

Kapitalmärkte bleiben von der Bevölkerungsalterung verschont

In einer zunehmend älter werdenden Bevölkerung dienen Kapitalanlagen dazu, einen Teil der Ertragskraft der erwerbstätigen Generation für deren eigene Rente zu verwenden, anstatt sie von der nächsten Generation in den umlagefinanzierten Sozialsystemen finanzieren zu lassen. Der Kapitalmarkt trägt auf diese Weise dazu bei, dass die Jüngeren durch die steigenden Ansprüche der älteren Generation nicht überfordert werden. Doch wie sicher ist die kapitalgedeckte Rente selbst? Hinterlässt die Bevölkerungsalterung keine Spuren an den Finanzmärkten?

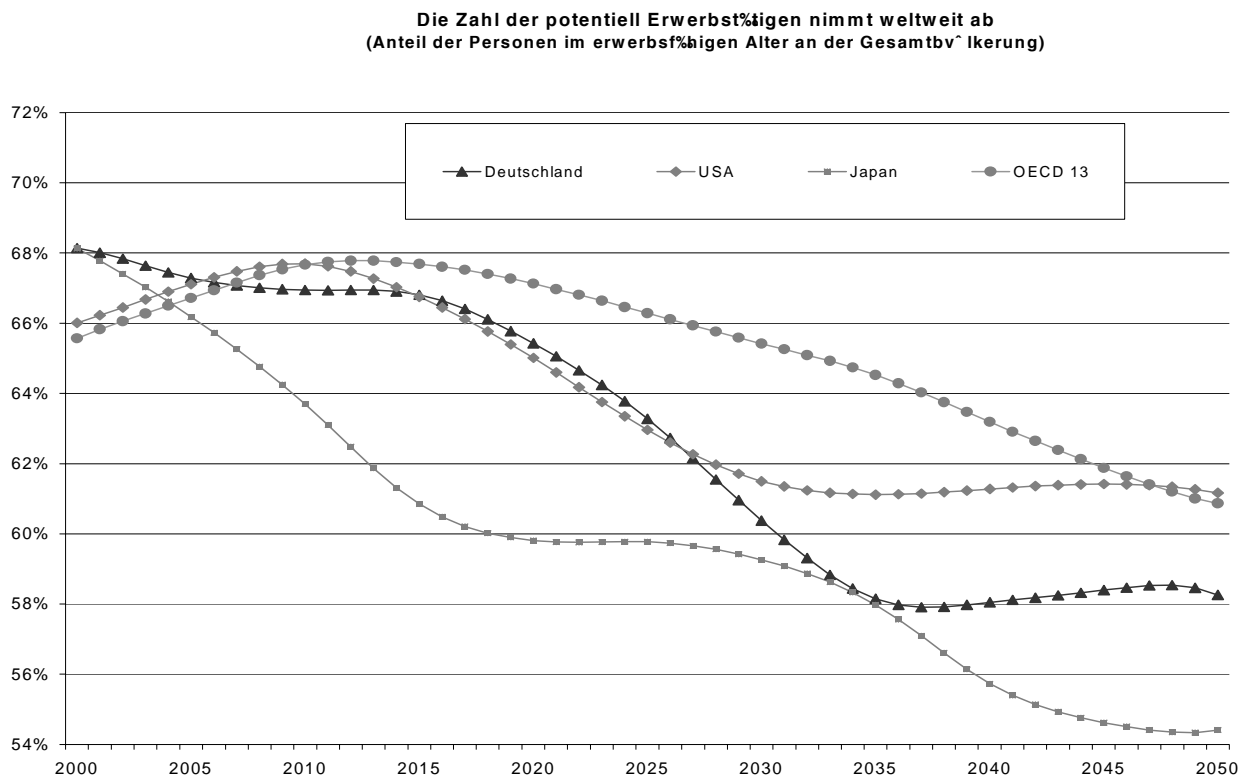
Die These vom „Asset Meltdown“, einer demographisch bedingten sinkenden Nachfrage nach Finanzanlagen, deswegen stark sinkenden Kapitalrenditen und damit einem drastischem Abschmelzen von Kapitalvermögen, hat für einige Verunsicherung gesorgt. Dieses Schreckensszenario hält einer näheren Prüfung jedoch nicht stand. Angesichts der düsteren Zukunftsperspektiven für die gesetzliche Rentenversicherung gibt es keine Alternative zu mehr Kapitaldeckung bei der Alterssicherung.

Das demographische Szenario

Prognosen über die politische und wirtschaftliche Entwicklung sind heute mehr denn je mit großer Unsicherheit verbunden. Besser haben es da die Bevölkerungswissenschaftler. Demographische Entwicklungen lassen sich auch über längere Zeiträume mit relativ großer Sicherheit vorhersagen, denn die Voraussetzungen für den zukünftigen Bevölkerungsaufbau, Geburtenrate, Lebenserwartung und Wanderung, liegen bereits fest und verändern sich - wenn überhaupt - nur ganz allmählich. Bevölkerungsprognosen für Deutschland lassen schon in den nächsten drei Jahrzehnten eine spürbare Alterung erwarten. Selbst wenn künftig jedes Jahr 100.000 Menschen nach Deutschland einwandern sollten, wird der Altenquotient, also die Anzahl der über 60-jährigen bezogen auf 100 20 bis 59-jährige von heute 44 bis 2030 auf rund 76 steigen, das sind immerhin 73 Prozent. Weniger als die Hälfte der Bevölkerung wird dann noch im erwerbsfähigen Alter, über ein Drittel jedoch 60 Jahre oder älter sein.

