

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

**ZEW**

Centre for European Economic Research

## **Kapitalmärkte und Demographie**

Eine Umfrage unter Finanzmarktexperten

im Auftrag der Allianz AG

Die Autoren der Studie:

Dr. Michael Schröder und Martin Schüler

Mannheim – 15. September 2004

Kontaktadresse:

Dr. Michael Schröder  
Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)  
Postfach 10 34 43  
68034 Mannheim

Tel.: 0621 1235 140, Fax: 0621 1235 223, Email: [schroeder@zew.de](mailto:schroeder@zew.de)

## **Gliederung**

<b>KURZFASSUNG</b> .....	<b>1</b>
<b>1 EINLEITUNG</b> .....	<b>3</b>
<b>2 UMFRAGE UND FRAGEBOGEN</b> .....	<b>4</b>
<b>3 DEMOGRAPHISCHER WANDEL UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE KAPITALMÄRKTE – EIN LITERATURÜBERBLICK</b> .....	<b>5</b>
<b>4 ZUKÜNFTIGE ROLLE DER KAPITALMÄRKTE FÜR DIE ALTERSVORSORGE</b> .....	<b>9</b>
<b>5 DEMOGRAPHISCHER WANDEL UND KAPITALMARKTRENDITE</b> .....	<b>17</b>
<b>6 INTERNATIONALE DIVERSIFIKATION</b> .....	<b>19</b>
<b>LITERATURVERZEICHNIS</b> .....	<b>25</b>
<b>ANHANG: FRAGEBOGEN</b> .....	<b>26</b>

## KURZFASSUNG

Diese Untersuchung beschäftigt sich mit den Wechselwirkungen, die zwischen einer alternden Gesellschaft und Kapitalmärkten bestehen. Die Auswirkungen der Alterung der Bevölkerung und der Reform von Rentensystemen auf die Kapitalmärkte sind hochkomplex und hängen von einer Vielzahl von Entwicklungen und Faktoren ab. Im Gegensatz zum Problem der Finanzierung öffentlicher Altersvorsorgesysteme ist dieser Aspekt bisher nur in wenigen Untersuchungen aufgegriffen worden.

Alternde Gesellschaften und die notwendige Reform der überlasteten, staatlichen Rentensysteme werden signifikante Auswirkungen auf die Märkte für Altersvorsorgeprodukte sowie die Kapitalmärkte insgesamt ausüben. Die Akzeptanz, persönliche Verantwortung für die Altersvorsorge (zumindest teilweise) zu übernehmen, steigt, und die Nachfrage nach Produkten der privaten Altersvorsorge wird durch Einschnitte in das öffentliche Rentensystem wahrscheinlich zunehmen.

In diesem Zusammenhang ergeben sich eine ganze Reihe interessanter Fragen, die in unserer Untersuchung diskutiert werden: Was ist die zukünftige Rolle der Kapitalmärkte für die Altersvorsorge? Welche Anlageprodukte werden an Bedeutung gewinnen? Wie wird sich die Ersparnisbildung der privaten Haushalte ändern? Welche Auswirkungen ergeben sich für die Kurse von Wertpapieren (Aktien und Anleihen)? Dabei ist insbesondere die Frage interessant, wie wahrscheinlich ein so genannter „Asset-Meltdown“ ist, also ein starker Rückgang der Wertpapierkurse aufgrund eines Abzuges von Kapitalanlagen durch die in Ruhestand gehende Babyboomer-Generation. Kann internationale Diversifikation helfen, solche negativen Effekte abzumildern?

Die Studie basiert auf einer Umfrage unter Finanzmarktexperten. Der Fragebogen, der insgesamt 10 Fragen über die Interdependenzen zwischen Demographie und Kapitalmärkten umfasst, wurde als Teil der monatlichen ZEW-Finanzmarkttest-Umfrage an Finanzmarktanalysten von Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen verschickt. Von den 375 Experten, die am ZEW-Finanzmarkttest teilnehmen, haben 247 diesen zusätzlichen Fragebogen beantwortet, was zu einer sehr hohen Rücklaufquote von 65,9% führte.

Die wichtigsten Ergebnisse der Studie, strukturiert nach den drei Teilen des Fragebogens, sind:

### **1. Zukünftige Rolle der Kapitalmärkte und spezifischer Anlageprodukte für die Altersvorsorge**

Es wird erwartet, dass die Kapitalmärkte in Zukunft eine deutlich wichtigere Rolle für die Altersvorsorge spielen werden. Das Bewusstsein für eine angemessene Relation von Risiko zu Ertrag wird bei den privaten Anlegern stärker hervortreten. Dies spiegelt sich in der erwarteten relativen Bedeutung spezifischer Anlageformen und -produkte wieder: Produkte mit geringem Risiko, wie Geldmarktkonten, Festgeldanlagen, Banksparpläne und Bankeinlagen, werden in Zukunft einen geringeren prozentualen Anteil am

Altersvorsorgeportfolio privater Haushalte aufweisen. Produkte der betrieblichen Altersvorsorge, Investmentfonds sowie direkte Anlagen in Aktien und Anleihen werden dagegen ein größeres Gewicht bekommen. Eine etwas höhere Bedeutung wird auch für Lebensversicherungen und Immobilien (und dabei insbesondere selbstgenutzte Immobilien) erwartet, obwohl diese Anlageformen bereits heute einen großen Teil des gesamten Anlageportfolios privater Haushalte repräsentieren.

Die Angaben der befragten Experten beziehen sich auf die *relative* Bedeutung innerhalb des Altersvorsorgeportfolios. Daher kann es durchaus der Fall sein, dass die *absolute* Höhe der Anlagen in ein spezifisches Produkt zunimmt, obwohl für das Produkt relativ gesehen ein geringerer Portfolioanteil vorhergesagt wird. Die Erklärung dafür liegt in einem möglichen spürbaren Anstieg der gesamten Kapitalanlagen der privaten Haushalte, von dem – mehr oder weniger stark – alle Anlageformen profitieren dürften.

## **2. Auswirkung des demographischen Wandels und der Reform der Rentensysteme auf das Sparverhalten der privaten Haushalte und die Kapitalmarktrenditen**

Die Mehrheit der Befragten erwartet, dass die Sparquote im Ruhestand abnehmen, aber positiv bleiben wird. Es wird somit nicht erwartet, dass zukünftige, im Ruhestand befindliche private Haushalte absolut entsparen werden. Häufig wird befürchtet, dass eine solche Abnahme der Ersparnisse nach der Verrentung der Babyboom-Generation einen dramatischen Fall der Wertpapierkurse verursachen könnte („Asset-Meltdown“-Hypothese). Gemäß den befragten Experten ist diese Befürchtung jedoch unberechtigt, obwohl im Durchschnitt ein negativer Einfluss auf die Aktienkurse erwartet wird. In Bezug auf die Anleihemärkte wird allerdings so gut wie kein negativer Effekt prognostiziert.

## **3. Rolle und Bedeutung der internationalen Diversifikation der Kapitalanlagen**

Ein häufig angeführter Grund für das Ausbleiben schwerwiegender negativer Auswirkungen auf die Kapitalmärkte, ist in der Möglichkeit internationaler Diversifikation zu sehen. Tatsächlich ist die Mehrheit der befragten Finanzmarktexperten der Meinung, dass internationale Diversifikation helfen kann, die negativen Auswirkungen alternder Gesellschaften auf die Kapitalmärkte zu mildern. Diejenigen Regionen und Länder, für die erwartet wird, dass sich ihr Anteil am zukünftigen Altersvorsorgeportfolio erhöhen wird, sind insbesondere die „Emerging Markets“. Diese umfassen Länder in Mittel- und Ost-Europa, China, und anderen asiatischen Ländern (mit Ausnahme von Japan). Für West-Europa wird dagegen ein Rückgang des Portfolioanteils vorhergesagt.

## 1 EINLEITUNG

Die Kombination einer höheren Lebenserwartung mit einer geringeren Geburtenrate führt unausweichlich zu einer zunehmenden Alterung der Bevölkerung. Dieses Phänomen trifft auf die meisten Industrieländer und insbesondere auf Europa zu. Die Alterung der Bevölkerung hat substantielle Folgen für die Sozialpolitik, insbesondere für Europas staatliche Rentensysteme. Diese werden derzeit in den meisten Fällen mittels eines Umlageverfahrens finanziert. Die heutigen Erwerbstätigen sind dabei gezwungen, für die Renten der vorangegangenen Erwerbstätigen aufzukommen. Umlagefinanzierungssysteme basieren auf der Annahme, dass die Zahl der Erwerbstätigen die der Ruheständler deutlich übersteigt. In Zukunft wird dies jedoch in den meisten europäischen Ländern nicht mehr der Fall sein. Das derzeitige Verhältnis von Erwerbstätigen zu Rentnern ist in Europa auf ungefähr drei Erwerbstätige pro Rentner zurückgegangen und wird in den kommenden 30 Jahren auf nur noch drei Erwerbstätige für jeweils zwei Rentner fallen (Economist, 2003a). Es reicht daher nicht mehr länger aus, das Umlagefinanzierungssystem durch die Reduktion von Leistungen oder die Erhöhung der Beitragsraten kurzfristig zu entlasten. Infolgedessen wird eine umfangreiche Reform des öffentlichen Rentensystems nötig werden, die insbesondere einen weitgehenden Wechsel von der Umlagefinanzierung zu einem kapitalgedeckten System zum Inhalt haben dürfte.

Länder wie Großbritannien, Niederlande, Schweiz sowie skandinavische Länder haben bereits einen größeren Teil ihrer Rentenlast vom staatlichen Rentensystem (erste Säule) auf betriebliche (zweite Säule) sowie private Systeme (dritte Säule) verschoben (Economist, 2003b). In Deutschland sowie beispielsweise in Österreich, Italien und Frankreich hat eine solche Reform gerade erst begonnen. Solche Reformen sowie der demographische Wandel selbst haben auch Folgen für die Kapitalmärkte.

Die Wechselbeziehungen zwischen alternden Gesellschaften und Kapitalmärkten bilden das thematische Zentrum unserer Studie. Im Gegensatz zum Problem der Finanzierung öffentlicher Altersvorsorgesysteme ist dieser Aspekt bisher nur von wenigen Studien aufgegriffen worden.

Angesichts der Krise der staatlichen Rentensysteme steigt das Bewusstsein für die Notwendigkeit privater Altersvorsorge. Dadurch dürfte auch das Gesamtvolumen an Ersparnissen für die private Altersvorsorge deutlich zunehmen. Reformen sind teilweise schon auf den Weg gebracht: Beispielsweise in Deutschland mit den so genannten Riester- und Rürup-Produkten; in Schweden mit der Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge im Rahmen des öffentlichen Systems.<sup>1</sup> Daran knüpfen viele interessante Fragen an, die in unserer Studie untersucht werden:

Wie wird sich diese höhere Nachfrage auf die Kapitalmärkte auswirken? Wie wird sich die Nachfrage nach bestimmten Anlageprodukten entwickeln? Werden die privaten Ersparnisse

---

<sup>1</sup> Für detaillierte Informationen siehe z.B. Westerheide (2002).

insgesamt ansteigen? Welche Auswirkungen sind bezüglich der Wertpapierkurse von Aktien und Anleihen zu erwarten? Wie wahrscheinlich ist insbesondere ein so genannter „Asset-Meltdown“ (d. h. ein starker Rückgang der Wertpapierkurse aufgrund eines Abzugs von Kapitalanlagen durch die in Rente gehenden Babyboomer-Generation)? Kann internationale Diversifikation helfen, negative Rückwirkungen abzuschwächen?

Wie in Kapitel 3 dargestellt wird, sind die Auswirkungen von alternden Gesellschaften auf die Kapitalmärkte sehr komplex und hängen von einer Vielzahl von Entwicklungen und Faktoren ab. Einige wenige Studien haben versucht, die Folgen auf Basis von Simulationsmodellen zu prognostizieren (z. B. Börsch-Supan et al., 2003). Im Gegensatz dazu basiert unsere Untersuchung auf einer Umfrage unter Finanzmarktexperten. Die Einschätzungen der Teilnehmer dieser Umfrage zu den Auswirkungen alternder Gesellschaften auf die Kapitalmärkte wird im Folgenden vorgestellt und im Zusammenhang bisheriger theoretischer und empirischer Studien diskutiert.

Die Studie ist wie folgt aufgebaut: Das nächste Kapitel 2 beschreibt die Umfrage und den Fragebogen. Kapitel 3 gibt einen kurzen Überblick über die in der Literatur diskutierten Probleme und Lösungsansätze. Die Kapitel 4, 5 and 6 stellen die Ergebnisse der Umfrage unter Finanzmarktexperten vor. Der Fokus des Fragebogens liegt dabei auf den folgenden Themen: Die erwartete zukünftige Rolle von Kapitalmärkten und spezifischen Anlageprodukten für die Altersvorsorge (Kapitel 4); die Auswirkung des demographischen Wandels und der Reform des sozialen Rentensystems auf das Sparverhalten der Haushalte und, infolgedessen, auf die erwartete Kapitalmarktrendite (Kapitel 5); sowie die Rolle und Bedeutung internationaler Diversifikation für die Kapitalanlage (Kapitel 6).

