

## Eine verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland – Ergebnisse und Anwendungen

*Bisher war es nicht möglich, die Vermögensverteilung der privaten Haushalte in Deutschland auf Ebene der einzelnen Haushalte auf Quartalsbasis zu beschreiben. Mit der verteilungsbasierten Vermögensbilanz existiert nun jedoch ein neuer vorläufiger Datensatz, der zwei Datenperspektiven vereint: Er verknüpft die Haushaltsbefragung der Bundesbank „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) mit den gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen. Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz berücksichtigt somit die Verteilungsinformationen aus der Haushaltsstudie und spiegelt gleichzeitig die vierteljährliche Dynamik und die Niveauangaben der gesamtwirtschaftlichen Statistiken in konsistenter Weise wider.*

*Laut der verteilungsbasierten Vermögensbilanz sank die Vermögensungleichheit in den letzten Jahren. Dies rührte zum einen daher, dass der Nettovermögenszuwachs für die Haushalte in der unteren Hälfte der Verteilung besonders kräftig ausfiel – wengleich von einem niedrigen Niveau ausgehend. Hierbei haben die weniger vermögenden Haushalte in deutlichem Umfang risikoarme Anlagen wie Einlagen und Versicherungsansprüche aufgebaut und gleichzeitig merklich ihre Verschuldung reduziert. Zum anderen sank die Ungleichheit auch deshalb, weil die obere Mitte der Verteilung spürbar von einem steigenden Wert des Immobilienvermögens profitierte. Darüber hinaus offenbart die verteilungsbasierte Vermögensbilanz eine erhebliche Heterogenität in der Vermögenszusammensetzung der privaten Haushalte. Die Vermögen der Haushalte in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung bestehen nahezu ausschließlich aus risikoarmen Anlageformen. Dahingegen umfasst die Vermögensstruktur der vermögenderen Haushalte in einem deutlich größeren Umfang Kapitalmarktinstrumente und vor allem Immobilien- und Betriebsvermögen.*

*Da insbesondere das Immobilienvermögen neben Aktien eine hohe Rendite erzielte, fiel die reale Vermögensrendite im Durchschnitt über die Jahre 2009 bis Anfang 2022 in der vermögenderen Hälfte der Verteilung deutlich höher aus als in der vermögensärmeren Hälfte. Die Resultate zeigen in diesem Zusammenhang auch, dass sich der renditesenkende Effekt der Inflation insbesondere am unteren Ende der Vermögensverteilung bemerkbar macht. Da das Vermögen dieser Haushalte überwiegend aus niedrig verzinsten Anlagen besteht, führen folglich hohe Inflationsraten vor allem dort zu negativen realen Vermögensrenditen.*

*Der hier vorgestellte Datensatz dürfte zukünftig auch an geldpolitischer Relevanz gewinnen. Eine Vielzahl von Studien verdeutlicht, dass die Heterogenität zwischen den Haushalten die Transmission der Geldpolitik beeinflussen kann. So dürfte die Wirkungsweise geldpolitischer Maßnahmen auch von der Verteilung und der Struktur des Vermögens abhängen. Bei der Beurteilung der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen ist es somit grundsätzlich sinnvoll, die finanziellen Unterschiede zwischen den privaten Haushalten im Blick zu haben. Gerade vor diesem Hintergrund erscheint die künftige Bereitstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz für eine Notenbank besonders hilfreich.*

*Verteilungsbasierte Vermögensbilanz verknüpft Einzeldaten mit gesamtwirtschaftlichen Statistiken*

*Zentrale Analyseergebnisse offenbaren heterogene Entwicklungen, die in Aggregaten typischerweise verborgen bleiben*

## ■ Einleitung

Mit der verteilungsbasierten Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland (Distributional Wealth Accounts: DWA) existiert ein neuer vorläufiger Datensatz, der zwei verschiedene Welten vereint: Er kombiniert die Daten aus der Vermögensbefragung der Bundesbank (PHF-Studie) mit den vierteljährlichen Angaben der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen. Mit dieser verteilungsbasierten Vermögensbilanz können Analysen auf Ebene der einzelnen Haushalte durchgeführt werden. Konkret bedeutet dies, dass zur Vermögens- und Verschuldungsentwicklung entlang der Vermögensverteilung dezidiert Aussagen getroffen werden können. Da die Effektivität geld- und wirtschaftspolitischer Maßnahmen unter anderem von der Verteilung und der Struktur des Vermögens sowie damit möglicherweise einhergehenden bilanziellen Restriktionen abhängt, erscheint die Bereitstellung solcher verteilungsbasierter Statistiken für Notenbanken besonders hilfreich. Der Datensatz befindet sich noch in der Entwicklungsphase, ist aber bereits weit vorangeschritten. Etwaige Anpassungen im weiteren Prozess lassen sich nicht ausschließen.

Der vorliegende Aufsatz gibt zunächst einen Überblick über den Erstellungsprozess der verteilungsbasierten Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland. Dabei wird ferner die Entwicklung der Vermögensverteilung seit 2009 stilisiert betrachtet. Zudem werden mithilfe der verteilungsbasierten Vermögensbilanz Portfoliorenditen auf Ebene der einzelnen Haushalte ermittelt und deren Entwicklung im Zeitverlauf analysiert. Abschließend werden wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen gezogen. Es ergeben sich insgesamt folgende Erkenntnisse:

- Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz bietet höherfrequente und vergleichsweise zeitnahe Daten für die Verteilung verschiedener Vermögenspositionen und Verbindlichkeiten über die Privathaushalte in Deutschland.

- Laut der verteilungsbasierten Vermögensbilanz sank die Vermögensungleichheit in etwa seit 2014. Dies rührte zum einen daher, dass die untere Hälfte der Vermögensverteilung neben einem kräftigen Geldvermögensaufbau in nennenswertem Umfang ihre Verschuldung reduzierte und somit zu einer Erhöhung des Nettovermögens beitrug. Zum anderen profitierte die obere Mitte der Verteilung spürbar von einem steigenden Wert des Immobilienvermögens.
- Die Angaben der verteilungsbasierten Vermögensbilanz deuten zudem darauf hin, dass die Haushalte entlang der Vermögensverteilung deutliche Unterschiede in der Vermögenszusammensetzung aufweisen. So bestehen die Vermögen der unteren Hälfte der Verteilung nahezu ausschließlich aus risikoarmen Anlageformen wie Einlagen und Versicherungsansprüchen. Dahingegen umfasst die Vermögensstruktur der vermögendere Haushalte in einem deutlich größeren Umfang Kapitalmarktinstrumente und vor allem Immobilien- und Betriebsvermögen.
- Das Zusammenspiel der abweichenden Vermögensstrukturen und unterschiedlicher Renditen der einzelnen Anlageformen schlägt sich in merklichen Unterschieden in der Höhe der Rendite des Gesamtvermögens entlang der Vermögensverteilung nieder. Da insbesondere das Immobilienvermögen neben Aktien eine hohe Rendite erzielte, fiel die reale Vermögensrendite im Durchschnitt über die Jahre 2009 bis Anfang 2022 in der oberen Verteilungshälfte deutlich höher aus als in der vermögensärmeren Hälfte.

## ■ Eine verteilungsbasierte Vermögensbilanz der Privathaushalte in Deutschland: erste stilisierte Ergebnisse

Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz kennzeichnet, dass sie Verteilungsinformationen in einer konsistenten Art und Weise mit den ge-

*Vierteljährliche  
 verteilungs-  
 basierte  
 Vermögens-  
 bilanz ...*

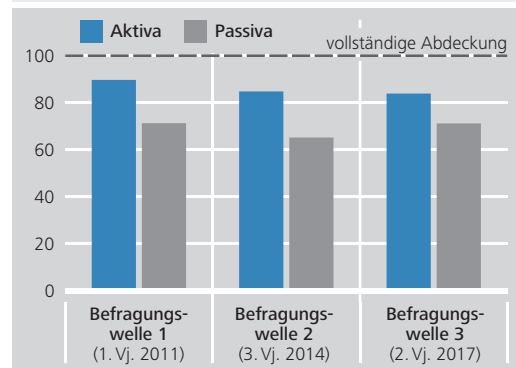
samtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen kombiniert und auf Quartalsbasis bereitstellt. Für die Erstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz sind zwei Statistiken von zentraler Bedeutung. So werden zum einen die Angaben der PHF-Studie berücksichtigt. Im Rahmen dieser Studie werden einzelne Privathaushalte in Deutschland zu ihrem Vermögen und ihren Schulden befragt.<sup>1)</sup> Zum anderen fließen die Angaben der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen ein. Die gesamtwirtschaftliche Statistik beschreibt dabei jeweils im Rahmen einer Vollerhebung die Vermögenshöhe und die Vermögensstruktur für die institutionellen Sektoren in ihrer Gesamtheit – also auch für die privaten Haushalte in Deutschland. Erfasst werden das Sachvermögen, welches durch das Statistische Bundesamt ermittelt wird, sowie die durch die Bundesbank berechneten Angaben zum Geldvermögen und den Verbindlichkeiten. Jedoch erlauben die gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen keinerlei Aussagen über die Verteilung des Vermögens. Die Daten der PHF-Studie stellen hingegen sehr detaillierte Informationen auf Ebene der einzelnen Haushalte bereit, allerdings lediglich in einem Abstand von etwa drei Jahren. Die gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen erfassen wiederum das aggregierte Haushaltsvermögen überwiegend im vierteljährlichen Rhythmus.<sup>2)</sup>

*... schließt  
 Lücke in der  
 Vermögens-  
 erfassung  
 zwischen  
 aggregierten  
 Einzelangaben  
 und gesamtwirt-  
 schaftlichen  
 Statistiken ...*

Obwohl den beiden Statistiken die gleiche Intention zugrunde liegt – nämlich die Vermögenssituation der Haushalte zu beschreiben –, existiert eine erhebliche Lücke in der Vermögenserfassung zwischen den aggregierten Einzelangaben der PHF-Studie (hochgerechnet) und den gesamtwirtschaftlichen Angaben (siehe hierzu das Schaubild rechts oben). Ein zentraler Faktor, der hierzu beiträgt, ist die unzureichende Erfassung sehr vermögender Haushalte in der PHF-Studie. Vor diesem Hintergrund beschäftigen sich seit dem Jahr 2015 die Expertinnen und Experten des Europäischen Systems der Zentralbanken in verschiedenen Arbeitsgruppen damit, die Angaben der Haushaltsbefragungen innerhalb eines konsistenten Analyserahmens sinnvoll mit den gesamtwirtschaft-

### Vermögensabdeckung der Haushaltsbefragung<sup>\*)</sup>

in % der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen. \* Aggregierte Angaben der Haushaltsbefragung (PHF).

Deutsche Bundesbank

lichen Vermögensbilanzen des Haushaltssektors zu kombinieren und dabei die Datenlücken zu schließen (siehe hierzu die Ausführungen auf S. 18 ff.).<sup>3)</sup>

Der aus den Arbeiten der Expertengruppen resultierende vorläufige Datensatz enthält schließlich wertvolle Informationen aus beiden Statistiken: Er berücksichtigt die Verteilungsinformationen aus der Vermögensbefragung auf Ebene der einzelnen Haushalte sowie die vierteljährliche Dynamik und die Niveaugaben der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen für den Zeitraum seit 2009. Dabei erfasst die verteilungsbasierte Vermögensbilanz die Bestandsangaben auf Basis von verschiedenen Vermögensgruppierungen für folgende Anlageformen und Verbindlichkeiten: Einlagen, Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien,

*... und spiegelt  
 Dynamik und  
 Niveaugaben  
 der gesamtwirt-  
 schaftlichen  
 Statistiken kon-  
 sistent wider*

<sup>1</sup> Mit der Haushaltsstudie zur wirtschaftlichen Lage privater Haushalte gewinnt das Forschungszentrum der Bundesbank ein Bild der Situation privater Haushalte in Deutschland. Im Schnitt liegen für die drei derzeit verfügbaren Befragungswellen des PHF jeweils Angaben für etwa 4 000 Haushalte vor. Diese Daten ermöglichen Analysen zu vielfältigen Themen: Einkommens- und Vermögensverteilung, Wohneigentum, Sparverhalten und Altersvorsorge, Arbeitsplätze und Familie. Zudem fließen die erhobenen Daten in die „Household Finance and Consumption Survey“, eine Studie der Zentralbanken des Eurosystems, ein und spielen damit nicht nur auf nationaler, sondern auch auf europäischer Ebene eine wichtige Rolle.

<sup>2</sup> Angaben zum Sachvermögen liegen zumeist nur auf Jahresebene vor.

<sup>3</sup> Vgl.: Europäische Zentralbank (2020).