Diese Verschiebung im Altersaufbau der Bevölkerung führt dazu, dass immer weniger Personen im erwerbsfähigen Alter Güter und Dienstleistungen für eine steigende Zahl älterer Konsumenten bereitstellen müssen. Dieser Trend zeichnet sich in allen Weltregionen ab. Jedoch zeigen sich deutliche Unterschiede sowohl im Ausmaß als auch im zeitlichen Ablauf der Bevölkerungsalterung: Japan altert bis 2015 weitaus schneller als Deutschland, wird dann aber von Deutschland eingeholt. Deutschlands demographische Krise erreicht den Höhepunkt um 2035; in Japan geht es danach in einem weiteren Schub noch einmal kräftig weiter, und auch die übrigen EU-Länder verlieren relativ zu Deutschland weiteres Erwerbspotential.

Abbildung 1: Demographische Stützquote (Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung)



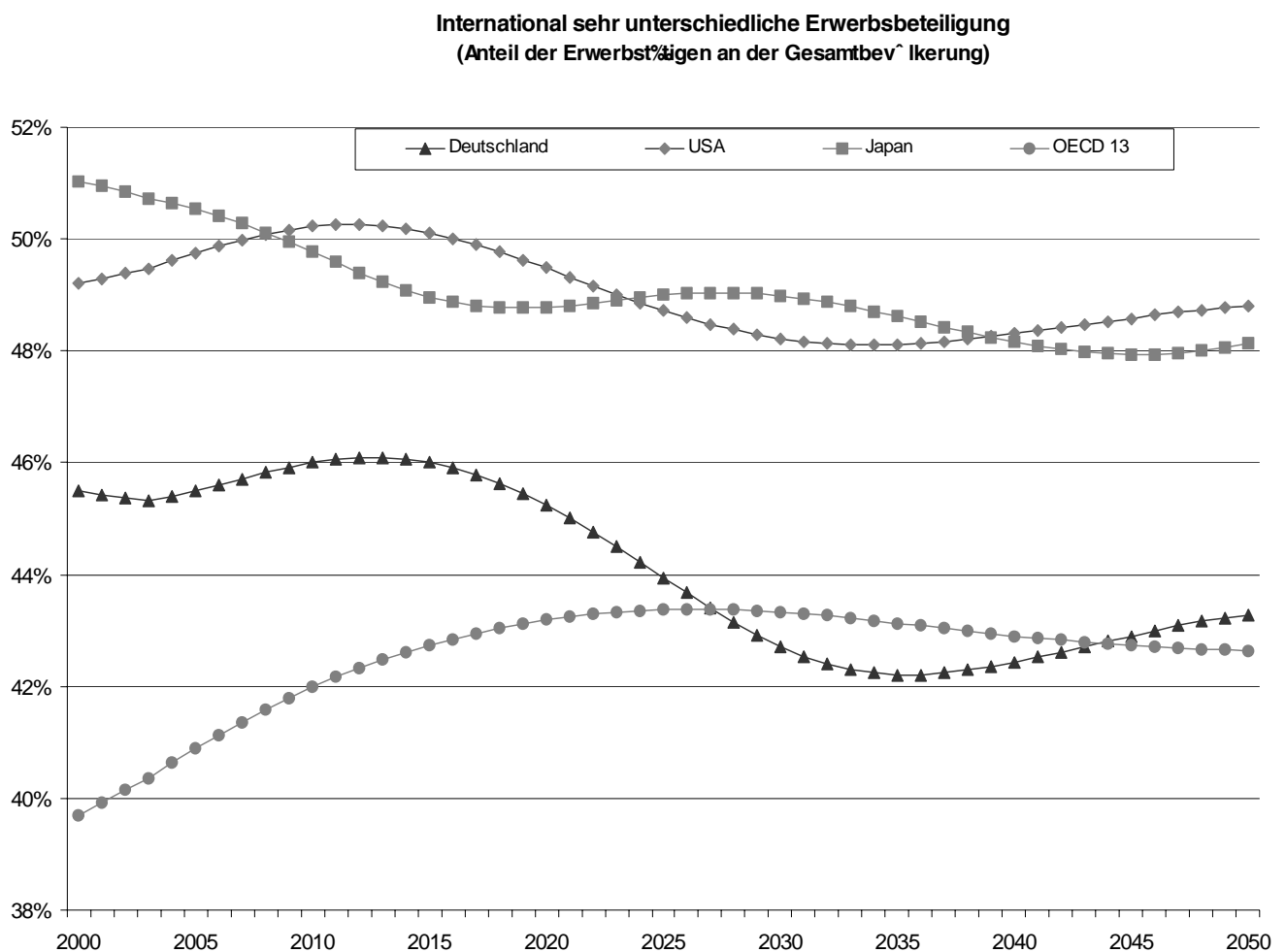
Quelle: DIA 2003

Erst die Erwerbsbeteiligung bestimmt jedoch, wie stark eine Volkswirtschaft tatsächlich von der Alterung betroffen ist. In den USA und Japan arbeiten deutlich mehr Menschen im Alter von 55 bis 64 Jahren als in Deutschland. Daher geht das



Arbeitskräftepotential in diesen Ländern im Vergleich zu Deutschland nur wenig und sehr langsam zurück. Betrachtet man die OECD-Länder insgesamt, so steigt hier die Erwerbstätigenquote noch bis 2025 und nimmt danach nur sehr langsam ab. Einen wichtigen Einfluss auf diese Entwicklung hat die Türkei, die zwischen 2020 und 2025 Deutschland in seiner Bevölkerungsgröße überholt haben wird und durch den jugendlicheren Altersaufbau viele Erwerbstätige hat. Die demographische Entwicklung verläuft international also keineswegs einheitlich, nicht im OECD-Raum, und noch nicht einmal innerhalb der EU.