## **2 UMFRAGE UND FRAGEBOGEN**

Wie schon erwähnt steigt das Bewusstsein in der Bevölkerung für die zunehmende Bedeutung eigener Ersparnis für die Altersvorsorge. Aus Konsumentenbefragungen ist bekannt, wie bestimmte Anlageprodukte für die private Vorsorge derzeit eingeschätzt werden. Diese Bewertung zeigt sich auch in der Aufteilung des Anlageportfolios privater Haushalte (siehe dazu Kapitel 4). Für die Einschätzung der zukünftigen Entwicklungen auf dem Gebiet der privaten Altersvorsorge befragen wir Experten, die das gesamte Spektrum an Finanzanlageprodukten überblicken und zu deren Aufgaben die regelmäßige Analyse und Prognose internationaler Kapitalmärkte und der damit zusammenhängenden volkswirtschaftlichen Veränderungen gehört.

Der Fragebogen (siehe Anhang), der 10 Fragen zu den Interdependenzen von Demographie und Kapitalmärkten umfasst, wurde als Teil der monatlichen Umfrage „ZEW-Finanzmarkttest“ verschickt. 375 Finanzanalysten von Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nehmen regelmäßig an dieser Umfrage teil. Unter den Teilnehmern sind Experten aus den Bereichen Wertpapierresearch und volkswirtschaftliche Analysen sowie Wertpapierhändler, Fondsmanager und Anlageberater. 247 beantworteten unseren Fragebogen, was zu einer sehr hohen Rücklaufquote von 65.9% führte. Tabelle 1 zeigt die genaue Zusammensetzung der Teilnehmer an der ZEW-Finanzmarkttest-Umfrage.

75% der Teilnehmer arbeiten in Banken, 13% bzw. 9% der Analysten sind jeweils bei Industrieunternehmen und Versicherungsgesellschaften tätig.<sup>2</sup> Obwohl der größte Teil der Teilnehmer aus Deutschland kommt (= 91%), sind die Ergebnisse unserer Umfrage nicht nur aus deutscher Sicht, sondern auch in einem europäischen Zusammenhang als repräsentativ anzusehen, denn die meisten der Teilnehmer befassen sich intensiv mit der Analyse internationaler Finanzmärkte sowie weltwirtschaftlichen Zusammenhängen.

**Tab. 1: Zusammensetzung der Teilnehmer der ZEW-Finanzmarkttest-Umfrage**

	<i>Anzahl Experten</i>	<i>Anteil</i>
<i>Gesamt</i>	<i>375</i>	<i>1,00</i>
<b>Nach Herkunftsland</b>		
Deutschland	343	0,91
Ausland	32	0,09
darunter:		
Großbritannien	12	0,38
Frankreich	5	0,16
Schweiz	3	0,09
USA	3	0,09
Sonstige	9	0,28
<b>Nach Sektor</b>		
Industrieunternehmen	48	0,13
Versicherungsgesellschaften	35	0,09
Banken	283	0,75
darunter:		
Kreditbanken	84	0,30
Investmentgesellschaften/-berater	76	0,27
Sparkassen	41	0,14
Genossenschaftsbanken	35	0,12
Hypothekenbanken, Bausparkassen	16	0,06
Sonstige Banken (z.B. Landesbanken, Banken mit besonderen Aufgaben)	31	0,11
Sonstige (z.B. Verbände)	9	0,02

### **3 DEMOGRAPHISCHER WANDEL UND AUSWIRKUNGEN AUF DIE KAPITALMÄRKTE – EIN LITERATURÜBERBLICK**

Die Auswirkungen der Alterung der Bevölkerung auf die Kapitalmärkte sind hoch komplex und ihre Erklärung erfordert die Betrachtung zahlreicher interdependenter Faktoren. Dabei

<sup>2</sup> Ein Analyse der Antworten auf die einzelnen Fragen hat gezeigt, dass Teilnehmer aus Banken nicht systematisch anders geantwortet haben als Teilnehmer aus Versicherungen und Industrieunternehmen. Daher wird in den folgenden Kapiteln nur noch der Durchschnittswert über alle Teilnehmer ausgewiesen.

sind direkte Auswirkungen von den indirekten zu unterscheiden (Börsch-Supan et al., 2003): Direkte Auswirkungen sind die reinen demographischen Effekte ohne jede Veränderung des derzeit umlagefinanzierten Rentensystems. Indirekte Auswirkungen ergeben sich daraus, dass eine alternde Bevölkerung eine Reform des sozialen Rentensystems notwendig macht. In einigen Ländern (wie z.B. Deutschland und Schweden) mit stark alternder Bevölkerung hat eine solche Reform hin zu einem kapitalgedeckten System bereits begonnen.

Der demographische Wandel hat viele verschiedene Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Von besonderem Interesse sind dabei die Entwicklung der privaten Ersparnisse, der erwarteten Kapitalrenditen und der Wertpapierkurse (Börsch-Supan et al., 2003; Lueg et al., 2003). In den theoretischen und empirischen Studien wird dabei zwischen der Rendite auf Real- und Finanzkapital unterschieden. Außerdem ist mit Effekten auf die internationalen Zahlungsströme und damit auch auf die Zahlungsbilanz sowie die Wechselkurse zu rechnen.

Eine alternde Bevölkerung verursacht eine Veränderung des relativen Angebots der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital. Der zu erwartende Rückgang des Arbeitsangebots bedeutet, dass Arbeit knapp und dadurch Kapital relativ reichlich vorhanden sein wird. Als Konsequenz werden die Löhne tendenziell steigen und die Realkapitalrendite fallen. Basierend auf einem Modell mit überlappenden Generationen prognostizieren Börsch-Supan et al. (2003), dass die Rendite für Realkapital in Deutschland aufgrund des reinen demographischen Effektes bis 2035 um etwa 120 Basispunkte zurückgehen wird. Die Autoren gehen bei diesen Berechnungen jedoch davon aus, dass eine internationale Diversifikation der Kapitalanlagen außerhalb Deutschlands nicht möglich ist.

Häufig wird argumentiert, dass diese negativen Auswirkungen auf die Realkapitalrendite durch die Reform des umlagefinanzierten Rentensystems hin zu einem stärker kapitalgedeckten System noch weiter verstärkt werden könnten, da diese Reform zu einer Steigerung der privaten Ersparnisse für die Altersvorsorge führen dürfte. Dieses zusätzliche Kapitalangebot wird den Druck auf die erwarteten Renditen weiter erhöhen. Börsch-Supan et al. (2003) schätzen, dass es dadurch zu einem Rückgang der Renditen von Realkapital um 40 Basispunkte kommen könnte, falls die gesamte zusätzliche Ersparnis für die private Altersvorsorge ausschließlich in Deutschland investiert wird.

Kritisch ist in diesem Zusammenhang die Entwicklung der Ersparnisse der privaten Haushalte, die das Kapitalangebot des privaten Sektors bestimmen. Gemäß der Lebenszyklushypothese versuchen Individuen, durch die Veränderung ihrer Ersparnisse ihren Konsum über den Lebenszyklus zu glätten (z. B. Bräuninger et al., 2002). Junge Erwachsene sollten danach eine negative Sparquote aufweisen, um größere Anschaffungen finanzieren zu können. Diesem Lebensabschnitt folgt eine Phase, in der für die Altersvorsorge gespart wird. Schließlich werden die akkumulierten Ersparnisse wieder am Ende des aktiven Arbeitslebens reduziert, um den Lebensstandard zu erhalten. Daher wäre zu erwarten, dass die Sparquote hoch sein wird, wenn ein großer Prozentsatz der Bevölkerung beschäftigt ist (European Commission, 2002). Gleichermäßen wäre eine geringe Sparquote zu erwarten, wenn ein großer Anteil der Bevölkerung entweder sehr jung oder im Rentenalter ist.



Solange ein hoher Prozentsatz der Bevölkerung beschäftigt ist, steigern die hohen Ersparnisse für die Altersvorsorge das Kapitalangebot und üben Druck auf die erwartete Rendite von Realkapital aus. Gleichzeitig wird es zu einem Anstieg der Wertpapierkurse kommen und damit einer Verminderung der erwarteten Renditen für Finanzkapital (Heigl und Katheder, 2001). In Deutschland, wie in vielen anderen alternden Ländern, wird die Babyboomer-Kohorte etwa bis 2010-2020 arbeiten und bis dahin vermehrt sparen. Wenn die Babyboomer in Rente gehen, wird erwartet, dass sie Finanzanlagen abziehen und große Teile ihres Vermögens konsumieren. Da es nicht genug junge Käufer für diese Anlagen, die die alten verkaufen wollen, geben wird, wird erwartet, dass die Wertpapierkurse in dieser Phase erheblich sinken werden. Dies wird häufig als „Asset Meltdown“-Hypothese bezeichnet.

Es gibt jedoch auch entgegengesetzte Effekte, die die Auswirkungen alternder Bevölkerungen auf Realkapitalrendite und Wertpapierkurse abschwächen und die oben beschriebenen Befürchtungen, zumindest in diesem Ausmaß, unberechtigt erscheinen lassen. Im Hinblick auf den Rückgang der Realkapitalrendite müssen dabei insbesondere die folgenden Effekte berücksichtigt werden:

- Ein Anstieg der Frauenerwerbsquote sowie auch eine Erhöhung des durchschnittlichen Renteneintrittsalters können die relative Knappheit des Arbeitsangebotes mindern (Lueg et al., 2003).<sup>3</sup> Allerdings wird dies alleine sicherlich nicht ausreichen, um die Auswirkungen des demographischen Wandels vollständig zu kompensieren.
- Eine alternde Gesellschaft benötigt mehr Kapital, da Kapital (IT, Maschinen, etc.) zunehmend mehr Arbeit ersetzen muss (Börsch-Supan et al., 2003). Folglich steigt auch die Nachfrage nach Realkapital, wodurch die Kapitalrendite stabilisiert wird.
- Internationale Kapitalströme helfen, die negativen Auswirkungen auf die Kapitalrendite zu mindern (Lueg et al., 2003; Börsch-Supan et al., 2003). Obwohl im Allgemeinen die Alterung der Bevölkerung ein Phänomen aller Industrieländer ist, gibt es beachtliche Unterschiede. Länder wie Frankreich, Großbritannien und die Vereinigten Staaten teilen Deutschlands Problem einer signifikanten Verringerung der arbeitenden Bevölkerung nicht im gleichen Ausmaß. Anleger aus stärker alternden Ländern können durch eine internationale Diversifikation ihrer Kapitalanlagen am höheren Wachstum und der höheren Kapitalrendite von langsamer alternden Ländern partizipieren. Folglich wird erwartet, dass Länder mit einem höheren Durchschnittsalter ihre Nettokapitalexporte in solche Länder erhöhen werden, die ein geringeres Durchschnittsalter, eine stärkere Investitionsnachfrage und eine geringere Sparkapazität aufweisen (Bräuning et al., 2002). Börsch-Supan et al. (2003) schätzen, dass dieser Diversifikationseffekt den Rückgang der Realkapitalrendite um 10 bis 20 Basispunkte vermindern wird.

Eine internationale Diversifikation, vor allem durch Kapitalanlagen in „Emerging Markets“, könnte jedoch durch eine begrenzte Aufnahmekapazität für Kapital

---

<sup>3</sup> Im Allgemeinen trifft dies auch für einen Anstieg der Einwanderung zu. Jedoch sind Migrationseffekte kaum vorhersagbar.

eingeschränkt sein. Die Gründe dafür liegen möglicherweise in einer unterentwickelten Finanzmarktinfrastruktur, einem ineffizienten Bankensektor sowie in Mängeln der Kapitalmarktaufsicht. Dieser Aspekt wird in Kapitel 6 untersucht.

Zur „Asset Meltdown“-Hypothese gibt es ebenfalls einige wichtige Gegenargumente (Lueg et al., 2003):

- Es gibt keine eindeutige empirische Evidenz für die Lebenszyklushypothese. Obwohl ein Rückgang der Sparquote über den Lebenszyklus zu beobachten ist, wird eine negative Sparquote im Ruhestand (also ein Entsparen) für Deutschland empirisch nicht bestätigt. Im Gegenteil, das Vermögen steigt sogar noch im Ruhestand an. Dies könnte sich allerdings mit einer zunehmenden Bedeutung kapitalgedeckter Rentensysteme ändern.
- Die demographische Entwicklung ist im Großen und Ganzen vorhersagbar und die Kapitalmärkte werden diese Entwicklung antizipieren. Die Verrentung der Babyboomer wird sich über einen Zeitraum von etwa 15 bis 20 Jahren hinziehen. Ein möglicher „Asset Meltdown“ ist daher weder ein plötzliches noch ein unerwartetes Ereignis. Der Kurseffekt eines potentiellen Überangebotes würde sich daher über einen langen Zeitraum ausdehnen.
- In einer offenen Volkswirtschaft mit internationalen Kapitalströmen kann ein Rückgang der inländischen Wertpapiernachfrage durch ausländische Nachfrage ersetzt werden.
- Ersparnisse für die Altersvorsorge werden nicht nur in Finanzanlagen investiert (z.B. Aktien und Anleihen), sondern zu einem großen Teil auch in Immobilien. Dieses Realkapital kann jedoch im Ruhestand „konsumiert“ werden und muss nicht sofort an jüngere Generationen verkauft werden. Dies führt zu einer Abschwächung eines möglichen „Asset Meltdown“-Effektes.
- Entsprechend dem „Dividend Discount Modell“ wird der theoretische Kurs von Aktien durch den erwarteten Wert zukünftiger Dividenden bestimmt und nicht durch die Anzahl an Personen, die anbieten und nachfragen.
- Die Entwicklung kapitalgedeckter Rentenpläne wird bis 2030 noch nicht ihren Höhepunkt erreicht haben (Börsch-Supan et al., 2003). Bis etwa 2050 wird die Anzahl der Einzahler noch größer sein als die Anzahl der Rentner, die ihr Kapital in Anspruch nehmen. Daher werden sich negative Wirkungen auf die Wertpapierkurse, die von dem Kapitalabzug der Babyboomer ausgehen können, über einen noch größeren Zeitraum verteilen.

