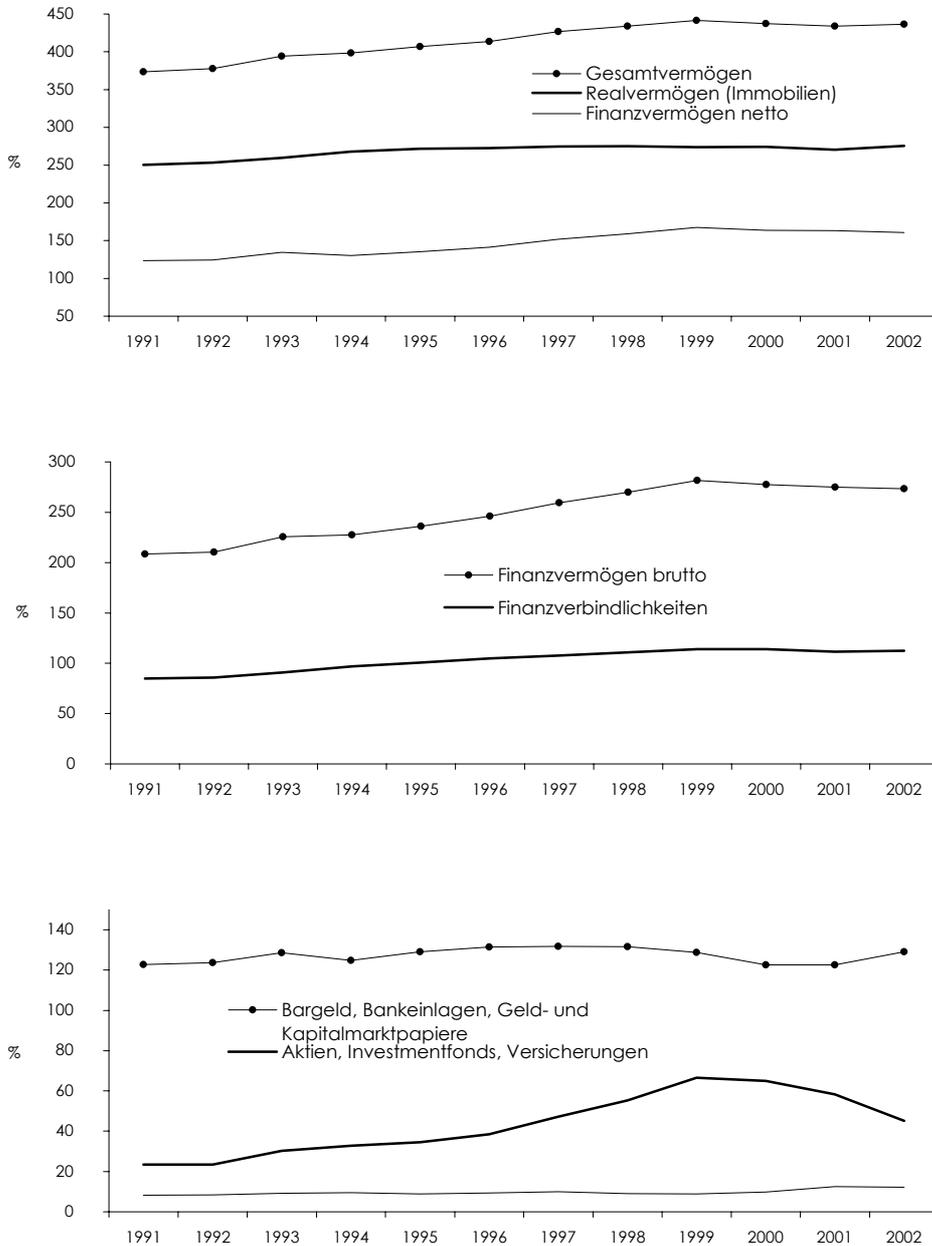
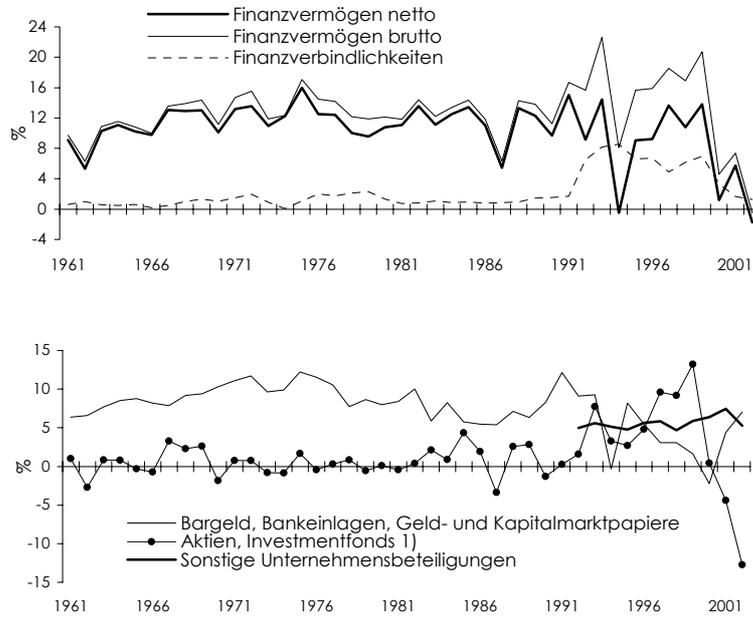


Abbildung 9/D nicht vorhanden!

Abbildung 10/D: Veränderungen des Vermögens der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des Netto- Einkommens



1) Bis 1991 ohne Investmentfonds.

Abbildung 11/D: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderungen des Vermögens der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des Netto- Einkommens