Abbildung 2: Ökonomische Stützquote (Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung)



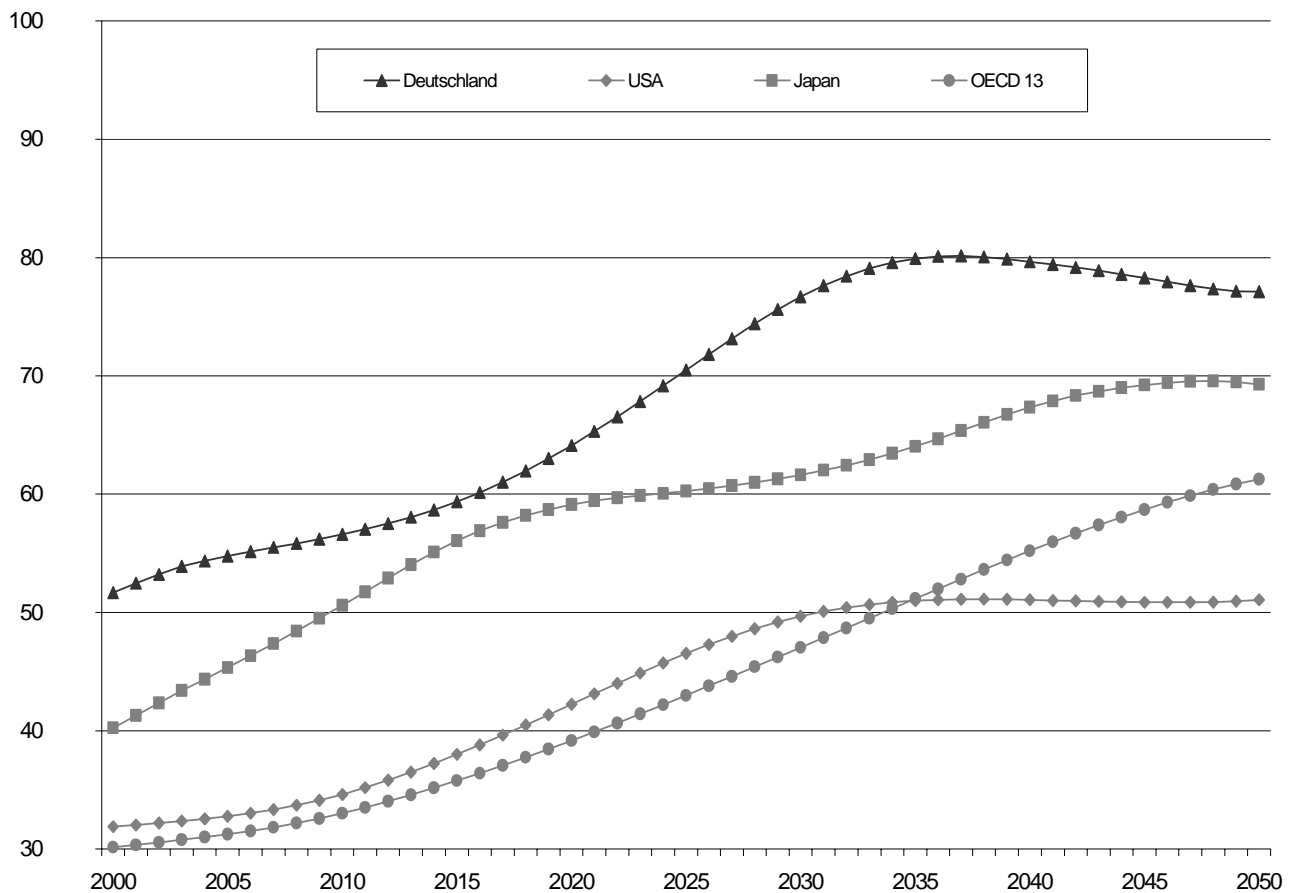
Quelle: DIA 2003

Das Umlageverfahren hat sich , erlebt

Aus der Erwerbstätigkeit ergibt sich auch, wie stark die sozialen Sicherungssysteme künftig durch den erhöhten Anteil älterer Menschen belastet werden. Die Maßzahl hierfür ist der „Rentnerquotient“, d.h. die Anzahl der Rentner pro Erwerbstätigen. Diese „ökonomische Alterslast“ wird sich in Deutschland von derzeit etwa 54 Rentner pro 100 Erwerbstätige, auf bis zu 80 Rentner pro 100 Erwerbstätige erhöhen.

Abbildung 3: Rentnerquotient (Anzahl der Rentner geteilt durch die Anzahl der Erwerbstätigen)

Mehr Rentner- weniger Erwerbstätige (Anzahl der Rentner je 100 Erwerbstätiger)



Quelle: DIA 2003

Damit geraten die Sozialsysteme massiv unter Druck: Gesetzliche Renten- und Krankenkassen leben überwiegend von den Beiträgen der Erwerbstätigen, Kapitalrücklagen gibt es beim Umlageverfahren so gut wie keine. Gehen dem System die Beitragszahler verloren, werden Leistungskürzungen unvermeidlich. Den zukünftigen Rentnergenerationen drohen deshalb und aufgrund steigender Lebenshaltungskosten im Alter zum Teil erhebliche Versorgungslücken. Dennoch sieht es nicht so aus, als ob die Bevölkerung genügend für die private Altersvorsorge sparen würde. Altersarmut scheint vielmehr ein Tabuthema zu sein. Viele können oder wollen sich dieses Risiko offenbar nicht vorstellen. Sie orientieren sich noch



immer am Lebensstandard ihrer Eltern und Großeltern und übersehen dabei, dass der Wohlstand der aktuellen Rentnergeneration auf den sozialpolitischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der Vergangenheit beruht.

