

Professor Dr. Axel A. Weber

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Demographie und Kapitalmärkte

Zürcher volkswirtschaftliche Gesellschaft

in Zürich

am 10. Januar 2006

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Einleitung	2
2	Auswirkungen der Alterung auf die Realwirtschaft.....	4
3	Alterung der Gesellschaft und Altersvorsorge.....	6
3.1	Belastungen der umlagefinanzierten Sozialsysteme.....	6
3.2	Herausforderungen für die kapitalgedeckte Altersvorsorge	10
4	Implikationen für die Kapitalmärkte	13
4.1	Entwicklung der Kapitalmarktrenditen	13
4.2	Wachsende Bedeutung institutioneller Anleger	15
4.3	Anpassungsbedarf auf der Produktseite	16
5	Der Staat als Market Maker?	19
6	Fazit	21

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich, heute Abend vor der Zürcher volkswirtschaftlichen Gesellschaft vortragen zu können. Zwar werde ich so knapp vor einer geldpolitischen Sitzung des EZB-Rates keine Aussagen zur künftigen Ausrichtung der europäischen Geldpolitik machen können; jedoch hoffe ich, Ihr Interesse mit einem grundsätzlicheren Thema zu wecken: den möglichen Auswirkungen der demographischen Entwicklung auf die Kapitalmärkte.

Die Konsequenzen einer alternden Bevölkerung gehören zu den zentralen wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Herausforderungen moderner Industriegesellschaften. Wie andere entwickelte Gesellschaften auch, so steht Deutschland in den nächsten Jahrzehnten vor demographischen Veränderungen, die in ihrer Art und ihrem Ausmaß ohne historische Parallelen sind. Die Zahl der in Deutschland lebenden Menschen wird bis zum Jahr 2050 von zur

Zeit 82 Mio. auf 75 Mio. zurückgehen – so die mittlere Variante der Prognose des Statistischen Bundesamtes.¹

Die demographisch bedingten Herausforderungen resultieren jedoch weniger aus dem Rückgang der Bevölkerungszahl an sich als vielmehr aus der Verschiebung der Altersstruktur vor dem Hintergrund sinkender Geburtenraten und einer steigenden Lebenserwartung. Insbesondere die Generation der „Baby-Boomer“ wird aus dem Erwerbsleben ausscheiden und im Altersaufbau nach „oben wandern“.

Der Blick ins Ausland macht zudem deutlich: Die Alterung entwickelter Volkswirtschaften ist ein Phänomen, das nicht auf Deutschland oder Europa beschränkt ist. In vielen Ländern der OECD wird die Arbeitsproduktivität eines in Zukunft sinkenden Anteils der Bevölkerung ausreichen müssen, um das bisher erreichte Wohlstandsniveau auch für den steigenden Anteil Nicht-Erwerbsfähiger zu sichern. Zwar sind solche Bevölkerungsprognosen auf Grund der langen Zeiträume mit erheblicher Unsicherheit verbunden: Kleine Änderungen der Parameter führen mitunter zu großen Abweichungen in den Ergebnissen. Dies ändert jedoch nichts daran, dass die grundsätzliche Entwicklung vorgezeichnet ist und angemessene Antworten verlangt.

Vor diesem knapp skizzierten Hintergrund will ich im Folgenden zunächst die möglichen Auswirkungen der alternden Gesellschaft auf die Realwirtschaft beleuchten; ich orientiere mich dabei an den drei Produktionsfaktoren Arbeit, technischer Fortschritt und Kapital.

¹ Vgl. Statistisches Bundesamt, Bevölkerung Deutschlands bis 2050. 10. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden 2003.

2 Auswirkungen der Alterung auf die Realwirtschaft

Zum Produktionsfaktor Arbeit: In einer alternden Gesellschaft nimmt das Arbeitskräftepotenzial tendenziell ab. Dies zeigt sich eindrucksvoll, wenn man die Zahl der Erwerbsfähigen ins Verhältnis zur Gesamtbevölkerung setzt. In Deutschland sind schon jetzt nur etwa zwei Drittel der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und damit grundsätzlich in der Lage, für das übrige Drittel Einkommen und Güter zu erwirtschaften. Wenn in den Jahren 2015 bis 2035 die Generation der Baby-Boomer aus dem Erwerbsleben ausscheidet, wird eine zusehende Verschlechterung dieser Relation prognostiziert.

Relevant für die demographischen Lasten ist aber nicht die Zahl der *Erwerbsfähigen*, sondern die der *Erwerbstätigen*. Daher gilt es, die Erwerbstätigenquote zu steigern. Dem Staat stehen hierzu verschiedene wirtschaftspolitische Optionen zur Verfügung. Dazu gehören insbesondere die Erhöhung der Erwerbsbeteiligung von Frauen, das Beschneiden von Vorruhestandsregelungen, das Heraufsetzen des Renteneintrittsalters und der Abbau struktureller Arbeitslosigkeit. Auch eine arbeitsmarktorientierte Migration qualifizierter Arbeitskräfte ist sinnvoll. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass sich das Zeitfenster für politische Reformen rasch schließen dürfte. Denn wenn 2015 die ersten Baby-Boomer aus dem Erwerbsleben ausscheiden, wird sich die politische Durchsetzbarkeit von Rentenreformen merklich verringern.