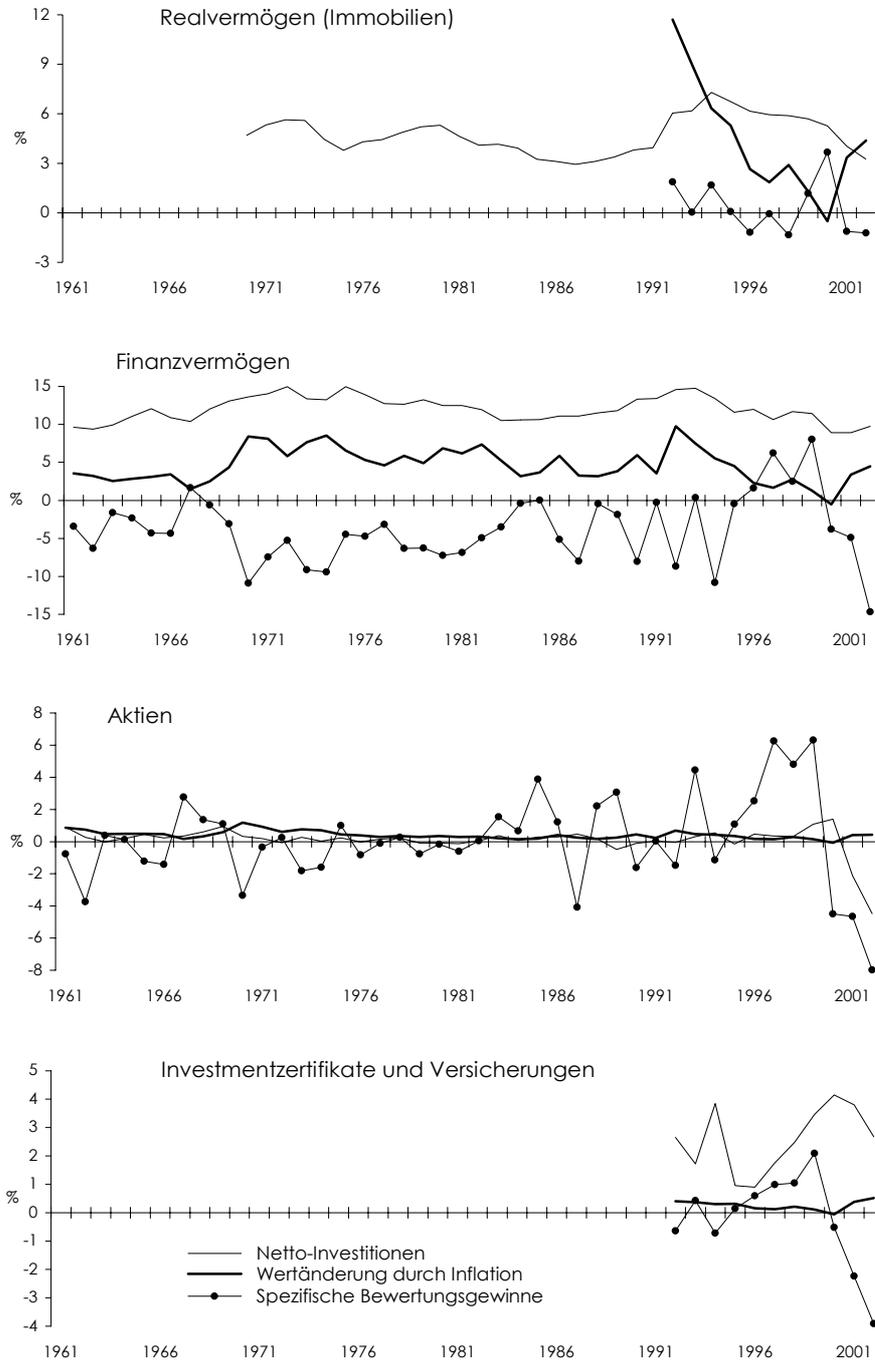


Abbildung 12/D: Akkumulations- und Bewertungskomponenten der Veränderungen von Aktien, Investmentzertifikaten und Versicherungen der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des Netto- Einkommens

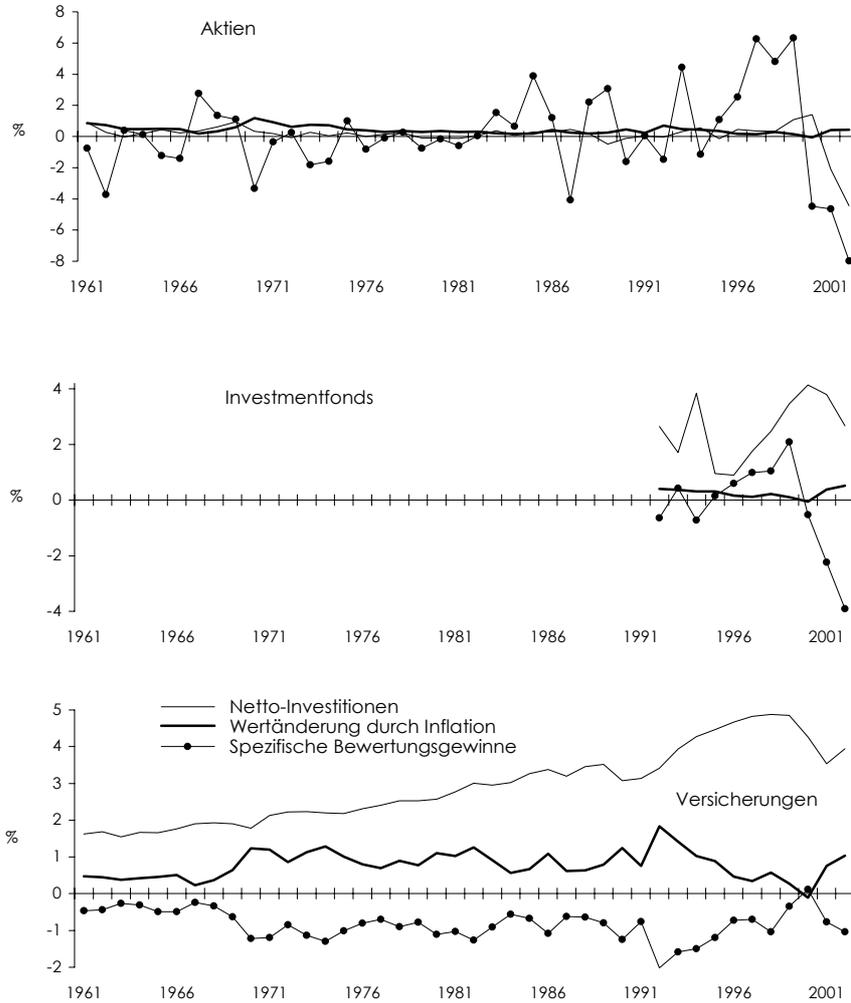
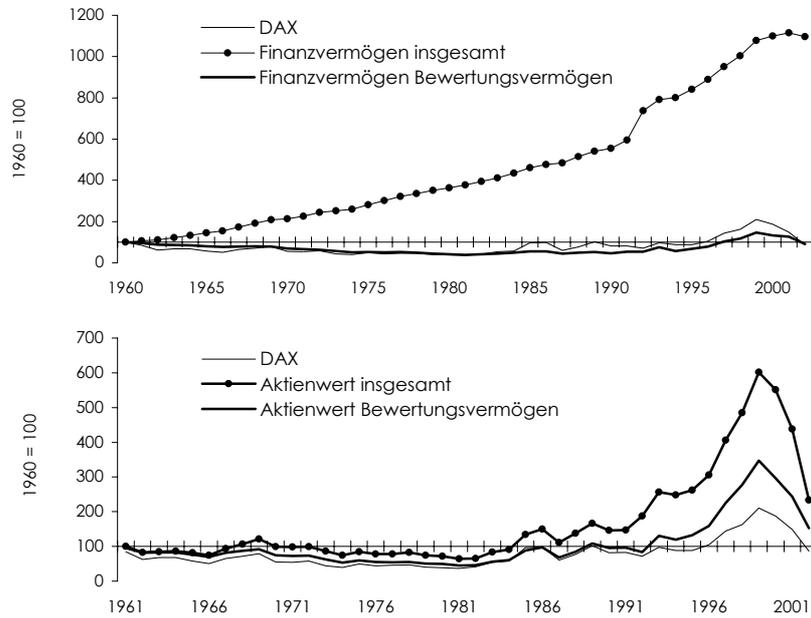


Abbildung 13/D: Aktienkurse und Vermögenswerte der privaten Haushalte in Deutschland  
Zu Preisen 1960 1)



1) Preisbereinigt mit dem BIP-Deflator.