Tatsächlich geht es der älteren Generation in Deutschland im Durchschnitt heute noch immer sehr gut. Ihr Lebensstandard ist sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich hoch. Dass sich die Einkommenssituation derart zu Gunsten der älteren Generation verbessern konnte, ist in erster Linie das Verdienst der gesetzlich organisierten Alterssicherung. Als die Renten mit Beginn des Wirtschaftsaufschwungs nach dem Krieg hinter den Lohneinkommen zurückblieben und trotz zahlreicher Anpassungsmaßnahmen immer mehr Rentner unter das Existenzminimum sanken, fiel die folgenschwere Entscheidung, der gesetzlichen Rente eine lebensstandardsichernde Funktion zuzuweisen. Mit der Rentenreform des Jahres 1957 wurden die Renten deshalb an die allgemeine Lohnentwicklung gekoppelt. Dies brachte den Rentnern steigende Kaufkraft, nachdem sie zuvor als Arbeitnehmer relativ niedrige Beiträge leisten mussten: Während die Renten in den alten Bundesländern von 1963 bis 2003 im Durchschnitt jedes Jahr um rund fünf Prozent angehoben wurden, lag die durchschnittliche jährliche Inflation in diesem Zeitraum bei nur zwei Prozent. Dabei war die Beitragslast von den fünfziger bis zum Ende der achtziger Jahre mit Werten zwischen 14 und 18 Prozent deutlich geringer als heute. Wer in diesen prosperierenden Zeiten seine relativ niedrigen Rentenbeiträge geleistet hat, genießt jetzt im Ruhestand ein relativ hohes Versorgungsniveau.

Da viele Rentnerhaushalte zudem nicht allein von der gesetzlichen Rentenversicherung sondern auch von Erwerbs- und Vermögenseinkommen leben und die Belastung mit Steuern und Sozialabgaben ungleich niedriger ist als im Erwerbsleben, erreichten Rentner mit einem durchschnittlichen Netto-Monatseinkommen von 1.054 € im Jahr 2002 immerhin 69 Prozent des durchschnittlichen Nettoeinkommens eines Arbeitnehmers.

Durchschnittliches Netto-Monatseinkommen im Jahr 2002

	Betrag	in Prozent
Arbeitnehmer	1.521 €	100 %
Rentner	1.054 €	69 %

Presseartikel zum Thema Altersvorsorge

Handbuch Gabler Bertelsmann 08/04

Asset Meltdown



Pensionär	1.371 €	90 %
Sozialhilfeempfänger	592 €	39 %

Quelle: Statistisches Bundesamt: Berechnet nach „Nettoeinkommen von Zweipersonenhaushalten“

Der Rentenschock ist programmiert

Das Ziel, den Lebensstandard breiter Bevölkerungskreise im Alter zu sichern, hat die gesetzliche Rentenversicherung in der Vergangenheit mit beachtlichem Erfolg erreicht. Die „erste Säule“ sorgt für knapp 80 Prozent der Alterseinkommen von Rentnerhaushalten. Doch künftig wird der Verteilungsspielraum für die Umlagerente immer enger. Mit der Rentenreform im Jahr 2001 wurde beschlossen, den Beitragssatz bis zum Jahr 2020 unter einer gesetzlichen Höchstgrenze von 20 Prozent zu halten und bis 2030 nicht über 22 Prozent steigen zu lassen. Die Stabilisierung der Beitragssätze soll über eine Begrenzung der Ausgaben erreicht werden. Zum einen wurden Einschnitte im gesamten Leistungsspektrum der gesetzlichen Rentenversicherung vorgenommen. Darüber hinaus wird die jährliche Rentensteigerung mit Hilfe einer neuen Rentenformel abgebremst. Die so modifizierte Rentenanpassung beteiligt die Rentner an der steigenden Belastung der Arbeitnehmer für deren eigene Altersvorsorge, die diese als Ausgleich für das zukünftig geringere Rentenniveau aufbauen müssen.

Allein diese Reform, wird den Anstieg der Renten spürbar dämpfen. Schon ein Jahr nach der Riesterreform zeichnete sich allerdings ab, dass die Maßnahmen bei Weitem nicht ausreichten, um die demographischen Probleme zu bewältigen. Im Juni 2004 wurde deshalb das "Gesetz zur Sicherung der nachhaltigen Finanzierungsgrundlagen der gesetzlichen Rentenversicherung" verabschiedet. Kernpunkt des Gesetzes ist die Einführung eines Nachhaltigkeitsfaktors in die Rentenformel, der im Vergleich zur Riesterreform zu einer noch stärkeren Dämpfung der Rentenanpassungen führt. Der Faktor berücksichtigt das Verhältnis von Beitragszahlern zu Rentenempfängern und koppelt die Rentenanpassung damit eng an die Entwicklung der versicherungspflichtigen Entgelte. Die Entwicklung der Entgelte oberhalb der Beitragsbemessungsgrenze oder der Entgelte von Personen, die nicht versicherungspflichtig beschäftigt sind, bleiben künftig für die Rentenanpassung ohne Bedeutung.

Hinzu kommt der Wechsel zur nachgelagerten Besteuerung, beschlossen im Alterseinkünftegesetz, der dazu führt, dass die Renten nach Steuern künftig noch weiter sinken werden. Im Vergleich zur alten Rechtslage werden sich die heutigen Rentner und die rentennahen Jahrgänge mit überdurchschnittlichen Renten



schlechter stellen, da im alten System nur 27 bis 32 Prozent der gesetzlichen Renten zu versteuern waren. Auch die mittleren Jahrgänge (vor 1965) werden belastet, weil sie von der stufenweisen Steuerbefreiung der Beiträge nur relativ wenig profitieren. So werden beispielsweise Rentner des Geburtsjahrgangs 1960 von ihrer gesetzlichen Rente 85 Prozent versteuern müssen, obwohl sie ihre Beiträge zum großen Teil aus versteuertem Einkommen aufbringen mussten. Mit dem Alterseinkünftegesetz hatte der Gesetzgeber auf ein Urteil des Bundesverfassungsgerichts reagiert, in dem die Unvereinbarkeit der unterschiedlichen Besteuerung der Beamtenpensionen und der Renten aus der gesetzlichen Rentenversicherung mit dem Gleichheitssatz des Grundgesetzes festgestellt wurde.

