

**Behavioral Finance in Aktion**

# Behavioral Finance und die Post-Retirement Krise.

von Prof. Shlomo Benartzi

Das größte Risiko bei der Vorsorge  
ist die eigene Lebenserwartung.

**Allianz**   
Global Investors

# Entscheidende Einblicke für vorausschauende Anlagestrategien

Wenn der Staat die Rente kürzt, muss jeder selbst vorsorgen. Doch wie viel Geld braucht man im Alter? Und wie hoch ist die Lebenserwartung? Bei zehn Schulfreunden stirbt der erste wahrscheinlich mit 73, der letzte mit 101 Jahren. Doch wen trifft es wann?

Die richtige Zukunftssicherung ist eine komplexe Formel mit vielen Unbekannten. Die Verhaltensökonomie kann bei der Suche nach der richtigen Lösung helfen, schreibt der Verhaltensökonom Professor Shlomo Benartzi.



# Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können.

Der Ruhestand ist nicht mehr der sichere Hafen, der er einmal war, wenn jeder selbst über die richtige Vorsorge entscheiden muss. Doch das Wissen um unsere Verhaltensweisen kann uns davor bewahren, alte Fehler zu wiederholen.

Ob die Rente morgen noch sicher ist, hängt heute nicht mehr allein vom Staat ab. Angestellte und Arbeiter sehen sich zunehmend in der Pflicht, mit privatem Kapital zusätzlich vorzusorgen.

In den USA werden dazu oft die populären beitragsorientierten 401 (k)-Rentenpläne genutzt, doch der einzelne Sparer ist dabei nicht vor Fehlentscheidungen bei der Geldanlage gefeit. Im schlimmsten Fall, zum Beispiel der Pleite des Energiekonzerns Enron, verloren Mitarbeiter einen Großteil ihres Vermögens, nicht zuletzt, weil sie neben ihrer Arbeitskraft auch ihre Ersparnisse in ein und dasselbe Unternehmen investiert hatten – eine Entscheidung, die gegen den Grundsatz der Diversifikation verstößt.

Das „Allianz Global Investors Center for Behavioral Finance“ in San Diego, Kalifornien, stellt Erkenntnisse der Verhaltensforschung zur Verfügung, damit Anleger mit diesen Werkzeugen bessere Finanzentscheidungen treffen können. Weitere Informationen finden Sie unter <http://www.AllianzBeFi.com/>.



## Prof. Shlomo Benartzi

Der Verhaltensökonom ist Mitbegründer des „Behavioral Finance Forums“, einer Gemeinschaft von 80 prominenten Wissenschaftlern und Finanzinstituten, und ist zugleich Chief Behavioral Economist des Allianz Global Investors Center for Behavioral Finance.

Doch auch nach Beginn des Ruhestands bleiben viele Fragen zur richtigen Vorsorge offen, und die Antworten sind nicht selten komplex: Stellen Sie sich vor, zehn Schulfreunde beschließen, mit 65 Jahren in Ruhestand zu gehen. Wann wird der erste der Freunde sterben? Wahrscheinlich stirbt er nach nur 8 Jahren, das heißt im Alter von 73. Und wann wird der letzte Freund sterben? Nach 36 Jahren im Ruhestand, mit 101 Jahren!<sup>1</sup>

Anders ausgedrückt: Einer der Rentner muss gerade mal für 8 Jahre vororsgen, während sein Freund in seinem Arbeitsleben ausreichend Kapital angespart haben muss, um davon 36 Jahre leben zu können. Das Risiko, dass Menschen im Ruhestand länger leben, als ihr Vermögen reicht, ist also erheblich. Die Frage ist, ob man Langlebkeitsrisiko nicht höher bewerten sollte als Anlagerisiko. Denn die Lebenserwartung schwankt von Mensch zu Mensch wesentlich stärker als die zu erwartende Anlagerendite.

<sup>1</sup> Quelle: Allianz Economic Research auf Basis der 12. Bevölkerungsvorausberechnung des statistischen Bundesamtes.