## Methodische Aspekte bei der Erstellung einer verteilungs- basierten Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland

Mit Blick auf die Vermögenssituation der privaten Haushalte in Deutschland gibt es bisher zwei zentrale Statistiken der Bundesbank, die entsprechende Informationen bereitstellen. So existiert zum einen die Haushaltsbefragung „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) mit detaillierten Informationen zur individuellen Vermögens- und Schuldensituation der befragten Haushalte. Zum anderen stellt die gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanz im Rahmen einer Vollerhebung aggregierte Informationen zur Vermögenshöhe und zur Vermögensstruktur des Haushaltssektors bereit. Da beide Statistiken das Vermögen der privaten Haushalte in Deutschland in den Mittelpunkt stellen, wäre zunächst davon auszugehen, dass sie ähnliche aggregierte Vermögenszahlen liefern. Eine vereinfachte Gegenüberstellung der Angaben aus der Vermögensbefragung und der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz offenbart jedoch signifikante Unterschiede (siehe hierzu auch das unten stehende Schaubild). Eine Expertengruppe des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) identifizierte zwei wesentliche Grup-

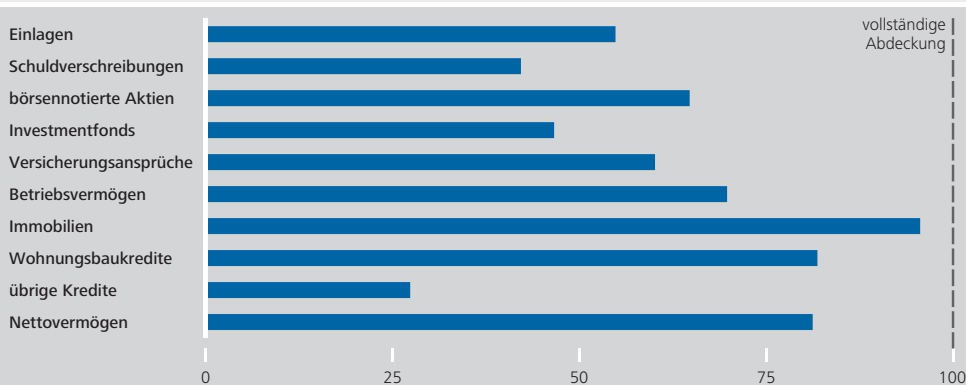
pen von Erklärungsfaktoren für die Unterschiede.<sup>1)</sup>

Die erste Gruppe von Faktoren betrifft vor allem konzeptionelle und methodische Unterschiede. Diese können potenziell einzelne oder alle Komponenten des Vermögens betreffen. Dazu zählen Unterschiede in der Abgrenzung der Bevölkerungsdefinition oder Abweichungen in den Zeitpunkten der Vermögenserfassung. Aber auch unterschiedliche Bewertungskonzepte der beiden Statistiken sind ein entscheidender Faktor. So geben die Befragungsdaten typischerweise Selbsteinschätzungen der Haushalte bezüglich unterschiedlicher Vermögensgegenstände und Schulden wieder. Dahingegen bewer-

<sup>1</sup> Im Dezember 2015 wurde innerhalb des ESZB die Expertengruppe zur Verknüpfung von Makro- und Mikrodaten für den Haushaltssektor (Expert Group on Linking Macro and Micro Data for the household sector) mit dem Ziel gegründet, die Vergleichbarkeit der Angaben aus der Vermögensbefragung der Haushalte und den gesamtwirtschaftlichen Statistiken zu analysieren. Aufbauend auf diesen Resultaten wurde dann im weiteren Verlauf die nachfolgende Expertengruppe (Expert Group on Distributional Financial Accounts) beauftragt, ein Verfahren zur Erstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz zu entwickeln.

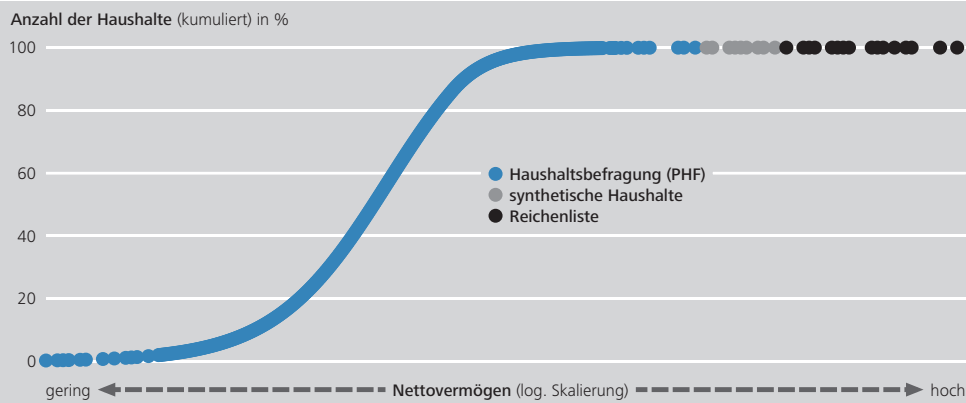
### Instrumentenspezifische Abdeckung der Haushaltsbefragung<sup>1)</sup>

in % der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen. \* Aggregierte Angaben der PHF-Haushaltsbefragung (Welle 2).  
 Deutsche Bundesbank

### Stilisierte Vermögensverteilung<sup>1)</sup>



\* Angaben der Haushaltsbefragung ergänzt um fehlende sehr vermögende Haushalte.  
 Deutsche Bundesbank

ten die gesamtwirtschaftlichen Statistiken die Vermögen primär anhand von Marktpreisen. Schließlich ist für den Vergleich zu beachten, dass die sehr reichen Haushalte in den realisierten Stichproben der Vermögensbefragung typischerweise nicht hinreichend repräsentiert sind.

Die zweite Gruppe an Faktoren betrifft instrumentenspezifische Unterschiede, die vor allem in abweichenden Definitionen begründet liegen. Um insbesondere diesen konzeptionellen Unterschieden Rechnung zu tragen, erfasst die verteilungsbasierte Vermögensbilanz nur die Vermögenskomponenten, die eine hinreichend hohe Vergleichbarkeit zwischen den beiden Statistiken aufweisen. Nicht abgebildet werden hingegen jene Vermögenspositionen, die nur in einer der beiden Quellen erfasst werden. Dies sind zum Beispiel „Ansprüche gegenüber Nichtlebensversicherungen“, die nur Bestandteil der Finanzierungsrechnung sind. Ebenfalls unberücksichtigt bleiben jene Vermögenswerte, die aufgrund deutlicher Unterschiede in der Definition lediglich eine geringe Vergleichbarkeit aufweisen. Hierzu zählen unter anderem die betriebliche Altersvorsorge, Finanzderivate und sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten. Letztlich resultiert aus dieser Betrachtungsweise eine Vermögensabgrenzung, die – gemessen an

der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz des Haushaltssektors – das ausstehende Gesamtvermögen zu etwa 90 % abdeckt.<sup>2)</sup>

<sup>2</sup> An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass für das finanzielle Betriebsvermögen (Teilkomponente des gesamten Betriebsvermögens) die entsprechende Bestandsangabe in der Finanzierungsrechnung (Summe aus gehaltenen nicht börsennotierten Aktien und sonstigen Anteilsrechten) nur lückenhaft erfasst zu sein scheint. Stilisierte Überschlagsrechnungen deuten auf eine Untererfassung in der Finanzierungsrechnung der von nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland begebenen nicht börsennotierten Aktien und sonstigen Anteilsrechte hin. Demnach dürfte das ausgewiesene Volumen für diese beiden Instrumente in der Summe in etwa 1 250 Mrd € zu niedrig sein. Insofern wird bei der Erstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz eine entsprechend korrigierte Bestandsangabe in der Finanzierungsrechnung verwendet. Schätzungen zufolge befinden sich rund 90 % der deutschen Unternehmen in Familienbesitz (vgl. hierzu: Stiftung Familienunternehmen (2019)). Unter der Prämisse, dass die meisten der o.g. Verbindlichkeiten von privaten Haushalten gehalten werden, würde dies einen Korrekturfaktor von 4,8 für den Bestand der privaten Haushalte im Jahr 2017 mit Blick auf diese beiden Vermögenskomponenten bedeuten. Um eine Zeitreihe für den Korrekturfaktor zu erhalten, wird zudem davon ausgegangen, dass der ursprüngliche Bestand im Jahr 1991 im Wesentlichen korrekt erfasst wurde, was einen Korrekturfaktor von 1 impliziert. Auf Basis dieser beiden Datenpunkte kann durch lineare Interpolation/Extrapolation eine Zeitreihe für den Korrekturfaktor ermittelt werden. Schließlich ergibt sich aus der Multiplikation des Rohwerts der Finanzierungsrechnung mit dieser Zeitreihe ein entsprechend korrigierter Wert. Zur Untererfassung des gesamtwirtschaftlichen Betriebsvermögens siehe auch: Albers et al. (2020).

Trotz eines angepassten Vermögenskonzeptes verbleibt beim Nettovermögen eine nicht unerhebliche Lücke zwischen dem Aggregat der Haushaltsbefragung und der korrespondierenden Angabe der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz. Im Durchschnitt liegt das in der Haushaltsbefragung erfasste Nettovermögen über die drei Befragungswellen des PHF um etwa 2 000 Mrd € (20 %) unterhalb des Niveaus der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz. Ein wesentlicher Faktor, der hierzu beiträgt, ist die fehlende Erfassung sehr vermögender Haushalte im PHF.<sup>3)</sup> Dieser Aspekt stellt nach wie vor eine große Herausforderung dar. So sind hochvermögende Haushalte einerseits nur in geringer Anzahl in der Bevölkerung vertreten. Andererseits sinkt die Teilnahmebereitschaft an Umfragen mit steigendem Nettovermögen.<sup>4)</sup>

Um für diese Bevölkerungsgruppe die Datenlücke so gut wie möglich zu schließen, wurde ein erweiterter Ansatz entwickelt. Dieser sieht vor, dem ursprünglichen Datensatz der Haushaltsbefragung die fehlenden sehr vermögenden Haushalte mithilfe einer sogenannten Reichenliste hinzuzufügen.<sup>5)</sup> Die Beobachtungen aus dieser Liste zum Nettovermögen ergänzen den PHF-Datensatz. Da diese Angaben lediglich das obere Ende der Nettovermögensverteilung berücksichtigen, werden zum anderen noch zusätzlich synthetische vermögende Haushalte geschätzt, die dann ebenfalls den ursprünglichen PHF-Datensatz ergänzen. Diese synthetischen Haushalte weisen ein Nettovermögen auf, das zwischen den Mitgliedern der Reichenliste und den reichsten in der Vermögensbefragung erfassten Haushalten liegt (siehe hierzu auch das Schaubild auf S. 19).<sup>6)</sup>

Da sich die Angaben zu den hinzugefügten vermögenden Haushalten allesamt auf das Nettovermögen beziehen, sind zur Schließung der Datenlücken auf Ebene der einzelnen Vermögenskomponenten noch weitere Anpassungen notwendig. Der Großteil der

Lücke bei den Verbindlichkeiten wird den sehr vermögenden Haushalten zugeschrieben. Diese Zuteilung basiert auf zwei Prämissen: zum einen, dass die sehr vermögenden Haushalte Zugang zu grundsätzlich großvolumigen Kreditkontrakten haben; und zum anderen, dass die Verbindlichkeiten der vergleichsweise weniger vermögenden Haushalte im PHF hinreichend gut erfasst werden.<sup>7)</sup> Nachdem nun neben dem Nettovermögen auch Angaben zu den Verbindlichkeiten vorhanden sind, kann somit im weiteren Verlauf die Höhe des Bruttovermögens bestimmt werden. Die Zusammensetzung des Bruttovermögens orientiert sich dabei an den Ergebnissen einer Zusatzstichprobe des SOEP-P sowie dem Global Family Office Report 2018.<sup>8)</sup> Diese Zusammensetzung wird schließlich den sehr vermögenden Haushalten als anfängliche Portfolio-

<sup>3</sup> Vgl.: Europäische Zentralbank (2020).

<sup>4</sup> Vgl. hierzu bspw.: Westermeier und Grabka (2015). Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass das Sozio-ökonomische Panel (SOEP) durch eine neue Zusatzstichprobe (SOEP-P) hinsichtlich hoher Vermögen die Datengrundlage in diesem Bereich der Nettovermögensverteilung deutlich verbessern konnte (vgl.: Schröder et al. (2020)).

<sup>5</sup> Konkret werden die Angaben des Manager Magazins zum Nettovermögen der vermögendsten Deutschen der Jahre 2011, 2014 und 2017 herangezogen.

<sup>6</sup> Dies geschieht unter der Annahme, dass das Vermögen der sehr wohlhabenden Haushalte einer Pareto-Verteilung folgt. Die Pareto-Verteilung wird dabei auf Grundlage der PHF-Haushalte, deren Nettovermögen 1 Mio € übersteigt, sowie den Vermögensangaben aus der Reichenliste geschätzt. Aus dieser geschätzten Verteilung werden dann synthetische Haushalte, die in dem unbeobachteten Bereich liegen, mit einem entsprechenden Nettovermögen zufällig gezogen und hinzugefügt. Zur Approximation der Vermögensverteilung mittels Pareto-Verteilung im Bereich hoher Vermögen vgl. u. a.: Vermeulen (2018) und darin angegebene Quellen sowie Walzl und Chakraborty (2022).

<sup>7</sup> Es werden Verbindlichkeiten anteilig dem Nettovermögen in dem Umfang den sehr vermögenden Haushalten unter der Nebenbedingung zugewiesen, dass die spätere Struktur des Bruttovermögens im Wesentlichen mit der Portfoliostruktur von Millionären im SOEP-P übereinstimmt. Zur Vermögensstruktur im SOEP-P vgl.: Schröder et al. (2020).

<sup>8</sup> Vgl. hierzu: Schröder et al. (2020) und UBS/Campden Research (2018).

struktur zugewiesen.<sup>9)</sup> Sollte hierbei der Fall auftreten, dass die hinzugefügten Haushalte nun bestimmte Vermögenskomponenten in einem größeren Umfang halten als es die Datenlücken nahelegen, werden weitere Anpassungen vorgenommen. Konkret bedeutet dies, dass überschüssig gehaltene Bestände auf vergleichbare Vermögenskomponenten aufgeteilt werden, die nach wie vor untererfasst sind.<sup>10)</sup> Die so erzeugten Portfolios der synthetischen Haushalte und der Haushalte der Reichenliste ergänzen somit die originären Angaben der Vermögensbefragung. Hierbei zeigt sich, dass allein durch das Hinzufügen der bisher fehlenden sehr vermögenden Haushalte die Untererfassung bezüglich des gesamten Nettovermögens im Schnitt zu mehr als 50 % beseitigt werden kann.<sup>11)</sup> Die noch verbliebenen Datenlücken werden abschließend durch eine proportionale Allokation geschlossen.<sup>12)</sup> Dabei wird jedem Haushalt gemäß seinem Anteil am bisher erfassten instrumentenspezifischen Volumen ein Teil der noch verbliebenen Datenlücke zugeschrieben. Dies führt über alle Haushalte hinweg zu einer instrumentenspezifischen Erhöhung der gehaltenen Bestände, wodurch schließlich eine vollständige Angleichung der Vermögensbefragung an die gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanz erreicht wird.