Im Ergebnis bedeuten die jüngsten Reformen, dass sich das Versorgungsniveau vieler Rentner dramatisch verschlechtern wird. Die gesetzliche Rente wird für die meisten Versicherten in Zukunft jedenfalls nicht mehr als eine Grundsicherung darstellen.

Steigender Kostendruck zwingt Haushalte zum Sparen

Nicht allein wegen der sinkenden gesetzlichen Renten wird der private Vermögensaufbau für die allermeisten Arbeitnehmer immer wichtiger. Auch die Kosten für die Lebenshaltung und die Aufwendungen, die zukünftige Rentnergenerationen für die gesetzliche Kranken- und Pflegeversicherung aufbringen müssen steigen. Ein durchschnittlicher Haushalt, der im Jahr 1998 in Rente gegangen ist, benötigt etwa zwei Drittel des verfügbaren Einkommens eines 55- bis 65-jährigen Arbeitnehmerhaushalts, um ähnlich wie diese leben zu können. Künftig wird er weit



mehr dazu brauchen. Die erforderliche Ersatzquote von Neurentnerhaushalten dürfte bis 2010 auf 70 Prozent und bis 2020 auf knapp 75 Prozent steigen. Ausschlaggebend hierfür ist der starke Anstieg der Ausgaben älterer Haushalte für Freizeit, Bildung, Reisen und Unterhaltung, vor allem aber für Gesundheit und Pflege. Insbesondere die Neurentnerhaushalte, die sogenannten jungen Alten, wollen auch nach dem Berufsleben weiter aktiv bleiben um ihre körperliche und geistige Fitness zu erhalten oder zu verbessern. Dementsprechend werden die Ausgaben für Gesundheit und Wohlbefinden einen wachsenden Teil des Altersbudgets beanspruchen. Hinzu kommen steigende Beitragslasten für die gesetzliche oder die private Krankenversicherung. Denn während sich der Gesundheitszustand älterer Menschen in einer langlebigen Gesellschaft langfristig zwar verbessert, nimmt mit der Zahl der Hochbetagten auch der Anteil gesundheitlich beeinträchtigter und pflegebedürftiger Menschen zu. Die Altersgruppe der über 60-Jährigen beansprucht knapp die Hälfte der Mittel der gesetzlichen Krankenversicherung. Große Teile dieser Kosten werden bislang von der Versichertengemeinschaft bzw. der Allgemeinheit getragen. So musste ein durchschnittlicher Rentnerhaushalt 1998 nur 24 Prozent der von ihm beanspruchten Gesundheits- und Pflegeleistungen aus der eigenen Tasche bezahlen. Mit zunehmendem Durchschnittsalter einer Gesellschaft steigen jedoch automatisch die Beitragslasten, die der ältere Bevölkerungsteil zu tragen hat. Bei einer realistischen Einschätzung ist damit zu rechnen, dass kommende Reformen im Gesundheitssystem zu einer höheren Selbstbeteiligung auch des älteren Bevölkerungsanteils führen werden. So dürfte ein durchschnittlicher Seniorenhaushalt 2010 bereits 35 Prozent und 2020 sogar 43 Prozent dieser Kosten selber tragen.

Sollten sich der Mittelbedarf wie dargestellt entwickeln, würden die verfügbaren Einkommen 2020 - gemessen an der Situation des Jahres 1998 - dann nur noch 84 Prozent der Lebenshaltungskosten eines Neurentnerhaushalts decken. Dieser Ausblick verdeutlicht, dass die Arbeitnehmer während der Erwerbsphase verstärkt für den Ruhestand sparen müssen. Die kapitalgedeckte Altersvorsorge - ob betrieblich oder privat organisiert – wird damit immer wichtiger.

Alterung und Kapitalmarkt

Die Ruheständler von morgen müssen also mit sinkenden Renteneinkommen und steigenden Lebenshaltungskosten rechnen. Sie müssen entweder mehr sparen oder



auf höhere Renditen in der Zukunft hoffen. Letzteres, so die Vertreter der These vom „Asset Meltdown“, wird jedoch nicht eintreten. Im Gegenteil: Das Schreckensszenario eines demographischen Aktiencrashes geht davon aus, dass die Nachfrage nach Wertpapieren massiv zurückgehen wird, sobald die geburtenstarken Jahrgänge etwa ab 2020 in Rente gehen.

Die These vom „Asset Meltdown“ geht auf amerikanische Wissenschaftler zurück. Dort wurde die Debatte erstmals unter entgegengesetzten Vorzeichen geführt, nämlich im Zusammenhang mit dem Boom auf dem amerikanischen Wohnungsmarkt in den 70er und 80er Jahren. Das Argument, dass die Generation der Babyboomer damals zahlreich und mit höherer Kaufkraft als die Generation ihrer Eltern auf den Wohnungsmarkt drängte, wurde als eine mögliche Erklärung des Aktienbooms der 90er Jahre wiederbelebt. Dieselbe Generation, die 15 Jahre zuvor für steigende Wohnungspreise gesorgt hatte, galt nun im Rahmen ihrer Altersvorsorge als verantwortlich für den Boom an den Aktienmärkten. Doch was passiert, wenn die Babyboomer geschlossen in den Ruhestand gehen? Sie könnten versucht sein, ihr Sparkapital aufzulösen um von den Erlösen ihren Alterskonsum zu finanzieren. Banken, Fondsgesellschaften und Lebensversicherer könnten dann gezwungen sein, in großem Umfang ihre Finanzanlagen zu verkaufen um die privaten Renten auszuzahlen. Weil es dann aber viele Verkäufer, aufgrund des Bevölkerungsrückgangs aber nur wenige Käufer geben werde, könnte der Preis von Finanztiteln in den Keller fallen.