Abbildung 14/D: Netto-Finanzvermögen, Konsum, Real- und Finanzinvestitionen der privaten Haushalte in Deutschland  
In % des Netto-Einkommens

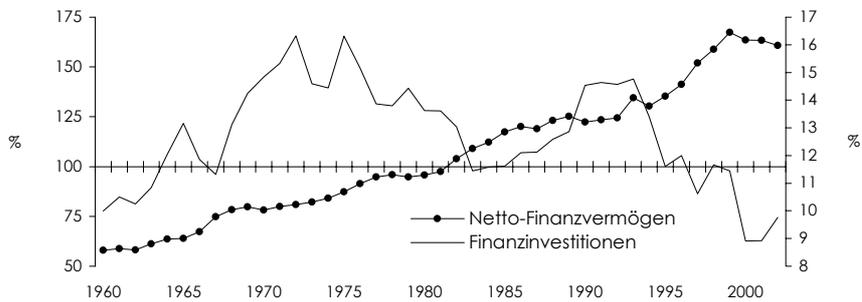
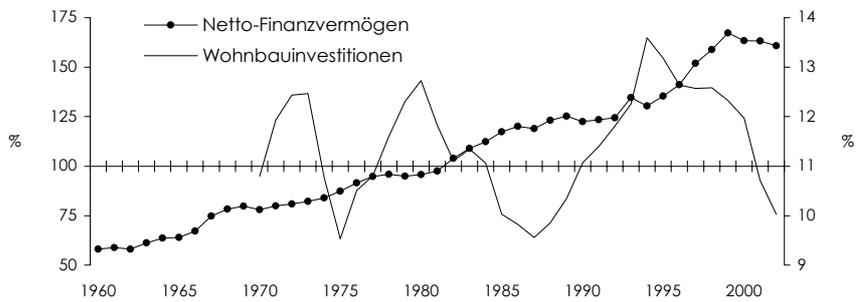
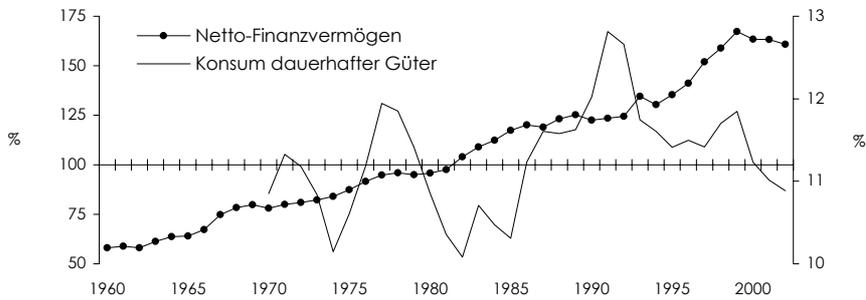
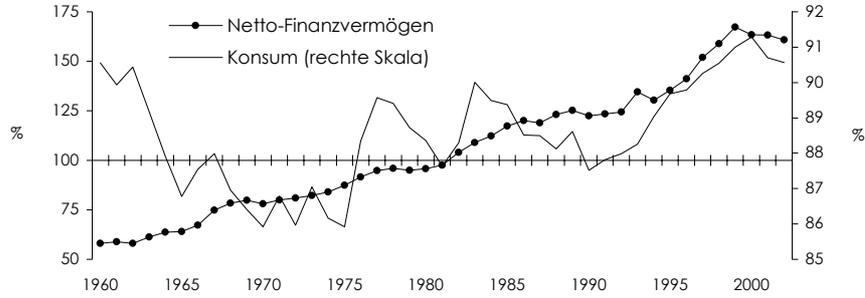


Abbildung 15/D: Vermögenskomponenten und Konsum der privaten Haushalte in Deutschland

In % des Netto-Einkommens

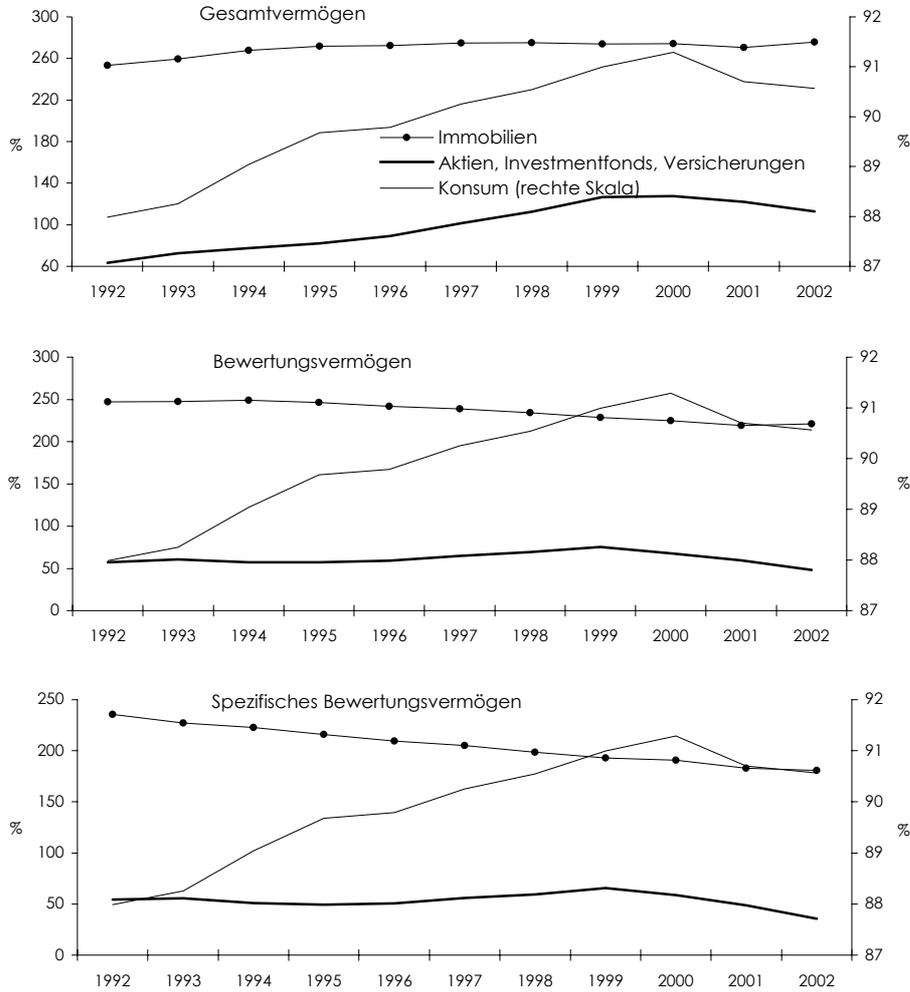
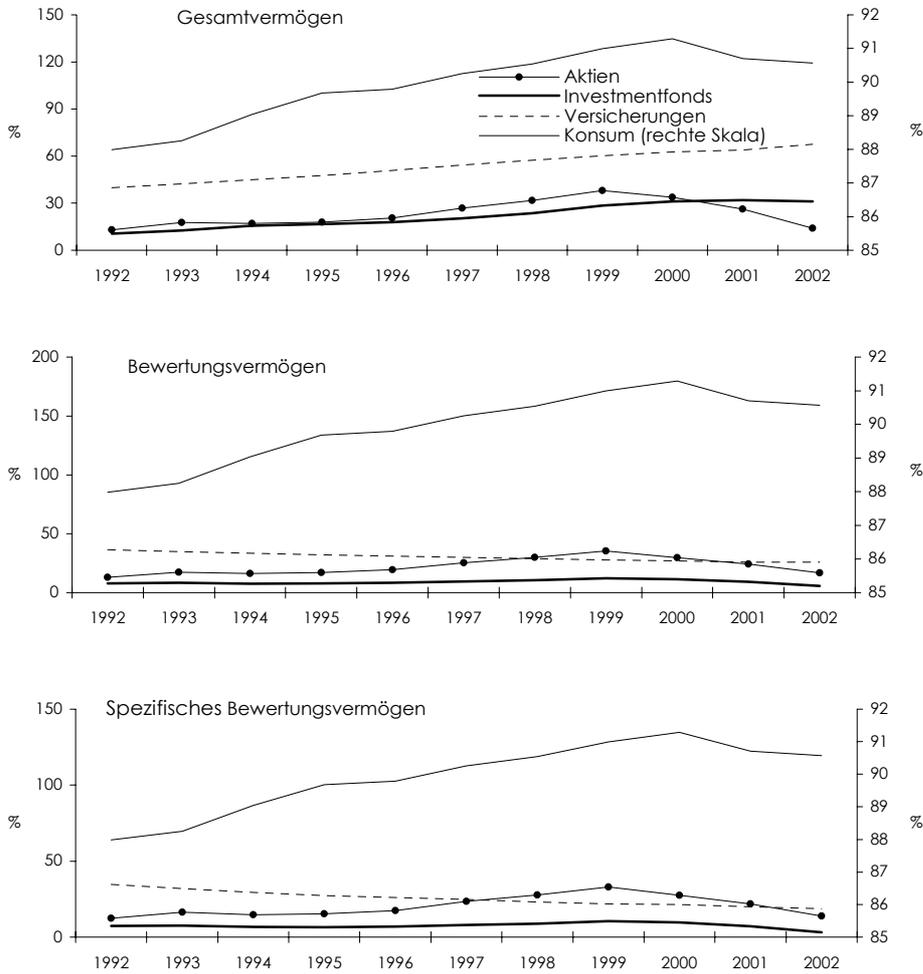