Nachdem die drei derzeit existierenden PHF-Befragungswellen mit den entsprechenden Angaben der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz verknüpft wurden, werden im letzten Schritt durch Inter- und Extrapolation die Dynamiken aus der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz auf die einzelnen Haushalte übertragen. Der daraus resultierende Datensatz berücksichtigt somit konsistent neben den Verteilungsinformationen aus der Vermögensbefragung auch vollständig die Bestandsangaben und die vierteljährliche Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz für die Zeit seit 2009.<sup>13)</sup> Abschließend sei jedoch darauf hingewiesen, dass vor allem die Angaben am aktuellen Datenrand aufgrund der Extrapolation

mit einer gewissen Unsicherheit behaftet sind. Die Extrapolation der individuellen Haushaltsangaben nach der letzten verfügbaren PHF-Befragungswelle aus dem Jahr 2017 unterstellt in diesem Kontext implizit, dass sich das bis dahin beobachtete Spar- und Anlageverhalten der Haushalte im Grunde nicht verändert hat. Diese vereinfachende Annahme kann insofern problematisch sein, da Krisensituationen wie die Corona-Pandemie die Sparmotive von Haushalten und damit auch das Spar- und Anlageverhalten prinzipiell nachhaltig verändern können.<sup>14)</sup>

---

**9** Gemäß UBS/Campden Research (2018) wird folgende Portfoliostruktur angenommen: Einlagen (7,0 %), Schuldverschreibungen (16,2 %), börsennotierte Aktien (28,0 %), Anteile an Investmentfonds (5,7 %), finanzielles Betriebsvermögen (21,6 %), Immobilienvermögen (18,1 %), nichtfinanzielles Betriebsvermögen (3,4 %). Unter Berücksichtigung der Angaben des SOEP-P werden die Portfolioanteile des Immobilienvermögens und des gesamten Betriebsvermögens auf 20 % bzw. 60 % angepasst. Die verbliebenen Portfolioanteile werden entsprechend reskaliert, sodass die Summe aller Anteile 100 % entspricht. Daraus ergibt sich letztlich eine anfängliche Portfoliozusammensetzung, die im Wesentlichen die Ergebnisse des SOEP-P widerspiegelt und im weiteren Verlauf als Benchmark dient.

**10** Demnach werden bspw. zu viel gehaltene Schuldverschreibungen zu gleichen Teilen auf Investmentfonds und Versicherungsansprüche verteilt. Dies spiegelt den Aspekt wider, dass die privaten Haushalte indirekt über Investmentfonds und Lebensversicherungen in Schuldverschreibungen investieren können. Ebenso werden Überschüsse bei den gehaltenen börsennotierten Aktien dem Betriebsvermögen sowie den Investmentfonds und Versicherungsansprüchen zugeordnet. Schließlich werden Überschüsse beim Immobilienvermögen auf Aktien, Betriebsvermögen, Investmentfonds und Versicherungsansprüche verteilt.

**11** Bei einem über alle drei derzeit existierenden PHF-Befragungswellen durchschnittlich erfassten gesamtwirtschaftlichen Nettovermögen i. H. v. etwa 10 Billionen € beträgt die Datenlücke im Mittel etwa 2 Billionen €. Indem die originären Angaben der Haushaltsstudie um synthetisch erzeugte Haushalte ergänzt werden, kann diese Lücke im Schnitt zu mehr als 50 % geschlossen werden.

**12** Die proportionale Allokation hat in diesem Kontext den Vorteil, dass sie auf Instrumentenebene die bis dahin generierten Verteilungsinformationen nicht in eine bestimmte Richtung verzerrt, sondern unverändert lässt.

**13** Im Schnitt liegen für die drei verfügbaren Haushaltsbefragungen des PHF Angaben für etwa 4 000 Haushalte vor. Hinzu kommen weitere 3 000 sehr vermögende Haushalte, die auf Grundlage einer geschätzten Pareto-Verteilung künstlich erzeugt werden, um die Untererfassung am oberen Ende der Vermögensverteilung zu korrigieren.

**14** Vgl. hierzu bspw.: Ecolani et al. (2021).



Anteile an Investmentfonds, Versicherungsansprüche, finanzielles und nichtfinanzielles Betriebsvermögen, Immobilien sowie Verbindlichkeiten in Form von Wohnungsbaukrediten und übrigen Krediten.<sup>4)</sup> Zum finanziellen Betriebsvermögen zählen Unternehmensbeteiligungen, das heißt nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Beim nichtfinanziellen Betriebsvermögen hingegen handelt es sich vor allem um das Sachvermögen von Einzelunternehmen wie Kaufleuten, Handwerkern und Freiberuflern.<sup>5)</sup> Das Nettovermögen eines Haushalts ergibt sich schließlich als Differenz zwischen der Summe aller Anlageformen und den Verbindlichkeiten (siehe auch das oben stehende Schaubild).

Das Schaubild auf Seite 23 zeigt das Niveau des jeweiligen Nettovermögens und den Anteil am gesamten Nettovermögen für verschiedene Haushaltsgruppen entlang der Nettovermögensverteilung. Konkret wird hierbei das jeweils aggregierte Nettovermögen für vier Vermögens-

gruppierungen betrachtet: das obere Prozent der Vermögensverteilung (Top 1%), die nächsten 9% der Verteilung (90% bis 99%), die dann nachfolgenden 40% (50% bis 90%) sowie die untere Hälfte der Vermögensverteilung (0% bis 50%). Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz des Haushaltssektors verdeutlicht eine insgesamt hohe Vermögensungleichheit, die über die Laufzeit des Datensatzes, das heißt ab 2009, jedoch leicht rückläufig war. Während die obersten 10% der Vermögensverteilung über den betrachteten Zeitraum mehr als 50% des gesamten Nettovermögens der Haushalte in Deutschland hielten, entfiel auf die untere Hälfte der Vermögensverteilung mit durchschnittlich 0,6% ein äußerst geringer Anteil. Allerdings verschob sich im Beobachtungszeitraum die Verteilung leicht zugunsten der unteren Hälfte. Der Anteil der vermögensärmeren 50% der Haushalte am gesamten Nettovermögen stieg von 0,2% im Jahr 2009 auf mehr als 1,2% im Jahr 2021.<sup>6)</sup>

Das Schaubild auf Seite 26 zeigt vor diesem Hintergrund das durchschnittliche Quartalswachstum und die Wachstumsbeiträge wesentlicher Anlagekategorien für die vier verschiedenen Haushaltsgruppierungen. Es wird hierbei aus Übersichtlichkeitsgründen zwischen dem Finanzportfolio, dem Betriebsvermögen, Immobilien sowie den Verbindlichkeiten unterschieden.<sup>7)</sup> Das aggregierte Nettovermögen der privaten Haushalte in Deutschland wuchs seit 2009 pro Quartal im Schnitt um etwa 1,3%. Der Nettovermögenszuwachs fiel dabei für die

... offenbart ungleiche Vermögensentwicklung, ...

Unterteilung in Haushaltsgruppen entlang der Nettovermögensverteilung ...

4 Versicherungsansprüche beschreiben im Wesentlichen die private Altersvorsorge, da sie primär Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen umfassen. Übrige Kredite umfassen alle Kredite außer Wohnungsbaukredite, wie z. B. Konsumentenkredite.

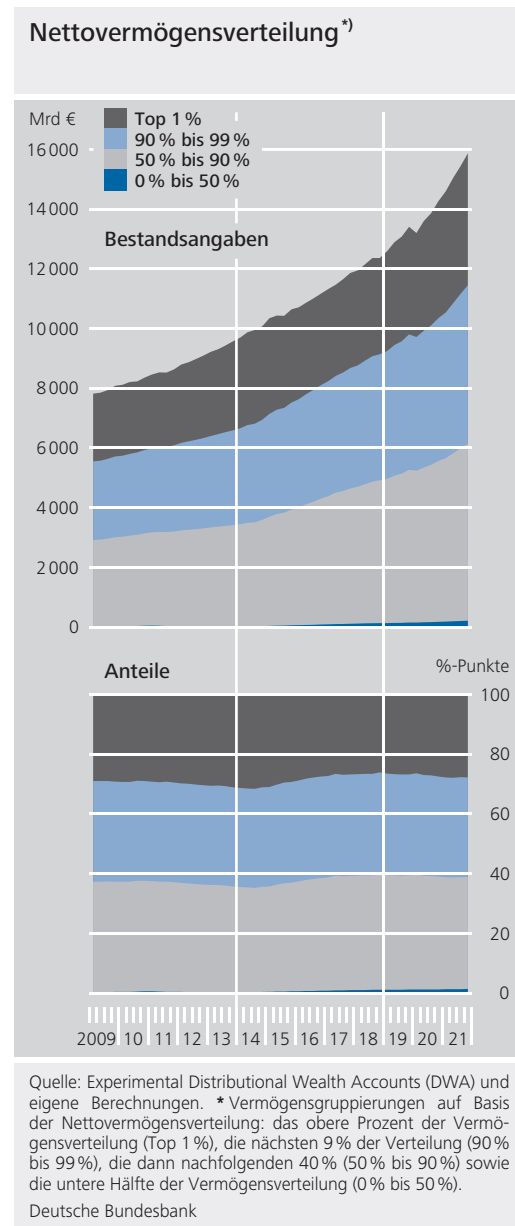
5 Aufgrund der Rechtsform sind diese Einzelunternehmen dem Haushaltssektor zuzuordnen.

6 In einem längerfristigen Kontext zeigt sich jedoch eine gestiegene Ungleichheit. Demnach sank z. B. im Zeitraum 1993 bis 2018 in realer Rechnung – d. h. sämtliche Vermögenswerte werden kaufkraftbereinigt betrachtet – der Anteil der unteren 50% am gesamten Nettovermögen von über 5% auf unter 3% und halbierte sich damit nahezu. Vgl. hierzu: Albers et al. (2020).

7 Das Finanzportfolio umfasst Einlagen, Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien, Anteile an Investmentfonds und Versicherungsansprüche.



untere Hälfte der Verteilung besonders kräftig aus – wenngleich von einem niedrigen Niveau ausgehend. Hierbei haben die Haushalte der unteren Hälfte in deutlichem Umfang risikoarme Anlagen wie Einlagen und Versicherungsansprüche in ihrem Finanzportfolio aufgebaut und gleichzeitig merklich ihre Verbindlichkeiten reduziert. Die obere Mitte der Verteilung hingegen profitierte vergleichsweise stark von einem gestiegenen Wert des Immobilienvermögens. Dies liegt zum einen darin begründet, dass die weniger vermögenden Haushalte nur selten Immobilienbesitzer sind. Zum anderen macht bei den sehr vermögenden Haushalten das Immobilienvermögen einen deutlich geringeren Anteil am Gesamtvermögen aus. Die in den letzten Jahren beobachteten Preiserhöhungen bei Wohnimmobilien dürften daher für sich genommen tendenziell einen ausgleichenden Effekt auf die Nettovermögensverteilung ausgeübt haben.<sup>8)</sup> Der Nettovermögensanstieg des obersten Prozents der Verteilung ist schließlich zentral auf Zuwächse beim Betriebsvermögen zurückzuführen. Der hohe Wachstumsanteil dieser Anlageform am oberen Ende der Verteilung spiegelt dabei auch die in den letzten Jahrzehnten gestiegene Bedeutung der Unternehmensersparnisse in der Vermögensentwicklung sehr vermögender Haushalte wider. Hierbei handelt es sich zwar typischerweise um einbehaltene Unternehmensgewinne; diese stehen jedoch in letzter Konsequenz den Anteilseignern zu.<sup>9)</sup>



... einhergehend mit erkennbaren Unterschieden in der Vermögensstruktur

Die abweichenden Nettovermögensentwicklungen gehen unter anderem auf ungleich verteilte Vermögensformen zurück, die sich in erkennbaren Unterschieden in der Vermögensstruktur entlang der Vermögensverteilung niederschlagen. Ähnliche Unterschiede lassen sich auch im Euroraum und in den USA feststellen (siehe hierzu die Ausführungen auf S. 24 ff.). Ein Blick auf die durchschnittliche Struktur des Gesamtvermögens (brutto) der vier Vermögensgruppierungen für den Zeitraum 2009 bis 2021 zeigt, dass vor allem das finanzielle Portfolio die Vermögensstruktur der unteren Hälfte der Vermögensverteilung dominiert.<sup>10)</sup> Hier ist zudem die Immobilienbesitzquote vergleichsweise gering.<sup>11)</sup> Da-

hingegen setzt sich das Gesamtvermögen der folgenden 49 % zu mehr als der Hälfte aus Immobilien zusammen. Beim oberen Prozent spielt zudem das Betriebsvermögen eine bedeutende Rolle (siehe das Schaubild auf S. 27 oben). Ins-

<sup>8</sup> Vgl. hierzu auch: Adam und Tzamourani (2016).

<sup>9</sup> Vgl. hierzu: Bauluz et al. (2022) und Mian et al. (2020).

<sup>10</sup> Die durchschnittliche Portfoliostruktur wird bestimmt, indem der Mittelwert über alle haushaltsspezifischen Vermögensstrukturen gebildet wird. Sofern nicht anders angegeben, werden im Falle von Mittelwerten durchgängig bedingte Mittelwerte dargestellt. Konkret werden bei der Berechnung nur jene Haushalte berücksichtigt, die über ein positives Gesamtvermögen (brutto) verfügen.

<sup>11</sup> Gemäß der verteilungsbasierten Vermögensbilanz liegt die Immobilienbesitzquote in der unteren (oberen) Hälfte der Verteilung bei etwa 15% (85%). Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank (2019).

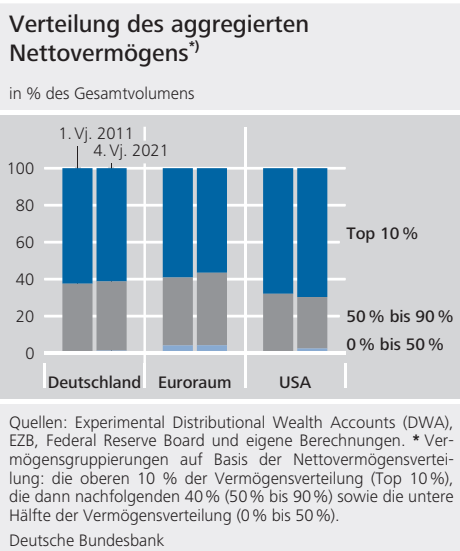
## Nettovermögensverteilung und Portfoliostruktur der privaten Haushalte in Deutschland im internationalen Vergleich

Im Folgenden wird untersucht, wie sich die Nettovermögensverteilung und Portfoliostruktur der privaten Haushalte in Deutschland im internationalen Vergleich verhalten. Als Vergleichspunkte dienen zum einen der Euroraum (inkl. Deutschland) und zum anderen die USA. Der Datensatz für den Euroraum ist in Bezug auf die Instrumentenabgrenzung identisch zu demjenigen für Deutschland. Allerdings stehen am oberen Ende der Verteilung nur Werte für die oberen 10 % insgesamt zur Verfügung. Bei den deutschen Daten werden entsprechend die Vermögensgruppen „oberes Prozent“ und „nächsten 9 %“ zusammengefasst. Diese Zusammenlegung erfolgt auch für die Zahlen der USA. Die Daten für die USA unterscheiden sich zudem hinsichtlich der Instrumentenabgrenzung teils deutlich von den deutschen und euroraumweiten Zahlen. Infolgedessen unterteilt sich das Portfolio in nur drei größere Kategorien, bei denen die Vergleichbarkeit besser ist als bei der detaillierten Betrachtung: Immobilienvermögen, Anteilsrechte (inkl. Anteile an Investmentfonds) und Betriebsvermögen sowie sons-

tiges Geldvermögen. Letzteres ergibt sich aus der Differenz zwischen dem gesamten Vermögen und den beiden anderen Kategorien. Es besteht insbesondere aus Einlagen und Ansprüchen gegenüber Versicherungen.