Der Produktionsfaktor technischer Fortschritt ist die große Unbekannte bei der Prognose realwirtschaftlicher Entwicklungen. Die Frage, wie sich die Alterung der Gesellschaft auf die Wachstumsrate der totalen Faktorproduktivität auswirkt, ist weder theoretisch noch empirisch klar beantwortet. Ich möchte mich deshalb darauf beschränken, die beiden Wirkungsrichtungen nebeneinander zu stellen. *Wachstumshemmend* wirken die sinkende Risikobereit-

schaft und Mobilität der älteren Arbeitskräfte sowie Preisverzerrungen, die in Folge der Belastungen der öffentlichen Haushalte durch die erheblichen Steuer- und Abgabenlasten entstehen. *Wachstumsfördernd* wirken das knappe Arbeitskräftepotenzial oder – wie der Engländer sagen würde – „Scarcity is the mother of invention“ sowie der erfahrungs- und fortbildungsbedingte Anstieg des Humankapitals.

Betroffen ist aber nicht nur der Produktionsfaktor Arbeit und der technische Fortschritt: Auch die Kapitalbildung wird durch die Demographie beeinflusst. Ich möchte heute meine Ausführungen auf die Ersparnis als einem Prozess der Kapitalbildung konzentrieren. Häufig hört man, dass die Ersparnisbildung der privaten Haushalte in alternden Gesellschaften rückläufig ist. Ich teile diese Auffassung grundsätzlich, möchte jedoch betonen, dass meiner Ansicht nach für Deutschland nicht mit einem Entsparen, also einer negativen Sparquote, der älteren Bevölkerung rechnet. Wie komme ich zu dieser Aussage?

Zunächst einmal: Theoretischer Ausgangspunkt ist die von Modigliani formulierte Lebenszyklushypothese. Nach ihr strebt ein Haushalt eine Konsumglättung über den Lebenszyklus an. Im Zuge derer kommt es zu Veränderungen der Ersparnisbildung. Das hierin steckende Altersvorsorgemotiv wird üblicherweise um ein Vorsichtsmotiv erweitert: Je unsicherer der private Haushalt bezüglich seines Arbeitseinkommens ist, desto mehr wird er sparen. Beides zusammen führt zu einem buckelförmigen Verlauf der Sparquote: Während die Ersparnisbildung vor allem im mittleren Alter ansteigt, lösen Rentner ihre Ersparnisse tendenziell auf.

Versucht man, diese theoretische Vorstellung mit empirischen Studien zu untermauern, lässt sich zwar regelmäßig ein negativer Einfluss der alternden Bevölkerung auf die gesamtwirtschaftliche Sparquote nachweisen. Erstaunlich ist jedoch, wie sehr die empi-

rischen Befunde in der quantitativen Einschätzung differieren. Eine generelle Aussage darüber, ob im Alter tatsächlich eine Auflösung der Ersparnisse erfolgt, ist daher nicht möglich.

Was sagen die Zahlen für Deutschland? Die derzeitige Sparquote in Deutschland liegt zwischen 10 und 11 % (14 % für die zwischen 35- und 55-Jährigen; 7 % für die zwischen 65- und 80-Jährigen). Die Zukunft lässt sich mit Hilfe von Simulationsrechnungen prognostizieren, die auf Modellen sich überlappender Generationen aufbauen. So weisen Untersuchungen von Börsch-Supan, Reil-Held und Schnabel darauf hin, dass die Sparquote der derzeit mittleren Altersgruppe in Deutschland mit 4 bis 5 % auch im hohen Alter noch weit im positiven Bereich liegen wird. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand: Zum einen dürfte mit längerer Lebenserwartung das Sparen der älteren Bevölkerung zunehmen. Zum anderen sprechen eine verbleibende Zukunftsunsicherheit sowie Vererbungsmotive für einen verlangsamten Ersparnisabbau.

Mit einem deutlichen Abfall der deutschen Sparquote ist derzeit also nicht zu rechnen. Dennoch ist es vor dem Hintergrund der alternden Gesellschaft entscheidend, das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Deutschland auch über die Kapitalseite zu stärken. Dazu gehören ein weitergehender Aufbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge, aber auch eine konsequente und nachhaltige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte.

3 Alterung der Gesellschaft und Altersvorsorge

3.1 Belastungen der umlagefinanzierten Sozialsysteme

Die Alterung entwickelter Gesellschaften hat Auswirkungen auf sämtliche Zweige der umlagefinanzierten Sozialversicherungssysteme. Im Folgenden will ich mich aus Zeitgründen nur dem Sys-

tem der Rentenversicherung widmen. Hier wirkt sich die Verschiebung der Altersstruktur am unmittelbarsten aus, da sie direkt die Finanzierungs- und die Leistungsseite betrifft.

In der Schweiz haben Sie schon seit längerem umgedacht und mit Ihrem Drei-Säulen-System ein ausgewogenes Geflecht aus umlagefinanzierter staatlicher Rentenversicherung sowie betrieblicher und privater Altersvorsorge geschaffen. In Deutschland vertraut man dagegen noch zu stark auf die umlagefinanzierte Rente.

