

## Die Kapitalschmelze bleibt aus

### Experten: Folgen eines altersbedingten Bevölkerungsrückgangs für die Kapitalmarktrenditen sind gering

Die Folgen einer schrumpfenden Bevölkerung für die Renditen an den Kapitalmärkten werden weniger drastisch sein als in der Öffentlichkeit bislang angenommen. Das ist das Ergebnis einer Umfrage, die das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung im Auftrag der Allianz unter rund 300 Finanzanalysten durchgeführt hat. Im Durchschnitt erwarten diese für die kommenden 30 Jahre, daß die Renditen von Anleihen von einem Rückgang der Bevölkerung fast gar nicht betroffen sein werden. (...)

"Die Risiken einer kapitaldeckenden Altersvorsorge mit Blick auf die demographischen Veränderungen der kommenden 20 Jahre sind gering und kontrollierbar", faßt Michael Heise, Chefvolkswirt der Allianz, das wichtigste Umfrageresultat zusammen.

Hintergrund der Umfrage ist die Angst vor einem demographisch bedingten sogenannten "Asset meltdown", einem durch die alternde Gesellschaft bedingten Abschmelzen der Kapitalmarktrenditen. Dahinter steht zunächst die Überlegung, daß bei einer sinkenden Bevölkerung Arbeit im Vergleich zu Kapital knapper wird - damit müßte auch der relative Preis des Kapitals, die Rendite, sinken. Hinzu kommt nach Befürwortern dieser These der Effekt, daß immer mehr Rentnern, die ihre Kapitalersparnisse auflösen, um daraus ihre Rente zu beziehen, immer weniger Sparer gegenüberstehen, die dieses Angebot an Kapital aufnehmen können - mit dem Resultat, daß bei steigendem Angebot und sinkender Nachfrage die Renditen zusätzlich fallen müssen.

Doch Experten halten dieser Befürchtung mehrere Einwände entgegen: Solange die Weltbevölkerung als Ganzes wachse, könne der Effekt einer schrumpfenden Bevölkerung auf den deutschen Kapitalmarkt durch Kapitalex- und -importe abgefedert werden. Der relativen Knappheit von Arbeit gegenüber Kapital könne auch beispielsweise durch eine Erhöhung der Frauenerwerbsquote begegnet werden, die in Deutschland unter dem international üblichen Maß liege. (...)

Auch die Hypothese von einem größeren Kapitalangebot durch entsparende Senioren ist zumindest empirisch in der Bundesrepublik nicht belegt, die deutschen Rentner weisen immer noch eine positive Sparquote auf. Hinzu könnte der Umstand kommen, daß immer mehr Menschen auch in Immobilien sparen, die sie dann im Alter selbst nutzen, womit sich das Kapitalangebot der Rentnergeneration weiter reduziert - das wäre dann im wahrsten Sinne des Wortes eine Betonrente. Allerdings erwarten 80 Prozent der Experten in der ZEW-Umfrage aber, daß die Sparquote im Ruhestand in Zukunft fallen wird; sie rechnen aber mehrheitlich nicht damit, daß Senioren in Zukunft eine negative Sparquote haben werden. Hinter dem Abfall der Sparquote im Alter steht dann vor allem die zunehmende Bedeutung kapitalgedeckter Altersvorsorgeschemen, was zwangsweise zu größeren Entsparquoten führen dürfte.

Die Einschätzung der Experten deckt sich mit den Forschungsergebnissen des Mannheimer Ökonoms Axel Börsch-Supan: Er hat in Simulationen herausgefunden, daß die gesamtwirtschaftliche Kapitalrendite im EU-Raum bis 2035 rein demographiebedingt um rund einen Prozentpunkt fallen wird. Eine breitere Diversifizierung in den OECD-Raum könnte nach Schätzungen Börsch-Supans den demographiebedingten Rückgang um rund 20 Basispunkte dämpfen. Eine der wohl wichtigsten Erkenntnisse aus der Beschäftigung mit dem "Asset meltdown"-Effekt: Diversifizierung tut not.

Die Umlaufrendite festverzinslicher Einlagen könnte laut Börsch-Supan in den kommenden 25 Jahren von real 4,1 auf 2,8 Prozent fallen; die Rendite sicherer Einlagen ohne Kurs- und Zinsrisiko könnte von real 3,8 auf 1,8 Prozent fallen. Die Risikoprämie für Aktien könnte Börsch-Supan zufolge zwischenzeitlich um 70 Basispunkte steigen. Auch mit Blick auf den Umstand, daß ein solcher "Asset meltdown" sich über einen Zeitraum von mehr als 20 Jahren zieht und die Kapitalmärkte dies antizipieren werden, folgert Börsch-Supan: "Das Gespenst kann im Schrank verschwinden."

Diese Ergebnisse Börsch-Supans gelten allerdings nur für den Fall, daß die Risikoeinschätzung der Anleger sich in den kommenden Jahren nicht ändern wird - doch genau das wird den vom ZEW befragten Experten zufolge der Fall sein: Die Anleger werden ihrer Einschätzung nach zunehmend risikofreudiger werden. So werden Derivate und Alternative Investments sowie Fonds nach Ansicht der Experten als Anlageklasse an Bedeutung gewinnen, während Spareinlagen, Geldmarktkonten sowie Bausparguthaben ihrer Meinung nach in Zukunft keine so große Rolle mehr in den Vermögensplanungen privater Anleger spielen dürften. Zudem werden die Anleger ihrer Meinung nach verstärkt in Länder mit positiver Demographie investieren, vor allem in Schwellenländer, Mittel- und Osteuropa sowie China und Asien.

Den vollständigen Artikel finden Sie in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 16.09.2004.