Das Nettovermögen verteilt sich in Deutschland ungleicher als im Euroraum, ist aber weniger konzentriert als in den USA (siehe das nebenstehende Schaubild).<sup>1)</sup> Demnach war der Anteil der vermögendsten 10 % der Haushalte im Euroraum zum Jahresende 2021 im Vergleich zu Deutschland etwas geringer, in den USA aber erkennbar höher. Der Anteil der nächsten 40 % ist in Deutschland in etwa so hoch wie im Euroraum, aber deutlich größer als in den USA. Ähnlich gering wie in den USA ist in Deutschland der Anteil der vermögensärmeren 50 % der Haushalte am gesamten Nettovermögen. Im Euroraum liegt dieser hingegen erkennbar höher. Die Nettovermögensverteilung veränderte sich in Deutschland gegenüber dem ersten Vierteljahr 2011 nur leicht. Im Euroraum verschob sie sich von den oberen 10 % der Verteilung zu den nächsten 40 %. In den USA verloren die nächsten 40 % hingegen Anteile sowohl an die oberen 10 % als auch an die unteren 50 % der Nettovermögensverteilung.

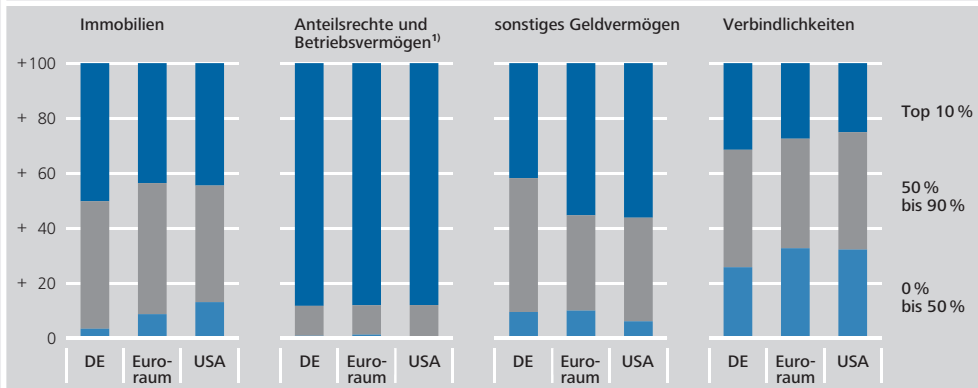
Die Verteilung verschiedener Vermögenskomponenten zwischen den Vermögensgruppen unterscheidet sich nur unwesentlich (siehe das oben stehende Schaubild auf S. 25). So gehört fast das gesamte Immobilienvermögen in etwa je zur Hälfte den oberen 10 % und den nächsten 40 % der



<sup>1</sup> Für einen internationalen Vergleich der Vermögensungleichheit siehe: Balestra und Tonkin (2018) sowie Zucman (2019). Kuhn et al. (2020) geben eine langfristige Einordnung der Entwicklung in den USA.

### Verteilung von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten

in % des Gesamtvolumens, 4. Vj. 2021



Quellen: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA), EZB, Federal Reserve Board und eigene Berechnungen. **1** Einschl. Anteilen an Investmentfonds.  
 Deutsche Bundesbank

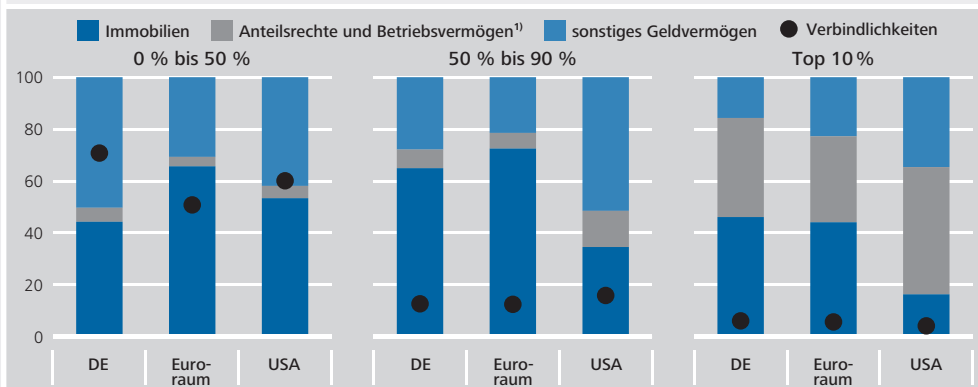
Verteilung. Anteilsrechte und Betriebsvermögen befinden sich fast ausschließlich im Besitz der oberen 10% der Verteilung. Dahingegen stechen die deutschen Haushalte bei der Verteilung des sonstigen Geldvermögens heraus. Die obere Mitte der Verteilung hält hiervon nahezu die Hälfte. Im Euroraum und in den USA sind es hingegen nur gut ein Drittel. Einen deutlich kleineren Anteil halten demgegenüber die oberen 10% der Verteilung in Deutschland. Die Verbindlichkeiten verteilen sich hingegen wiederum recht gleichmäßig über die drei Vermögensgruppen. Aufgrund der ungleichen

Verteilung der Vermögenswerte spiegelt sich dies entsprechend in deutlichen Unterschieden beim Nettovermögen wider.

Die Portfoliozusammensetzung über die Vermögensgruppen hinweg unterscheidet sich dahingegen recht deutlich (siehe das unten stehende Schaubild). So haben Anteilsrechte und Betriebsvermögen im Vergleich zum Immobilienvermögen bei den oberen 10% der Verteilung in den USA eine sehr viel höhere Bedeutung als in Deutschland und im Euroraum. Das Immobilienvermögen spielt dahingegen eine deutlich ge-

### Vermögensstruktur und Verbindlichkeiten der aggregierten Vermögensgruppierungen

in % der Bilanzsumme, 4. Vj. 2021



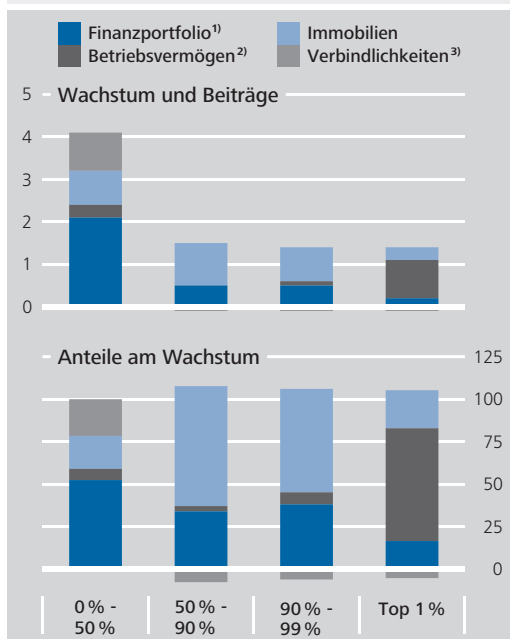
Quellen: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA), EZB, Federal Reserve Board und eigene Berechnungen. **1** Einschl. Anteilen an Investmentfonds.  
 Deutsche Bundesbank

ringere Rolle. Somit sind die oberen 10 % der Vermögensverteilung in den USA sehr anfällig gegenüber Veränderungen bei Unternehmensbewertungen. Ihre Pendanten in Deutschland und im Euroraum sind hingegen insbesondere gegenüber Schwankungen bei den Immobilienpreisen exponiert. Bei den nächsten 40 % hat das Immobilienvermögen mit gut zwei Dritteln des Gesamtportfolios in Deutschland und im Euroraum ein deutlich höheres Gewicht als in den USA. Hier liegt der Anteil lediglich bei gut einem Drittel. Demgegenüber entfällt bei den nächsten 40 % der Verteilung in den USA rund die Hälfte des Gesamtvermögens auf sonstiges Geldvermögen, insbesondere in Form von Pensionsansprüchen. In Deutschland und im Euroraum liegt der Anteil hingegen nur bei gut einem Viertel. Bei den vermögensärmeren 50 % der Haushalte sind die Portfolios in Deutschland und den USA in etwa vergleichbar. So machen Immo-

bilienvermögen und sonstiges Geldvermögen hier jeweils ungefähr die Hälfte aus. Dahingegen ist der Anteil des Immobilienvermögens im Euroraum mit gut zwei Dritteln in etwa doppelt so groß wie der des sonstigen Geldvermögens. Anteilsrechte und Betriebsvermögen spielen bei Haushalten der unteren Hälfte der Vermögensverteilung überall eine eher unbedeutende Rolle. Insgesamt betrachtet ist diese Vermögensgruppe somit weniger anfällig gegenüber Marktpreisschwankungen. Aufgrund der hohen Verbindlichkeiten, insbesondere der Haushalte in Deutschland, sollten sich Zinsänderungen allerdings deutlich stärker auf den zu leistenden Schuldendienst übertragen.

### Durchschnittliches Quartalswachstum des Nettovermögens und Beiträge

%-Punkte, 2009 bis 2021



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen. **1** Einlagen, Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien, Investmentfondsanteile und Versicherungsansprüche. **2** Finanzielles und nichtfinanzielles Betriebsvermögen. **3** Wohnungsbaukredite sowie übrige Kredite.

Deutsche Bundesbank

gesamt betrachtet ist somit das Vermögen des obersten Prozents der Verteilung vor allem anfällig gegenüber Bewertungsänderungen beim Betriebsvermögen, das größtenteils aus Unternehmensbeteiligungen in Form nicht börsennotierter Aktien oder sonstiger Anteilsrechte besteht. Das Vermögen der Haushalte in der oberen Mitte der Verteilung ist hingegen vor allem möglichen Preisschwankungen beim Immobilienvermögen ausgesetzt.

Neben den unterschiedlichen Strukturen im Gesamtvermögen zeigt die vorläufige verteilungsbasierte Vermögensbilanz aber auch deutliche Unterschiede in der Zusammensetzung des finanziellen Portfolios (siehe das untere Schaubild auf S. 27). Das finanzielle Portfolio der unteren Hälfte der Verteilung besteht nahezu ausschließlich aus Einlagen und Versicherungsansprüchen. Im Vergleich hierzu ist der Anteil von Wertpapieren (Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile) im Finanzportfolio vermögender Haushalte

*Deutliche Unterschiede auch in der Zusammensetzung des finanziellen Portfolios erkennbar*

deutlich höher. Private Haushalte in der unteren Hälfte der Vermögensverteilung halten insbesondere deshalb vorzugsweise liquide Anlageformen wie Einlagen, um den Konsum im Falle unerwarteter Einkommensschwankungen weniger stark einschränken zu müssen. Dieses Motiv des Vorsichtssparens sinkt jedoch mit steigendem Vermögen. Infolgedessen werden dann verstärkt weniger liquide und somit riskantere Anlageformen im Portfolio gehalten.<sup>12)</sup> Darüber hinaus fällt auf, dass die aggregierte Struktur des Finanzportfolios am ehesten der durchschnittlichen Portfoliozusammensetzung der beiden oberen Vermögensgruppierungen, also der oberen 10 % der Vermögensverteilung, entspricht. Dies ist im Wesentlichen auf die Größe des Finanzportfolios der oberen 10 % der Verteilung zurückzuführen. Das gesamtwirtschaftliche Aggregat wird vor allem durch das gehaltene Finanzvermögen dieser Haushalte dominiert: Die vermögendsten 10 % halten etwa 50 % des aggregierten finanziellen Portfoliovermögens; die vermögensärmeren 50 % lediglich etwa 8 %.

## Eine disaggregierte Betrachtung der Portfoliorendite auf finanzielle Anlagen

*Mithilfe der verteilungsbasierten Vermögensbilanz ist die Berechnung individueller Renditen des Finanzportfolios möglich*

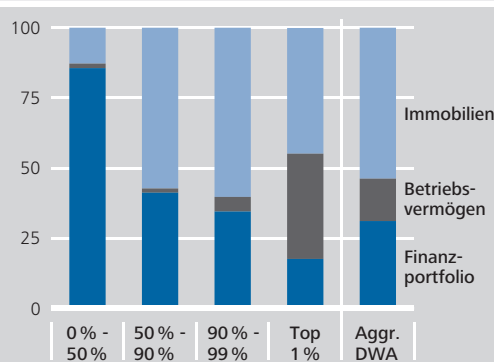
Vor dem Hintergrund der abweichenden Struktur des finanziellen Portfolios entlang der Nettovermögensverteilung ist zu erwarten, dass die Unterschiede in der Zusammensetzung in Kombination mit unterschiedlichen instrumentenspezifischen Renditen ein deutlich heterogenes Bild hinsichtlich der individuellen Portfoliorendite ergeben. Da es mit den Angaben der verteilungsbasierten Vermögensbilanz möglich ist, Portfoliorenditen auf Ebene der einzelnen Haushalte im Zeitverlauf zu ermitteln, werden diese Renditen im Folgenden näher betrachtet.