Unser deutsches System steht aus zwei Richtungen unter Druck. Auf der einen Seite führen die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und eine sinkende Zahl sozialversicherungspflichtiger Beschäftigter zu einer schleichenden Erosion der Einnahmenbasis. Auf der anderen Seite implizieren ein über die Jahrzehnte gesunkenes Rentenzugangsalter zusammen mit der stetig steigenden Lebenserwartung eine permanente Leistungsausweitung der Rentenversicherung. Dem Problem sinkender Einnahmen auf der einen und steigender Leistungen auf der anderen Seite kann man grundsätzlich auf dreierlei Arten begegnen: mittels einer Anhebung des gesetzlichen Renteneintrittsalters, mittels Beitragserhöhungen für die Rentenversicherungspflichtigen oder aber mittels Leistungseinschränkungen für die Rentenbezieher.

Die erste Option, also die Erhöhung des gesetzlichen Rentenalters, stellt eine wirksame Möglichkeit dar, den demographisch bedingten Belastungen zu begegnen. Auf mittlere Frist führt an dieser Option realistischerweise auch kein Weg vorbei, da sie im Einklang mit der steigenden Lebenserwartung steht.

Die zweite Option, also eine Beitragssatzerhöhung, würde die Einnahmensituation der Rentenversicherung kurzfristig zweifellos verbessern. Jedoch stellen die Beiträge zur gesetzlichen Rentenversicherung in ihrer Höhe von knapp 20 % bereits jetzt den größ-

ten Posten der Lohnzusatzkosten in Deutschland dar. Zusammen mit den steigenden Beiträgen der anderen Zweige der Sozialversicherung trieben sie im Laufe der Zeit einen immer größer werdenden Abgabenkeil zwischen Arbeitskosten und Nettolohn. Dies zeitigt eindeutig negative Wirkungen auf dem Arbeitsmarkt. In den in Deutschland bereits getroffenen Reformen ist ein weiterer Anstieg des Beitragssatzes der Rentenversicherung bereits angelegt. Wichtig ist, dass der zukünftige Anstieg nicht noch über das bereits anvisierte Niveau hinausgeht.

Bleibt als dritte Option, langfristig das Rentenniveau (in Relation zu den Löhnen und Gehältern) zu senken. Diesem Ansatz folgen die bisher in Deutschland eingeleiteten Reformen im Bereich der Altersvorsorge. Die Kernelemente der Reform, die den Namen des damaligen Bundesarbeitsministers trägt („Riester-Reform“, Altersvermögensgesetz 2001), sind: Langfristig eine relative Senkung des Leistungsniveaus der umlagefinanzierten Rente, gleichzeitig jedoch die Förderung der privaten und betrieblichen Vorsorge mittels Zulagen und Steuervergünstigungen. Hinzu kam erstmals im vergangenen Jahr wirksam gewordener Nachhaltigkeitsfaktor (RV-Nachhaltigkeitsgesetz 2004), der dafür sorgen soll, dass die Renten solange langsamer wachsen als Löhne und Gehälter, wie der demographische Druck anhält. Wichtig ist in diesem Zusammenhang sicherzustellen, dass der Nachhaltigkeitsfaktor seine dämpfende Wirkung mittelfristig auch vollständig entfalten kann, und die aufgrund einer Schutzklausel unterbliebenen Kürzungen des aktuellen Rentenwerts also nachgeholt werden.

Beide Reformmaßnahmen weisen angesichts der demographischen Umwälzung in die richtige Richtung. Nach anfänglichen Startschwierigkeiten kommt der Vertrieb entsprechender Altersvorsorgeprodukte in jüngster Zeit auch zunehmend in Schwung. In diesem Zusammenhang ist es jedoch wichtig, dass die Politik die

zentrale Botschaft klar transportiert: Das relative Leistungsniveau des Umlagesystems wird vor dem Hintergrund der geschilderten demographischen Entwicklung langfristig spürbar sinken.

Aus dem Druck auf das Umlagesystem der Rentenversicherung erwachsen aber nicht nur Schwierigkeiten für die Beitragszahler, sondern auch fiskalische Belastungen für den Staat. So stellen die verschiedenen Zahlungen des Bundes an die Rentenversicherung schon heute die größte Einzelposition im Bundeshaushalt dar. Um zu einer realistischen Beurteilung der Gesamtbelastung und somit der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte zu kommen, ist jedoch Folgendes wichtig: Zusätzlich zu den explizit ausgewiesenen Verbindlichkeiten ist auch die implizite Staatsschuld zu berücksichtigen. So stellen sowohl die Anwartschaften in der gesetzlichen Rentenversicherung als auch die Pensionsansprüche der Beamten zukünftige Zahlungsverpflichtungen des Staates bzw. seiner Parafiski dar. Hierbei handelt es sich um implizite Verbindlichkeiten, die dem Grunde nach schon heute feststehen.