Die Auswirkungen von alternden Gesellschaften auf Kapitalmärkte, insbesondere auf die Realkapitalrendite und die Wertpapierkurse, hängen somit von einer Vielzahl verschiedener gegenläufiger Effekte ab. Das tatsächliche Ergebnis ist daher sehr schwierig zu prognostizieren. Es gibt einige Studien, die versuchen, Vorhersagen auf Basis von Modellen mit überlappenden Generationen oder Allgemeinen Gleichgewichtsmodellen zu treffen (Börsch-Supan, 2003; McMorro and Röger, 2003; European Commission, 2002). Im Gegensatz dazu werden im Folgenden die Ergebnisse unserer Umfrage unter Finanzexperten

vorgestellt, in der zentrale Fragen über die möglichen Auswirkungen einer alternden Gesellschaft auf die Kapitalmärkte beantwortet wurden.

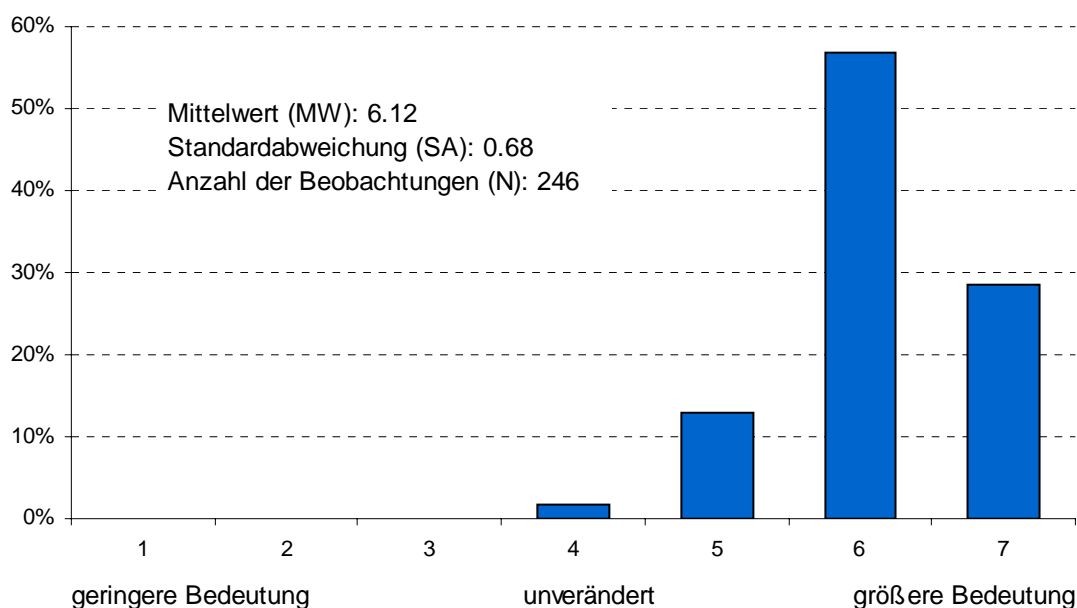
Die Ergebnisse der Umfrage sind in drei Kapiteln angeordnet. Die Antworten zu den Fragen bezüglich der Auswirkungen auf Ersparnisse und Wertpapierkurse werden in Kapitel 5 diskutiert und die Rolle der internationalen Diversifikation in Kapitel 6. Zuvor, in Kapitel 4, wird auf die zukünftige Bedeutung von Kapitalmärkten sowie spezifischer Anlageprodukte für die Altersvorsorge ausführlich eingegangen.

#### 4 ZUKÜNFTIGE ROLLE DER KAPITALMÄRKTE FÜR DIE ALTERSVORSORGE

In einer alternden Gesellschaft kann ein umlagefinanziertes Rentensystem nicht länger aufrechterhalten werden, und in der Tat hat in vielen Ländern eine Reform hin zu einem kapitalgedeckten System zumindest begonnen. Kapitalgedeckte Rentensysteme erfordern zudem höhere private Ersparnisse. Dieses Kapitel diskutiert vor allem die Frage, in welchen Anlageprodukten private Ersparnisse für die Altersvorsorge zukünftig angelegt werden.

Frage Nr. 1 untersucht zunächst, welche Rolle Kapitalmarktinvestitionen für die private Altersvorsorge in Zukunft insgesamt spielen werden. Beinahe alle befragten Finanzexperten erwarten, dass Kapitalmarktinvestitionen innerhalb der nächsten 15 Jahre wichtiger werden (siehe Abb. 1). Auf einer Skala von „1“ bis „7“, auf der „1“ eine starke Abnahme und „7“ eine starke Zunahme der Bedeutung anzeigt, geben 242 von 246 (98,4%) Experten einen Wert von „5“, „6“ oder „7“ an. Kein einziger Teilnehmer ist der Meinung, dass die Bedeutung von Kapitalmarktanlagen abnehmen wird, nur vier geben an, dass sie unverändert bleiben wird.

**Abb. 1: Erwartete Bedeutung von Kapitalmarktanlagen bei der Finanzierung der privaten Altersvorsorge (in Prozent der Befragten, Zeithorizont: 15 Jahre)**



Die zwei wichtigsten Gründe dafür sind: Erstens kann eine politische Reform die Menschen veranlassen, mehr in Kapitalmarktprodukte zu investieren. Zweitens kann das Bewusstsein

dafür geweckt werden, dass ein größerer Teil der Ersparnisse an Kapitalmärkten investiert werden muss, um die Altersvorsorge zu sichern.

Bevor die Ergebnisse über die zukünftige Bedeutung von spezifischen Anlageprodukten betrachtet werden, ist es wichtig, einen Blick auf die aktuelle Aufteilung des Anlageportfolios der privaten Haushalte zu werfen. Tabelle 2 zeigt die Anlagestruktur der Geldvermögen der privaten Haushalte im Jahr 2003.

Die größten Teile des Geldvermögens werden in Bankeinlagen (35%) und Versicherungen (25%), insbesondere Lebensversicherungen, gehalten. Danach kommen Anlagen in Investmentfonds (12%) und direkte Anlagen in Aktien und Anleihen (zusammen 17%). Eine andere wichtige Anlageform stellen Guthaben bei Bausparkassen dar, die in Tabelle 2 allerdings nicht separat ausgewiesen werden, sondern einen Teil der Kategorie „Bankeinlagen“ darstellen. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes betragen die Einlagen privater Haushalte bei Bausparkassen Ende 2003 etwa 108 Mrd. Euro.

**Tab. 2: Anlagestruktur des Geldvermögens deutscher Privathaushalte (im Jahr 2003)**

	<i>Mrd. €</i>	<i>Anteil</i>
Bankeinlagen <sup>1</sup> (kurzfristig und langfristig)	1.399	0,35
Anlagen bei Versicherungen <sup>2,3</sup>	997	0,25
Rentenwerte <sup>4</sup> (Direktanlage)	442	0,11
Aktien (Direktanlage)	231	0,06
Sonstige Beteiligungen	170	0,04
Investmentfonds	464	0,12
Ansprüche aus Pensionsrückstellungen	220	0,06
<i>Gesamte Finanzanlagen</i>	<i>3.922</i>	<i>1,00</i>

<sup>1</sup> Im In- und Ausland, sowie Guthaben bei Bausparkassen.

<sup>2</sup> Einschl. Pensionskassen und -fonds, berufsständische Versorgungswerke und Zusatzversorgungseinrichtungen.

<sup>3</sup> Einschl. sonstige Forderungen.

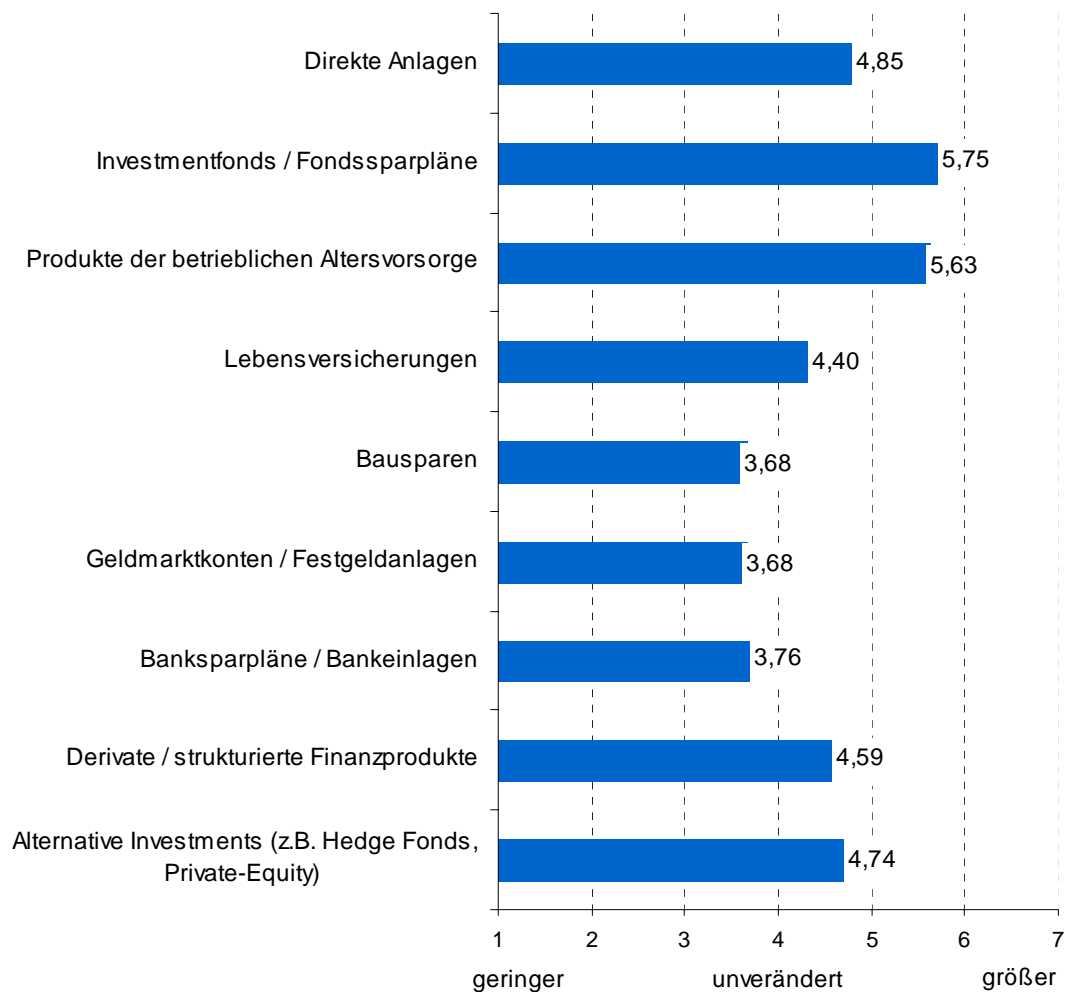
<sup>4</sup> Einschl. Geldmarktpapiere.

Quelle: Bundesbank Monatsbericht Juni 2004.

Die Beurteilung der Experten bezüglich der zukünftigen Bedeutung eines bestimmten Anlageproduktes bezieht sich auf deren relative Bedeutung innerhalb des Vorsorgeportfolios. Diese relative Einschätzung ist mit verschiedenen Entwicklungspfaden in Bezug auf die absolute Höhe der investierten Mittel vereinbar. Es ist z.B. nicht unwahrscheinlich, dass die gesamten privaten Kapitalanlagen ansteigen, mit der Folge, dass auch in diejenigen Produkte absolut mehr investiert wird, die relativ an Bedeutung verlieren.

Die Einschätzung der zukünftigen Bedeutung einzelner Produkte für die Altersvorsorge fällt sehr differenziert aus. Abbildung 2a fasst die Antworten zusammen und gibt die durchschnittliche Erwartung je Anlageprodukt wieder. Abbildung 2b zeigt dagegen die Angaben für alle sieben Antwortkategorien, wobei Kategorie „4“ jeweils eine unveränderte Bedeutung anzeigt.