*Berechnung disaggregierter Renditen folgt Vorgehensweise zur Bestimmung der aggregierten Gesamrendite.<sup>13)</sup> Das dabei betrachtete finanzielle Portfolio umfasst die folgenden Anlageformen:*

Die Methodik zur Berechnung disaggregierter Renditen folgt im Wesentlichen der Vorgehensweise zur Bestimmung der aggregierten Gesamrendite.<sup>13)</sup> Das dabei betrachtete finanzielle Portfolio umfasst die folgenden Anlageformen:

### Vermögensstruktur entlang der Nettovermögensverteilung

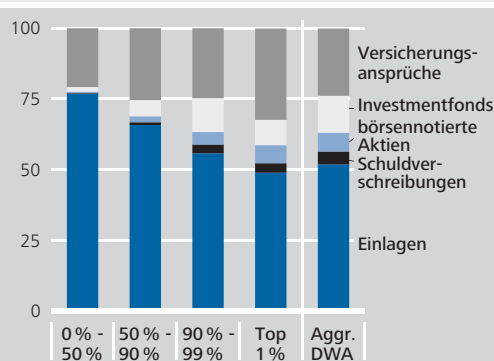
%-Punkte, Mittelwerte pro Gruppierung bzw. aggregierte Struktur, 2009 bis 2021



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

### Struktur des Finanzportfolios entlang der Nettovermögensverteilung

%-Punkte, Mittelwerte pro Gruppierung bzw. aggregierte Struktur, 2009 bis 2021



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

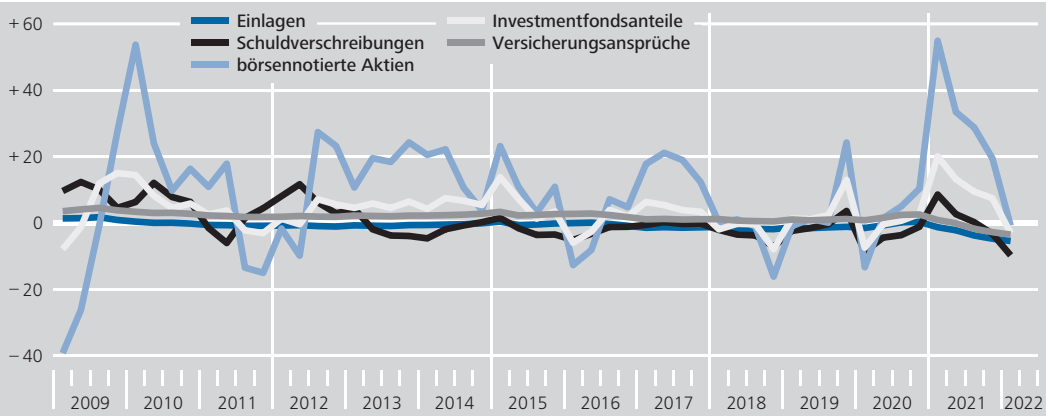
Einlagen, Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien, Anteile an Investmentfonds sowie Versicherungsansprüche. Zur Berechnung der Gesamrendite des Finanzportfolios eines privaten Haushalts fließen die zentralen Ertragskomponenten ein. Während bei Bankeinlagen Zinszahlungen die einzige Ertragsquelle darstellen, werden die Erträge anderer Anlageformen wie börsennotierter Aktien, Schuldverschreibungen,

<sup>12</sup> Vgl. hierzu u. a.: Bayer et al. (2019) sowie Kaplan und Violante (2022).

<sup>13</sup> Vgl. für eine ausführliche Darstellung hinsichtlich der Berechnung der instrumentenspezifischen realen Renditen sowie der realen Gesamrendite des Geldvermögens: Deutsche Bundesbank (2015).

### Reale Rendite verschiedener Anlageformen des Finanzportfolios<sup>\*)</sup>

Jahresrendite in %



Quellen: Assekurata, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und eigene Berechnungen. \* Inflationsbereinigt anhand des Verbraucherpreisindex.

Deutsche Bundesbank

Investmentfondsanteile und Versicherungsansprüche auch durch Kursveränderungen beeinflusst. Bei Aktien und einschlägig investierenden Investmentfonds fallen darüber hinaus zumeist Dividendenzahlungen an. Für die Gesamrendite des Finanzportfolios müssen daher neben den Zinszahlungen auch diese Komponenten berücksichtigt werden. Zudem wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Kaufkraft der nominalen Renditen mit der Inflationsrate schwankt. Folglich werden sämtliche Renditen in realer Rechnung betrachtet.<sup>14)</sup>

*Deutliche Unterschiede bei Renditen der verschiedenen finanziellen Anlageformen*

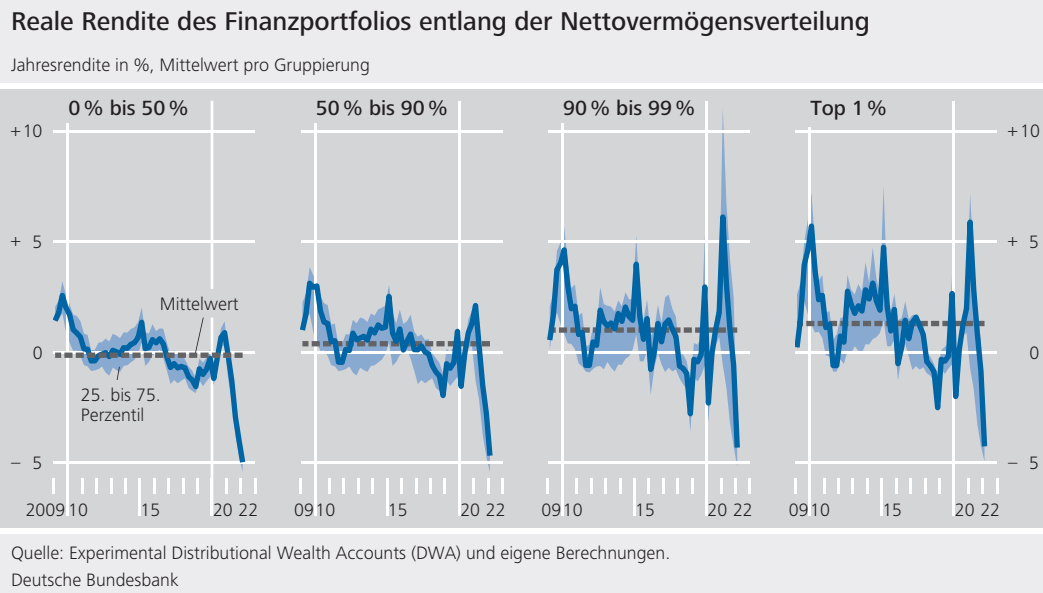
Das oben stehende Schaubild stellt die realen Renditen der einzelnen Anlageformen seit dem Jahr 2009 dar. Diese entwickelten sich über die letzten Jahre recht unterschiedlich. So war die reale Verzinsung von Bankeinlagen und Schuldverschreibungen in den letzten Jahren zumeist negativ. Die reale Rendite von börsennotierten Aktien und Investmentfonds fiel ungeachtet gelegentlicher Schwankungen hingegen vorwiegend positiv aus. Auch Versicherungsansprüche zeigten zumeist eine positive reale Rendite. Allerdings fiel diese im Vergleich zu den Wertpapierrenditen im Mittel geringer aus. Werden nun die instrumentenspezifischen Renditen mit ihrem Anteil am individuellen Finanzportfolio gewichtet, kann die reale Gesamrendite eines Haushalts berechnet werden.

Die Entwicklung der Portfoliorendite entlang der Vermögensverteilung ist im Schaubild auf Seite 29 dargestellt. Die durchgezogenen Linien zeigen dabei den Mittelwert der jeweiligen Vermögensgruppe zu einem gegebenen Zeitpunkt. Die schattierte Fläche stellt den Streubereich zwischen dem 25. und 75. Perzentil der jeweiligen Gruppe dar. Bei einem Vergleich der vier Vermögensgruppierungen ist zu erkennen, dass die im Zeitraum 2009 bis erstes Vierteljahr 2022 durchschnittlich erzielte reale Rendite (gestrichelte Linie) mit zunehmendem Nettovermögen ansteigt.<sup>15)</sup> Während die durchschnittliche reale Rendite der unteren 50 % der Verteilung im Mittel bei 0 % liegt, beträgt sie für das oberste Prozent etwa 1,5 %. Darüber hinaus ist zu erkennen, dass die Volatilität der Rendite mit steigendem Nettovermögen zunimmt. Dies resultiert vor allem aus dem höheren Kapitalmarktengagement: Die Haushalte erzielen am Kapitalmarkt zwar höhere Renditen, tragen gleichzeitig aber ein höheres Risiko in Form schwankender Vermögensbewertungen. Des Weiteren ist an den Schattierungen zu erken-

*Durchschnittlich erzielte reale Rendite steigt mit zunehmendem Nettovermögen an*

<sup>14</sup> Vgl. für eine ausführliche Darstellung hinsichtlich der Berechnung der realen Renditen: Deutsche Bundesbank (2015).

<sup>15</sup> Da die aktuelle verteilungsbasierte Vermögensbilanz lediglich Angaben bis einschl. viertes Vierteljahr 2021 bereitstellt, werden für das erste Vierteljahr 2022 vorläufige Portfoliorenditen auf Basis der Bestandsgewichtung aus dem vierten Vierteljahr 2021 berechnet.



nen, dass auch die Heterogenität innerhalb einer Gruppe mit zunehmendem Nettovermögen steigt.

ausschließlich aggregierte gesamtwirtschaftliche Angaben verwendet werden. Hierbei ist letztlich festzustellen, dass Analysen, die keine Verteilungsinformationen berücksichtigen – wie beispielsweise die Betrachtung der aggregierten realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland<sup>16)</sup> –, lediglich für den oberen Rand der Vermögensverteilung ein repräsentatives Bild gezeichnet haben. Eine Betrachtung auf Grundlage der verteilungsbasierten Vermögensbilanz erlaubt hingegen eine deutlich differenziertere Einschätzung.

*Abweichende Portfoliostrukturen und unterschiedliche Renditen der einzelnen Anlageformen schlagen sich in merklichen Unterschieden in der Renditehöhe nieder*

Der Grund für die Unterschiede in der Renditehöhe zwischen den Vermögensgruppierungen ist die abweichende Portfoliozusammensetzung in Kombination mit den unterschiedlichen Renditen der einzelnen Anlageformen. Dies wird vor allem deutlich bei der Betrachtung der Beiträge der verschiedenen Anlageinstrumente zur Gesamrendite über die vier Vermögensgruppierungen hinweg (siehe Schaubild auf S. 30). So bestimmen nahezu ausschließlich risikoarme Anlagen in Form von Einlagen und Versicherungsansprüchen die Gesamrendite der unteren Hälfte der Vermögensverteilung. Da die Rendite auf diese beiden Anlageinstrumente in den letzten Jahren vergleichsweise schwach ausfiel, war auch die Gesamrendite entsprechend gering und zumeist sogar negativ. Die Rendite der oberen 10 % der Vermögensverteilung wurde im Betrachtungszeitraum hingegen maßgeblich durch die Rendite von Kapitalmarktinstrumenten geprägt. Insbesondere positive Kursentwicklungen trugen hier zu hohen Renditen bei, die sich in einer entsprechenden Gesamrendite niederschlugen. Zum Vergleich enthält das Schaubild auf Seite 30 zudem den Verlauf der aggregierten realen Finanzportfoliorendite, der sich ergibt, wenn zur Berechnung

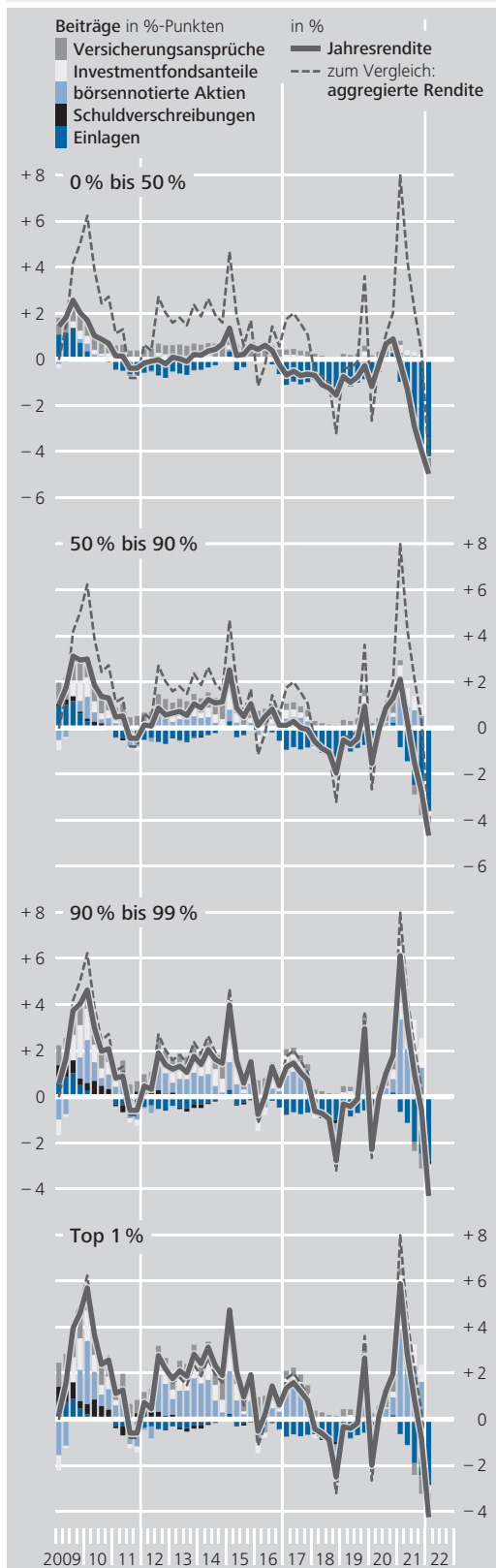
## Portfoliorenditen der privaten Haushalte in Deutschland unter Einbezug des Immobilienvermögens

Neben den unterschiedlichen Strukturen im Finanzportfolio zeigt die verteilungsbasierte Vermögensbilanz aber auch eine ungleiche Verteilung des Immobilien- und Betriebsvermögens über die einzelnen Haushaltsgruppen: Das Vermögen der unteren Hälfte der Vermögensverteilung besteht im Wesentlichen aus finanziellen Anlagen. In der oberen Hälfte macht das

*Auch Immobilien- und Betriebsvermögen ungleich verteilt*

<sup>16)</sup> Vgl. zur Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Portfoliorendite privater Haushalte in Deutschland: Deutsche Bundesbank (2021c).