Mit Hilfe des ökonomischen Konzepts der Tragfähigkeitslücke bzw. der so genannten Generationenbilanzierung lässt sich die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen unter Einbeziehung dieser impliziten Lasten beurteilen. Maßgebliche Ergebnisse aus entsprechenden Berechnungen der Bundesbank² und des Sachverständigenrates³ lauten wie folgt: Die Finanzpolitik der öffentlichen Haushalte ist nicht dauerhaft tragfähig. Die Tragfähigkeitslücke beträgt ein Mehrfaches des expliziten Schuldenstandes und macht den unabweisbaren finanz- und sozialpolitischen Handlungsbedarf deutlich. Die Tragfähigkeitslücke wird, und somit sind wir wieder unmittelbar beim Thema, in hohem Maße von der

² Vgl. Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, Monatsbericht, März 2004, S. 28.

³ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2003/2004, S. 270ff.

steigenden Lebenserwartung und der demographischen Belastung für die umlagefinanzierten Sozialversicherungssysteme beeinflusst.

Zusammenfassend ist festzuhalten: mittel- und langfristig können entwickelte Volkswirtschaften den demographischen Herausforderungen nur durch eine Erhöhung des gesetzlichen Rentenalters und das Zurückführen der Ansprüche an das Umlageverfahren begegnen. Der Plan der Großen Koalition in Deutschland, diesen Weg mittelfristig zu gehen, ist also zu begrüßen und ein deutlicher Schritt in die richtige Richtung. Um ein gewisses Versorgungsniveau im Alter zu gewährleisten, muss demzufolge zusätzlich die kapitalgedeckte Altersvorsorge weiter ausgebaut werden.

3.2 Herausforderungen für die kapitalgedeckte Altersvorsorge

In Zukunft wird die kapitalgedeckte Altersvorsorge ein immer größeres Gewicht in der Altersvorsorgeplanung des Einzelnen haben. Jedoch sei davor gewarnt zu übersehen, dass auch hier große Herausforderungen bestehen.

Dies wird zum Beispiel beim Blick in die USA deutlich, wo die kapitalgedeckte Altersvorsorge einen deutlich höheren Stellenwert als in Kontinentaleuropa hat. So weisen US-amerikanische betriebliche Pensionsfonds mit festen Leistungszusagen (*defined benefit plans*), die zum überwiegenden Teil in Aktien investieren, erhebliche Unterdeckungen auf. Nach jüngsten Schätzungen (Nov. 2005) der *Pension Benefit Guaranty Corporation*⁴ belaufen

⁴ US-Organisation zur Sicherung der Ansprüche der Arbeitnehmer auf Leistungen aus betrieblichen *defined benefit*-Pensionsplänen (ähnlich dem deutschen Pensionssicherungsverein).

sich die Unterdeckungen in den betrieblichen *defined benefit*-Pensionsplänen von US-Unternehmen gegenwärtig auf insgesamt ca. 450 Mrd USD. Hiervon entfallen mehr als 100 Mrd USD auf finanziell schwache Unternehmen, bei denen das Risiko hoch ist, dass sie die Leistungszusagen gegenüber ihren zukünftigen Pensionären nicht in vollem Umfang werden erfüllen können.

Insbesondere drei Umstände erklären diese hohe Unterdeckung: Angesichts des andauernden Niedrigzinsumfelds mussten betriebliche Pensionsfonds die Diskontierungsfaktoren zum Abzinsen ihrer Leistungszusagen in den letzten Jahren deutlich senken. Ergebnis ist ein erheblicher Anstieg des Barwerts der zukünftigen Verpflichtungen. Zusätzlich stieg die Lebenserwartung der Pensionsempfänger stärker als erwartet an. Hinzu kommen die Nachwirkungen der im Jahr 2000 geplatzten „New Economy-Blase“ auf den Aktienmärkten. Jüngste Zahlen zeigen darüber hinaus, dass sich trotz der gestiegenen Aktienkurse der letzten beiden Jahre die Lage betrieblicher *defined benefit*-Fonds nicht deutlich verbesserte. Anhaltender Belastungsfaktor sind eindeutig die gesunkenen Diskontierungsfaktoren.

Die Lage betrieblicher Pensionspläne gibt jedoch nicht nur in den USA Anlass zur Sorge. Ähnlichen Problemen sehen sich grundsätzlich auch zahlreiche Pensionspläne britischer Unternehmen gegenüber. Auch für Deutschland stellt sich die Frage, ob der zur Bildung von Pensionsrückstellungen anzusetzende Zinssatz von 6 % noch angemessen ist. Allerdings sind hier vermehrt Bestrebungen zur Ausgliederung der Pensionsverpflichtungen in Pensionsfonds zu beobachten, die mit deutlich niedrigeren Diskontierungssätzen kalkulieren. Zusätzlich leiden Lebensversicherer unter gesunkenen Diskontierungsfaktoren und somit steigenden Barwerten der Verbindlichkeiten.

Vor dem Hintergrund der erheblichen Unterdeckungen zielen verschiedene Pläne in die Richtung, die Kapitalbasis von *defined benefit*-Pensionsfonds bzw. Lebensversicherern zu stärken und Unterfinanzierungen entgegenzuwirken. Hierzu zählen Vorstöße in Bezug auf ein besseres Risikomanagement von Pensionsfonds und Lebensversicherungsunternehmen (Stichworte: Solvency II, Asset Liability Management). Zusätzlich sind erhöhte Zahlungsverpflichtungen der Unternehmen an ihre unterfinanzierten Pensionsfonds beabsichtigt. Hinzu kommen insbesondere Änderungen in den US-amerikanischen und britischen Rechnungslegungsvorschriften, aber auch in den *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Deren Grundprinzip ist die marktnahe Bewertung der Bilanzpositionen (*mark-to-market, fair value accounting*), was die bisher existierenden „Bilanzglättungsmöglichkeiten“ stark mindert. Dieser Ansatz hat Implikationen für die Finanzmärkte, auf die ich im weiteren Verlauf noch näher eingehen werde.

