



Globalisierung und Alterung, zwei der „Megatrends“ des 21. Jahrhunderts, werden vor allem negativ gesehen als Bedrohung unseres Wohlstandes und unserer Lebensgewohnheiten. Das ist falsch. Alterung bedeutet ein längeres, dank des Fortschritts der Medizin vor allem ein länger gesundes Leben. Das ist nicht nur gut für uns Menschen, sondern verschafft der Wirtschaft Nachfrage und Wachstum. Ebenso Globalisierung: Eine immer ver-

feinerte Arbeitsteilung hat uns den heutigen Wohlstand beschert. Globalisierung vernichtet Arbeitsplätze, wo wir keine Vorteile gegenüber dem Ausland haben. Sie baut aber überall da neue Arbeitsplätze auf, wo wir besser sind. Ferner hilft Globalisierung, weltweit dort das Kapital anzulegen, wo es zum Beispiel die günstigste Altersvorsorge erwirtschaften kann. Damit beschäftigt sich unter Anderem dieser Newsletter. Und es leuchtet schnell ein, dass unter dem Strich Globalisierung vor allem in Zeiten der Alterung uns allen hilft. Ihr Axel Börsch-Supan

Globalisation and aging - two of the “megatrends” of the 21st century – are for the most part perceived negatively as threats to our standard of living and way of life.

Nothing could be further from the truth. Aging means that people are living longer. What is more, thanks to medical progress they are also living longer and healthier lives. This development is not only good news for people, it also fuels demand and growth in the economy. The same goes for globalisation. We owe the prosperity we enjoy today to a process of increasing specialisation and division of labour.

Globalisation destroys jobs in those areas in which Germany has no comparative advantage over other countries. At the same time, globalisation also creates new jobs in all those areas in which we are better. What is more, it also enables capital to be invested all around the world – in places where the most attractive retirement pensions can be earned, for example. This is one of the topics addressed in this newsletter. And it should very soon become apparent that, on balance, globalisation is a force which promises to benefit us all, particular as our society grows older. Axel Börsch-Supan

AUSLÄNDISCHE AKTIEN UND WARUM INVESTOREN SIE MEIDEN INTERNATIONAL SHARES AND WHY INVESTORS BALK AT BUYING

Deutsche Aktienbesitzer halten überwiegend Anteile an inländischen Unternehmen, sie machen mehr als zwei Drittel des Aktienportfolios aus. Der ökonomischen Theorie und dem International Capital Asset Pricing Model (ICAPM) folgend müsste der Prozentsatz heimischer Aktien aber dem Anteil Deutschlands an der Weltmarktkapitalisierung entsprechen, gemessen etwa am Wert von in Deutschland börsennotierten Unternehmen – und der liegt bei gerade einmal vier Prozent. Dass dies nicht der Fall ist, ist keineswegs eine deutsche Besonderheit. In allen entwickelten Ländern ist diese Verzerrung zugunsten heimischer Anlagen zu beobachten, ein so genannter „Home Bias“. Aktieninvestitionen bergen aber das Risiko erheblicher Kursverluste. Dieses Risiko könnte durch eine möglichst breite Streuung der Aktien minimiert werden, zum Beispiel durch stärkere Diversifikation ins Ausland.

Warum also bevorzugen Anleger heimische Aktien? Was behindert die internationalen Kapitalflüsse? „Direkte Barrieren wie Kapitalverkehrskontrollen können den Home Bias nicht erklären“, sagt MEA-Forscherin Barbara Berkel. In der Regel entwickeln Anleger schnell Strategien, um solche Kontrollen zu umgehen. „Bei Kapitalverkehrskontrollen gibt

es in der Regel viele Schlupflöcher. Das führt dazu, dass sie zwar rein rechtlich bestehen, man aber kaum sagen kann, wie effektiv sie sind“, so Berkel.