### Beiträge verschiedener Anlageformen zur realen Rendite des Finanzportfolios



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

Immobilien- und Betriebsvermögen hingegen einen bedeutenden Anteil aus. Hinsichtlich der Wertentwicklung des Gesamtvermögens stellt die Fokussierung auf das Finanzportfolio somit nur einen unvollständigen Blick dar. Vor diesem Hintergrund dokumentieren die nachfolgenden Ausführungen zusätzlich die Rendite auf das Gesamtvermögen entlang der Vermögensverteilung. Dabei werden die disaggregierten Vermögensrenditen grundsätzlich mit der gleichen Methode berechnet wie die disaggregierten Renditen des finanziellen Portfolios. Der zentrale Unterschied besteht jedoch darin, dass neben den klassischen Finanzanlagen nun auch das finanzielle und nichtfinanzielle Betriebsvermögen sowie das Immobilienvermögen berücksichtigt werden:

- **Finanzielles Betriebsvermögen:** Dieser Posten umfasst Unternehmensbeteiligungen, die nicht an organisierten Märkten gehandelt werden. Aufgrund fehlender Marktdaten ist eine direkte Renditeermittlung für diese Instrumente nicht möglich. Daher wird per Annahme unterstellt, dass sich die Renditen grundsätzlich an denen vergleichbarer handelbarer Instrumente orientieren. So werden im Fall der nicht börsennotierten Aktien die gleichen Bewertungsänderungen und Dividendenrenditen wie bei den börsennotierten Aktien angesetzt.<sup>17)</sup> Die Summe dieser beiden Komponenten ergibt die Gesamtrendite der nicht börsennotierten Aktien. Die Bewertungsänderungen bei den sonstigen Anteilsrechten werden näherungsweise auf Basis der Angaben der Finanzierungsrechnung bestimmt.<sup>18)</sup> Der Teil der Rendite, der auf Gewinnausschüttungen zurückzuführen ist, entspricht annahmegemäß der beobachteten Dividendenrendite der börsennotierten Aktien. Analog zu den nicht börsennotierten Aktien ergeben diese beiden Komponenten

<sup>17</sup> In diesem Zusammenhang wird mangels detaillierter Informationen implizit eine identische Branchenstruktur für börsennotierte und nicht börsennotierte Aktiengesellschaften unterstellt.

<sup>18</sup> Die Bewertungsänderung ergibt sich aus der Differenz der vierteljährlichen Bestandsveränderung und der korrespondierenden Transaktion.





- die Gesamtrendite der sonstigen Anteilsrechte. Abschließend wird aus den beiden Renditen ein gewichteter Mittelwert bestimmt, der sich aus den Bestandsangaben der Finanzierungsrechnung für nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte ableitet. Dieser spiegelt schließlich die Gesamtrendite des finanziellen Betriebsvermögens wider.
- Nichtfinanzielles Betriebsvermögen: Auch hier ist eine direkte Renditebestimmung nicht möglich. Allerdings weist diese Vermögensform prinzipiell eine große Ähnlichkeit zu den sonstigen Anteilsrechten auf.<sup>19)</sup> Daher wird für das nichtfinanzielle Betriebsvermögen eine Renditeentwicklung wie bei den sonstigen Anteilsrechten unterstellt.
  - Immobilienvermögen: Zu dieser Kategorie zählen Wohnbauten sowie der zugehörige Grund und Boden. Die Renditeentwicklung wird anhand des Hauspreisindex und des Mietpreisindex des Statistischen Bundesamts mithilfe eines „rent-price approach“ berechnet.<sup>20)</sup> Die Veränderung des Hauspreisindex gegenüber dem Vorjahreswert entspricht dabei der Bewertungsänderung des Immobilienvermögens. Die Veränderung des Mietpreisindex gegenüber dem Vorjahreswert des Hauspreisindex ergibt die Mietrendite. Die Gesamtrendite des Immobilienvermögens

setzt sich schließlich zusammen aus den Bewertungsänderungen und der Mietrendite.

Das oben stehende Schaubild stellt die realen Renditen der drei Anlageformen seit dem Jahr 2009 dar. Diese zeigen im Zeitverlauf eine recht unterschiedliche Entwicklung. So war die reale Rendite von Immobilien durchgängig positiv und stieg von gut 3% im Jahr 2009 auf etwa 11% zu Beginn des Jahres 2022. Die realen Renditen des finanziellen sowie des nichtfinanziellen Betriebsvermögens fielen im Vergleich hierzu volatiler und im Mittel auch niedriger aus. Im Umfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der europäischen Staatsschuldenkrise bewegten sie sich sogar deutlich im negativen Bereich.

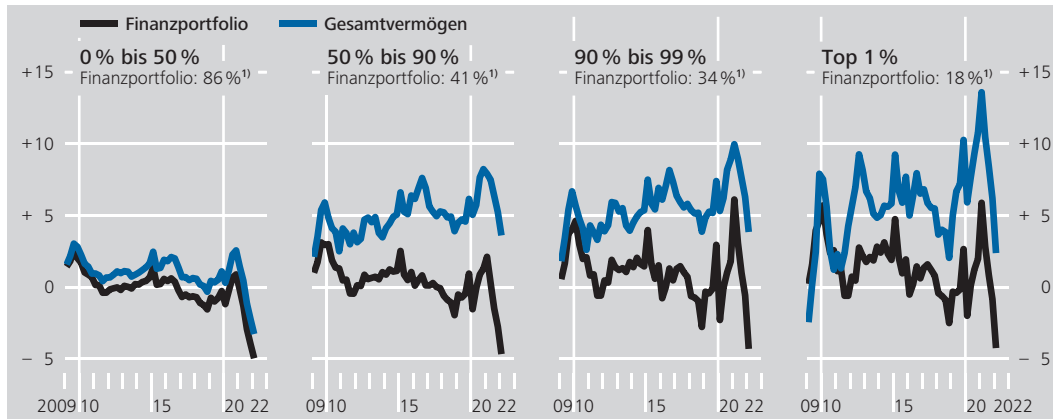
*Insbesondere das Immobilienvermögen erzielte neben Aktien im Beobachtungszeitraum 2009 bis erstes Vierteljahr 2022 eine hohe Rendite*

<sup>19</sup> Würde bspw. die Rechtsform eines Einzelunternehmens in eine Personengesellschaft wie OHG oder KG geändert, dann wäre die Unternehmung typischerweise dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zuzuordnen. Der Eigentümerhaushalt hielte dann statt des nichtfinanziellen Betriebsvermögens in entsprechendem Umfang sonstige Anteilsrechte.

<sup>20</sup> Beide Indizes bilden grundsätzlich jeweils nur ihre eigene Dynamik ab. Die Mietrendite entspricht allerdings der Entwicklung der Mieten im Verhältnis zum Immobilienwert. Folglich sieht dieser Ansatz zunächst vor, die beiden Indizes gemäß einem anfänglichen Kaufpreis-Miet-Verhältnis zum Startzeitpunkt  $t_0$  zu skalieren (vgl. hierzu: Jordà et al. (2019)). Ausgehend von diesem Anfangswert können für jeden Zeitpunkt  $t$  beide Indizes so dargestellt werden, dass die Relation der skalierten Indizes die Entwicklung des Kaufpreis-Miet-Verhältnisses im Zeitverlauf widerspiegelt. Der Anfangswert wird hierbei der Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database (Version: 5. März 2021) entnommen (vgl.: Jordà et al. (2017)).

## Reale Vermögensrendite entlang der Nettovermögensverteilung

Jahresrendite in %, Mittelwert pro Gruppierung



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> Durchschnittlicher Anteil des Finanzportfolios am Gesamtvermögen im Zeitraum 2009 bis 2022.

Deutsche Bundesbank

*Unter Berücksichtigung des Immobilien- und Betriebsvermögens fällt reale Vermögensrendite vor allem für die obere Hälfte der Vermögensverteilung spürbar höher aus*

Unter Berücksichtigung dieser drei zusätzlichen Anlageformen kann nun eine um diese Vermögenskomponenten erweiterte reale Rendite des Gesamtvermögens berechnet werden. Das oben stehende Schaubild zeigt die Entwicklung der realen Renditen des finanziellen Portfolios sowie des Gesamtvermögens entlang der Vermögensverteilung. Die Linien zeigen dabei die durchschnittlichen realen Renditen für die jeweilige Vermögensgruppe. Die erweiterte Perspektive auf die reale Vermögensrendite offenbart deutliche Unterschiede: Gegenüber der realen Rendite des Finanzportfolios fällt vor allem für die Haushalte in der oberen Hälfte der Vermögensverteilung die reale Vermögensrendite spürbar höher aus.

*Ein geringes Immobilien- und Sachvermögen begründet in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung eine vergleichsweise niedrige reale Vermögensrendite*

Hauptgrund für die Unterschiede ist das im Vergleich zur oberen Hälfte der Vermögensverteilung geringe Immobilien- und Sachvermögen der unteren Hälfte. Die reale Vermögensrendite der Haushalte im Bereich 50 % bis 99 % der Verteilung fußte in etwa zu 90 % auf den Beiträgen des Immobilienvermögens (siehe Schaubild auf S. 33). Da diese Anlageform im Beobachtungszeitraum neben Aktien im Schnitt die höchste Rendite aller Vermögenskomponenten verzeichnete, trug sie maßgeblich zu einer hohen Gesamtrendite bei. Auch für das obere Prozent der Vermögensverteilung leistete das Immobilienvermögen einen spürbaren Beitrag zur Gesamt-

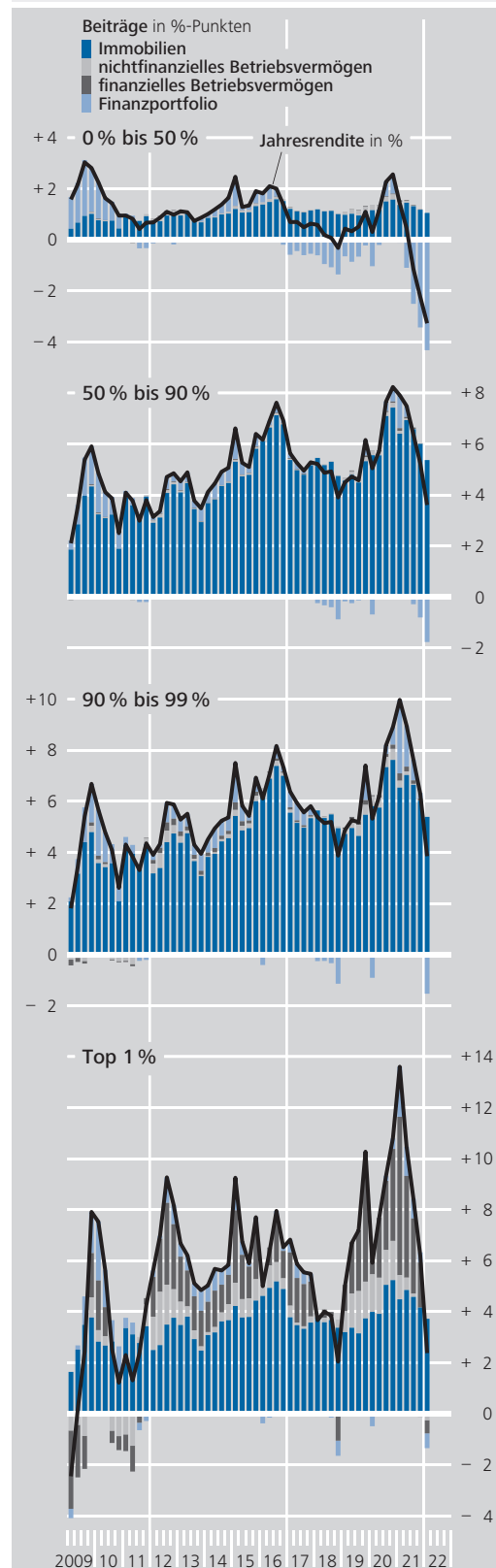
rendite. Diese wurde jedoch zusätzlich durch einen merklichen Beitrag des Betriebsvermögens gesteigert. Insgesamt betrachtet spielt der Renditebeitrag des finanziellen Portfolios für die Haushalte der oberen Hälfte der Vermögensverteilung lediglich eine untergeordnete Rolle. Im Vergleich hierzu leistete das Immobilienvermögen für die untere Hälfte der Vermögensverteilung zwar auch einen durchgängig positiven Beitrag. Dieser fiel aber aufgrund des niedrigen Immobilienanteils am Gesamtvermögen vergleichsweise gering aus. Ebenso verdeutlichen die vorliegenden Resultate in ihrer Gesamtheit, dass sich in realer Rechnung der renditesenkende Effekt der Inflation insbesondere am unteren Ende der Vermögensverteilung bemerkbar macht. Das gesamte Vermögen dieser Haushalte besteht im Vergleich zu den übrigen Haushalten überwiegend aus niedrig verzinsten Einlagen. Insofern führen hohe Inflationsraten dort eher zu negativen realen Vermögensrenditen.<sup>21)</sup>

<sup>21</sup> Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass gemäß dem Verbraucherpreisindex eine für alle Haushalte identische Inflationsrate zum Zeitpunkt  $t$  unterstellt wird. Dies ist jedoch eine vereinfachende Annahme, da hierdurch eine erhebliche Heterogenität zwischen den privaten Haushalten verdeckt werden kann. So zeigen Studien, dass Haushalte mit geringerem Einkommen deutlich höheren individuellen Inflationsraten ausgesetzt sind als Haushalte mit höherem Einkommen. Vgl. hierzu: Güter und Weichenrieder (2020). Da dieser Aspekt die oben stehende Einschätzung prinzipiell verstärken würde, bleibt die generelle Aussage auf Basis der vorliegenden Resultate hiervon unberührt.