Abbildung 16/D: Finanzvermögenskomponenten und Konsum der privaten Haushalte in Deutschland

In % des Netto-Einkommens



Abbildungen 17/D und 18/D nicht vorhanden!

Abbildung 19/D: Konsum- und Vermögensquoten der privaten Haushalte in Deutschland

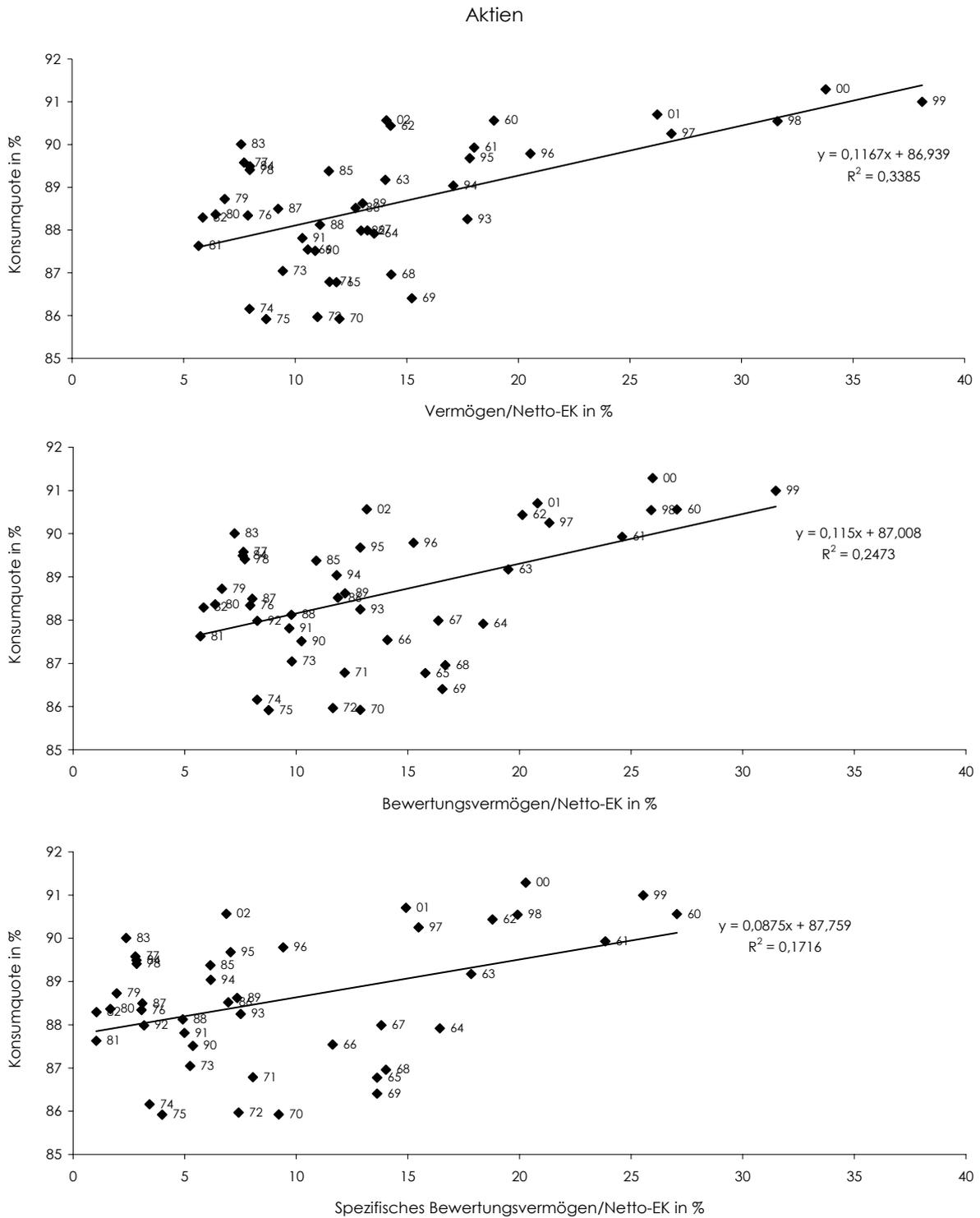


Abbildung 20/D: Vermögen und Konsum der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland

In % des Netto-Einkommens

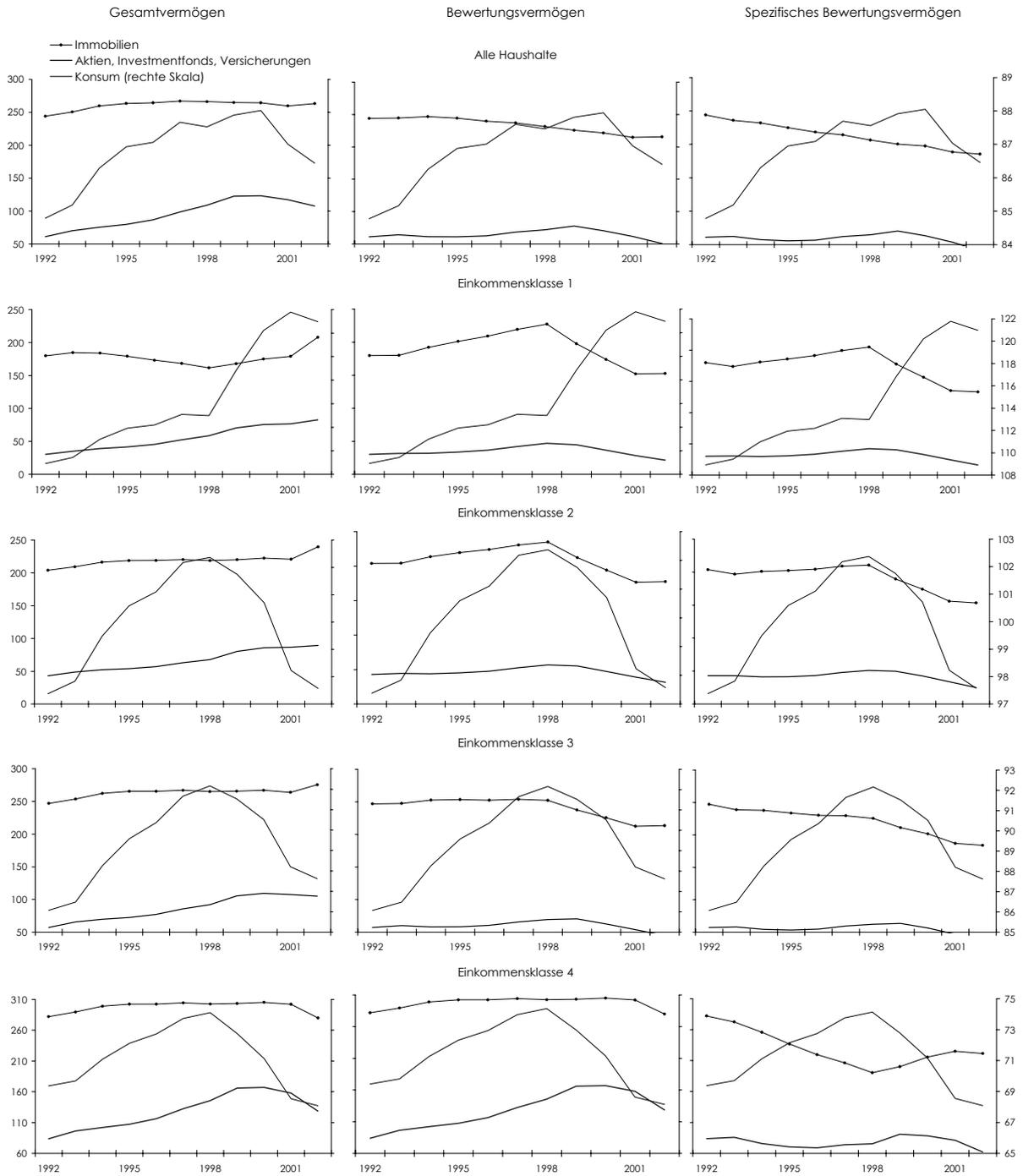


Abbildung 21/D: Vermögensquoten und absolute Veränderungen der Konsumquote nach Einkommensklassen 1992/99 in Deutschland

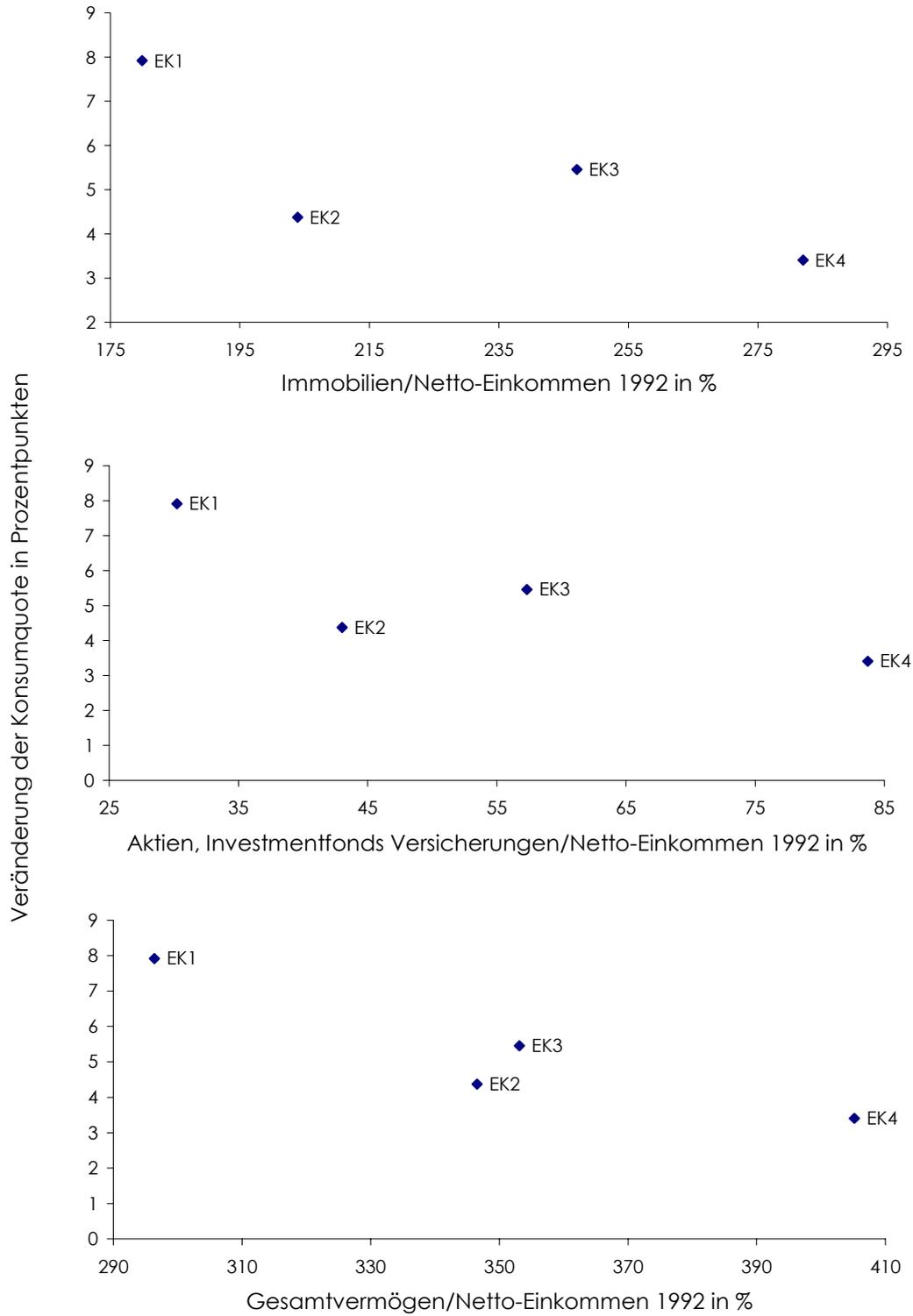


Abbildung 22/D: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland  
Immobilien/Gesamtvermögen