Von weit größerer Bedeutung sind dagegen indirekte Kapitalmarktfriktionen. Das zeigt eine Analyse bilateraler Aktienverflechtungen durch das MEA. Zu diesen Barrieren zählen zum Beispiel Unterschiede in den Bilanzierungsstandards und staatlicher Regulierung zwischen Ländern, aber auch Mentalitätsunterschiede, die in die Geschäftspraxis Eingang gefunden haben. Sie führen zu

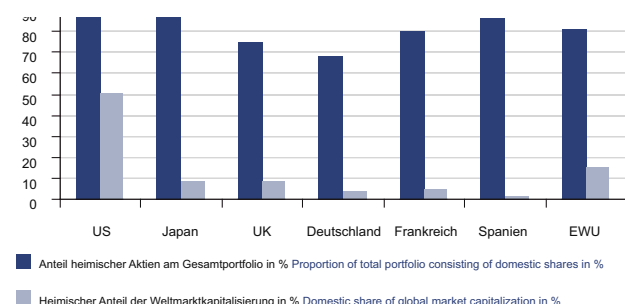


Abb. 1 Home Bias Fig. 1 Home Bias

asymmetrisch verteilter Information, zu Ungunsten von ausländischen Anlegern. Denn die Informationen, die diese über ihre Investitionen oder Anlagemöglichkeiten im anderen Land bekommen, sind unvollständig – oder müssen teuer aufbereitet und in Sprache und Rechtssystem des Inlands übersetzt werden, damit ausländische mit heimischen Investitionen verglichen werden können.

ENTSCHEIDEND FÜR INVESTITIONEN: KULTURELLE NÄHE

Daneben spielt offenbar der Entwicklungsstand der nationalen Finanzmärkte und insbesondere der Rechtsschutz von Anlegern eine bedeutende Rolle, wie aus der Analyse des „Coordinated Portfolio Investment Survey“ (CPIS) hervorgeht. Der erst vor drei Jahren veröffentlichte Datensatz des Internationalen Währungsfonds enthält die gegenseitigen Kapitalverflechtungen von 63 Ländern, 38 davon hat Barbara Berkel analysiert.

Two thirds of the equity portfolios held by German shareholders are in German companies. According to economic theory and the International Capital Asset Pricing Model (ICAPM) the proportion of domestic shares in a portfolio should match Germany's share of global equity market capitalization measured, for example, in terms of the value of companies listed in Germany – which is currently around four per cent. However, the theory is not only defied by German shareholders. Portfolios are similarly distorted by “home bias” in all developed countries. Equity investments are, of course, subject to the risk of substantial losses in market value. This risk could be minimized by spreading shareholdings as far as possible by diversifying equity portfolios with international shares, for example.

Why do investors prefer domestic shares? What factors impede the international flow of capital? “Direct barriers such as the control of capital movements cannot explain the home bias,” according to MEA researcher Barbara Berkel. As a rule, investors quickly develop strategies for circumventing controls such as these. “Because capital controls are usually riddled with loopholes it is impossible to say how effective legal controls really are,” explains Berkel.

Indirect capital market imperfections on the other hand are much more significant, as demonstrated by an MEA analysis of bilateral mixed portfolios. These barriers include differences in accounting standards and state regulation from one country to the next as well as mentality differences which are echoed in business practices. These differences result in asymmetrically distributed information to the disadvantage of foreign investors. The information which

Ihr Fazit: Informationsasymmetrien haben einen signifikanten Einfluss auf die Zusammensetzung internationaler Aktienportfolios. Je „näher“ Länder beieinander liegen, desto höher die gegenseitigen Aktienbeteiligungen. Entscheidend ist dabei weniger die geografische Distanz als vielmehr die kulturelle Nähe und Vertrautheit zwischen zwei Ländern.

Entstammen beide der gleichen Rechtsfamilie, etwa der angelsächsischen oder der skandinavischen, sind die gegenseitigen Beteiligungen wesentlich höher. Auch eine gemeinsame Kolonialgeschichte, etwa zwischen Großbritannien und Malaysia, spielt offenbar eine große Rolle. Ähnliche Effekte lassen sich auch innerhalb Europas beobachten. So besteht zwischen Österreich und Ungarn ein „friendship bias“. Die bilateral gehaltenen Aktienanteile sind zwischen beiden Ländern sogar höher, als durch das ICAPM vorhergesagt.

foreign investors are able to garner about their investments or about investment opportunities in another country is incomplete – or needs to be converted and translated at considerable cost into the language and legal system of the investor's own country in order to be able to compare international and domestic investments.

THE CRITICAL ROLE OF CULTURAL PROXIMITY FOR INVESTMENT DECISIONS

The maturity of national financial markets and, in particular, the legal protection available to investors clearly play an important role, as demonstrated by the analysis of the “Coordinated Portfolio Investment Survey” (CPIS). This IMF data set, which was first published as recently as three years ago, surveys international capital holdings in 63 countries, 38 of which have been analysed by Barbara Berkel.