*Allerdings verzeichneten die Haushalte der unteren Verteilungshälfte einen spürbar entlastenden Effekt infolge deutlich gesunkener realer Zinsausgaben*

Der Befund einer vergleichsweise geringen realen Vermögensrendite für die untere Hälfte der Vermögensverteilung durch die hohe Bedeutung niedrigverzinsster Anlagen in der Vermögensstruktur lässt jedoch außen vor, dass das Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre auch einen spürbaren Einfluss auf die reale Verzinsung der Verbindlichkeiten hatte. So erreichte die reale Zinsbelastung für Wohnungsbaukredite und übrige Kredite im vergangenen Jahr mit durchschnittlich etwa  $-2,7\%$  historische Tiefststände. Im Vergleich hierzu lag dieser Wert im Jahr 2009 noch bei gut  $5\%$ . Um diesen entlastenden Effekt zu berücksichtigen, wird die reale Vermögensrendite eines Haushalts zusätzlich um die realen Zinsausgaben bereinigt. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad (Verbindlichkeiten in Prozent des Vermögens) der unteren  $50\%$  der Verteilung lag im Beobachtungszeitraum bei etwa  $90\%$ ; in der oberen Hälfte betrug dieser lediglich etwas mehr als  $10\%$ . Da insbesondere die Haushalte in der unteren Hälfte der Vermögensverteilung also vergleichsweise kräftig verschuldet sind, hat die Bereinigung folglich vor allem in diesem Bereich einen nennenswerten Effekt. So verschiebt sich die bereinigte reale Vermögensrendite der unteren Hälfte zwar deutlich in den negativen Bereich (siehe Schaubild auf S. 34 oben). Allerdings verzeichnete sie über die letzten Jahre aufgrund des gestiegenen entlastenden Effekts einen erkennbaren Aufwärtstrend. Es muss dabei jedoch auch konstatiert werden, dass aktuell etwa  $20\%$  aller Haushalte in Deutschland, die nahezu ausschließlich in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung angesiedelt sind, keinerlei Schulden haben und gleichzeitig zu einem Großteil lediglich niedrigverzinsten Anlagen halten. Diese Haushalte können somit von den niedrigeren realen Kreditzinsen nicht profitieren. Deshalb belastet die derzeit hohe Inflation vor allem die kleinen Vermögen dieser Haushalte in Form deutlich negativer realer Vermögensrenditen.

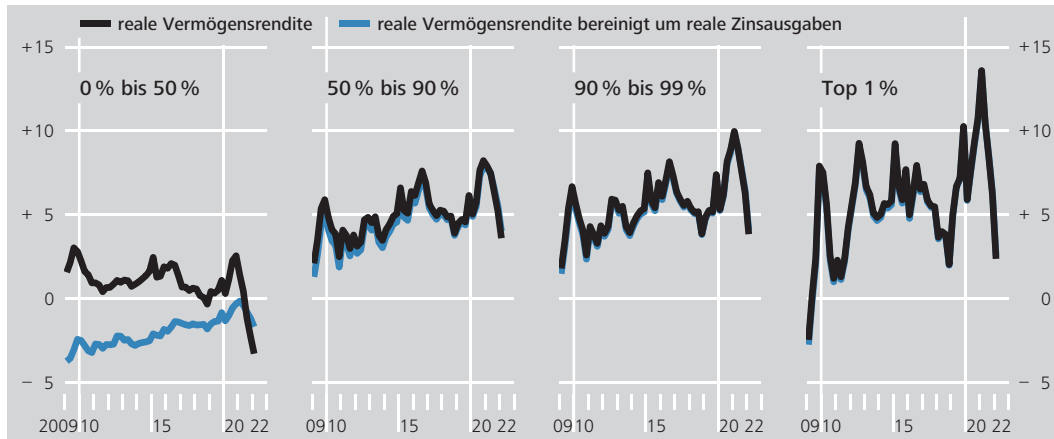
### Beiträge verschiedener Anlageformen zur realen Vermögensrendite



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

## Reale Vermögensrendite entlang der Nettovermögensverteilung

Jahresrendite in %, Mittelwert pro Gruppierung



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

## Schlussbemerkungen

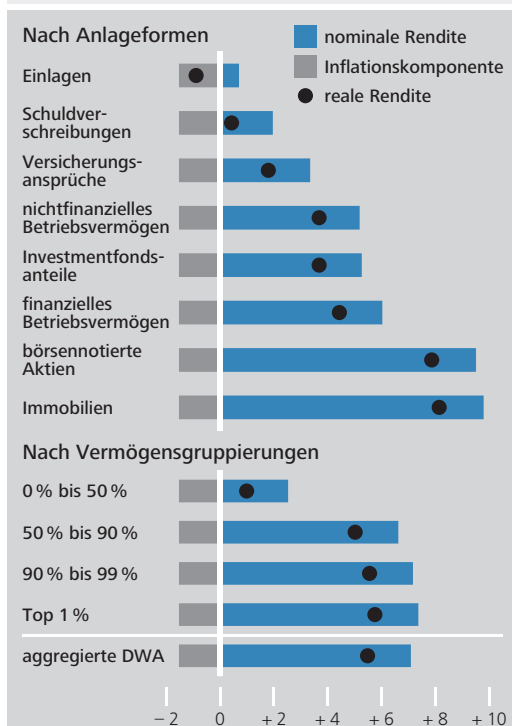
Mit der verteilungsbasierten Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland existiert ein neuer vorläufiger Datensatz, der zwei Datenperspektiven vereint: Er verknüpft die Haus-

haltsbefragung der Bundesbank (PHF) mit gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen. Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz berücksichtigt dabei die Verteilungsinformationen aus der Haushaltsstudie und spiegelt gleichzeitig die vierteljährliche Dynamik und die Niveaueangaben der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanzen in konsistenter Weise wider. Da sich die Dynamik des Datensatzes aus den gesamtwirtschaftlichen Angaben ableitet, verfügt die verteilungsbasierte Vermögensbilanz darüber hinaus im Vergleich zu der komplexen und aufwendigen Haushaltsbefragung über einen merklichen Vorteil bei der zeitlichen Verfügbarkeit. Hierdurch können letztlich auf Quartalsbasis umfangreiche Analysen auf Ebene der einzelnen Haushalte durchgeführt werden. So können beispielsweise Aussagen zur Entwicklung der Vermögens- und Verschuldungssituation entlang der Vermögensverteilung getroffen werden. Demnach zeigt die verteilungsbasierte Vermögensbilanz, dass sich die Vermögensungleichheit in den letzten Jahren leicht reduzierte. Dies rührte zum einen daher, dass der Nettovermögenszuwachs für die unteren 50% der Verteilung besonders kräftig ausfiel – wenngleich von einem niedrigen Niveau ausgehend. Hierbei bauten die Haushalte der vermögensärmeren Hälfte in deutlichem Umfang risikoarme Anlagen wie Einlagen und Versicherungsansprüche auf und reduzierten gleichzeitig

*Verteilungsbasierte Vermögensbilanz spiegelt konsistent die Angaben der PHF-Befragung sowie der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz wider*

## Durchschnittliche Rendite und Inflationskomponente

in %, 2009 bis 1. Vj. 2022



Deutsche Bundesbank

## Zur Verteilung der pandemiebedingten Ersparnisse der privaten Haushalte in Deutschland

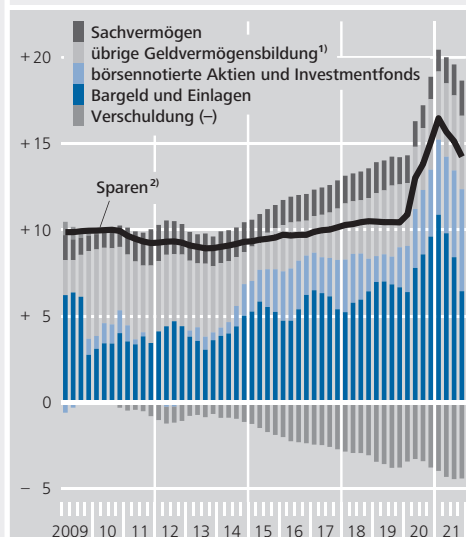
Das Spar- und Anlageverhalten der privaten Haushalte in Deutschland wurde vom bisherigen Verlauf der Coronavirus-Pandemie entscheidend geprägt. So kam es mit Beginn der Pandemie zu einem außerordentlichen Anstieg der Ersparnisbildung.<sup>1)</sup> Die wichtigsten Ursachen hierfür waren eingeschränkte Konsummöglichkeiten aufgrund von Maßnahmen zur Eindämmung der Coronavirus-Pandemie – etwa wegen angeordneter Geschäftsschließungen oder Reiseeinschränkungen. Aber auch die Sorge vor einer Ansteckung mit dem Virus führte zu Ausgabeneinschränkungen und trug somit ebenfalls zur vermehrten Ersparnis bei. Ein Vorsichtssparen aufgrund erwarteter Einkommensverluste hingegen spielte vor dem Hintergrund umfangreicher staatlicher Hilfen nur eine untergeordnete Rolle.<sup>2)</sup>

Das nebenstehende Schaubild verdeutlicht in diesem Zusammenhang zum einen den außergewöhnlichen Anstieg der privaten Ersparnisbildung zu Beginn des Jahres 2020. Zum anderen gibt es Auskunft über die Verwendung der Ersparnisse der privaten Haushalte. Hierbei zeigt sich, dass zu Pandemiebeginn der Anstieg der Ersparnisse zunächst insbesondere von hohen Zuflüssen in Bargeldbestände und Einlagen begleitet wurde. Gleichzeitig setzte ein sich verstetigender Aufwärtstrend bei den Zuflüssen in börsennotierte Aktien und Anteile an Investmentfonds ein. Der seit dem zweiten Vierteljahr 2021 etwas nachlassende Einlagenaufbau könnte darauf hindeuten, dass neben einer

Normalisierung des Konsums infolge teilweise entfallener Pandemie-Schutzvorkehrungen die zusätzlichen Ersparnisse in Teilen auch deshalb reduziert wurden, um gestiegene Energie- und Lebenshaltungskosten zu finanzieren. Angesichts der weiterhin kräftigen Zuflüsse in börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile dürften auch Portfolioumschichtungen von Einlagen hin zu eben jenen Anlageformen eine gewisse Rolle gespielt haben. Insgesamt dürften sich die pandemiebedingt zusätzlich akkumulierten Ersparnisse zum Jahresende 2021 auf etwa 200 Mrd € belaufen haben. Gehalten werden sie überwiegend in Form von Bar-

### Gesamtwirtschaftliche Ersparnisverwendung der privaten Haushalte in Deutschland<sup>1)</sup>

in % des verfügbaren Einkommens;  
 Summe der jeweils letzten vier Quartale



\* Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **1** Schuldverschreibungen, nicht börsennotierte Aktien, sonstige Anteilsrechte, Ansprüche gegenüber Versicherungen sowie sonstige Forderungen. **2** Einschl. Vermögens-transfers.

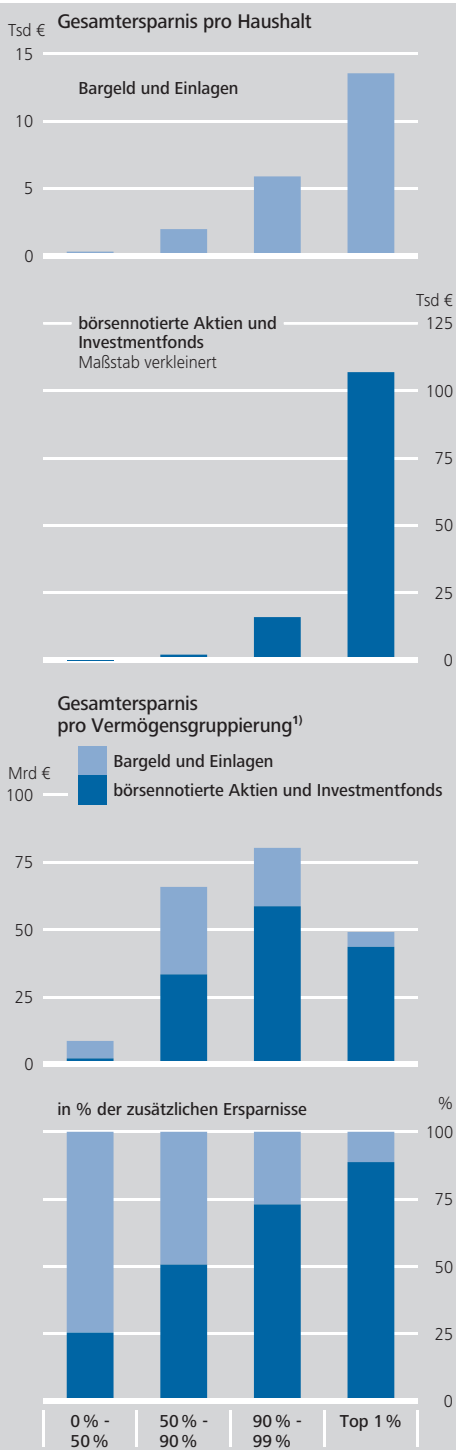
Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Dieses Phänomen lässt sich auch in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften beobachten. Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank (2021a).

<sup>2</sup> Vgl. hinsichtlich der Sparmotive im Zusammenhang mit der Pandemie: Deutsche Bundesbank (2021b, 2022).

## Pandemiebedingt zusätzlich kumulierte Ersparnisse

1. Vj. 2020 bis 4. Vj. 2021



Quelle: Experimental Distributional Wealth Accounts (DWA) und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> Vermögensgruppierungen auf Basis der Nettovermögensverteilung zum Ende des 4. Vj. 2021: das obere Prozent der Vermögensverteilung (Top 1%), die nächsten 9% der Verteilung (90% bis 99%), die dann nachfolgenden 40% (50% bis 90%) sowie die untere Hälfte der Vermögensverteilung (0% bis 50%).