Parallelen zu der über 10 Jahre anhaltenden Schwächephase des japanischen Aktienmarktes wurden gezogen. Schließlich ist Japan das OECD-Land, das am schnellsten altert und gleichzeitig die tiefste Kapitalmarktkrise seiner Geschichte erlebt. War der Aktiencrash zur Jahrtausendwende nur ein Vorgeschmack auf die Katastrophe die folgt, wenn die wirtschaftliche Dynamik in den Industrienationen aufgrund der fortgeschrittenen Alterung dereinst erlahmt?

Auf den ersten Blick scheint das demographische Risiko für die Kapitalmärkte tatsächlich einigermaßen hoch zu sein. In einer langsam schrumpfenden Bevölkerung wird schließlich weniger konsumiert und investiert. Die zunehmende Alterung in den Industrienationen könnte zu einem Rückgang des Sozialprodukts und damit zu niedrigeren Kapitalrenditen führen. Auch die Idee, dass die Wertpapiernachfrage zurückgeht, weil in einer älteren Bevölkerung insgesamt



weniger gespart wird, erscheint - oberflächlich betrachtet - plausibel. Doch immer dann, wenn eine Theorie recht komplizierte Zusammenhänge auf eine leicht nachvollziehbare Weise erklärt, gilt es genauer hinzuschauen. So waren beispielsweise für die Börsenkrisen, sowohl in Japan als auch in Europa und Amerika, nicht demographische Faktoren, sondern strukturelle Probleme verantwortlich, wie etwa die japanische Bankenkrise, und kurzfristige Schocks wie der Vertrauensverlust durch Bilanzskandale.

Die Wirklichkeit ist weitaus komplexer als in der „Asset Meltdown“-Hypothese dargestellt. Tatsächlich wird die Bevölkerungsalterung das Geschehen auf den Kapitalmärkten in vieler Hinsicht direkt und indirekt beeinflussen. Eine Reihe von Gründen spricht jedoch dagegen, dass es zu einem katastrophalen „Asset Meltdown“ kommen wird.

Kein demographischer Crash am Aktienmarkt

Ein „Asset Meltdown“ ist aus folgenden Gründen höchst unwahrscheinlich:

- Verschiebungen im Altersaufbau einer Bevölkerung machen sich grundsätzlich erst langfristig bemerkbar. Sie sind zudem lange im Voraus bekannt. Die Kapitalmärkte haben also genügend Zeit, den demographischen Faktor bei der Preisfindung zu antizipieren. Sollte es aufgrund eines verstärkten Verkaufsdrucks an den Kapitalmärkten zu einem Renditerückgang kommen, so würde sich dieser über ca. 20 Jahre - so lange wird die Verrentungsphase der Babyboomer mindestens dauern - verteilen. Ein Rückgang der Renditen wäre pro Jahr kaum spürbar.
- Zahlreiche Untersuchungen zeigen, dass in Deutschland (und ebenso in Italien und Japan, den am schnellsten alternden Ländern der Erde) im Alter zwar weniger gespart, aber keinesfalls „entspart“ wird, d.h. es wird im Mittel nicht weniger Vermögen aufgelöst als angespart. Zudem werden viele private Renten in der Zukunft – ausreichendes Sparen heute vorausgesetzt - von den Erträgen des Kapitalstocks und nicht aus der Substanz bestritten.