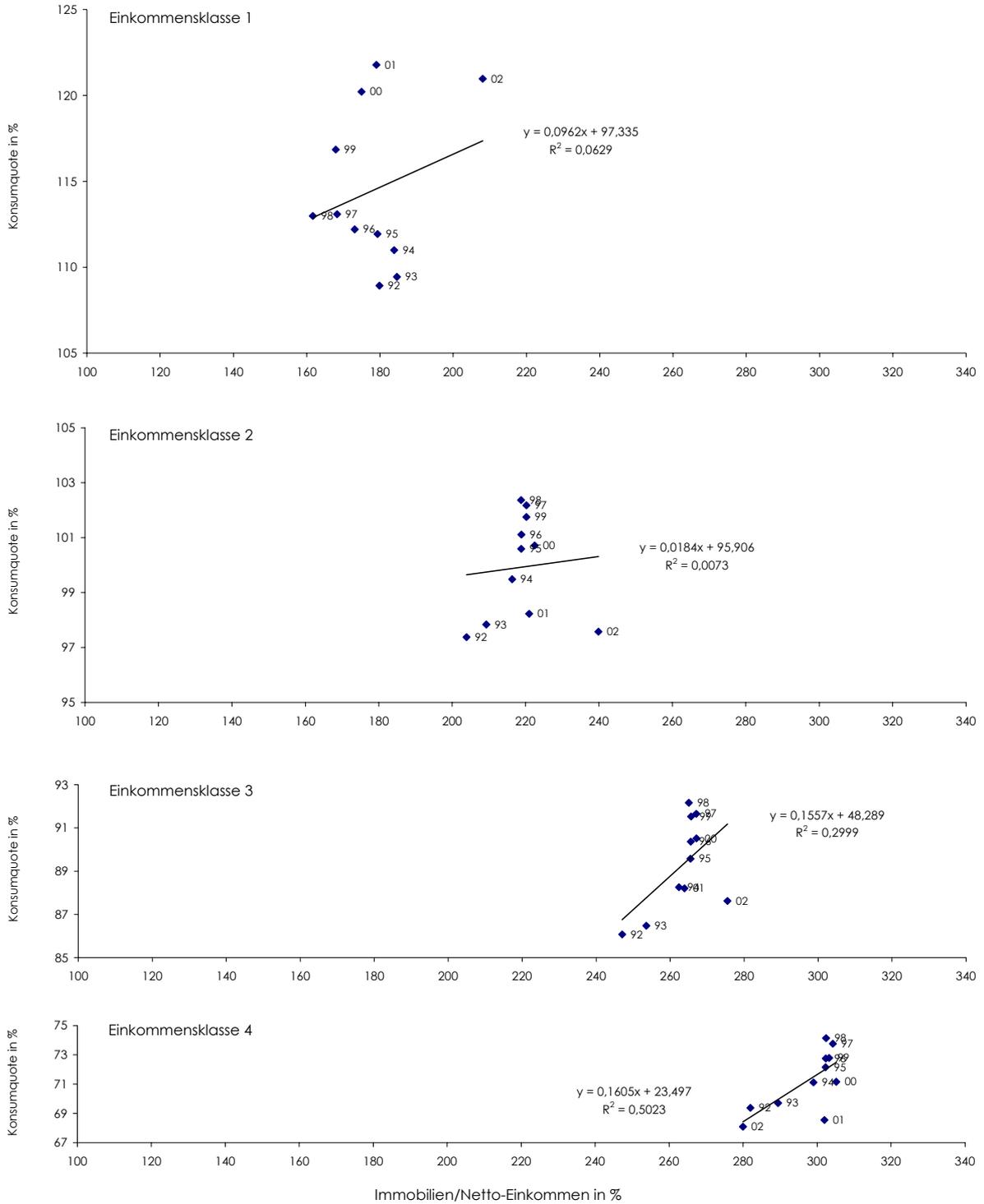


Abbildung 23/D: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland  
Immobilien/Bewertungsvermögen