The conclusion she came to was that information asymmetries have a significant influence on the composition of international equity portfolios. The “closer” countries are to each other, the more shares people in one country will hold in the another. The decisive factor, however, is not so much the geographical distance as the cultural proximity and affinities between two countries. If both countries have the same legal traditions – such as the Anglo-Saxon or Scandinavian systems – bilateral holdings are much more likely. A shared colonial history such as that of the United Kingdom and Malaysia also appears to play a major role. Similar effects are observable in Europe. There are, for example, a “friendship bias” between Austria and Hungary. Bilateral shareholdings between both these countries is even higher than predicted by the ICAPM.

MEA NUTZT DATEN DER DEUTSCHEN RENTENVERSICHERUNG **MEA DRAWS ON GERMAN PENSION INSURANCE RECORDS**

Das MEA ist einer der ersten Nutzer der Daten des Forschungsdatenzentrums der Deutschen Rentenversicherung (FDZ). Das im Jahr 2004 gegründete FDZ ermöglicht Wissenschaftlern den Zugriff auf anony-

misierter Daten der Rentenversicherer. Ökonomen sind auf möglichst genaue Datensätze angewiesen – auf so genannte Mikrodatsätze, die für jedes Individuum alle beobachteten Merkmale einzeln auflisten. Nur so konnten Hans-

Martin von Gaudecker vom MEA und Rembrandt Scholz vom Max Plank Institut für demografische Forschung den Zusammenhang zwischen Einkommen und Sterblichkeit untersuchen.

Das Ergebnis der Studie: Wer mehr verdient, lebt im Allgemeinen auch länger. Im Durchschnitt kann ein 65-Jähriger Rentenbezieher demnach erwarten, noch gut 15 Jahre zu leben (rechte Säule in der Abbildung). Für Bezieher unterschiedlich hoher Renten ergibt sich ein differenziertes Bild der Sterblichkeit. Bei einer Rentenzahlung von unter tausend Euro beträgt die Lebenserwartung weniger als 14 Jahre. Oberhalb von 1800 Euro liegt sie hingegen bei fast 19 Jahren. Der sogenannte Eckrentner, der in seinem Berufsleben 45 Jahre lang das Durchschnittseinkommen erzielt hat, bezog in 2002 eine Rente in Höhe von gut 1100 Euro und weist eine verbleibende Lebenserwartung von vierzehneinhalb Jahren auf.

„Die Ergebnisse beschreiben lediglich einen Zusammenhang, aber keinen Kausalitätsmechanismus“, betont Gaudecker. Es bleibe unklar, ob Besserverdienende mehr Geld für ihre Gesundheit ausgeben oder aber die Erwerbschancen Kranker gemindert sind. „Der Zusammenhang von sozioökonomischen Status und

MEA is one of the first users of data produced by the German Pension Insurance Data Research Centre (FDZ). The FDZ, which was founded in 2004, provides researchers with access to anonymized data originating from pension funds. Economists are dependent on obtaining the most detailed data records possible – micro-data records – which compromise all observable characteristics at the level of the individual. It was this level of detail which enabled MEA's Hans-Martin von Gaudecker and Rembrandt Scholz from the Max Plank Institute for Demographic Research to study the relationship between income and mortality.

The study revealed that the more people earn, the longer they are generally likely to live. The average life expectancy of a pensioner aged 65 is 15 years (right hand column in the figure). The mortality figures for pensioners vary according to the value of people's pensions. The life expectancy of a pensioner receiving less than one thousand euros is under 14 years. Above the 1,800 euros level a 65-year old pensioner can expect to live almost another 19 years. The 'benchmark pensioner', who has earned an average wage over a 45-year working life, received a pension in 2002 worth around 1,100 euros and, at age 65, had a remaining life expectancy of fourteen and a half years.

“The results merely describe a link between both factors – not a causal mechanism,” emphasises Gaudecker. It is still not quite clear whether higher earners spend more money on their health or whether the earnings opportunities of those suffering ill health are reduced. “While the link between socio-economic status and life expectancy has been established internationally for some time, it can now be demonstrated with precise empirical figures in Germany as well,” comments Gaudecker. The FDZ data provided information on 3.8 million pensioners.

