

HypoVereinsbank
Volkswirtschaft
KVV 03
Am Tucherpark 16
80311 München
Fax 089/378-25379
Verantwortlich:
Dr. Thomas Hueck

26.04.2001

Das Alterssicherungssystem in Deutschland soll um kapitalgedeckte Elemente ergänzt und somit zukunftssicher gemacht werden. Zwar ist das allein schon wegen der Risikodiversifizierung ein Schritt in die richtige Richtung, die Kapitaldeckung ist gegenüber demographischen Risiken aber nicht vollkommen resistent.

In den kommenden Dekaden wird das Verhältnis potenzieller Sparer zu Entsparern immer schlechter ("Age Wave"). Zunächst überlagert zwar der Nachholeffekt einer neuen Aktienkultur die Wirkungen der Age Wave. Läuft dieser aber aus, geraten die Aktienkurse aufgrund der zu erwartenden Netto-Auflösung von Vermögensbeständen unter Druck.

Als Ausweg wird oftmals eine demographische Arbitrage in die Emerging Markets genannt. Dem spricht allerdings entgegen, dass diese Märkte das potenzielle Kapitalvolumen kaum absorbieren können. Konsequenz wäre eine gezielte Anlage in Branchen, die von der Alterung profitieren oder die Bildung von Realkapital in Form von Immobilien.

Dr. Andreas Heigl, 089/378-21552, e-mail andreas.heigl@hypovereinsbank.de
Martin Katheder

Leben Sie. Wir kümmern uns um die Details.

HypoVereinsbank

I. DEMOGRAPHISCHE ALTERUNG: EINE GEFAHR FÜR KAPITALGEDECKTE ALTERSSICHERUNGSSYSTEME?

Deutschland ist gerade dabei, sein Alterssicherungssystem um kapitalgedeckte Elemente zu ergänzen. Damit soll die gesetzliche Rentenversicherung für die sich abzeichnende demographische Alterung fit gemacht werden. Dies ist allein schon Gründen der Risikodiversifizierung ein richtiger Schritt. Doch auch die Kapitaldeckung ist gegenüber demographischen Risiken nicht vollkommen resistent. Denn so wie sich im Umlageverfahren das Verhältnis von Beitragszahlern zu Leistungsempfängern verschlechtert, verändert sich bei der Kapitaldeckung das Verhältnis von Sparern zu Gunsten von Entsparern.

Triebfeder für die aktuelle Reform der Alterssicherung ist die ungünstige Bevölkerungsstruktur in Deutschland. In den nächsten Jahrzehnten wird unabhängig von künftigen Geburtenzahlen oder Zuwanderungen die Bevölkerung stark altern (vgl. Policy Briefs 6/2000 und 14/2000). Die geburtenstarken Jahrgänge der 50er und 60er Jahre werden ab dem Jahr 2015 ein zunehmendes Rentner-eintrittspotenzial bilden. Setzen sich heute durchschnittlich nur 900.000 Personen pro Jahr zur Ruhe, werden es zwischen 2020 und 2030 über 1,3 Mio sein.

In der vorliegenden Studie wird gezeigt,

1. dass die Aktienmärkte im Zuge der demographischen Alterung ähnlichen Risiken ausgesetzt sind wie umlagefinanzierte Alterssicherungssysteme und
2. dass eine breite internationale Streuung des Anlagekapitals, z.B. durch Investitionen in die demographisch noch jungen Volkswirtschaften der Emerging Markets ("demographische Arbitrage") diese Risiken nur unzureichend reduzieren kann.

Die Betonung kapitalgedeckter Elemente in alternen Gesellschaften scheint auf den ersten Blick hoch plausibel: Derzeitig sind die Renditen von Kapitalanlagen dem Umlageverfahren weitaus überlegen. Ferner erlaubt die Einführung privater kapitalgedeckter Elemente in die Altersvorsorge eine auf die individuellen Bedürfnisse abgestimmte Ab-

sicherung des Lebensstandards im Ruhestand.¹ Exemplarisch liegt der Fokus dieser Studie auf den Aktienmärkten, weil diese gerade während des Aufbaus der kapitalgedeckten Altersvorsorge als hauptsächliches Anlageziel gelten dürften.

II. DEMOGRAPHIE UND SPARTÄTIGKEIT

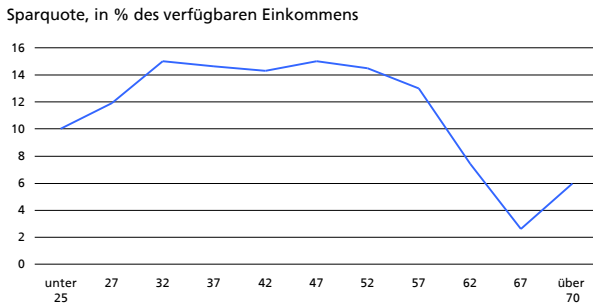
Neben konjunkturellen Zyklen werden die Aktienmärkte auf längere Sicht von Verhaltensänderungen der Anleger und der demographischen Entwicklung beeinflusst. Die Altersstufen, in denen die Gelegenheit zu vermehrter Spartätigkeit besteht, sind relativ eindeutig identifizierbar. Trotz der offensichtlichen Systematik der Spartätigkeit über den Lebenszyklus sind mögliche Auswirkungen der Demographie an den Finanzmärkten jedoch nur unter großen Unsicherheiten abzuschätzen.