**Abb. 2a: Erwartete Bedeutungsveränderung von spezifischen Anlageprodukten im privaten Altersvorsorgeportfolio (Durchschnittswerte, Zeithorizont: 15 Jahre)**

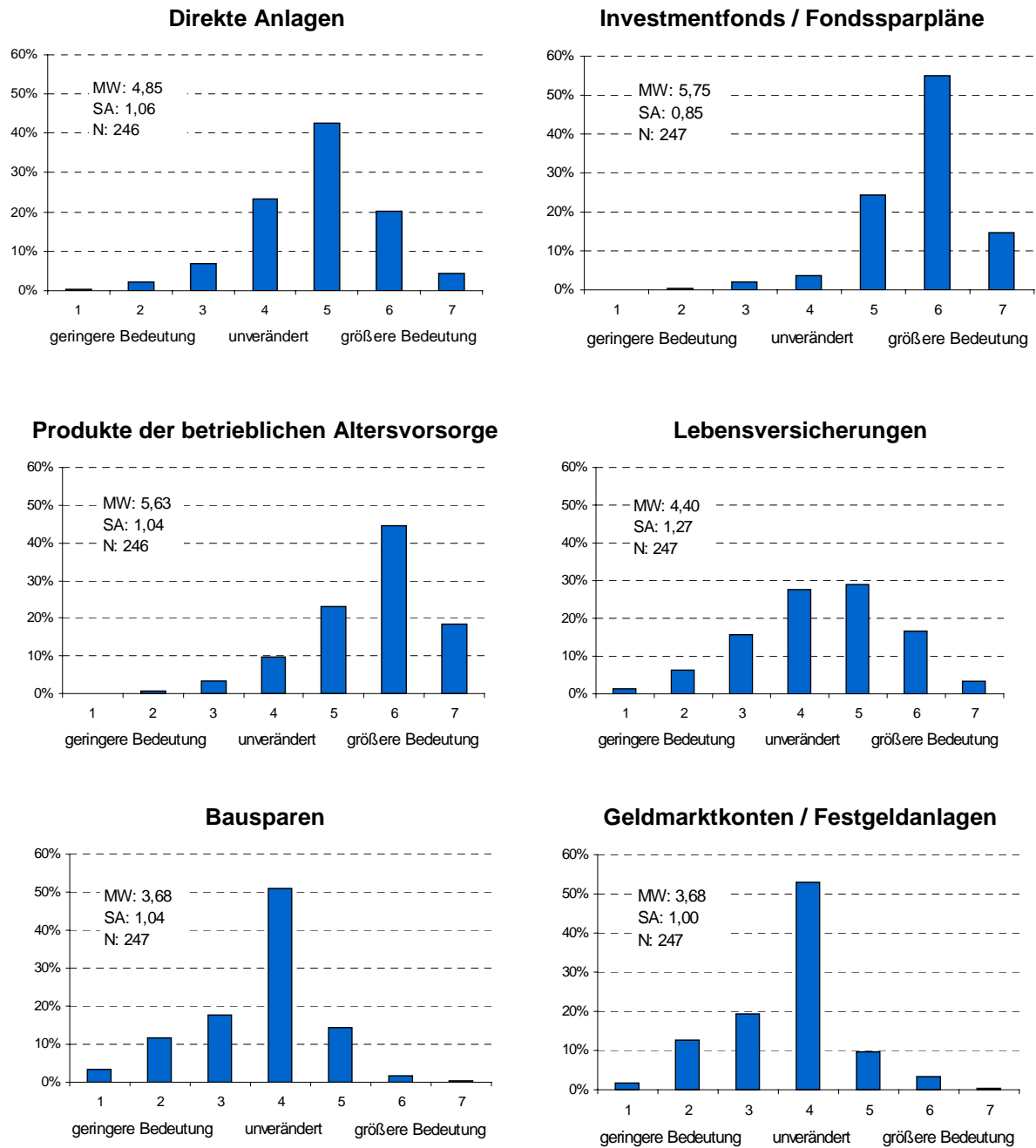


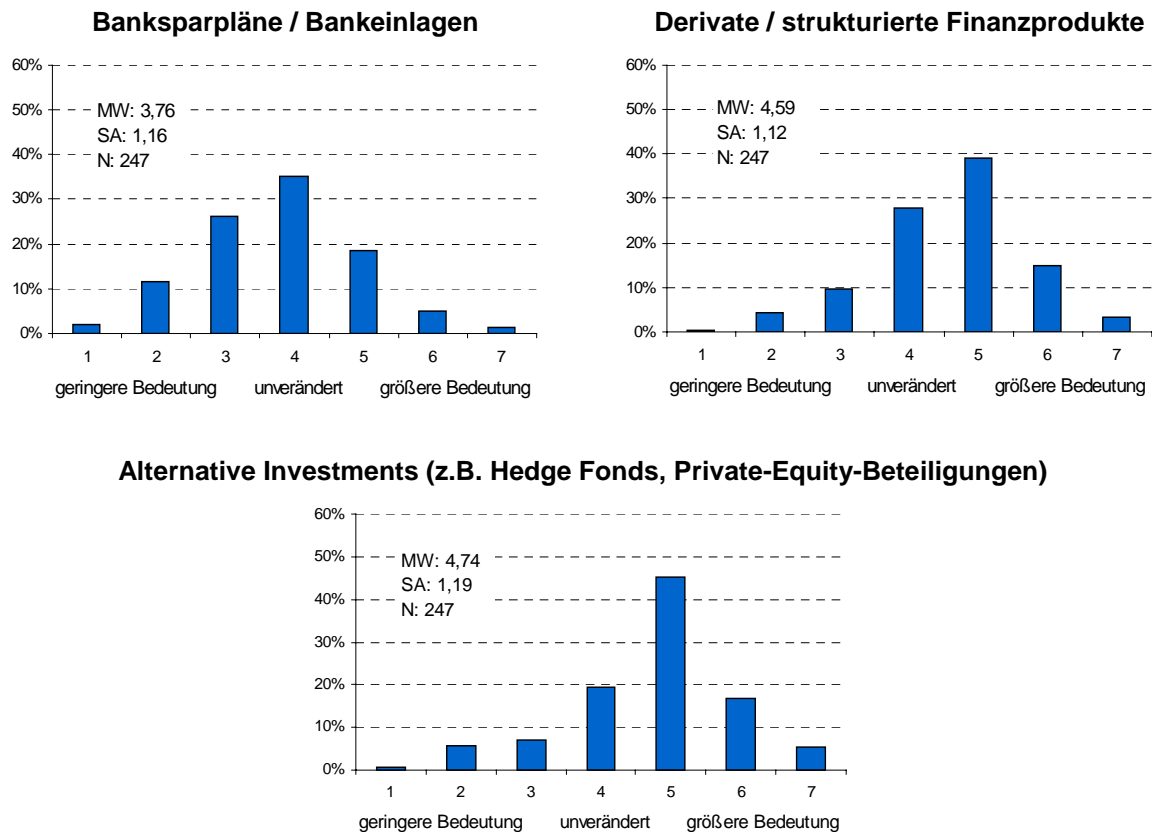
Anmerkung zu Abb. 2a:

Die Abbildung zeigt die erwarteten Veränderungen der *relativen* Bedeutung der einzelnen Anlageformen innerhalb des Altersvorsorgeportfolios, also die erwarteten Verschiebungen der jeweiligen Anteile am Gesamtportfolio. Diese *relative* Einschätzung ist mit verschiedenen Entwicklungspfaden bezüglich der *absoluten* Höhe der investierten Mittel vereinbar. Unter der wahrscheinlichen Annahme eines spürbar wachsenden Gesamtmarktes für die private Altersvorsorge dürfte auch das *absolute* Anlagevolumen aller einzelnen Anlageformen zunehmen, also auch derjenigen, die *relativ* an Bedeutung verlieren.

Dieses Szenario bedeutet beispielsweise, dass Lebensversicherungen weiterhin zu den wichtigsten Anlageprodukten gehören werden, während Anlageformen mit bislang niedrigerem Gewicht (z.B. Investmentfonds und direkte Anlagen in Aktien und Anleihen) deutlich aufholen dürften.

**Abb. 2b: Erwartete Bedeutungsveränderung von spezifischen Anlageprodukten im privaten Altersvorsorgeportfolio (in Prozent der Befragten, Zeithorizont: 15 Jahre)**



**Abb. 2b: Fortsetzung**

Die Umfrageteilnehmer erwarten, dass Investmentfonds und Fondssparpläne sowie Produkte der betrieblichen Altersvorsorge im Verhältnis zu den anderen Produkten am stärksten an Bedeutung gewinnen werden. Die Finanzexperten weisen Fonds einen Durchschnittswert von 5,75 zu (die Skala reicht von „1“ bis „7“, „1“ zeigt einen großen Verlust und „7“ einen starken Anstieg der Bedeutung an). 232 Teilnehmer (94%) vergeben dabei die Werte „5“, „6“ oder „7“. Nur sechs (2%) denken, dass die Bedeutung von Investmentfonds abnehmen wird. Hinsichtlich der Produkte der betrieblichen Altersvorsorge weisen 212 Experten (86%) einen Wert von „5“, „6“ oder „7“ zu. Nur zehn (4%) sind der Meinung, dass Produkte der betrieblichen Altersvorsorge an Bedeutung verlieren werden.

Eine zunehmende Bedeutung, obwohl nicht sehr ausgeprägt, wird auch bei direkten Anlagen in Aktien und Anleihen mit einem Durchschnittswert von 4,85, erwartet. Auch alternative Investments wie Hedge Fonds und Private-Equity-Beteiligungen (4,74), Derivate und strukturierte Finanzprodukte (4,59), sowie Lebensversicherungen (4,4) sollten leicht an Bedeutung gewinnen.

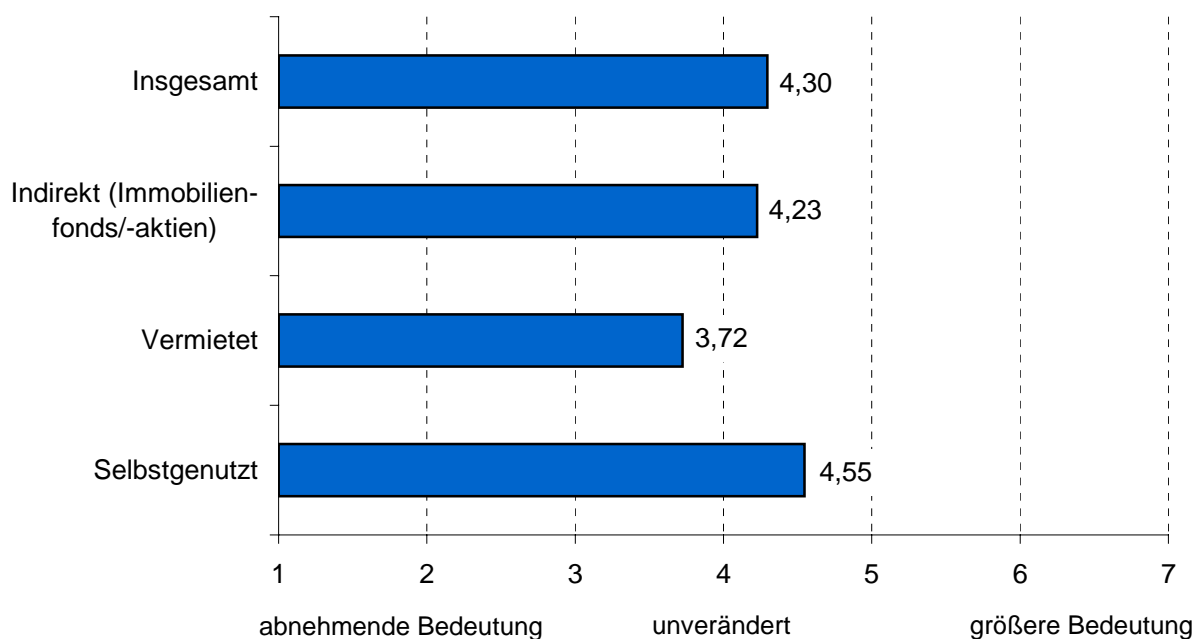
Detaillierter betrachtet zeigt sich, dass 67% von einer höheren zukünftigen Bedeutung der direkten Anlagen ausgehen, während nur 9%, einen Rückgang erwarten. Fast dieselben Werte treffen auf alternative Investments zu: 67% für eine Zunahme der Bedeutung und 14% für eine Verminderung. Den Lebensversicherungen weist ein Anteil von 23% der Befragten einen Wert niedriger als „4“ zu, d. h. 23% erwarten, dass sie zukünftig eine geringere Rolle bei der

privaten Altersvorsorge spielen werden. 28% vergeben den Wert „4“, erwarten also, dass sich die Bedeutung nicht ändert. Aber immerhin gehen 49% der befragten Finanzexperten von einer in Zukunft noch größeren Bedeutung der Lebensversicherungen aus.

Beim Bausparen zeigt der Durchschnittswert von 3,68 an, dass ein leichter Rückgang im Altersvorsorgeportfolio erwartet wird. Dies trifft auch auf Geldmarktkonten und Festgeldanlagen (3,68) sowie Banksparpläne und Bankeinlagen (3,76) zu. In Bezug auf Bausparen und Geldmarktkonten/Festgeldanlagen geht jedoch immerhin eine Mehrheit der Befragten (51% bzw. 53%) von einer gleichbleibend hohen Bedeutung aus (vgl. Tabelle 2).