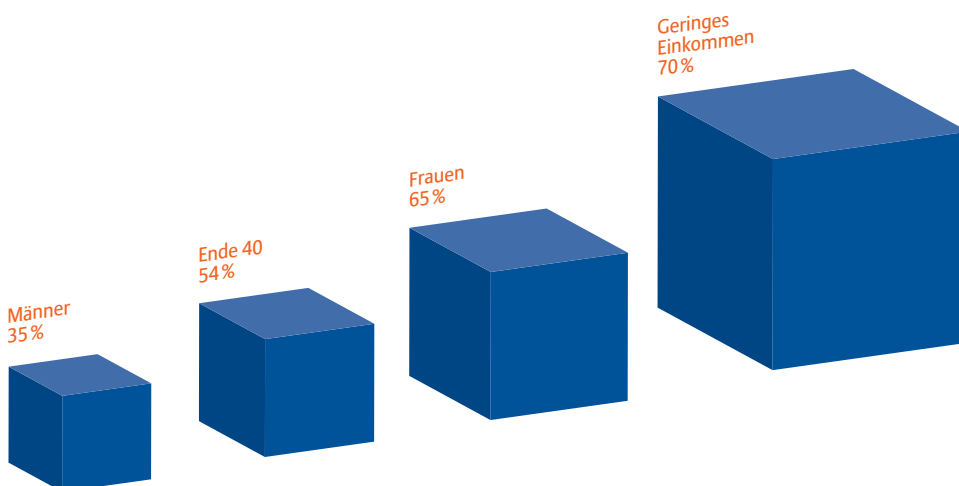
**IM RUHESTAND** ist das entscheidende Risiko, dass wir länger leben, als wir es uns eigentlich leisten können. Diese Gefahr wird durch immer mehr Arbeitgeber, die von leistungsorientierten zu beitragsorientierten Vorsorgeplänen wechseln, noch vergrößert. Firmen bieten ihren Angestellten immer öfter Letztere an, sodass der einzelne Mitarbeiter selbst für seine Rücklagen verantwortlich ist. Diese ohnehin schwierige Aufgabe wird durch fast unvermeidliche Fehlentscheidungen kurz vor oder nach Beginn des Ruhestands noch erschwert.

So wählen Menschen, die sechs bis zwölf Monate nach Kurssteigerungen an der Börse aus dem Arbeitsleben ausscheiden, vorzugsweise einmalige Auszahlungen anstatt eines Einkommens auf Lebenszeit.<sup>2</sup> Dass angehende Rentner Entscheidungen mit derart langfristigen Auswirkungen auf der Grundlage kurzfristiger Schwankungen treffen, ist besorgniserregend. Es fällt ihnen offenkundig schwer, vernünftige Anlageentscheidungen zu treffen.

Zudem haben sie oft Schwierigkeiten auszurechnen, wie viel Geld sie jeden Monat ausgeben können. Manche verbrauchen in den ersten Jahren ihres Ruhestands zu viele Rücklagen und lassen zu wenig für später übrig. Hinzu kommen die Unterschiede zwischen den Geschlechtern: Frauen haben nach dem Tod ihrer Ehemänner vielfach mit Einkommensverlusten von bis zu 47 Prozent zu kämpfen. Jede fünfte Witwe gerät deshalb in Armut.<sup>3</sup>

### Finanziell bin ich auf den Ruhestand nicht gut vorbereitet

Die folgende Grafik illustriert, welche Gruppen am meisten besorgt sind:



Laut einer aktuellen Umfrage gerät das Vertrauen der US-Bürger, auf den Ruhestand gut vorbereitet zu sein, ins Wanken. Stattliche 92 Prozent sind der Meinung, dass die Vereinigten Staaten von einer Ruhestandskrise gebeutelt werden. Etwa 35 Prozent der Befragten stimmen der Aussage „Finanziell gesehen, habe ich das Gefühl, sehr schlecht auf meinen Ruhestand vorbereitet zu sein“ zu.

Quelle: Allianz-Studie *Reclaiming the Future*

Geringes Einkommen wurde als Einkommen zwischen \$30.000 und \$45.000 definiert. Das liquide Vermögen der befragten Haushalte lag unter \$50.000.

**DOCH ES GIBT INSTRUMENTE**, mit denen wir auf diese verhaltensbedingten Fehlentscheidungen reagieren und ihre Auswirkungen verringern können. Sowohl die Regierungen als auch der Finanzsektor sollten bei der Suche nach Lösungen auf verhaltensökonomische Instrumente zurückgreifen. Die Verhaltensökonomie ist eine Kombination aus Finanzwissenschaft und Verhaltensforschung und schafft ein Bewusstsein dafür, wie Menschen ihre finanziellen Entscheidungen treffen, welche Fehler sie im Umgang mit Geld machen und – vor allem – wie wir ihnen helfen können, künftig sinnvollere Entscheidungen zu treffen.