Lebenserwartung ist international zwar schon lange bekannt, jetzt ist er auch für Deutschland empirisch präzise belegt“, so Gaudecker. Dank der Daten des FDZ gingen die Angaben von 3,8 Millionen Rentnern in die Analyse ein.

Für Gaudecker haben die Daten des FDZ einen entscheidenden Vorteil: „Sie enthalten die Summe der Entgeltpunkte, die ein Rentenversicherter gesammelt hat.“ Die Summe dieser Entgeltpunkte stellt eine Messgröße für das gesamte Lebenseinkommen dar – und ist damit wesentlich exakter als Umfragedaten, die auf das jährliche Arbeitseinkommen abzielen, das oft großen Schwankungen unterliegt.

MEA und FDZ setzen die Zusammenarbeit weiter fort. Barbara Berkel interessiert sich zum Beispiel dafür, welche Rückschlüsse auf Renteneintrittsentscheidungen aus den Daten des FDZ zu ziehen sind. Welchen Einfluss haben zum Beispiel Arbeitsmarktreformen auf die Frühverrentung? Wie wirkt sich die Verlängerung der Lebensarbeitszeit oder die Einführung von Abschlägen auf das durchschnittliche Renteneintrittsalter aus? Fragen, die vor allem mit Blick auf die zukünftige Gestaltung unseres Rentensystems relevant sind – umso wichtiger ist eine möglichst breite und genaue Datenbasis.

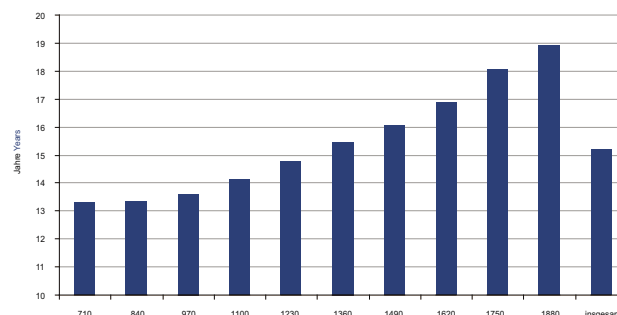


Abb. 2 Verbleibende Lebenserwartung im Alter 65 nach Rentenzahlungsbetrag
Fig. 2 Remaining life expectancy age 65 by pension payment

As far as Gaudecker is concerned, the FDZ data have one decisive advantage in that “they contain the aggregate earnings points accumulated by pensioners.” The total of these earnings points provides a yardstick for measuring lifetime income and is considerably more accurate than survey data based on annual earned income which is frequently subject to large-scale fluctuations.

MEA and FDZ are continuing their collaboration. Barbara Berkel is interested, for example, in studying the conclusions about retirement decisions which can be drawn from the FDZ data. What influence, for example, do labour market reforms have on early retirement? How does a longer working life or the introduction of pension deductions influence the average age of retirement? These questions are particularly relevant to the future design of our pension system – which is why it is so important that sufficiently broad and precise data is available.

MEA-FORSCHER (9) MEA-RESEARCHERS BARBARA BERKEL



Perfekte Kapitalmobilität – diese Annahme liegt vielen ökonomischen Modellen zugrunde. Aber was ist in der Wirklichkeit schon perfekt?

Umsowichtiger, dass Wirtschaftswissenschaftler erforschen, nach welchen Regeln sich Kapital tatsächlich international bewegt, findet Barbara Berkel. Ihr Forschungsschwerpunkt:

Internationale Kapitalmärkte aus makroökonomischer Perspektive. „Von Anfang meines Studiums an interessierten mich makroökonomische Fragestellungen, die einen angewandten Bezug haben“, sagt Berkel. Als Studentin konnte sie dieser Neigung insbesondere an der University of British Columbia in Vancouver nachgehen. Seit 2001 und dem Abschluss ihres VWL-Studiums in Bonn ist sie am MEA

Perfect capital mobility is assumed in many economic models. But what can be truly said to be perfect in the real world?

In this context Barbara Berkel believes it is all the more important that economists study the rules which dictate the way international capital flows really work. Her research work focuses on international capital markets from a macroeconomic perspective. „I have been interested in the applied aspects of macroeconomic issues ever since I began studying economics,“ explains Berkel. As a student she had a special opportunity of pursuing this interest at the University of British Columbia in Vancouver. Since 2001 and her graduation in economics at the University of Bonn, Barbara Berkel's research work at MEA has concentrated on the impact of an

NEUE PUBLIKATIONEN

MEA-STUDY 03 – *Housing and Portfolio Choice: A Life Cycle Simulation Model (Max Flötotto)*

Investitionen in Wohnraum können sowohl investiven als auch konsumptiven Charakter haben. MEA-Autor Max Flötotto geht der Frage nach, wie sie in Modellen behandelt werden können.