Ersparnisse für die Altersvorsorge dürften auch in Zukunft nicht nur in Finanzanlagen, sondern zu einem großen Teil in Immobilien angelegt werden. Hinsichtlich der Gefahr eines potentiellen „Asset Meltdown“ hätte dies den Vorteil, dass diese Immobilien nach der Verrentung direkt für die Altersvorsorge genutzt werden können und nicht sofort an jüngere Generationen verkauft werden müssten. Die Abbildungen 3a und 3b zeigen die Beurteilung der befragten Experten hinsichtlich der zukünftigen Bedeutung von Immobilien für die Altersvorsorge.

**Abb. 3a: Erwartete Nachfrage nach Immobilien für die Altersvorsorge (Durchschnittswert der Befragten, Zeithorizont: 15 Jahre)**



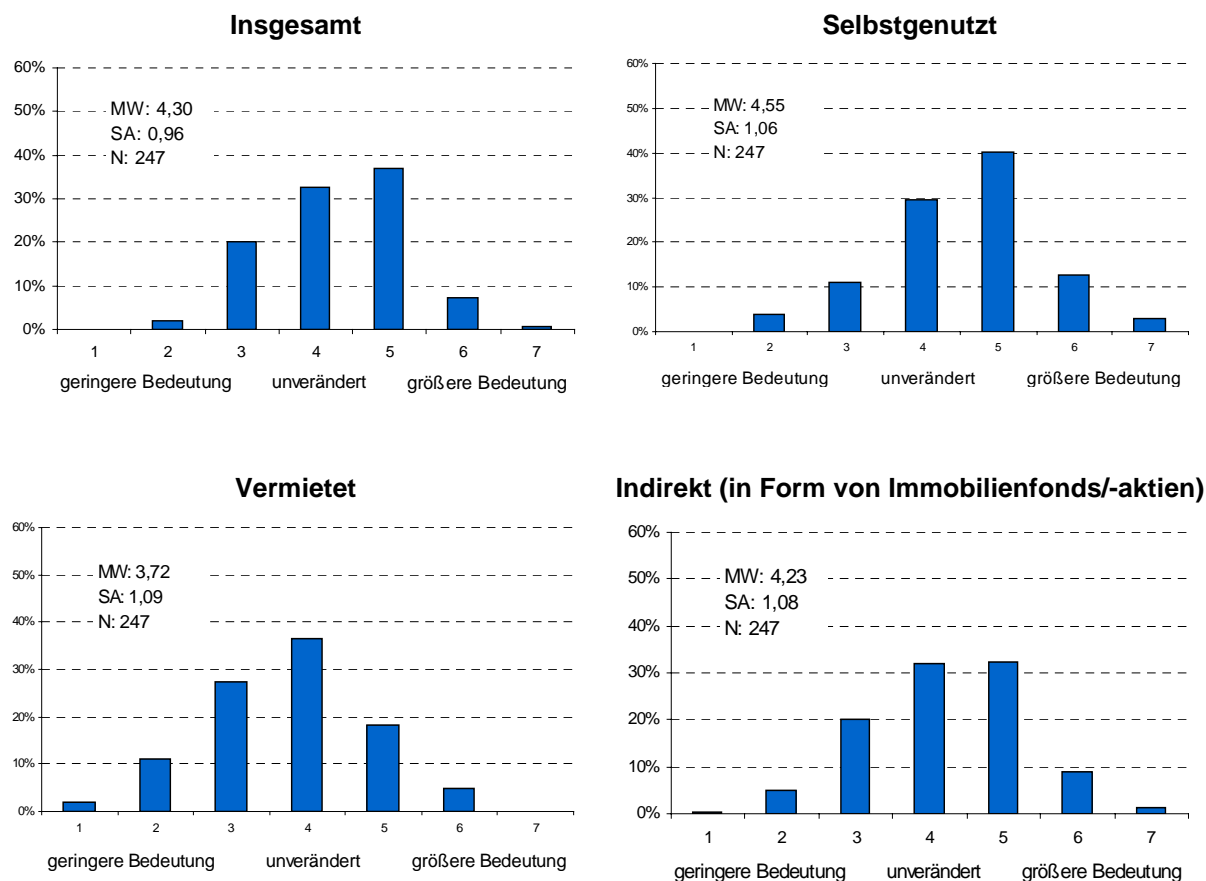
Immobilien dürften insgesamt leicht an Bedeutung gewinnen. Im Durchschnitt vergeben die befragten Experten einen Wert von 4,3. Immerhin 45% der Befragten gehen von einer zukünftig noch größeren Rolle von Immobilien aus (Kategorien „5“, „6“ oder „7“). Nur 22% vermuten, dass die Bedeutung von Immobilien abnimmt, 33% dass sie unverändert bleibt.

Wenn man zwischen selbstgenutzten, vermieteten und indirekten Immobilienanlagen (z. B. Immobilienfonds/ -beteiligungen) differenziert, ergibt sich das folgende Bild: Während die Experten der Meinung sind, dass selbstgenutzte Immobilien und indirekte Immobilienanlagen



an relativer Bedeutung gewinnen werden (Durchschnittswerte von 4,55 bzw. 4,23), erwarten sie, dass die Bedeutung von vermieteten Immobilien relativ abnehmen wird (3,72).

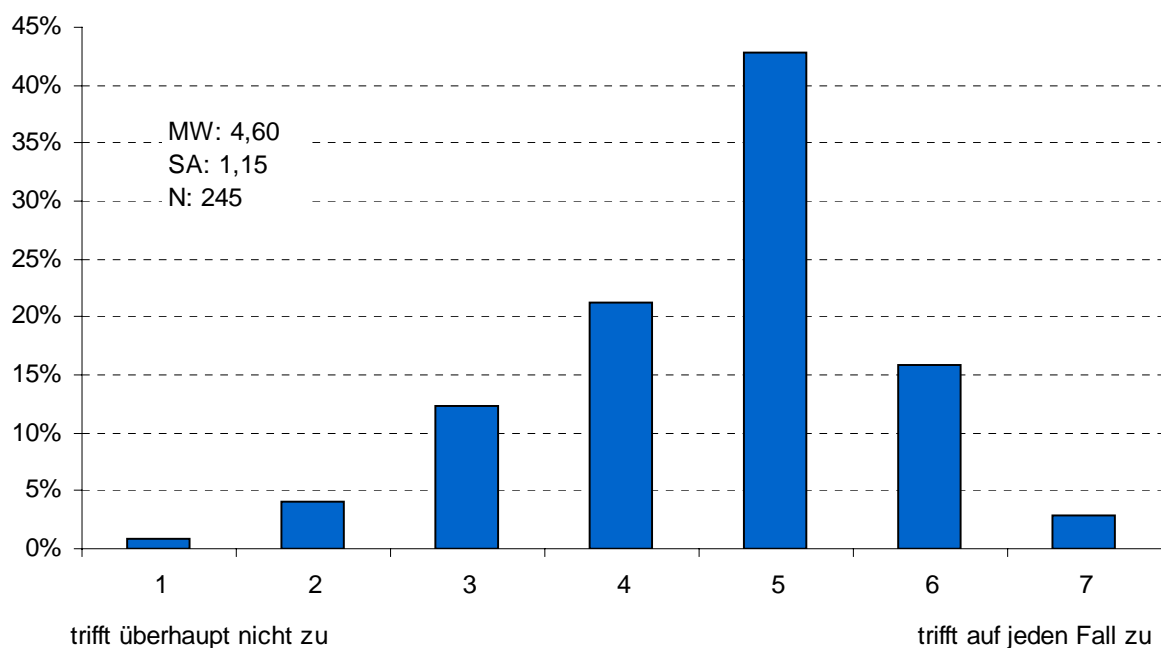
**Abb. 3b: Erwartete Nachfrage nach Immobilien für die Altersvorsorge (in Prozent der Befragten, Zeithorizont: 15 Jahre)**



Häufig wird angeführt, dass das Bewusstsein für ein angemessenes Risiko-Ertrags-Verhältnis heute sehr viel stärker hervortritt als in der Vergangenheit (Bulthaupt et al., 2001). Eine Folge davon könnte sein, dass die privaten Haushalte und insbesondere jüngere Anleger eher in Aktien und Anleihen als z. B. in Sparkonten investieren. Wir befragten die Finanzexperten, ob es in Zukunft eine Zunahme von Anlagen in risikoreiche Kapitalmarktsegmente aufgrund höherer Renditeerfordernisse für die Altersvorsorge geben wird (Abbildung 4). Die Skala zu dieser Frage reicht von „1“ bis „7“, wobei „1“ anzeigt, dass diese Aussage überhaupt nicht zutrifft, und „7“, dass sie auf jeden Fall zutrifft. Im Durchschnitt vergeben die befragten Experten einen Wert von 4,6, d.h. sie erwarten, dass Anlagen, die sowohl risiko-, als auch chancenreicher sind, leicht an Bedeutung gewinnen werden. 62% der Befragten ordnen einen Wert von „5“, „6“ oder „7“ zu, d.h. sind der Meinung, dass die in der Frage genannte Aussage zutreffend ist. Diese 62% gehen somit davon aus, dass in zunehmendem Maße Kapitalanlagen in Marktsegmenten mit höherem Risiko getätigt werden. Nur 17% denken, dass das Gegenteil der Fall sein wird.

Diese Antworten passen recht gut zu den bei Frage 2 (vgl. Abbildung 2) gemachten Angaben hinsichtlich der erwarteten zukünftigen Bedeutung bestimmter Anlageprodukte. Einerseits wird vermutet, dass relativ risikoreiche Produkte wie Derivate und alternative Investments (z.B. Hedge Fonds und Private-Equity-Beteiligungen) an Bedeutung gewinnen werden. Aber auch diversifizierte Produkte wie Investmentfonds/Fondssparpläne sowie Lebensversicherungen, die alle ein höheres Risiko-Ertrags-Verhältnis als z.B. Sparkonten besitzen, sollten in Zukunft an Bedeutung gewinnen. Auf der anderen Seite dürften risikoarme Anlage mit eher geringem Ertragspotential wie Spareinlagen bei Banken, Geldmarktkonten und Bausparguthaben in Zukunft einen leicht geringeren Portfolioanteil aufweisen.

**Abb. 4: Werden aufgrund höherer Renditeerfordernisse vermehrt Anlagen in risiko-, aber auch chancenreicheren Kapitalmarktsegmenten durchgeführt? (in Prozent der Befragten, Zeithorizont: 15 Jahre)**



Insgesamt ergeben sich aus den Antworten die folgenden Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Anlagen für die Altersvorsorge:

- Das Bewusstsein für ein angemessenes Risiko-Ertrags-Verhältnis dürfte stärker hervortreten als in der Vergangenheit.
- Anlageprodukte mit geringem Risiko, wie Bausparen, Geldmarktkonten und Festgeldanlagen sowie Bankspargpläne und Bankeinlagen dürften relativ an Bedeutung verlieren.
- Investmentfonds und Fondssparpläne sowie Produkte der betrieblichen Altersvorsorge, die zwar ein höheres Risiko aufweisen, aber wohldiversifiziert sind, dürften am stärksten an Bedeutung gewinnen.
- Aber auch bei hoch riskanten Anlagen wie Derivaten und Hedge Fonds wird eine Steigerung des Anteils am Altersvorsorgeportfolio erwartet.

Zusammenfassend sprechen diese Ergebnisse für eine stärkere Diversifikation des Altersvorsorgeportfolios. Bisher schon bedeutende Altersvorsorgeprodukte wie beispielsweise Lebensversicherungen werden weiter an Bedeutung gewinnen bzw. könnten wie im Fall von Bausparplänen unter der Annahme eines spürbar wachsenden Gesamtanlagevolumens absolute Zuwächse in der Höhe der investierten Mittel erfahren. Diese etablierten Produkte werden aber in Zukunft stärker ergänzt durch risikoorientiertere Produkte, wie z.B. Investmentfonds oder direkte Kapitalmarktanlagen in Aktien und Anleihen.

## **5 DEMOGRAPHISCHER WANDEL UND KAPITALMARKTRENDITE**

Für die Abschätzung der Auswirkungen des demographischen Wandels auf die Kapitalmarkttrendite und die Wertpapierkurse ist die zukünftige Entwicklung der Ersparnisse der privaten Haushalte von entscheidender Bedeutung. Wie in Kapitel 2 ausgeführt, wird entsprechend der Lebenszyklushypothese erwartet, dass Ersparnisse im Ruhestand nicht nur abnehmen, sondern dass sie sogar negativ werden (Entsparen). In diesem Fall wird das während des Erwerbslebens akkumulierte Vermögen für die Lebenshaltung im Alter verbraucht.

Für Deutschland kann ein solches Verhalten bislang empirisch nicht bestätigt werden. Im Gegenteil steigen die Ersparnisse im Ruhestand sogar weiter an. Dies könnte sich durch einen Wechsel vom staatlichen umlagefinanzierten Rentensystem zu einer mehr privaten Altersvorsorge allerdings ändern. Denn in der Phase des Ruhestands werden vermutlich Vermögensanlagen aufgelöst oder zumindest die Ersparnisse deutlich verringert werden müssen, um den Lebensstandard zu erhalten.