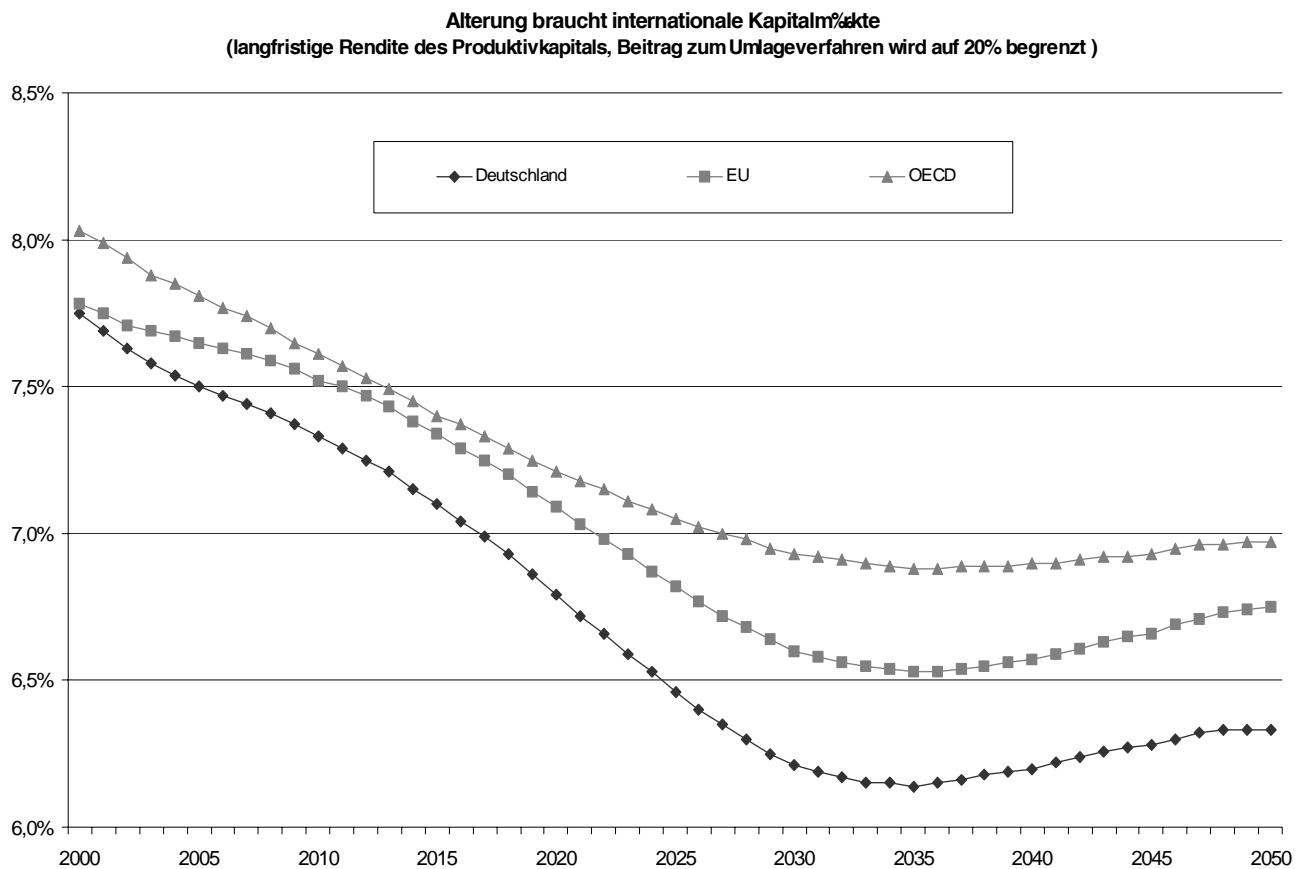
- Bis zum Jahr 2030 und darüber hinaus werden viele Arbeitnehmer eine neue kapitalgedeckte Altersvorsorge aufbauen. Das Schreckensszenario eines totalen Ausverkaufs an den Kapitalmärkten ist allein schon deshalb wenig wahrscheinlich: Weder wird die Generation der Babyboomer ihr Vorsorgekapital auf einen Schlag ausgezahlt haben wollen, noch wird die Nachfrage nach Finanztiteln in Zukunft ausbleiben, weil der Anteil der kapitalgedeckten Altersvorsorge steigen wird.
- Eine alternde Gesellschaft, die weiterhin im Wohlstand leben will, muss mehr Kapital investieren, denn sie muss sowohl die knapp werdenden jungen Erwerbstätigen ersetzen, als auch die vorhandenen Arbeitskräfte produktiver machen. Bei in etwa gleicher Anzahl von Konsumenten, die sich zudem an ein wesentlich höheres Konsumniveau gewöhnt haben als die heutige Rentnergeneration, wird es in 20-30 Jahren wesentlich weniger Erwerbstätige geben, die diese Konsumgüter und Dienstleistungen produzieren können. Da die schrumpfende Zahl der Arbeitskräfte weder durch Importe völlig kompensiert werden kann, noch mit einem plötzlichen Produktivitätsschub zu rechnen ist, müssen in der deutschen Wirtschaft mehr Maschinen, Computer, etc. eingesetzt werden. Dadurch steigt wiederum die Nachfrage nach Realkapital genau dann wenn die Erwerbstätigen besonders knapp werden; also in der Zeit, in der die Babyboomer in Rente gehen.

Alterung braucht Globalisierung

Selbst wenn die Neigung zum Entsparen im Alter zu einer geringeren Wertpapiernachfrage in Europa führt, sollte dies auf den internationalen Kapitalmärkten keinen allzu starken Preisverfall auslösen. Da der Alterungsprozess weltweit keineswegs einheitlich abläuft, kommt es zu Verschiebungen in den internationalen Kapitalströmen. Das Kapital fließt dann tendenziell von den schneller alternden Ländern mit sinkender Kapitalrendite zu den jüngeren Ländern, in denen die Kapitalrenditen höher sind. Für die langfristige Verzinsung des Vorsorgekapitals ist es also von entscheidender Bedeutung, an welchen Märkten die Ersparnisse angelegt werden.

Abbildung 4 zeigt die langfristige Rendite des Produktivkapitals (Aktien, Industrieobligationen und Direktplatzierungen in Anlage und Ausrüstungsinvestitionen des Unternehmenssektors) unter der Annahme, dass der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung bei 20 Prozent fixiert wird. Dieses Szenario führt zu mehr Vorsorgesparen. Das zusätzliche Kapitalangebot wiederum übt Druck auf die Renditen aus. Dieser Effekt macht sich jedoch nur dann bemerkbar, wenn die Ersparnisse ausschließlich in Deutschland angelegt werden. In diesem Fall sinkt die Kapitalrendite von 7,8 Prozent (2000) auf 6,1 Prozent (2035). Bei einer Diversifikation der Vorsorgegelder im EU-Raum sinkt sie nur noch auf 6,5 Prozent. Erstreckt sich die Anlage auf den gesamten OECD-Raum fällt der Renditerückgang kaum noch ins Gewicht.

Abbildung 4: Alterung braucht internationale Kapitalmärkte



Szenario "Deutschland": alle deutschen Ersparnisse werden in Deutschland angelegt, Szenario "EU": alle deutschen Ersparnisse werden im EU-Raum angelegt, Szenario "OECD": alle deutschen Ersparnisse werden im OECD-Raum angelegt
Quelle: DIA 2003

Rasch alternde Länder, wie Deutschland brauchen sowohl Sozialreformen, als auch die Globalisierung. In beiden Fällen sind die Kapitalmärkte gefordert. Steuer- und Sozialreformen in Deutschland sowie eine weitere Internationalisierung des Kapitalverkehrs können die negativen Begleiterscheinungen der Bevölkerungsalterung – die doch eigentlich eine höchst erfreuliche Entwicklung ist – weitgehend abmildern. Für ein Horrorszenario wie das eines ‚Asset Meltdown‘ besteht jedenfalls kein Anlass.