Angesichts der geschilderten Schwierigkeiten wird deutlich: Der Weg hin zu mehr kapitalgedeckter Altersvorsorge muss gut gepflastert und durch angemessene aufsichtliche Vorgaben flankiert werden. Ziel muss sein, die private und betriebliche Altersvorsorge verlässlich zu machen, um sie als zweites Standbein neben dem Umlageverfahren zu etablieren.

In diesem Zusammenhang ist insbesondere folgende Entwicklung aufmerksam zu beobachten: Lebensversicherungsunternehmen und Pensionsfonds verlagern in jüngster Zeit Investitions- und Langlebkeitsrisiken zunehmend auf den Sektor der privaten Haushalte. Dies spiegelt sich darin wider, dass Anbieter von Altersvorsorgeprodukten verstärkt von festen Leistungszusagen (*defined benefit*) abrücken und die Ablaufleistung des Pensionsplans stattdessen von der Rendite der getätigten Anlageentscheidungen (*defined contribution*) abhängig machen.

Der IWF widmete diesem Phänomen im letztjährigen *Global Financial Stability Report* (April 2005) ein eigenes Kapitel und kommt zu dem Schluss, dass private Haushalte hierdurch mehr und mehr zum „*shock absorber of last resort*“ des Finanzsystems werden. Dies stärkt zwar durch eine bessere Risikoverteilung die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt, wirft jedoch die Frage auf, ob private Haushalte besser in der Lage sind, Markt- und Langlebigkeitsrisiken zu schultern. Insofern ist es dringend geboten, Maßnahmen voranzutreiben, welche die Kenntnis privater Haushalte in Finanzfragen steigern.

4 Implikationen für die Kapitalmärkte

4.1 Entwicklung der Kapitalmarktrenditen

Als erstes stellt sich die Frage, welchen Einfluss die alternde Gesellschaft auf die Kapitalmarktrenditen ausübt. Um das Ergebnis gleich vorwegzunehmen: Es dürfte aus rein demographischen Gründen zu einem leichten Rückgang der Renditen kommen. Wie komme ich zu dieser Aussage? In der Theorie verursacht eine alternde Bevölkerung eine Veränderung des relativen Angebots der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital. Je knapper Arbeit wird, desto mehr sinkt tendenziell die Realkapitalrendite – und dieser Zusammenhang erweist sich auch in unterschiedlichen Modellen als relativ robust. Allerdings wird der Rückgang der Realkapitalrendite bei integrierten Finanzmärkten und international mobilem Kapital vergleichsweise abgemildert.

Empirische Befunde nach der Wirkung der Alterung auf die Kapitalmarktrenditen zeigen wenig eindeutige Ergebnisse. So sind bei der Frage nach historischen Korrelationen zwischen der demographischen Struktur einerseits und Kursen oder Renditen der Anla-

geprodukte andererseits je nach Definition und Modellierung Antworten von „kein Einfluss“ bis hin zu „sehr signifikant“ möglich. Dies gilt mehr oder weniger für alle betrachteten Anlageprodukte (Aktien, Anleihen und Immobilien). Eine plausible Erklärung für die Heterogenität der Ergebnisse ist sicherlich in der unbefriedigenden Datenlage zu finden: Mit nur einer Baby-Boom-Generation und häufig nicht fundamental bedingten Aktienbewegungen lassen sich kaum eindeutige Aussagen treffen.

Über die Renditefrage hinaus wird das Thema Demographie und Kapitalmärkte oftmals mit der „*Asset Meltdown*“-Hypothese in Verbindung gebracht. Dies käme einer negativen Realkapitalrendite gleich. Selbst durch die Brille eines Risiken im Blick habenden Zentralbankers fällt mir der Glaube an ein solches Schreckensszenario, also einen demographisch bedingten Verfall der Vermögenspreise, schwer. Geprägt wurde diese Hypothese von Mankiw und Weil, die 1989 als Erste einen demographisch induzierten Verfall der Preise für den US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt vorhersagten. Andere Autoren übertrugen die *Asset-Meltdown*-Hypothese auch auf weitere Anlageinstrumente. Es geht darum, dass der Rückzug der geburtenstarken Jahrgänge aus dem Arbeitsleben ab den Jahren 2010-2020 vor allem in den Industriestaaten zu einem erheblichen Entsparen und einem Rückgang der Vermögenspreise führen wird.