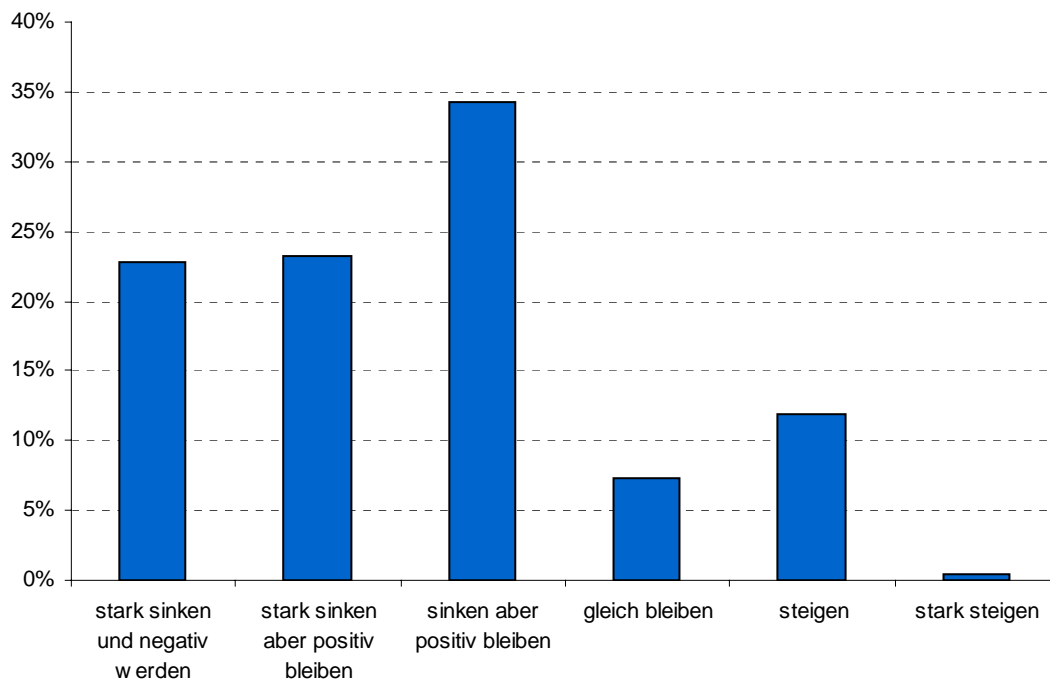
Abbildung 5 gibt die Ergebnisse der Frage über die erwartete Entwicklung der Sparquote im Ruhestand wieder.

Die überwältigende Mehrheit der Befragten (197 von 245, also etwa 80%) erwartet, dass die Sparquote im Ruhestand in Zukunft fallen wird. Nur etwa 12% gehen von einer noch weiter steigenden Sparquote aus, etwa 7% erwarten keine Veränderung. Von denjenigen Experten, die eine Abnahme erwarten, sind mehr als 70% (etwa 58% aller Befragten) der Meinung, dass die Sparquote positiv bleiben wird. 56 Experten oder etwas 23% aller Befragten erwarten ein entsparendes Verhalten im Ruhestand, also eine negative Sparquote.

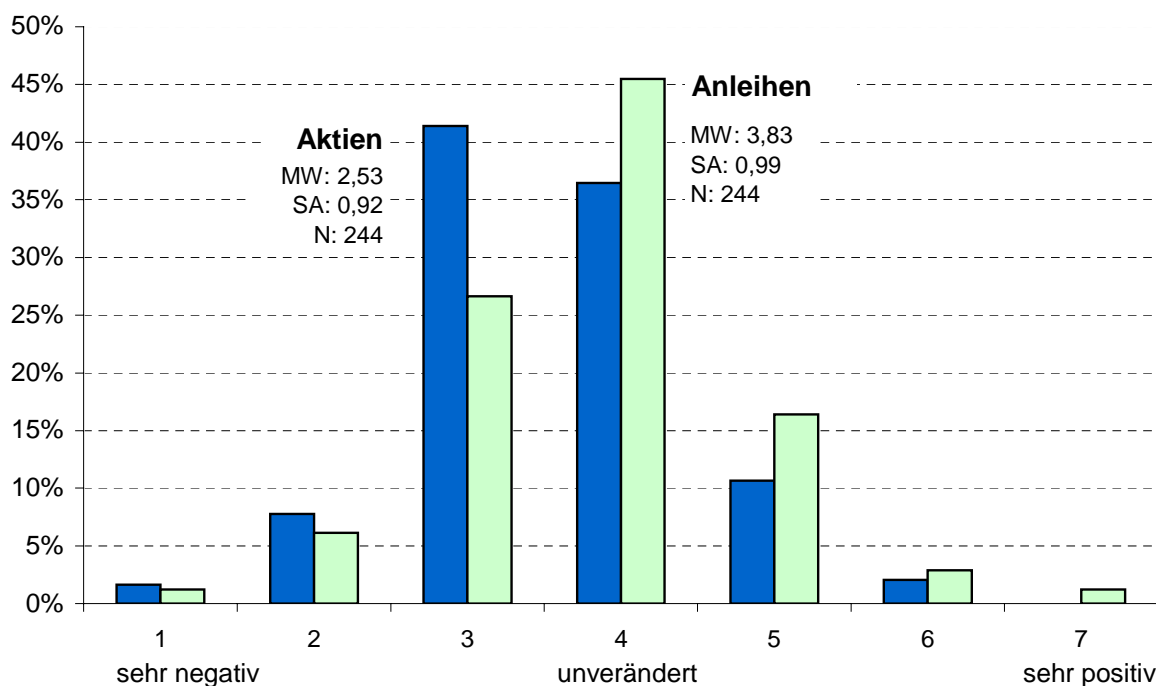
Insgesamt geht die überwiegende Mehrheit der Befragten davon aus, dass die Sparquote zwar abnehmen, aber noch positiv bleiben wird. Ein entsparendes Verhalten der zukünftigen Rentner wird somit von den meisten der Befragten ausgeschlossen.

Wie in Kapitel 3 diskutiert, wird häufig argumentiert, dass eine starke Abnahme der Ersparnisse und ein Abzug von Finanzanlagen im Verlauf der Verrentung der Babyboomer zu einem „Asset-Meltdown“ führen könnte. Abbildung 6 zeigt die Erwartungen der befragten Experten hinsichtlich der Konsequenzen der Veränderung der Sparquote bezüglich der Wertpapierkurse auf dem Höhepunkt der demographischen Krise, also ungefähr im Jahr 2030.

**Abb. 5: Erwartete Entwicklung der durchschnittlichen Sparquote im Ruhestand (in Prozent der Befragten)**



**Abb. 6: Erwartete Auswirkung der Veränderung der Sparquote auf die Wertpapierkurse auf dem Höhepunkt der demographischen Krise (in Prozent der Befragten)**



Insgesamt erwarten die Finanzmarktexperten keinen starken „Asset-Meltdown“-Effekt. Gleichwohl rechnen sie für den Aktienmarkt mit negativen Rückwirkungen. Im Durchschnitt geben die Befragten einen Wert von 2,5 für den Aktienmarkt und von 3,83 für den Anleihemarkt an. Die dabei zugrundegelegte Skala reicht von „1“ bis „7“, wobei „1“ einen

sehr negativen und „7“ einen sehr positiven Effekt auf die Kurse bedeutet. Während für die Anleihen somit im Durchschnitt von nahezu unveränderten Kursen ausgegangen wird, sollte sich der Rückgang der Sparquote jedoch negativ auf die Aktienkurse auswirken.

Etwa die Hälfte der befragten Experten (51%) rechnet mit einem negativen Effekt auf die Aktienkurse und antwortet mit einer der Kategorien „1“, „2“ oder „3“. Allerdings wird von dieser Gruppe auch nur ein relativ geringer negativer Kurseffekt erwartet. Nur etwa 13% rechnen dagegen mit einem positiven Effekt. Etwa 36% sind der Meinung, dass es im Verlauf der Verrentung der Babyboomer und einer Abnahme der Sparquote weder einen negativen noch einen positiven Effekt geben wird.

Hinsichtlich der Anleihemärkte gehen die meisten der Experten (46%) von unveränderten Kursen aus. 34% rechnen mit einem negativen und 20% mit einem positiven Effekt. Dies bedeutet, dass auch die langfristigen Zinsen nur wenig beeinflusst werden.

Da die Risikoaversion aber mit zunehmendem Alter tendenziell ansteigt, dürfte das Portfolio von Rentnern relativ mehr Anleihen als Aktien enthalten. Wenn Rentner Wertgegenstände abziehen, um einen Teil ihres Vermögens für Konsum auszugeben, sollte somit die Nachfrage nach Anleihen stärker abnehmen als die Nachfrage nach Aktien. Somit würde man erwarten, dass der negative Kurseffekt am Anleihemarkt stärker ausfallen wird als am Aktienmarkt. Jedoch sind langfristige Zinssätze international relativ stark korreliert und daher sollten die zu erwartenden Auswirkungen auf die langfristigen Zinsen eines einzelnen Währungsgebietes eher gering sein.

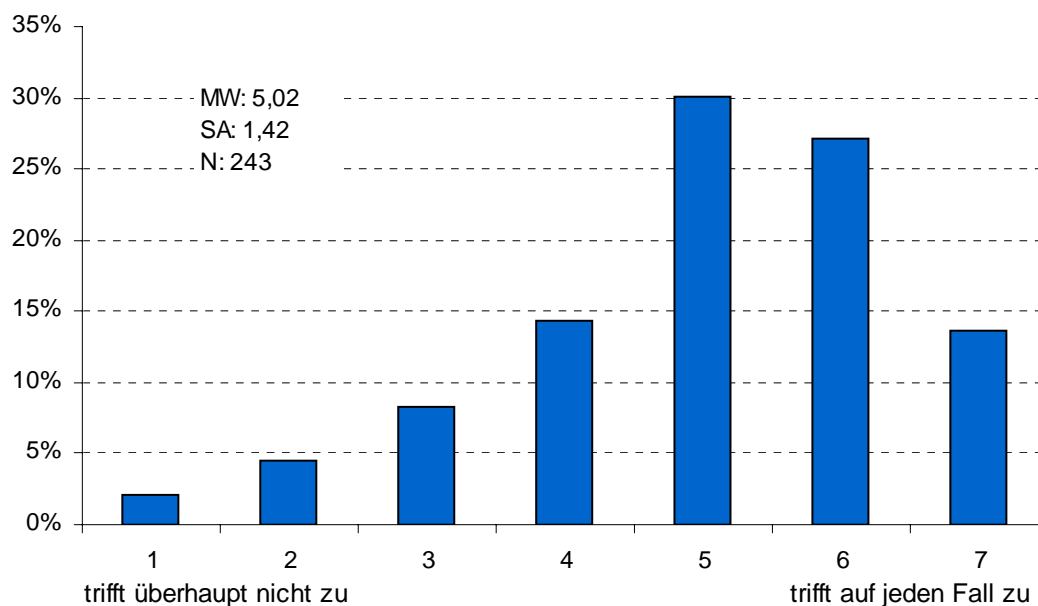
Bei Aktienmärkten ist hingegen der internationale Zusammenhang weniger stark ausgeprägt, was auch daran liegen dürfte, dass viele Anleger heimische Aktien bevorzugen (so genannter „home bias“). Daher dürfte der Abzug von Finanzanlagen durch die in Rente gehende Babyboomer-Generation besonders bei Aktien zu einem Kursrückgang führen.

Insgesamt zeigt sich somit, dass die Erwartungen der Finanzexperten keine Bestätigung für einen dramatischen „Asset-Meltdown“ liefern.

## **6 INTERNATIONALE DIVERSIFIKATION**

In Kapitel 3 wurde dargestellt, dass internationale Kapitalströme helfen können, negative Folgen einer alternden Gesellschaft auf die Kapitalmärkte abzumildern. Zum einen kann der Rückgang der Realkapitalrendite, der durch eine Veränderung des relativen Angebots an Arbeit und Kapital verursacht wird, abgeschwächt werden. Der Grund dafür ist, dass Anleger in stark alternden Ländern vom Wachstum und den höheren (Real-) Kapitalrenditen in langsamer alternden Ländern profitieren können. Zum zweiten kann in einer offenen Volkswirtschaft mit internationalen Kapitalströmen ein Überangebot an Finanzanlagen durch ausländische Nachfrage absorbiert werden. Dadurch kann ein potentieller „Asset Meltdown“ aufgrund des Abzugs von Vermögen der Babyboomer nach deren Pensionierung verhindert werden.