Die Renditeentwicklung verschiedener Vermögenwerte

Zwar wird die Bevölkerungsalterung einen, wenn auch relativ geringen, so doch signifikanten Rückgang der Kapitalrenditen bewirken. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass dieser Renditerückgang alle Kapitalanlagen gleichermaßen betreffen wird. Vielmehr ist zu erwarten, dass risikofreie Anlagen – etwa Geldmarktanlagen – oder relativ risikoarme Anlagen – etwa Staatsanleihen – im Zuge der Alterung stärker von dem Rückgang der Kapitalrenditen betroffen sind als riskante Kapitalanlagen – etwa Aktien oder Unternehmensanleihen. Diese Hypothese gründet auf der Überlegung, dass ältere Haushalte eher in risikofreie Kapitalanlagen investieren, da sie ihre Alterskapitaleinkünfte nicht den Risiken plötzlicher Kurseinbrüche an den Börsen aussetzen möchten. Statt dessen sichten sie ihre Portfolios verstärkt in festverzinsliche Wertpapiere und sichere Anlagen um. Bei gegebenem Angebot steigen durch die erhöhte Nachfrage die Kurse dieser Anlagen, wodurch ein Druck auf die Renditen entsteht. Die sogenannte „Equity Premium“, d.h. die Renditedifferenz zwischen Aktien und sicheren Anlagen, steigt daher in den nächsten 25 Jahren allmählich an. Aktien sind damit von den langfristigen Entwicklungen an den Kapitalmärkten weniger betroffen als festverzinsliche Wertpapiere.

Am stärksten von der demographischen Entwicklung sind, allerdings erst auf sehr lange Frist, die Immobilienrenditen betroffen. Schwarzmalerei ist allerdings auch hier verfehlt. Wohnimmobilien in Deutschland werden in den nächsten 20 Jahren nicht über die Hälfte ihres heutigen Wertes verlieren, wie von Pessimisten für die USA prognostiziert, weil die deutsche Wohnungsnachfrage frühestens um das Jahr 2025 zurückgehen wird. Danach sinkt die Wohnungsnachfrage sehr allmählich, so dass in



den nächsten 40 Jahren nicht mit einem dramatischen Einbruch der Wohnimmobilienwerte zu rechnen ist, sondern höchstens mit einem sehr graduellen Rückgang.

Zusammenfassung und Ausblick

Ein katastrophaler „Asset Meltdown“ ist nach den vorliegenden und wissenschaftlichen Erkenntnissen höchst unwahrscheinlich. In einer alternden Gesellschaft, die mehr Produktivkapital benötigt, um die fehlenden Arbeitskräfte zu substituieren, steigt die Kapitalnachfrage, dies wiederum erhöht die Kapitalrendite. Die Internationalisierung der Kapitalmärkte trägt dazu bei, dass die Kapitalrendite zwischen den älteren „gesättigten“ Ländern und den jüngeren Ländern, in denen die Kapitalrenditen aufgrund des wachsenden Investitionsbedarfs höher sind, ausgeglichen wird.

Schließlich beruht die Vorstellung vom „Asset Meltdown“ auf einer grundlegend falschen Vorstellung von den Größenordnungen und Zeitdimensionen. Demographische Prozesse laufen langsam und vorhersehbar ab. Nach der Babyboomer-Generation werden zudem weitere Generationen eine eigene Altersvorsorge aufbauen müssen, wenngleich in geringerem Umfang. Auch sollte es in den Portefeuilles der Haushalte im Mittel nur geringe Veränderungen geben und daher zu keinen großen Verwerfungen zwischen sicheren und riskanten Anlagen kommen.

Die meisten dieser Argumente gelten nicht für den Wohnungsmarkt. Er ist weniger durch die Alterung der Bevölkerung als durch deren Schrumpfung bedroht. Allerdings nimmt die Zahl der Haushalte erst mit ca. 15-20-jähriger Verzögerung ab, steigt also noch bis etwa zum Jahr 2025, wenn die Bevölkerung bereits schrumpft. Hinzu kommen Einkommens- und Vermögenseffekte, so dass vor 2040 nicht mit einem dramatischen Einbruch der Wohnungsnachfrage und daher auch nicht mit einem drastischen Werteverfall der Wohnimmobilien zu rechnen ist.

Der Kapitalmarkt wird in einer alternden Gesellschaft eine besonders wichtige Rolle spielen. Erstens sind Kapitalanlagen die einzige Möglichkeit, Ressourcen über die Zeit und von Generation zu Generation zu verteilen. Der zweite Grund liegt in der internationalen Mobilität des Kapitals. Während der Faktor Arbeit ziemlich immobil ist, kann Kapital in einer globalen Wirtschaft wandern und im Ausland Einkünfte



erbringen, wo es reichlicher Arbeitskräfte gibt als bei uns. Besonders alternden Ländern wie Deutschland hilft daher eine offene und globalisierte Welt die Folgen des Alterungsprozesses abzumildern. Denn das konsumentenreiche, aber arbeitskräftearme Deutschland wird zunehmend importieren müssen. Offene Handelsbeziehungen sind also ein Substitut für Einwanderung.

Der Transfer von Kapital über globale Finanzmärkte ist keine Einbahnstraße. Während die alternden Industrienationen rentable Produktionsstätten in bevölkerungsmäßig jüngeren und kapitalschwächeren Volkswirtschaften suchen, können diese ihre Waren auf den Märkten der Kapitalgeber absetzen. Das Ausland erhält sowohl Kapital als auch Absatzmärkte.

Alterung braucht Sozialreformen, und Alterung braucht auch Globalisierung. Beide Mechanismen brauchen die Kapitalmärkte. Aufgaben für die Politik sind weitere und konsequentere Sozialreformen und eine ebenso konsequente weitere Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs. So können die negativen Begleiterscheinungen der Bevölkerungsalterung – die in Form der Verlängerung unserer Lebenszeit ja eigentlich eine höchst erfreuliche Entwicklung ist – weitgehend abgemildert werden.