MEA-STUDY 04 – *Zur Quantifizierung wiedervereinigungsinduzierter Kosten und Transfers in der Gesetzlichen Rentenversicherung (Franziska Mientus)*

Wie hoch sind die Kosten, die die Rentenversicherung auf Grund der Wiedervereinigung zusätzlich zu tragen hat? Franziska Mientus klärt konzeptionelle Fragen und berechnet Zahlungsströme.

POLICY BRIEF No. 2 – *Die Angst vor dem Untergang der Arbeit*
Trotz hoher Arbeitslosigkeit und Verkürzung der Arbeitszeit – in vielen Industriezweigen brechen scheinbar unaufhaltsam Arbeitsplätze weg. Die Angst vor dem „Untergang der Arbeit“ macht die Runde. Doch man muss diese Furcht nicht teilen, wie ein Blick in die Geschichte und auf die ökonomischen Zusammenhänge zeigt.

IMPRESSUM

»newsletter« ist die Informationsschrift des mea **HERAUSGEBER:** Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel, Gebäude L 13, 17, D-68131 Mannheim, Tel. 06 21 - 1 81-18-62, www.mea.uni-mannheim.de **VERANTWORTLICH:** Prof. Axel Börsch-Supan Ph.D. **LEITUNG UND KOORDINATION:** Hans-Martin von Gaudecker **TEXTE:** Benjamin Bidder **ÜBERSETZUNG:** David Allison **GESTALTUNG:** Johannes Bayer, Jürgen Schlotter und united ideas, Stuttgart **DRUCK:** BB-Druck, Ludwigshafen

und erforscht schwerpunktmäßig, welche Auswirkungen die gesellschaftliche Alterung auf makroökonomische Zusammenhänge hat.

So kommt zum Beispiel den internationalen Kapitalmärkten im Zuge des demographischen Wandels eine Schlüsselrolle zu: Auf Kapitalmärkten können Ressourcen aus der Gegenwart in die Zukunft transferiert werden. Zum Beispiel, um vorzusorgen und die Folgen der gesellschaftlichen Alterung abzdämpfen. Deshalb führt der demographische Wandel zu Kapitalströmen zwischen relativ „alten“ und verhältnismäßig „jungen Ländern“, die mit höheren Renditen locken. Wie hoch diese Kapitalströme tatsächlich sein werden, hängt aber wesentlich vom Ausmaß der Kapitalmobilität ab. „Für realistische Prognosen“, sagt Berkel, „ist daher ein besseres Verständnis der tatsächlichen Mobilität besonders wichtig.“

aging society on macroeconomic variables.

In the process of demographic change a key role is played by international capital markets, for example. It is on capital markets that current resources are transferred into the future in order to make provision for the future and to ameliorate the consequences of an aging society. Demographic change consequently results in flows of capital between relatively “old” and relatively “young countries” which are able to attract capital by offering higher rates of return. The actual magnitude of these capital flows depends critically on the degree of capital mobility, however. “In order to make realistic forecasts,” says Berkel, “it is therefore particularly important that we gain a better understanding of real capital movements.”

NEW PUBLICATIONS

MEA-STUDY 03 – *Housing and Portfolio Choice: A Life Cycle Simulation Model (Max Flötotto)*

Capital spent on residential property can have both an investment and a consumption character. MEA author Max Flötotto examines how these features can be examined in model form.

MEA-STUDY 04 – *The Quantification of Public Pension Insurance Costs and Transfers Arising from German Unification (Franziska Mientus)*

What additional costs has German unification imposed on the public retirement insurance scheme? Franziska Mientus resolves conceptual questions and calculates payment flows.

POLICY BRIEF No. 2 – *Fear of the End of Work*

Despite high levels of unemployment and shorter working hours, jobs are continuing to be shed in many branches of industry. Fear of “the end of work” is all pervasive. However, a look back through history and earlier economic developments should reassure us that there is no need to share this fear.

Nachdruck ist nur mit Genehmigung des Herausgebers gestattet.