**Abb. 7: Können mögliche negative Effekte auf die Kapitalmarkttrenditen durch eine stärkere internationale Diversifikation abgeschwächt werden? (in Prozent der Befragten)**



**Abb. 8: Werden sich Anleger tatsächlich verstärkt für internationale Kapitalanlagen entscheiden? (in Prozent der Befragten)**

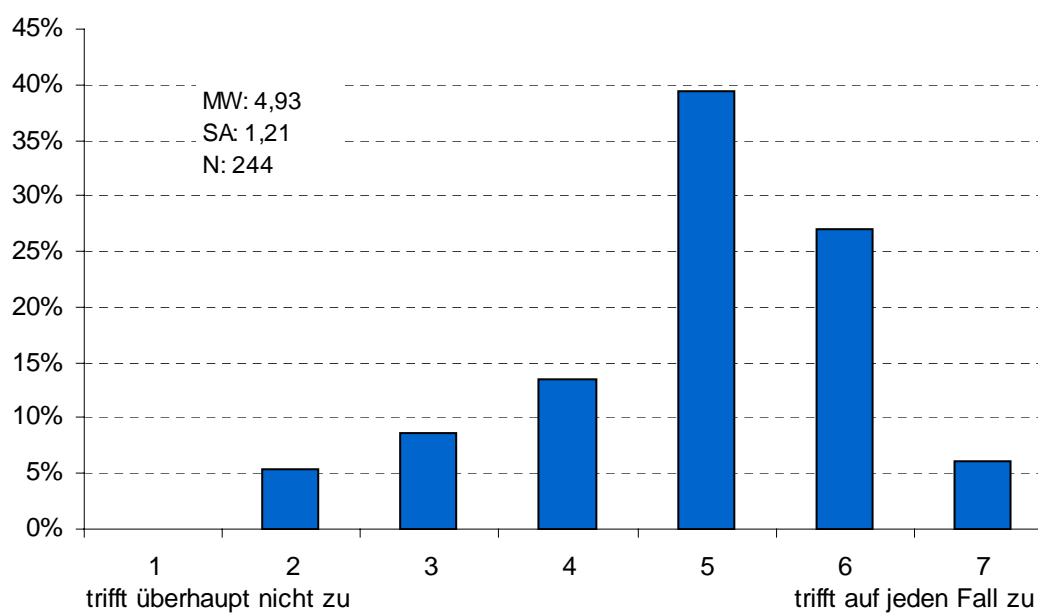


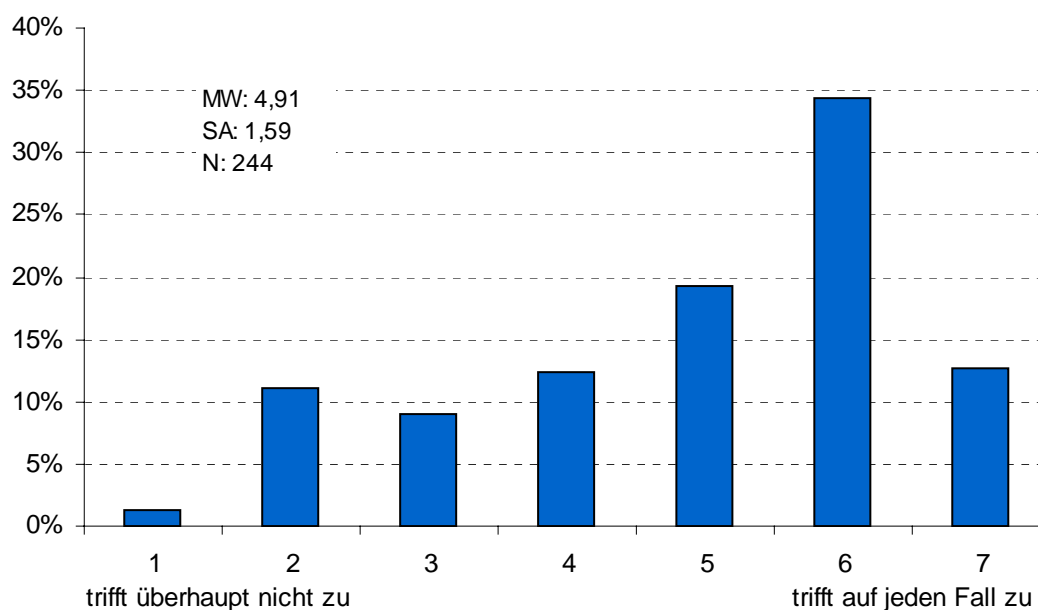
Abbildung 7 zeigt die Antworten auf die Frage, ob negative Effekte alternder Gesellschaften durch internationale Diversifikation abgeschwächt werden können. Beinahe drei Viertel der Befragten (etwa 71%) sind überzeugt, dass internationale Diversifikation hilfreich sein kann (und antworten mit einer der Kategorien „5“, „6“ oder „7“). Nur etwa 15% sind der Meinung, dass internationale Diversifikation kein Mittel ist, die negativen Auswirkungen alternder Gesellschaften abzumildern. Etwa 14% sind unentschieden.

Es verbleibt natürlich die Frage, ob die Anleger tatsächlich in größerem Maße die Möglichkeit internationaler Diversifikation nutzen werden, denn bislang zeigt sich noch ein ausgeprägter „home bias“ bei den Kapitalanlagen. Abbildung 8 gibt die Antworten auf diese Frage wieder, wobei es sehr interessant ist, dass die Antworten auf die Fragen 7 und 8 sehr ähnlich ausfallen.

Etwa 73% glauben, dass die privaten Anleger ihre Finanzinvestitionen für die Altersvorsorge tatsächlich international diversifizieren werden. Nur etwa 14% erwarten nicht, dass Anleger internationale Diversifikation nutzen werden; etwa 13% sind unentschieden.

Als Gegenargument zu einer stärkeren internationalen Diversifikation wird angeführt, dass vor allem in den „Emerging Markets“ nur eine sehr begrenzte Aufnahmefähigkeit für ausländisches Finanzkapital vorhanden ist. Gründe dafür könnten zum Beispiel in einer unterentwickelten Finanzmarktinfrastruktur, einem relativ ineffizienten Bankensektor sowie einer schlecht funktionierenden Finanzmarktaufsicht liegen. Die Antworten der Finanzexperten bestätigen zum Teil diese Einschätzung (siehe Abbildung 9).

**Abb. 9: Internationale Diversifikation wird in potentiellen Anlageländern durch einen noch unterentwickelten rechtlichen und regulatorischen Rahmen eingeschränkt (in Prozent der Befragten)**



Im Durchschnitt vergeben die Finanzexperten einen Wert von 4,91 auf einer von „1“ bis „7“ reichenden Skala, auf der eine „1“ anzeigt, dass die in der Frage formulierte Einschätzung überhaupt nicht zutrifft und „7“, dass sie auf jeden Fall zutrifft. Etwa 66% sind der Meinung, dass eine unterentwickelte Finanzmarktinfrastruktur Diversifikation in „Emerging Markets“ behindert (d.h. sie vergeben einen Wert von „5“, „6“ oder „7“). Dabei geben die meisten der Umfrageteilnehmer (84 von 244) den sehr hohen Wert von „6“ an. Nur etwa 21% denken, dass eine unterentwickelte Finanzmarktinfrastruktur kein Problem darstellt bzw. dass die Infrastruktur ausreichend entwickelt ist. Etwa 12% sind unentschieden.

Die inhaltlich anknüpfende Frage ist nun, in welche Regionen und Länder das Finanzkapital tatsächlich fließen wird. Die Befragten konnten zwischen folgenden Angaben wählen: „-1“ = Rückgang des Anteils am zukünftigen Vorsorgeportfolios, „0“ = unveränderter Anteil und „+1“ = Erhöhung des Anteils. Im ersten Teil von Frage 10 stehen als Regionen Industrieländer, „Emerging Markets“ und Entwicklungsländer zur Verfügung. Im zweiten Teil der Frage werden die einzelnen Regionen und Ländern weiter differenziert und unterteilt in: West-Europa, Mittel- und Ost-Europa, Nordamerika, Südamerika, Japan, Australien, China, Asien (außer Japan und China) und Afrika. Abbildung 10a zeigt die Durchschnittswerte der Antworten für die einzelnen Regionen und Länder. Abbildung 10b gibt die jeweiligen Verteilungen der Antworten nach Antwortkategorien wieder.

Die Antworten der befragten Experten bestätigen die Erwartung, dass die Anleger für die Altersvorsorge vermehrt in langsamer alternden Ländern und Regionen investieren werden und dadurch die Rendite-Risiko-Relation ihres Portfolios zu verbessern suchen.

Es wird prognostiziert, dass insbesondere der Anteil der „Emerging Markets“ am zukünftigen Vorsorgeportfolio stark ansteigen wird (Durchschnittswert von 0,85). Die Antworten sind hier sehr klar: 87% rechnen mit einem Anstieg, 11% mit keiner Veränderung, und nur 2% mit einer Abnahme des Anteils. Bezüglich der Entwicklungsländer erwarten die meisten Experten (56%), dass der Anteil am Portfolio unverändert bleiben wird. 30% gehen von einem Anstieg aus und 14% von einer Abnahme, was zu einem Durchschnittswert von 0,17 führt. Bei den Industrieländern wird ein Rückgang des Portfolioanteils erwartet; der durchschnittliche Antwortwert beträgt -0,26. Dabei sind 49% der Meinung, dass der Anteil abnehmen, 23% dass er steigen und 27% dass er unverändert bleiben wird.

Wenn man die Regionen und Länder differenzierter betrachtet, dann ergibt sich das folgende, ebenfalls eindeutige Bild: Die Befragten erwarten einen großen Anstieg des Portfolioanteils von Mittel- und Ost-Europa (Durchschnittswert von 0,85), China (0,88) sowie Asien (ex Japan und China) (0,76). Hinsichtlich dieser Regionen/Länder antworteten 90% (im Falle Asiens 80%) der befragten Experten mit „+1“, d.h. sie sind der Meinung, dass diese Regionen/Länder von einem Anstieg der internationalen Diversifikation der Anlagen für die Altersvorsorge eindeutig gewinnen werden. Die Gründe dafür sind höchstwahrscheinlich darin zu sehen, dass in diesen Ländern das Problem einer alternden Bevölkerung weit weniger bedeutsam sein wird als in den meisten der westeuropäischen Länder. Bei China, Asien und Mittel- und Osteuropa handelt es sich außerdem um die am stärksten wachsenden Volkswirtschaften der Welt, was zu relativ hohen langfristigen Kursgewinnen am Aktienmarkt führen sollte.

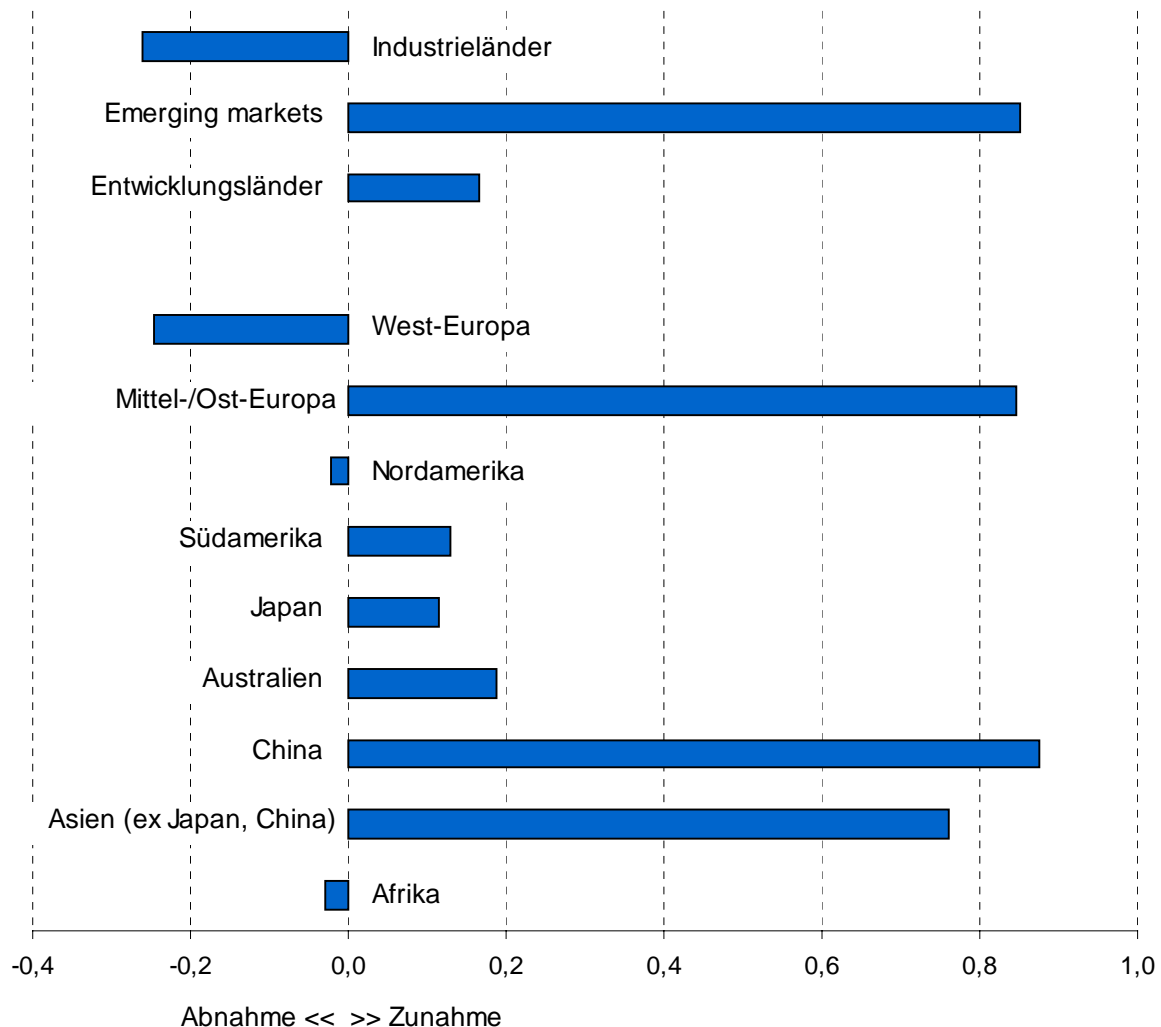
Die einzige Region, bei der erwartet wird, dass sie an Gewicht verlieren wird, ist West-Europa (Durchschnittswert von -0,25). 46% der Befragten vergeben den Wert „-1“, 33% den Wert „0“ und 21% den Wert „+1“. In Anbetracht der alternden Gesellschaften West-Europas ist diese Vorhersage nicht überraschend.