Von den vielen Argumenten gegen die *Asset-Meltdown*-Hypothese möchte ich heute nur drei nennen: Es spricht vieles dafür, dass mittelfristig nicht nur das Kapitalangebot, sondern auch die Kapitalnachfrage steigt, z. B. weil die alterungsbedingt fehlende Arbeitskraft durch Produktivkapital substituiert wird. In einer globalisierten Welt darf zudem die ausländische Kapitalnachfrage nicht vergessen werden. Zwar ist die zunehmende Alterung der Gesellschaften letztlich ein weltweites Phänomen; der zeitversetzte

Verlauf der Alterungs-Wellen sichert den deutschen Baby-Boomern jedoch ausreichende Verkaufsmöglichkeiten. Hinzu kommt eine Fehleinschätzung der Größenordnungen und Zeitdimensionen in der Asset-Meltdown-Hypothese: Die Verkäufe der Baby-Boomer werden nicht über Nacht geschehen, sondern können antizipiert, in Investitionsüberlegungen anderer einbezogen und dadurch in ihren Wirkungen gedämpft werden.

Als Fazit ist daher festzuhalten, dass ein plötzlicher Einbruch der Vermögenspreise aus heutiger Sicht unwahrscheinlich ist.

4.2 Wachsende Bedeutung institutioneller Anleger

Mit dem Trend zur kapitalgedeckten Altersvorsorge wird das Gewicht institutioneller Investoren weltweit, aber auch in Deutschland voraussichtlich deutlich zunehmen. Dies dürfte nicht nur für herkömmliche Investmentfonds, sondern auch für Pensionsfonds gelten. Im internationalen Vergleich nehmen diese in Deutschland bisher eine untergeordnete Rolle ein.

Die wachsende Bedeutung institutioneller Anleger dürfte einem bedeutenden Trend weiteren Vorschub leisten: einer zunehmenden Kapitalmarktorientierung auch klassisch bankbasierter Finanzsysteme wie in Deutschland oder der Schweiz. Von einer zunehmenden Institutionalisierung der Geldanlage dürften darüber hinaus weitere, grundsätzlich positive Effekte auf den Kapitalmarkt ausgehen. So ist zu erwarten, dass sich die Fähigkeit des Marktes zur Informationsverarbeitung in Folge des größeren Gewichts und der besseren Informationen der institutionellen Investoren verbessern wird; die Informationseffizienz sollte folglich steigen.

Jedoch können mit dem größeren Gewicht institutioneller Anleger auch Risiken einhergehen. So messen sich institutionelle Investoren häufig an dem Anlageerfolg einer Vergleichsgruppe oder der Entwicklung eines Index (sog. *Benchmarking*). Die Folge ist oftmals eine Anlagestrategie, die sich eng an den Index oder die Vergleichsgruppe anlehnt. Hierdurch wird das Risiko minimiert, schlechter als die Konkurrenz abzuschneiden. Im Umkehrschluss steigt jedoch die Gefahr eines ausgeprägten Herdenverhaltens. Der Gleichlauf in der Anlagepolitik kann anhaltenden Fehlbewertungen bzw. Blasen auf den Finanzmärkten Vorschub leisten.

4.3 Anpassungsbedarf auf der Produktseite

Das Verhalten von Investmentfonds einerseits und Pensionsfonds sowie Lebensversicherern andererseits unterscheidet sich durch heterogene Ziele in ihrer Anlagepolitik. Für Anbieter von Altersvorsorgeprodukten ist es entscheidend, ihre langfristigen Verbindlichkeiten erfüllen zu können. Die letzten Jahre haben gezeigt, dass eine von der Passivseite losgelöste Kapitalanlage, wie sie bislang häufig betrieben wurde, über Unterdeckungen und Kursverluste die Stabilität des Anbieters erheblich gefährden kann. Deshalb kommt die Branche nicht umhin, ihre Kapitalanlagepolitik stärker direkt an den eingegangenen Pensionsverpflichtungen und versicherungstechnischen Rückstellungen auszurichten.

Vor diesem Hintergrund gewinnt das zuvor schon kurz erwähnte Asset-Liability-Management (ALM) zunehmend an Bedeutung. Aufgabe des ALM ist die sorgfältig koordinierte Steuerung von Aktiva und Passiva mit dem Ziel, die meist langfristigen Auszahlungsverpflichtungen jederzeit bedienen zu können. Ein solches Risikomanagement versucht, die Durationslücke zwischen Aktiva und Passiva weitgehend zu schließen. Hierdurch wird ein symmet-

rischer Einfluss eines schwankenden Zinsniveaus auf den Barwert von Aktiva und Passiva der Anbieter sichergestellt.

Zur gleichen Zeit üben die internationalen Rechnungslegungsstandards einen erheblichen Anpassungsdruck auf Pensionsfonds und Lebensversicherer aus. Auf Grund ihrer Zeitwertorientierung erhöhen sie die Transparenz der Jahresabschlüsse und legen Marktpreisschwankungen und Unterdeckungen auch für den externen Bilanzleser offen. ALM, IFRS und dies unterstützende aufsichtliche Regelungen lassen erwarten, dass es zu Portfolioumschichtungen bei Pensionsfonds und Lebensversicherern kommen wird.