Die Verhaltensökonomie verfügt aus drei Gründen über geeignete Ansätze im Umgang mit diesem Problem. Bei den leistungsorientierten Vorsorgeplänen lag der Schlüssel zum Erfolg bislang allein in der Wertentwicklung der Anlagen; der Erfolg der beitragsorientierten Pläne hängt jedoch sowohl von der Wertentwicklung der Anlagen als auch vom Verhalten der Anleger ab. Und da die Verantwortung für die Vermögensverwaltung in den USA – und mehr und mehr auch in anderen Ländern – vom Arbeitgeber auf den Einzelnen übergegangen ist, müssen wir verstehen, wie und warum Rentner ihre Ersparnisse gut oder schlecht verwalten. Das können wir nur, wenn wir grundlegende menschliche Verhaltensweisen untersuchen und in Betracht ziehen, um bessere Lösungen für die Zukunftssicherung zu entwickeln. Zudem hat sich die Verhaltensökonomie bereits positiv auf die Art und Weise ausgewirkt, wie Menschen für ihr Alter vorsorgen. Die einflussreiche Studie der Verhaltensökonomin James Choi,

<sup>2</sup> Previtero, A. (2010): "Stock Market Returns and Annuitization", University of California Working Paper, Los Angeles.

<sup>3</sup> Holden, K. und Zick, K. (2000): "Distributional Changes in income

and wealth upon widowhood: Implications for private insurance and public policy". In Society of Actuaries: "Retirement needs Framework". Schaumburg (Illinois), S. 69–79.

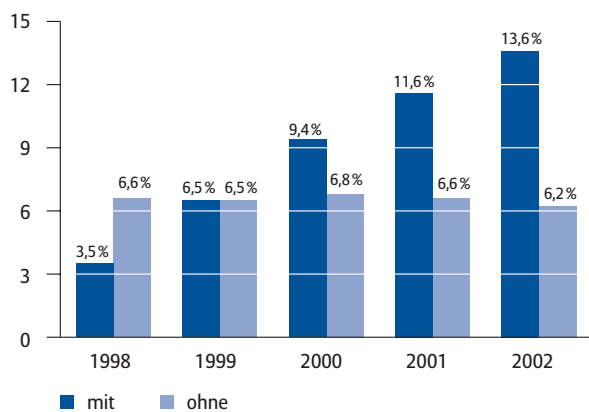
## Das menschliche Verhalten ist ein entscheidender Faktor.

Prof. Shlomo Benartzi

David Laibson, Brigitte Madrian und Andrew Metrick über Trägheit und automatische Beitrittsverfahren hat die 401(k)-Pläne verändert und die Beteiligung an den Plänen erhöht. Ähnlich funktioniert das Programm „Save more tomorrow“<sup>4</sup>. Richard Thaler und ich haben es entwickelt, indem wir Verhaltensweisen identifizierten, die langfristiges Sparen behindern. Um diese zu vermeiden, verpflichteten sich Angestellte im Voraus, nach jeder Gehaltserhöhung automatisch ihre Sparrate zu erhöhen. In unserer ersten Fallstudie stiegen die vereinbarten Raten in dreieinhalb Jahren von 3,5 Prozent auf 13,6 Prozent. Mehr als die Hälfte aller großen Arbeitgeber in den USA bietet dieses Programm an, und eine Variante davon wurde in die Gesetzgebung des „Pension Protection Act“ von 2006 aufgenommen.<sup>5</sup>

Und nicht zuletzt sind wir fest davon überzeugt, dass die Verhaltensökonomie wichtige Erkenntnisse über das Zustandekommen von Finanzentscheidungen während des

### Sparquoten mit und ohne Save More Tomorrow



Thaler, R.H. und Benartzi, S. (2004): „Save More Tomorrow™: Using behavioral economics to increase employee saving.“ *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 1, S. 164–187.

<sup>4</sup> Madrian, B. und Shea, D. (2001): „The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior.“ *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 4, S. 1149–1187.

Choi, J., Laibson, D., Madrian, B. und Metrick, A. (2002): „Defined contribution pensions: Plan rules, participant decisions and the path of least resistance“. In: J. Poterba (Ed.), „Tax Policy and the Economy: Vol. 16“, Cambridge (Massachusetts), S. 67–114.

<sup>5</sup> Hewitt Associates (2010): „Hot Topics in Retirement“.