Deutsche Bundesbank

geld und Einlagen sowie börsennotierten Aktien und Anteilen an Investmentfonds.<sup>3)</sup>

In Anbetracht der auf gesamtwirtschaftlicher Ebene beobachteten hohen zusätzlichen Ersparnisse stellt sich die Frage, wie sich diese auf einzelne Haushalte verteilen. Mithilfe der verteilungsbasierten Vermögensbilanz lässt sich dieser Aspekt stilisiert betrachten. Hierzu wird eine kontrafaktische Version der verteilungsbasierten Vermögensbilanz erstellt, die davon ausgeht, dass es die pandemiebedingt zusätzlichen Ersparnisse nicht gegeben hätte.<sup>4)</sup> Ein Vergleich der zum Jahresende 2021 gehaltenen Bestände dieser kontrafaktischen verteilungsbasierten Vermögensbilanz und den tatsächlichen Daten deckt schließlich die Verteilung der kumulierten zusätzlichen Ersparnisse auf (siehe das nebenstehende Schaubild). Hierbei ist zu erkennen, dass vor allem die Haushalte am oberen Ende der Vermögensverteilung in absoluten Beträgen in nennenswertem Umfang zusätzliche

**3** Das Volumen der zusätzlichen Ersparnisse bestimmt sich, indem jeweils die vierteljährliche Ersparnisbildung seit 2020 mit den durchschnittlichen Quartalersparnissen der Jahre 2018 und 2019 verglichen wird (zwecks ähnlicher Vorgehensweise vgl.: Batty et al. (2021)). Die kumulierten Abweichungen über den Zeitraum 2020 bis 2021 ergeben schließlich das insgesamt aufgelaufene zusätzliche Sparvolumen. Gemäß diesem Vorgehen belaufen sich die kumulierten zusätzlichen Ersparnisse auf etwa 200 Mrd €. Berechnungen auf Grundlage der gesamtwirtschaftlichen Projektionen deuten auf vergleichbare Größenordnungen hin (vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2021b, 2022)). In Analogie hierzu lässt sich auch die Verwendung der zusätzlichen Ersparnisse ermitteln: So geben die seit 2020 kumulierten vierteljährlichen Abweichungen der instrumentenspezifischen Transaktionen vom Quartalsdurchschnitt der Jahre 2018 und 2019 einen Hinweis darauf, wie die zusätzlichen Ersparnisse im Beobachtungszeitraum investiert wurden.

**4** Da die gesamtwirtschaftlichen Transaktionen im Schaubild auf S. 35 darauf hindeuten, dass der überwiegende Teil der Überschussersparnisse in Bargeld- und Einlagenbestände sowie in börsennotierte Aktien und Anteile an Investmentfonds geflossen ist, werden für die kontrafaktische Alternative die vierteljährlichen Überschussersparnisse von diesen beiden Vermögenskomponenten (proportional über diese beiden Kategorien verteilt) entsprechend abgezogen (vgl. hierzu auch: Batty et al. (2021)).

Ersparnisse aufgebaut haben. Während ein Haushalt der unteren Verteilungshälfte insgesamt derzeit über zusätzliche Ersparnisse in Höhe von etwa 420 € verfügt, entfällt auf einen Haushalt im obersten Prozent der Verteilung im Durchschnitt ein zusätzlicher Betrag von rund 120 000 €. Für die untere Hälfte der Vermögensverteilung machten dabei Bargeld und Einlagen rund 75 % der gesamten zusätzlichen Ersparnisse aus. Mit steigendem Nettovermögen verschiebt sich dieser Anteil spürbar hin zu börsennotierten Aktien und Investmentfonds.<sup>5)</sup> Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Energie- und Lebenshaltungskosten legen die Ergebnisse zwar einerseits nahe, dass die zusätzlichen Ersparnisse grundsätzlich zu einer gewissen Abmilderung der daraus resultierenden finanziellen Belastungen beitragen.<sup>6)</sup> Andererseits zeigen die Resultate aber auch, dass dies nicht auf alle Haushalte gleichermaßen zutrifft. Umfangreiche Ersparnisse wurden

vor allem von vermögenden Haushalten aufgebaut. Aufgrund der vergleichsweise geringen Volumina pro Haushalt in der vermögensärmeren Hälfte der Verteilung erscheint die Pufferwirkung der zusätzlichen Ersparnisse dort eher gering. Steigende Energie- und Lebenshaltungskosten dürften die Haushalte am unteren Ende der Vermögensverteilung in diesem Zusammenhang somit vergleichsweise stärker belasten.

<sup>5</sup> Vgl. zur Verteilung der pandemiebedingt zusätzlichen Ersparnisse im internationalen Kontext: Europäische Zentralbank (2021a). Insgesamt betrachtet zeigt sich, dass vor allem Haushalte mit einem hohen Einkommen und Vermögen zusätzliche Ersparnisse gebildet haben (vgl. hierzu u. a.: Bank of England (2020), Batty et al. (2021), Deutsche Bundesbank (2021b) sowie Europäische Zentralbank (2021b, 2022a)).

<sup>6</sup> Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank (2022b).

merklich ihre Verschuldung. Zum anderen profitierte die obere Mitte der Verteilung spürbar von einem steigenden Wert des Immobilienvermögens.

Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz offenbart zudem eine erhebliche Heterogenität zwischen der Vermögensstruktur der privaten Haushalte, die bei der Verwendung von aggregierten Größen typischerweise verdeckt bleibt. Durch die Betrachtung von haushaltsspezifischen Renditen entlang der Vermögensverteilung wurde dieser Aspekt besonders deutlich. Erkennbare Unterschiede in der Vermögenszusammensetzung haben einen spürbaren Einfluss auf die reale Vermögensrendite des jeweiligen Haushaltportfolios. So besteht das Vermögen der unteren Hälfte der Vermögensverteilung überwiegend aus risikoarmen Anlageformen. Die Verzinsung dieser Instrumente war in den letzten Jahren vergleichsweise gering, was sich in einer niedrigen Gesamtrendite niederschlug. Das Vermögen der

Haushalte in der oberen Hälfte der Verteilung hingegen umfasst zum einen in einem deutlich größeren Umfang auch Kapitalmarktinstrumente. Zum anderen macht dort vor allem das Immobilien- und Betriebsvermögen einen bedeutenden Anteil am Gesamtvermögen aus. Da das Immobilienvermögen im Beobachtungszeitraum (2009 bis Anfang 2022) neben Aktien im Durchschnitt die höchste reale Rendite aller Vermögenskomponenten verzeichnete, erzielten die Haushalte in der oberen Verteilungshälfte eine deutlich höhere Gesamtrendite. Für das obere Prozent der Vermögensverteilung leistete zusätzlich das Betriebsvermögen einen merklichen Beitrag. Zudem verdeutlichen die Resultate, dass sich der renditesenkende Effekt der Inflation insbesondere am unteren Ende der Vermögensverteilung bemerkbar macht. Das gesamte Vermögen dieser Haushalte besteht zu einem Großteil aus niedrig verzinsten Einlagen. Folglich führen hohe Inflationsraten vor allem dort leichter zu negativen realen Vermögensrenditen.

*Verteilungsbasierte Vermögensbilanz deckt Heterogenität zwischen Haushalten auf, die typischerweise in Aggregaten verdeckt bleibt*

*Da Vermögensverteilung die Transmission der Geldpolitik beeinflussen kann, erscheint es hilfreich, die finanziellen Unterschiede zwischen den privaten Haushalten angemessen berücksichtigen zu können*

Der hier vorgestellte Datensatz dürfte neben den oben skizzierten Anwendungsbeispielen (siehe hierzu auch die Ausführungen auf S. 35 ff.) zukünftig auch an geldpolitischer Relevanz gewinnen. Eine Vielzahl von Studien thematisiert das Zusammenspiel zwischen Geldpolitik und Ungleichheit.<sup>22)</sup> Hierbei zeigt sich, dass geldpolitische Maßnahmen zwar grundsätzlich einen Einfluss auf die Verteilung haben können, die Entwicklung der Ungleichheit über die letzten Jahrzehnte aber überwiegend durch Faktoren getrieben wurde, die außerhalb des geldpolitischen Verantwortungsbereiches liegen. Dies muss sicherlich auch vor dem Hintergrund gesehen werden, dass die Geldpolitik typischerweise weder über das Mandat noch über die geeigneten Instrumente verfügt, Verteilungen gezielt steuern zu können. Viel wichtiger für die Geldpolitik erscheint indes der Befund, dass die Heterogenität zwischen Haushal-

ten die Transmission der Geldpolitik beeinflussen kann. So hängt die Effektivität geldpolitischer Maßnahmen unter anderem von der Verteilung und der Struktur des Vermögens ab. Auch bilanzielle Beschränkungen können die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen beeinflussen.<sup>23)</sup> Bei der Beurteilung der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen dürfte es somit grundsätzlich hilfreich sein, die finanziellen Unterschiede zwischen den privaten Haushalten im Blick zu haben. Gerade vor diesem Hintergrund erscheint die künftige Bereitstellung der verteilungsbasierten Vermögensbilanz für eine Notenbank von besonderem Interesse.

---

<sup>22</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2016) und Europäische Zentralbank (2021c) sowie die jeweils darin angegebenen Quellen.

<sup>23</sup> Vgl. hierzu u. a.: Deutsche Bundesbank (2021a), Dobrew et al. (2021), Kaplan et al. (2018), Matusche und Wacks (2022), Slačálek et al. (2020) sowie Weidner et al. (2014).

## ■ Literaturverzeichnis

Adam, K. und P. Tzamourani (2016), Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area, *European Economic Review* 89, S. 172–192.

Albers, T.N.H., C. Bartels und M. Schularick (2020), The Distribution of Wealth in Germany, 1895–2018, *ECONtribute Policy Brief*, Nr. 001.

Balestra, C. und R. Tonkin (2018), Inequalities in household wealth across OECD countries: Evidence from the OECD Wealth Distribution Database, *OECD Statistics Working Papers*, 2018/01.

Bank of England (2020), How has Covid affected household savings?, *Bank Overground*, Published on 25 November 2020, <https://www.bankofengland.co.uk/bank-overground/2020/how-has-covid-affected-household-savings>.

Batty, M., E. Deeken und A. H. Volz (2021), Wealth Inequality and COVID-19: Evidence from the Distributional Financial Accounts, *FEDS Notes* August 30, 2021.

Bauluz, L., F. Novokmet und M. Schularick (2022), The Anatomy of the Global Saving Glut, *ECONtribute Discussion Paper*, No. 161.

Bayer, C., R. Luetticke, L. Pham-Dao und V. Tjaden (2019), Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk, *Econometrica* 87(1), S. 255–290.



Deutsche Bundesbank (2022), Wofür verwenden die privaten Haushalte die während der Corona-virus-Pandemie zusätzlich gebildeten Ersparnisse?, Monatsbericht, Juni 2022, S. 25–26.

Deutsche Bundesbank (2021a), Die Wirkung der Geldpolitik in Abhängigkeit der Verschuldungssituation des nichtfinanziellen Privatsektors: Evidenz für den Euroraum, Monatsbericht, April 2021, S. 15–33.

Deutsche Bundesbank (2021b), Zu den Sparmotiven privater Haushalte während der Pandemie und ihren Implikationen für die Projektion, Monatsbericht, Juni 2021, S. 25–28.

Deutsche Bundesbank (2021c), Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht, August 2021, S. 41–44.

Deutsche Bundesbank (2019), Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017, Monatsbericht, April 2019, S. 13–44.

Deutsche Bundesbank (2016), Verteilungseffekte der Geldpolitik, Monatsbericht, September 2016, S. 15–38.

Deutsche Bundesbank (2015), Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht, Oktober 2015, S. 13–32.

Dobrew, M., R. Gerke, S. Giesen und J. Röttger (2021), A comparison of monetary policy rules in a HANK model, Deutsche Bundesbank Technical Paper, 02/2021.

Ercolani, V., E. Guglielminetti und C. Rondinelli (2021), Fears for the future: Saving dynamics after the Covid-19 outbreak, Covid-19 Note, Juni, Bank of Italy.

Europäische Zentralbank (2022a), The recent drivers of household savings across the wealth distribution, Economic Bulletin, Issue 3/2022, S. 39–43.

Europäische Zentralbank (2022b), Energy prices and private consumption: what are the channels, Economic Bulletin, Issue 3/2022, S. 69–84.

Europäische Zentralbank (2021a), The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook, Economic Bulletin, Issue 5/2021, S. 29–36.

Europäische Zentralbank (2021b), COVID-19 and the increase in household savings: an update, Economic Bulletin, Issue 5/2021, S. 48–54.

Europäische Zentralbank (2021c), Monetary policy and inequality, Economic Bulletin, Issue 2/2021, S. 84–103.

Europäische Zentralbank (2020), Understanding household wealth: linking macro and micro data to produce distributional financial accounts (Expert Group on Linking Macro and Micro Data for the household sector), ECB Statistics Paper Series, Nr. 37.

Gürer, E. und A. Weichenrieder (2020), Pro-rich inflation in Europe: Implications for the measurement of inequality, *German Economic Review* 21(1), S. 107–138.

Jordà, O., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick und A. M. Taylor (2019), The Rate of Return on Everything, 1870–2015, *Quarterly Journal of Economics* 134, S. 1225–1298.

Jordà, O., M. Schularick und A. M. Taylor (2017), Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts, *NBER Macroeconomics Annual 2016: Volume 31*.

Kaplan, G., B. Moll und G. Violante (2018), Monetary Policy According to HANK, *American Economic Review* 108(3), S. 697–743.

Kaplan, G. und G. Violante (2022), The Marginal Propensity to Consume in Heterogeneous Agent Models, *NBER Working Paper Series*, Nr. 30013.

Kuhn, M., M. Schularick und U. Steins (2020), Income and Wealth Inequality in America, 1949–2016, *Journal of Political Economy* 128(9), S. 3469–3519.

Matusche, A. und J. Wacks (2022), Does Wealth Inequality Affect the Transmission of Monetary Policy?, *Mimeo*.

Mian, A. R., L. Straub und A. Sufi (2020), The Saving Glut of the Rich, *NBER Working Paper Series*, Nr. 26941 (Revised February 2021).

Schröder, C., C. Bartels, K. Göbler, M. M. Grabka, J. König, R. Siegers und S. Zinn (2020), Improving the Coverage of the Top-Wealth Population in the Socio-Economic Panel (SOEP), *SOEPpapers*, 1114.

Stiftung Familienunternehmen (2019), Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, 5. Auflage, *ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung Mannheim und Institut für Mittelstandsforschung Mannheim*.

UBS/Campden Research (2018), *The Global Family Office Report 2018*.

Vermeulen, P. (2018), How fat is the top tail of the wealth distribution?, *Review of Income and Wealth* 64(2), S. 357–387.

Walzl, S. R. und R. Chakraborty (2022), Missing the wealthy in the HFCS: micro problems with macro implications, *The Journal of Economic Inequality* 20, S. 169–203.

Weidner, J., G. Kaplan und G. Violante (2014), The Wealthy Hand-to-Mouth, *Brookings Papers on Economic Activity* 45(1), S. 77–153.

Westermeier, C. und M. M. Grabka (2015), Große statistische Unsicherheit beim Anteil der Top-Vermögenden in Deutschland, *DIW Wochenbericht* 7, S. 123–133.

Zucman, G. (2019), Global Wealth Inequality, *Annual Review of Economics* 11, S. 109–138.