Ein besonders wichtiger Punkt scheint mir die Debatte zu sein, ob in größerem Umfang Aktien in Anleihen umgeschichtet werden. Die Befürworter der Aktienanlage verteidigen ihren Anlageschwerpunkt damit, dass Aktien langfristig als renditeträchtiger Anlage gelten und in der Praxis sowohl Inflationsschutz als auch einen hinreichend langen Durationsmatch bieten. Dagegen steht das Argument, dass Anleihen weniger volatil sind und sich dank der konstanten Zahlungsströme leichter kalkulieren lassen.

Denkt man an die über Jahrzehnte laufenden Auszahlungsverpflichtungen der Pensionsfonds und Lebensversicherer, werden insbesondere langlaufende und ultralanglaufende Anleihen zur Schließung der Durationslücke an Bedeutung gewinnen. Umfassende Umschichtungen werden gerade in Ländern mit bedeutender kapitalgedeckter Altersvorsorge und dementsprechend hohem Aktienanteil (wie UK und USA) erwartet. Bereits jetzt interpretieren einige Analysten die derzeit niedrigen Spreads langlaufender Papiere als erste Anzeichen für eine erhöhte Nachfrage der Pensionsfonds.

Portfolioumschichtungen sind darüber hinaus auch deswegen zu erwarten, weil mit einem anspruchsvollen ALM portfoliotheoretische Empfehlungen wichtiger werden. Zusätzliche Anreize liefert der demographisch bedingte Rückgang der Kapitalmarktrenditen. Zu denken ist daher an eine breitere Diversifikation der Anlagen. Aus Risiko-Ertrags-Gründen erscheint es folgerichtig, dass die Branche ein größeres Interesse an internationalen Anlagen zeigt und der „*home bias*“ tendenziell weiter abnehmen wird.

Denkbar, aber keineswegs, zwingend könnte eine maßvolle Beimischung so genannter „alternativer Investments“ wie Private Equity, REITs und Hedgefonds sein, die schwächer mit den herkömmlichen Anlagearten korreliert sind.

Neben reinen Portfolioumschichtungen führt eine gestiegene Bedeutung des ALM auch dazu, dass neben dem Zinsänderungsrisiko noch weitere Risiken stärker in den Blickpunkt rücken. In Gesellschaften mit alternden Bevölkerungen betrifft dies insbesondere Inflations- und Langlebkeitsrisiken. Beide können mit Hilfe maßgeschneiderter Anleihen abgesichert werden: Bei Inflationsrisiken ist dies mit inflationsindexierten Anleihen möglich, bei Langlebkeitsrisiken mit so genannten „*Longevity Bonds*“.

Unter Longevity Bonds versteht die Fachwelt Anleihen, mit denen sich Verkäufer von Annuitätenprodukten gegen die potenzielle Unterschätzung von Sterblichkeitsrisiken absichern können. Emissioniert werden diese Bonds – wenn bislang auch nur in geringem Umfang – von einigen Rückversicherern. Die Funktionsweisen sind unterschiedlich: Zum Beispiel wird die Höhe der jährlichen Coupon-Auszahlung an den Anteil der noch lebenden Bevölkerung eines bestimmten Jahrgangs gebunden. Denkbar ist auch, dass die Tilgung des Longevity Bonds gekürzt wird, sobald ein Sterblichkeitsindex einen im Voraus bestimmten Wert überschreitet.

Mit umfassenden Neuordnungen der Kapitalanlageportfolien ist meines Erachtens aber nur allmählich zu rechnen. Denn erstens haben sich Pensionsfonds und Lebensversicherer bisher als sehr stetige und bei grundlegenden Änderungen äußerst vorsichtige Anleger erwiesen. Zweitens sind die Märkte für Risikoabsicherungsprodukte (und hiermit meine ich ultralanglaufende und inflationsindexierte Anleihen sowie Longevity Bonds) noch nicht weit genug entwickelt, um ausreichenden Schutz zu bieten.

5 Der Staat als Market Maker?

Insofern verwundert es nicht, dass gerade Anbieter von Altersvorsorgeprodukten fordern, der Staat solle die entsprechenden staatlichen Anleihen – quasi als Lückenfüller und Katalysator für private Emissionen – begeben. Sollte der Staat auf diesem Gebiet tätig werden? Auch hier das Ergebnis vorab: Die staatliche Emission von ultralanglaufenden und inflationsindexierten Anleihen sehe ich unter bestimmten Bedingungen als sinnvoll an. Einer Emission von Longevity Bonds stehe ich jedoch skeptisch gegenüber.

Zunächst zu den ultralanglaufenden und inflationsindexierten Anleihen: Unter dem Blickwinkel eines kosteneffizienten Schuldenmanagements halte ich eine staatliche Emissionstätigkeit für gerechtfertigt – sofern sie zu Marktbedingungen erfolgt. Dies ist bei beiden Anleihearten möglich: Derzeit kann der Staat marktgerechte Konditionen erzielen, nicht zuletzt wegen der hohen Nachfrage der Pensionsfonds und Lebensversicherer sowie des günstigen Zinsumfelds.

Erlauben Sie mir einen kurzen geldpolitischen Schlenker, denn als Zentralbanker stehe ich Indexierungen grundsätzlich skeptisch gegenüber. Generell besteht bei einer Inflationsindexierung die

Gefahr, dass sie „ölfleckartig“ weitere Indexierungen der Wirtschaft begünstigt und somit die Gefahr eines Automatismus von Lohn-Preis-Spiralen und einer höheren Inflationspersistenz nach sich zieht. Außerdem könnte der mit einer Indexierung verbundene Schutz vor einer Überraschungsinflation das Stabilitätsinteresse der Investoren reduzieren; eine Antiinflationpolitik wäre dann schwerer durchsetzbar.