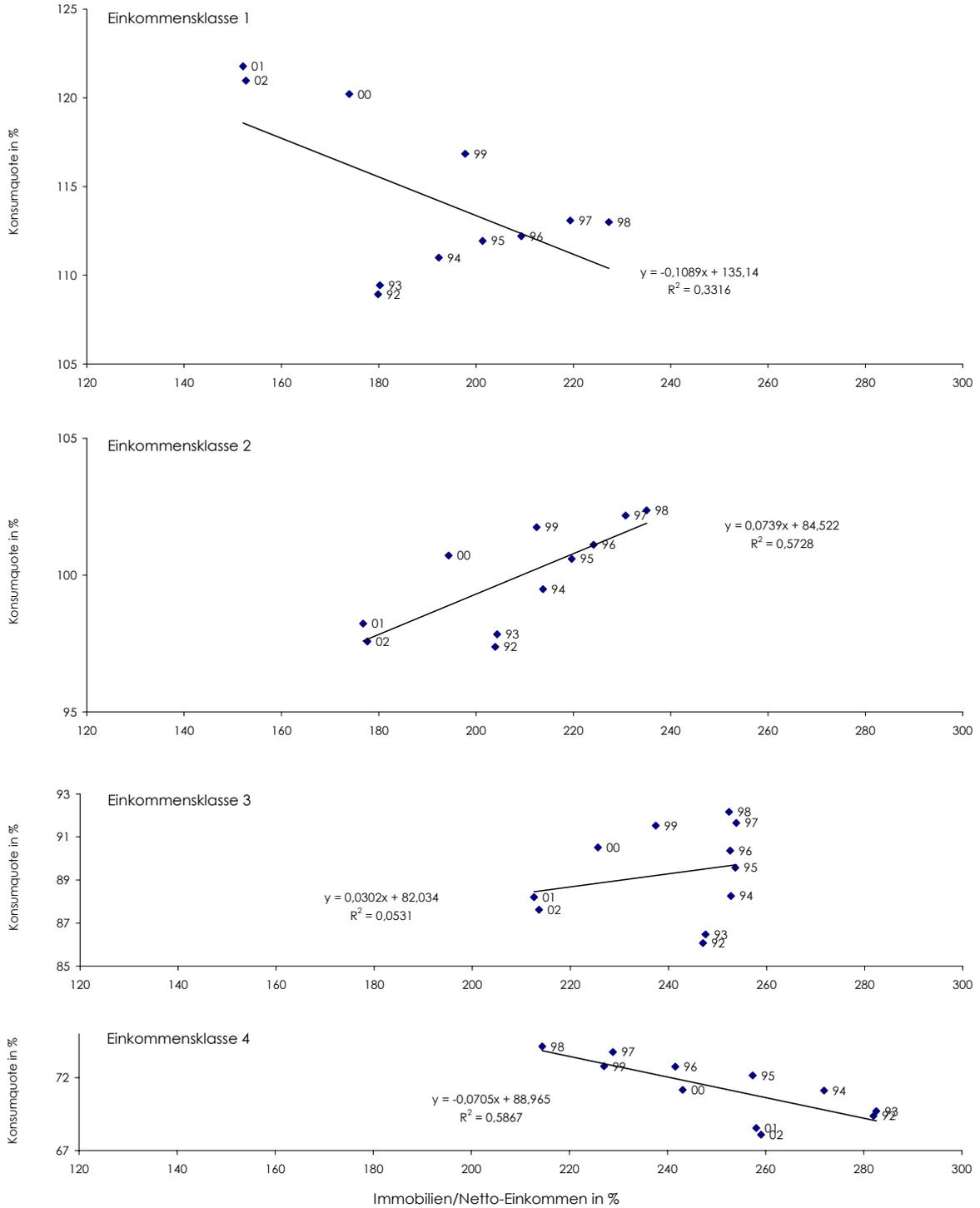


Abbildung 24/D: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland

Immobilien/Spezifisches Bewertungsvermögen

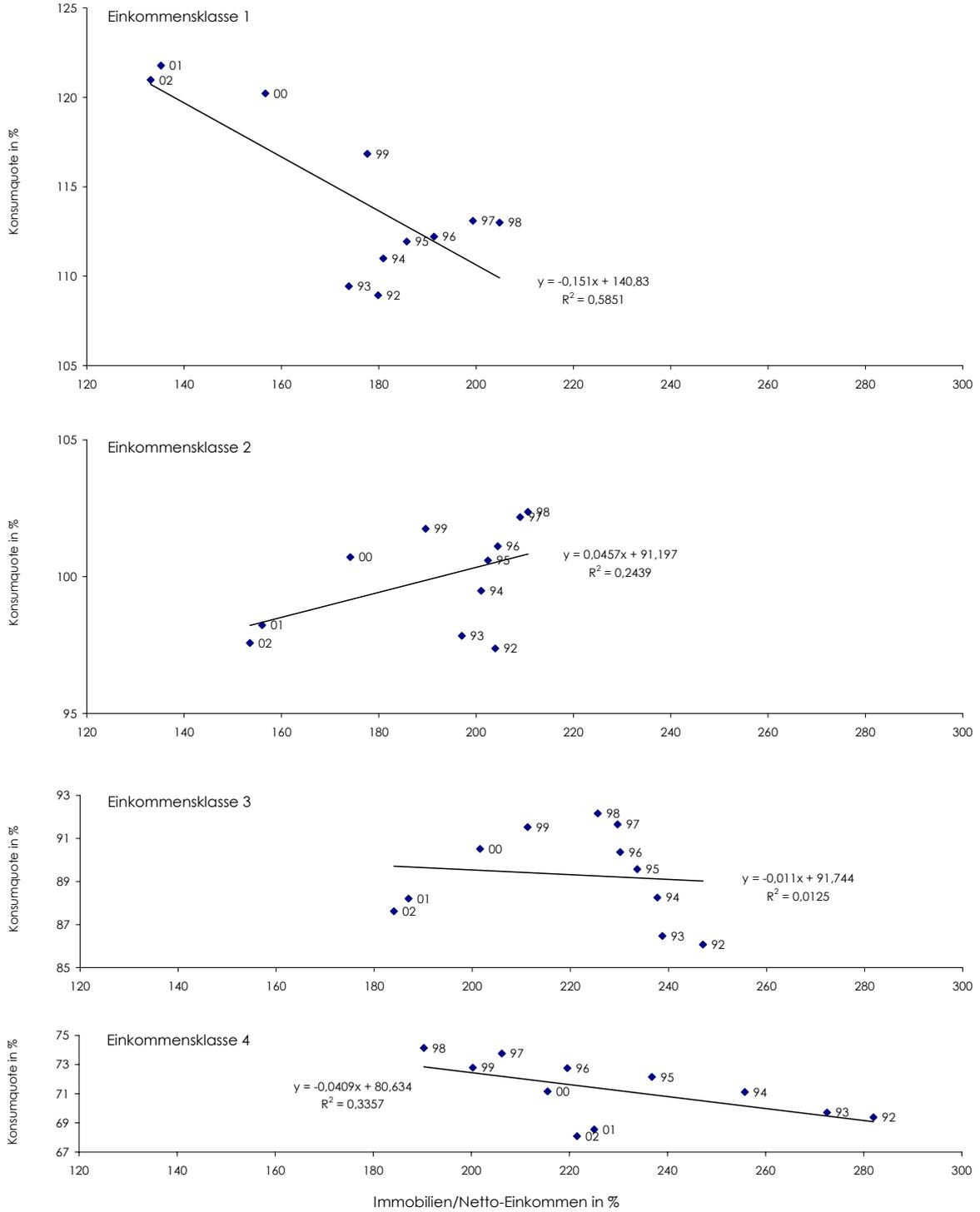


Abbildung 25/D: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland

Aktien, Investmentfonds, Versicherungen/Gesamtvermögen

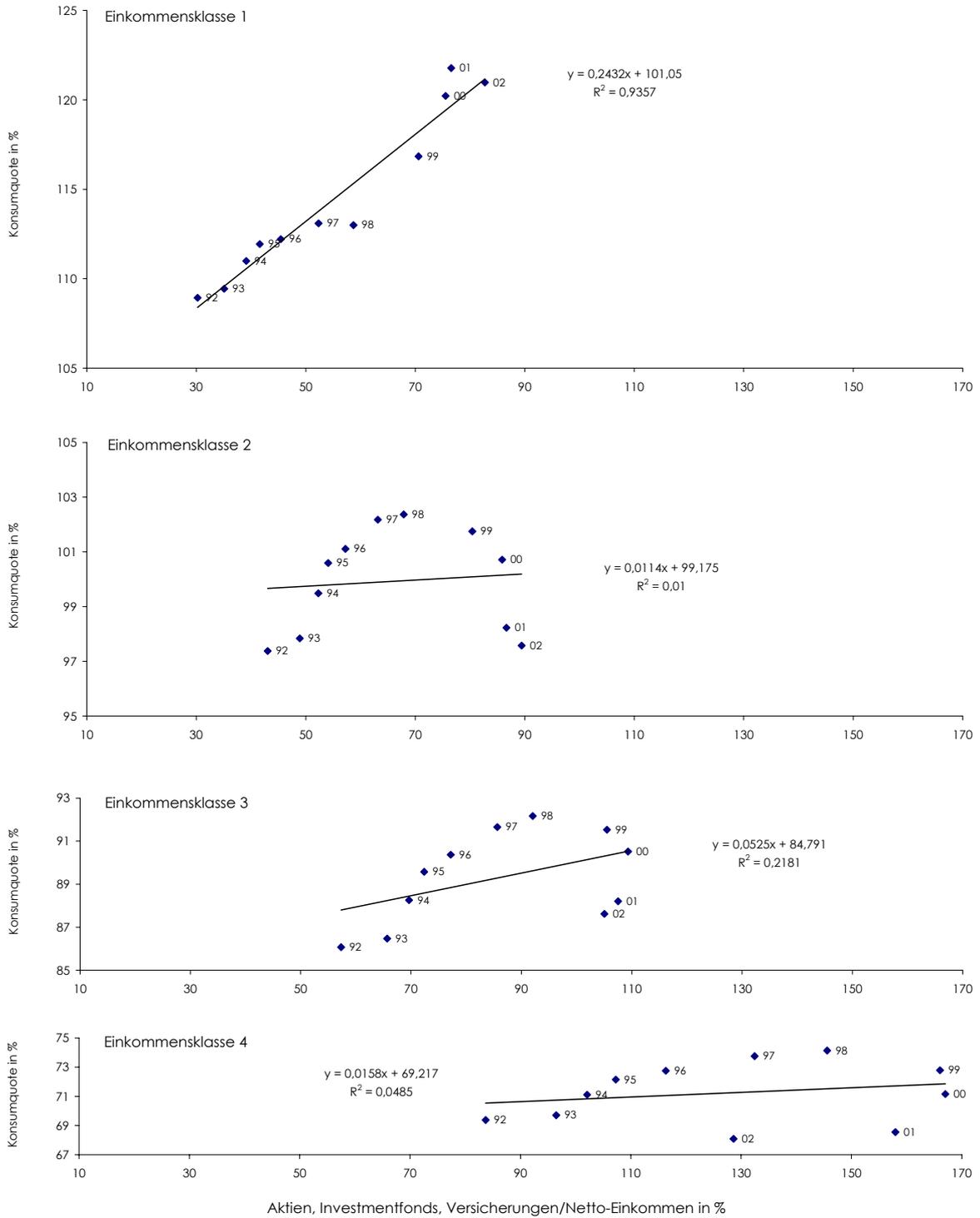


Abbildung 26/D: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland

Aktien, Investmentfonds, Versicherungen/Bewertungsvermögen

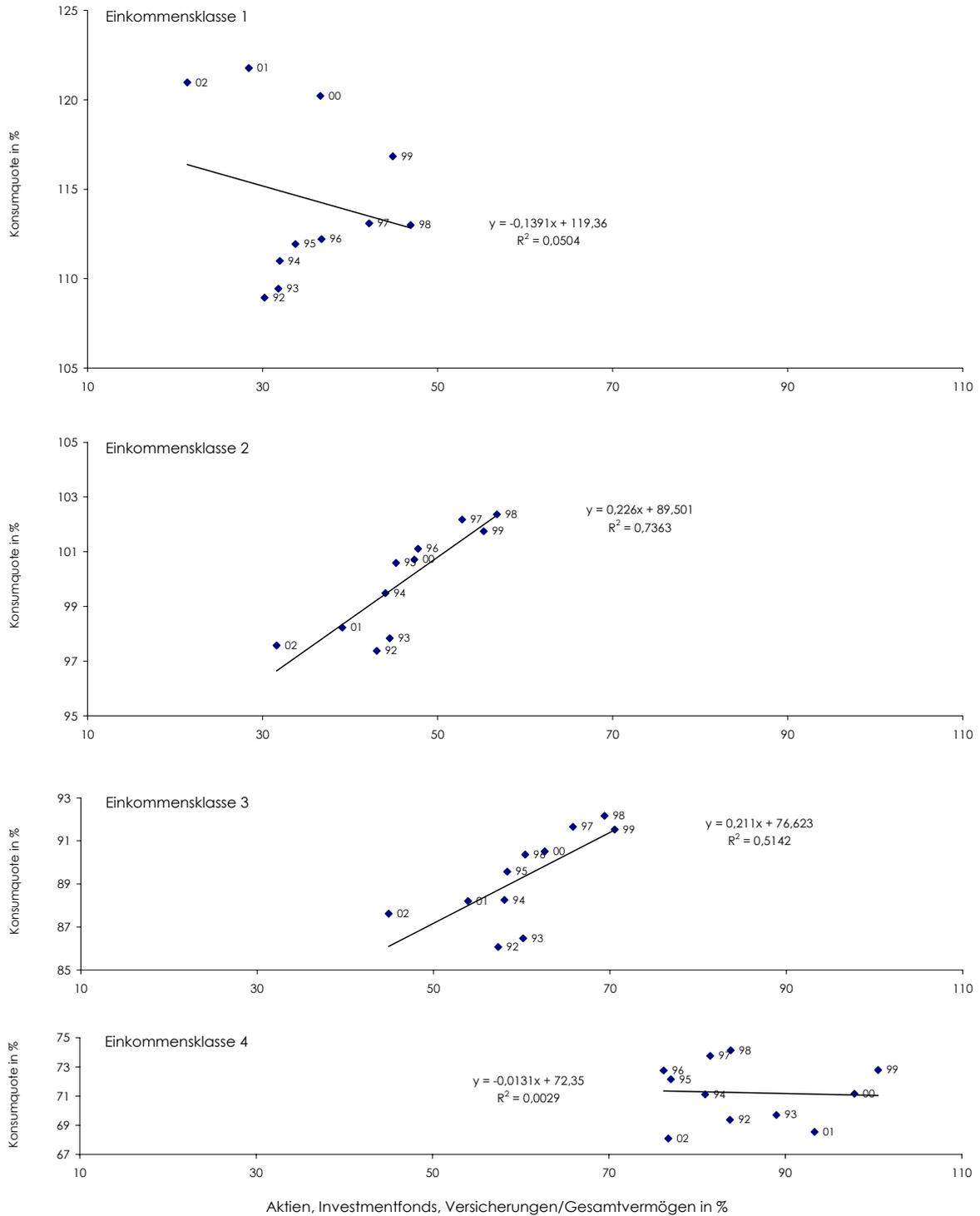
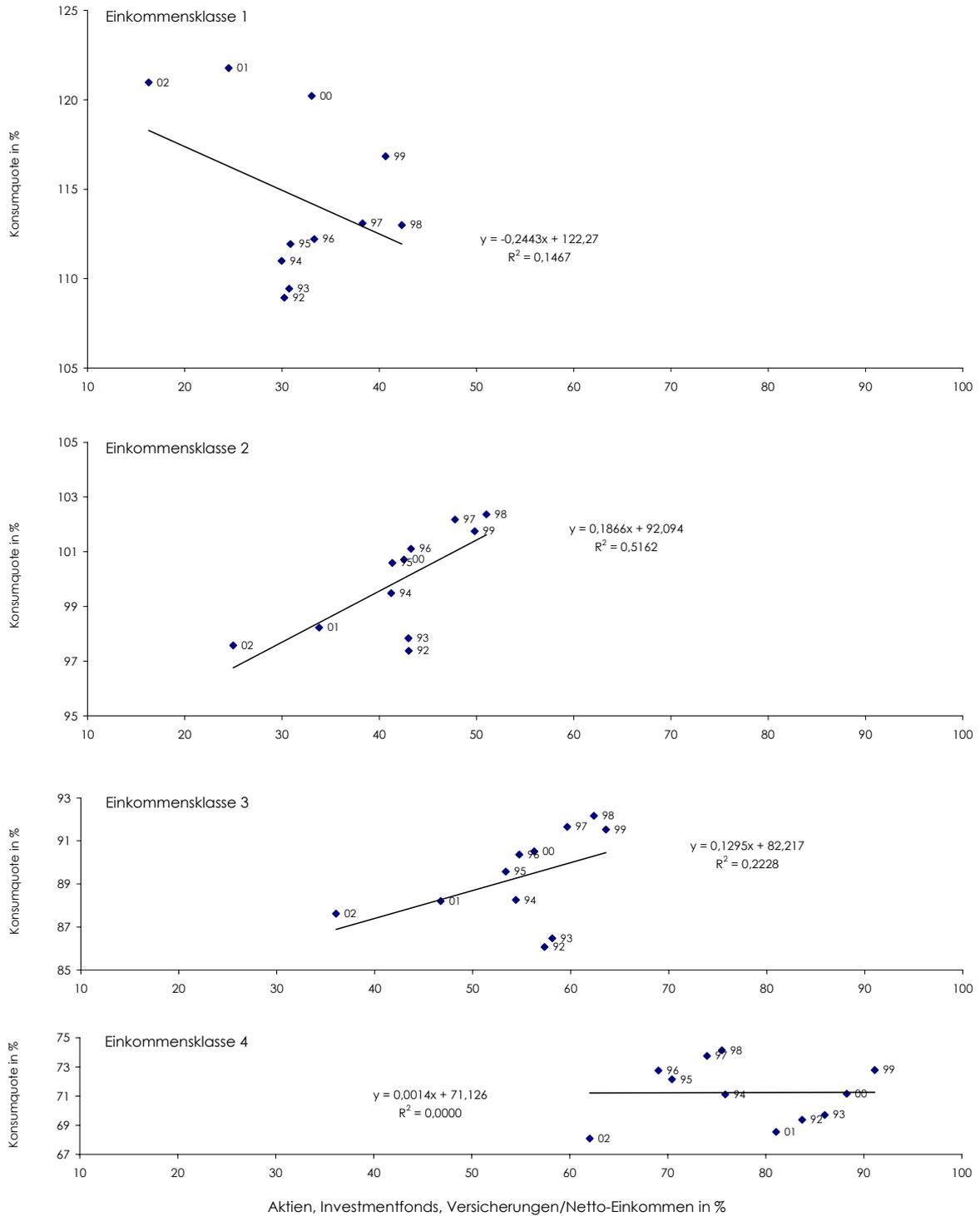


Abbildung 27/D: Konsum und Vermögensquoten der privaten Haushalte nach Einkommensklassen in Deutschland

Aktien, Investmentfonds, Versicherungen/Spezifisches Bewertungsvermögen



© 2004 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,  
Wien 3, Arsenal, Objekt 20 • Postanschrift: A-1103 Wien, Postfach 91 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 •  
Fax (+43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 50,00 €, Download 40,00 €:

[http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo\\_search.get\\_abstract\\_type?p\\_language=1&pubid=25188](http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25188)