Für Nordamerika erwarten die Befragten im Durchschnitt einen unveränderten Portfolioanteil (-0,02), und dies trotz der Tatsache, dass die Bevölkerung in Nordamerika ebenfalls ein



Alterungsproblem hat. 40% vergeben den Wert „0“ und jeweils etwa 30% den Wert „-1“ bzw. „+1“. Der US-Kapitalmarkt wird wahrscheinlich als weltweit zu bedeutend angesehen, um signifikante Verluste auf Grund demographischer Veränderungen erwarten zu lassen.

**Abb. 10a: Veränderung der Anteile verschiedener Regionen am Portfolio für Altersvorsorge (Saldo\*)**

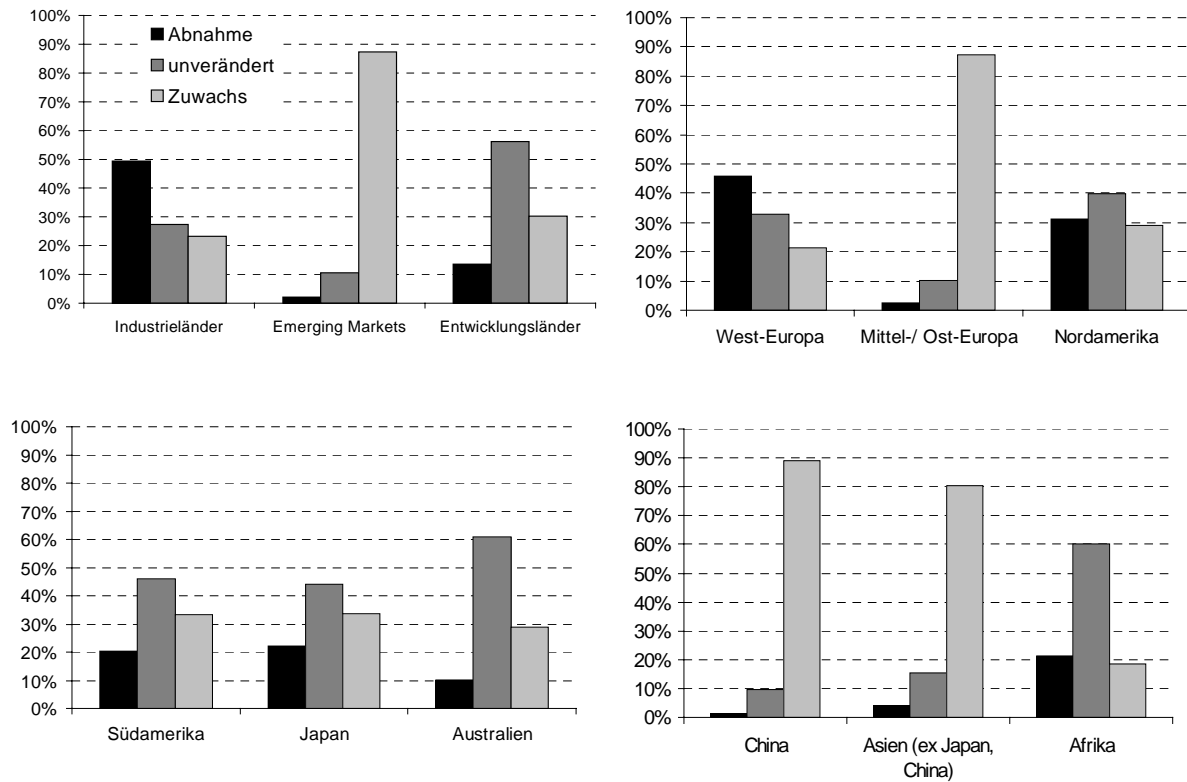


\* Saldo = Differenz zwischen dem Anteil der Befragten, der eine Steigerung erwartet, und dem Anteil, der eine Abnahme erwartet.

Japan wird im Durchschnitt ein Wert von 0,12 gegeben, was einen leichten Anstieg des Portfoliogewichtes bedeutet. Etwa 45% vermuten, dass das Gewicht unverändert bleiben wird, 34% erwarten einen Anstieg, und 22% eine Abnahme des Anteils am Vorsorgeportfolio. Dies ist eher überraschend angesichts des ernstesten Alterungsproblems in Japan. Fast dieselben Werte treffen auch auf Südamerika zu.

Hinsichtlich Australien und Afrika rechnet eine Mehrheit von etwa 60% damit, dass der Portfolioanteil unverändert bleibt. Für Afrika mag das Thema einer unterentwickelten Finanzmarktinfrastruktur trotz einer langsamen Alterung der Gesellschaft dafür entscheidend sein.

**Abb. 10b: Veränderung der Anteile verschiedener Regionen am Altersvorsorgeportfolio (in Prozent der Befragten)**



## LITERATURVERZEICHNIS

- Börsch-Supan, A., Ludwig, A. und J. Winter (2003), Ageing, the German rate of return and global capital markets, Deutsche Bank Research, Current Issues – Demography Special, 4. Dezember 2003, Frankfurt.
- Bulthaupt, F. et al. (2001), Die Märkte für Altersvorsorgeprodukte in Europa, Dresdner Bank, Trends Spezial, 22. Juni 2001, Frankfurt.
- Bräuninger, D., Gräf, B., Gruber, K., Neuhaus, M. und S. Schneider (2002), The demographic challenge, Deutsche Bank Research, 6. September 2002, Frankfurt.
- Economist (2003a), Work longer, have more babies, *The Economist*, 25. September.
- Economist (2003b), The crumbling pillars of old age, *The Economist*, 25. September.
- European Commission (2002), Economic and financial market consequences of ageing populations, Chapter 4 in European Economy No.6, 171-210, Büssel.
- Heigl, A. und M. Katheder (2001), Age Wave – Zur Demographieanfälligkeit con Aktienmärkten, HypoVereinsbank, Policy Brief 4, 26. April 2001, München.
- Lueg, T., Ruprecht, W. und M. Wolgast (2003), Altersvorsorge und demographischer Wandel: Kein Vorteil für das Kapitaldeckungsverfahren?, GDV, 31 März 2003, Berlin.
- McMorrow, K. und W. Röger (2003), Economic and financial market consequences of ageing populations, European Commission, Economic Papers No.182, April 2003, Brüssel.
- Westerheide, Peter (2002), *Politikansätze zur Förderung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge*, Bertelsmann Vorsorgestudien Bd. 2, Gütersloh.

## ANHANG: FRAGEBOGEN

Sehr geehrte(r) Frau/Herr [Name],

wir würden uns sehr freuen, wenn Sie in diesem Monat einige zusätzliche Fragen beantworten würden. Diese Zusatzbefragung ist Bestandteil des ZEW-Forschungsprojektes „*Kapitalmärkte und Demographie*“. Als kleinen Anreiz werden wir unter den Teilnehmern an dieser Befragung einen kostenlosen Besuch von zwei ZEW-Weiterbildungsseminaren verlosen.\*

Selbstverständlich werden ihre Angaben streng vertraulich behandelt. Die Erfassung der Daten erfolgt nur in anonymisierter Form.

Bei Rückfragen stehen Ihnen gerne Dr. Michael Schröder (E-Mail: [schroeder@zew.de](mailto:schroeder@zew.de), Tel.: 0621/1235-140) und Martin Schüler (E-Mail: [schueler@zew.de](mailto:schueler@zew.de), Tel.: 0621/1235-148) zur Verfügung.

Vielen Dank für Ihre Teilnahme!

### Hintergrund

In vielen Industrieländern steigt das Durchschnittsalter der Bevölkerung und dieser demographische Wandel ist für die nächsten Jahrzehnte unumkehrbar. Diese Entwicklung hat massive sozialpolitische Auswirkungen. In Deutschland wie auch in anderen Ländern wurde eine teilweise Verlagerung der Alterssicherung auf kapitalgedeckte Systeme eingeleitet. Diese Reformen wie auch der demographische Wandel an sich haben Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Dieser Zusammenhang zwischen Demographie und Kapitalmärkte ist Gegenstand des Fragebogens.

Im Folgenden möchten wir Sie nach ihrer **Einschätzung** über die voraussichtliche Entwicklung an den Kapitalmärkten befragen. Falls nicht anders angegeben, unterstellen wir einen **Zeithorizont von etwa 15 Jahren**.

**Wir bitten um Rücksendung des Fragebogens  
per Fax (0621/1235-223) bis spätestens Freitag, den 18.06.2004.**

---

\* Die beiden Sieger der Auslosung können kostenlos an einem ZEW-Weiterbildungsseminar des Seminarprogramms 2004/05 teilnehmen. Die Reisekosten müssen von den Teilnehmern selbst getragen werden. Der Rechtsweg ist ausgeschlossen.

**1) Welche Rolle im Vergleich zu heute werden Kapitalmarktanlagen in Zukunft bei der Finanzierung der privaten Altersvorsorge spielen?**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**2) Wie werden sich die folgenden Anlageformen und -produkte im Einzelnen in ihrer Bedeutung entwickeln?**

**a) Direkte Anlage** an Kapitalmärkten (wie Aktien und Anleihen)

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**b) Investmentfonds und Fondssparpläne**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**c) Produkte und Durchführungswege der Betriebliche Altersvorsorge**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**d) Lebensversicherungen**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**e) Bausparen**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**f) Geldmarktkonten und Festgeldanlagen**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**g) Banksparpläne/Bankeinlagen**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**h) Derivate und strukturierte Finanzprodukte**

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**i) Alternative Investments** (wie Hedge Fonds und Private-Equity-Beteiligungen)

viel geringere Bedeutung			unverändert			viel größere Bedeutung
1	2	3	4	5	6	7

**3) Wie wird sich die Nachfrage nach Immobilien für die Altersvorsorge entwickeln?****a) Selbstgenutzt**

stark sinken			unverändert			stark steigen
1	2	3	4	5	6	7

**b) Vermietet**

stark sinken			unverändert			stark steigen
1	2	3	4	5	6	7

**c) Indirekt (in Form von Immobilienfonds/-aktien)**

stark sinken			unverändert			stark steigen
1	2	3	4	5	6	7

**d) Insgesamt**

stark sinken			unverändert			stark steigen
1	2	3	4	5	6	7

**4) Werden aufgrund höherer Renditeerfordernisse vermehrt Anlagen in risiko-, aber auch chancenreicheren Kapitalmarktsegmenten durchgeführt werden?**

trifft überhaupt nicht zu						trifft auf jeden Fall zu
1	2	3	4	5	6	7

**5) In der ökonomischen Theorie wird in der Regel folgender Verlauf der Sparquote im Lebenszyklus angenommen: In jungen Jahren ist die Sparquote zunächst negativ; danach steigt sie allmählich an, um mit Eintritt ins Rentenalter wieder zu sinken und negativ zu werden („Entsparen“). Im Moment ist in Deutschland eine negative Sparquote im Rentenalter jedoch im Durchschnitt nicht zu beobachten. **Wie glauben Sie, dass sich in Zukunft die durchschnittliche Sparquote im Alter entwickeln wird?****

stark sinken und negativ werden	stark sinken aber positiv bleiben	sinken aber positiv bleiben	gleich bleiben	steigen	stark steigen
1	2	3	4	5	6

**6) Wie schätzen Sie, ausgehend von der Entwicklung unter 5), die Kurseffekte auf den Kapitalmärkten auf dem Höhepunkt der demographischen Krise (ab etwa dem Jahr 2030) ein?****a) Aktienmärkte**

sehr negativ						sehr positiv
1	2	3	4	5	6	7

**b) Anleihemärkte**

sehr negativ						sehr positiv
1	2	3	4	5	6	7

**7) Können mögliche negative Effekte auf die Kapitalmarktrenditen durch eine stärkere internationale Diversifikation abgeschwächt werden?**

trifft überhaupt nicht zu						trifft auf jeden Fall zu
1	2	3	4	5	6	7

**8) Glauben Sie, dass ein noch unterentwickelter rechtlicher und regulatorischer Rahmen in potenziellen Anlageländern eine internationale Diversifikation einschränkt?**

trifft überhaupt nicht zu trifft auf jeden Fall zu

1            2            3            4            5            6            7

**9) Werden sich die Anleger tatsächlich verstärkt für internationale Kapitalanlagen entscheiden?**

trifft überhaupt nicht zu trifft auf jeden Fall zu

1            2            3            4            5            6            7

**10) Wie werden sich dabei die Anteile der folgenden Kapitalmärkte im Portfolio entwickeln (Abnahme: -, unverändert: 0, Zuwachs: +)?**

Industrieländer \_\_\_ Emerging Markets \_\_\_ Entwicklungsländer \_\_\_

-----

West-Europa \_\_\_ Mittel-/Ost-Europa \_\_\_ Nordamerika \_\_\_ Südamerika \_\_\_

Japan \_\_\_ Australien \_\_\_ China \_\_\_ Asien (ex Japan, China) \_\_\_ Afrika \_\_\_