Diese Argumente sind zweifelsohne richtig und wichtig. Allerdings richten sich die Bedenken weniger gegen reine Finanztransaktionen, sondern insbesondere gegen die Indexierung von Löhnen und Gehältern. Darüber hinaus gibt es keine Anzeichen, dass indexierte Anleihen auch nur näherungsweise die Bedeutung nominaler Titeln erlangen werden. Aus diesen Gründen dürfte von der Emission inflationsindexierter Anleihen keine Gefahr für die Geldwertstabilität ausgehen.

Nun zu den *Longevity Bonds*: Eine solide Prämienkalkulation ist auf Grund der kurzen Historie dieser noch sehr jungen Anlageart nicht möglich. Kosteneffizienz dürfte daher nur schwer zu erreichen sein. Zudem bleibt die Frage der intergenerativen Gerechtigkeit unbeantwortet: Wenn der Staat *Longevity Bonds* begibt, würde dies seine bereits bestehenden Langlebighkeitsrisiken aus eigenen Pensionsverpflichtungen und künftigen Sozialtransfers weiter erhöhen. Außerdem würden die Langlebighkeitsrisiken lediglich von den Anbietern der Altersvorsorgeprodukte auf die künftigen Steuerzahler transferiert werden.

Eine Emission von *Longevity Bonds* käme daher nur in Frage, wenn ein Marktversagen vorläge. Dies ist aber nicht der Fall. Denn ein Marktversagen bestünde nur dann, wenn Angebot und Nachfrage z. B. wegen externer Effekte oder Informationsmängel nicht zueinander fänden. Zwar verhalten sich potenzielle Emittenten wie Rückversicherer oder auch die Pharmaindustrie, die als Gewinner

der alternden Gesellschaft als „natürlicher“ Anbieter von Anleihen in Frage käme, sehr zurückhaltend. Die Ursachen dürften aber in der unzureichenden Kalkulationsbasis der Prämien sowie der Tatsache liegen, dass Alterung ein weltweites Phänomen ist und es daher an Diversifikationsmöglichkeiten fehlt.

Eine staatliche Begebung von Longevity Bonds wäre somit nicht nur kostenineffizient; es wäre vielmehr fraglich, ob der staatlichen Emission private Emissionen im nennenswerten Umfang folgen würden.

6 Fazit

Die eingangs kurz geschilderten demographischen Entwicklungen sind bereits seit längerem vorgezeichnet und praktisch irreversibel: Zeit zum Zuwarten gibt es folglich nicht; die Weichen müssen jetzt gestellt werden. Die dringliche Aufgabe vieler Industrieländer besteht darin, rechtzeitig wirtschafts- und gesellschaftspolitische Antworten auf die ökonomischen Folgen und fiskalischen Lasten des demographischen Wandels zu geben. Um nicht missverstanden zu werden: Dieser Wandel, insbesondere die steigende Lebenserwartung, ist ein erfreuliches Phänomen. Wichtig ist jedoch, den resultierenden ökonomischen und gesellschaftlichen Herausforderungen angemessen zu begegnen, um Belastungen für Wachstum und Wohlstand möglichst zu mildern.

Der nötige Umbau der Altersvorsorgesysteme wird erhebliche Implikationen für die Finanzsysteme und die Rolle der einzelnen Akteure und Sektoren haben. Einige mögliche Folgen habe ich erläutert. Aufgabe der Notenbanken wird es sein, diesen Prozess aufmerksam zu verfolgen und kritisch zu begleiten. Dass sich daneben dem privaten Bankensektor erhebliche Geschäftsmög-

lichkeiten beim Umbau der Alterssicherung bieten, muss ich an einem so angesehen Bankplatz wie Zürich nicht erwähnen. Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *

Literatur

Bundesbank, *Demographische Belastungen für Wachstum und Wohlstand in Deutschland*, Monatsbericht Dezember 2004.

Bundesbank, *Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Finanzmärkte*, Monatsbericht Juli 2002.

Börsch-Supan, A., Ludwig, A. und Sommer, M., *Demographie und Kapitalmärkte*, Deutsches Institut für Altersvorsorge, 2003.

International Monetary Fund, *Household Balance Sheets*, Global Financial Stability Report, Washington, April 2005.

Mankiw, G. und Weil, D., *The Baby-Boom, the Baby-Bust and the Housing Market*, Regional Science and Urban Economics 19, 1989, S. 235-258.

Mc Morrow, K. und Roeger, W., *The Economic and Financial Market – Consequences of Global Ageing*, Springer-Verlag, 2004.

OECD, *Ageing and Pension System Reform*, Financial Market Trends November 2005 Supplement 1, 2005.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Öffentliche Haushalte sanieren – Steuersystem reformieren*, Jahresgutachten 2003/2004.

Statistisches Bundesamt, *Bevölkerung Deutschlands bis 2050*, 10. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden, 2003.