Ruhestands bieten kann. So untersuchte Eric Johnson von der New Yorker Columbia University die Risikopräferenz von Rentnern und fand heraus, dass sie eine „Hyperaversion gegen Verluste“ zeigen. Rentner fürchten sich fünfmal mehr vor Verlusten als der Durchschnitt der amerikanischen Bevölkerung. Fast die Hälfte würden eine Wette, bei der sie eine 50-prozentige Chance auf einen Gewinn von 100 US-Dollar und eine 50-prozentige Chance auf einen Verlust von nur 10 US-Dollar hätten, ausschlagen. Dies lässt darauf schließen, dass sie Verluste zehnmal stärker bewerten als Gewinne.<sup>6</sup>

**BEI DER ENTWICKLUNG** neuer Finanzprodukte für Menschen kurz vor oder im Ruhestand sollten diese Hindernisse, die Johnsons Forschung aufzeigt, überwunden werden. Da Rentner eine starke Aversion gegen Verluste und Veränderungen zeigen, sollten ihnen neue Produkte mit Garantieelementen als Möglichkeit zur Kontrolle über Einnahmen und Ausgaben angeboten werden.

In einer Studie zu kognitiven Beeinträchtigungen und ihren Auswirkungen auf Finanzentscheidungen berichtet David Laibson (Universität Harvard) von einer Abnahme „analytisch-kognitiver Funktionen“ und einer Zunahme von Demenzerkrankungen im Alter.<sup>7</sup> Ab 60 verdoppelt sich die Verbreitung von Demenzerkrankungen etwa alle fünf Jahre. Im Alter von 80 Jahren leidet mehr als die Hälfte der Menschen an Demenz oder anderen kognitiven Defiziten. Das hat entscheidende Konsequenzen für die Entwicklung von Finanzprodukten: Kognitive Störungen können älteren Menschen die Entscheidung erschweren, wie sie ihr Vermögen optimal nutzen und ihr Einkommen während des Ruhestands absichern. In Zukunft sollten Menschen ermutigt werden, verbindliche Entscheidungen vor diesen Beeinträchtigungen zu treffen. Wir müssen Möglichkeiten finden, ältere Menschen davor zu schützen, ihr Vermögen zu unüberlegt aufzubrechen. Das kann durch Produkte erfolgen, die eine lebenslange Auszahlung garantieren, oder durch die Beschränkung der Summe, die abgehoben werden kann. Diese Erkenntnisse können helfen, die private Zukunftssicherung besser auf menschliche Bedürfnisse abzustimmen. Da Menschen zunehmend Verantwortung für ihre Vorsorge übernehmen müssen, wird das menschliche Verhalten zu einem entscheidenden Faktor. Für Rentner kann es den Unterschied zwischen einem Leben in finanzieller Sicherheit und der Zahlungsunfähigkeit bedeuten.

Prof. Shlomo Benartzi

<sup>6</sup> AARP and American Council of Life Insurers (2007): „What Now? How Retirees Manage Money to Make it Last Through Retirement. Report of Findings“.

<sup>7</sup> Agarwal S., Driscoll, J., Gabaix, X. und Laibson, D. (2009): „The Age of Reason: Financial decisions over the life-cycle and implications for regulation“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, S. 51–117.

# Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

## Analysen & Trends

### Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Wachstumsländer
- Brasilien: Local Hero – Global Winner
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen

### Chinas neue Epoche des Wachstums

- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus - In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus - Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China

### Knappe Ressourcen

- Richtig investieren in der neuen Normalität – ein Thesenanschlag
- Fokus: Am Golde hängt doch alles?
- Megatrend: Knappe Ressourcen

### Sparen & Zukunftssicherung

- Geldvermögen
- Sparen – aber richtig!

## PortfolioPraxis

### Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- Überliste dich selbst!

### SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

### Risikomanagement & Advanced Return

- Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld
- Advanced Return-Strategien
- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Fokus: Omegafaktor
- Schwarzer Schwan

### Akademie

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Wissen: Alpha bis Vola
- Is small beautiful?
- Aktives Management
- Master-KAG
- Branchen im Zyklus
- Value oder Growth – mehr als nur eine Stilfrage
- Internet-Guide zur finanziellen Bildung
- Konjunktur
- Ökonomische Indikatoren kompetent nutzen
- Fiduciary Management

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:

<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Verpassen Sie auch nicht  
unsere Podcasts:  
[www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast)

## Impressum

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

**Kapitalmarktanalyse:** Hans-Jörg Naumer (hjn), Olivier Gasquet (og), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)  
Alle Publikationen sind abonnierbar unter  
[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

# Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de).

**TIPP:** Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: [www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

## Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter [www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast) direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors



[www.allianzglobalinvestors.de/  
kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

August 2011

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.