Leider hilft kein Blick in die Geschichte, da die Welle der "Baby Boomer", die sich seit nunmehr 45 Jahren durch die Alterspyramide unserer Gesellschaft schiebt, ein bislang einmaliges Ereignis ist. Dennoch bietet das klassische Sparprofil eines Individuums über seinen gesamten Lebenszyklus einen ersten Ansatzpunkt. Nach der empirisch gut abgesicherten Lebenszyklushypothese dient das Sparen vordringlich der Glättung des Konsums über die Lebenszeit. Insbesondere wird auf Konsum in der Erwerbsphase verzichtet, um Einkommensbestandteile in die Ruhestandsphase zu verlagern und den über das Berufsleben hinweg aufgebauten Lebensstandard im Alter zu sichern. Demnach sind altersspezifische Sparquoten zu erwarten, die mit zunehmendem Alter und Verdienst sukzessive ansteigen, in der Hauptideerphase und Sparphase einen Höhepunkt erreichen, um mit näher rückendem Verrrentungsalter wieder abzunehmen. Bei reiner Eigenvorsorge wären im Ruhestand negative Sparquoten (Entsparen, Vermögensabbau) zu erwarten, auch wenn weitere Spar motive wie Vorsicht oder Vererbung diesen Zusammenhang verzerren können. Der empirische

¹ In der aktuellen Rentenreform in Deutschland kommt dies zum Ausdruck. Geplant ist die Einführung einer teilweisen Kapitaldeckung, deren Ansparung auf freiwilliger Basis individuell gestaltet werden kann, wobei diese Vorsorgeaufwendungen bis zu gewissen Höchstbeträgen steuerlich begünstigt werden sollen.

Befund stimmt mit dieser Hypothese im Großen und Ganzen überein. Die Sparneigung der Deutschen nimmt mit zunehmendem Alter deutlich ab, ohne allerdings negativ zu werden (vgl. Grafik).

LEBENSSPARPROFIL IN DEUTSCHLAND 1998



Quelle: EVS 1998, eigene Berechnungen

DIE AGE WAVE

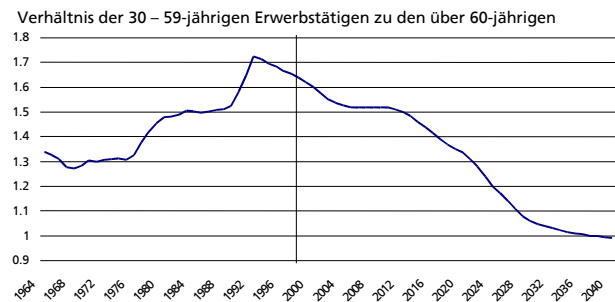
Wie lässt sich nun die Wirkung des Lebenssparprofils auf die Aktienmärkte operationalisieren? In einem ersten Schritt bietet sich an, Altersklassen entsprechend ihrer Sparneigung abzugrenzen. Den vorliegenden empirischen Untersuchungen zufolge sparen die Deutschen im Lebensabschnitt zwischen 30 und 59 Altersjahren am meisten. Um diesen Befund zu akzentuieren, definieren wir den "Sparer" als 30- bis 59-jährigen Erwerbstätigen. Denn in der Regel erlaubt nur ein eigenes Erwerbseinkommen genügend Spielraum für Spartätigkeit.²

Unten stehende Grafik zeigt die Entwicklung des Verhältnisses von potenziellen Sparern und Entsparern in Deutschland seit Mitte der 60er Jahre. Die optische Ähnlichkeit mit einer Welle drängt als Terminus technicus die "Age Wave" auf. Ihr Verlauf lässt sich folgendermaßen beschreiben: Der erste markante Anstieg der Age Wave ist Mitte der 70er Jahre zu verzeichnen. Die Ursachen dafür sind vielfältig: Der Anteil der über 60-jährigen verringerte sich, weil die Geburtenausfälle des Ersten Weltkriegs und die Gefallenen des Zweiten Weltkriegs den Altersquotienten verringerten. Die geburtenstarken Jahrgänge der 30er Jahre befanden sich damals in den Altersstufen mit der höchsten Erwerbsbeteiligung und erhöhten damit den Zähler. Hinzu kommt noch der starke Anstieg der

² Die Erwerbsquote in diesem Altersabschnitt beträgt insgesamt nur etwa 80%.

Frauenerwerbstätigkeit während der 70er Jahre. Der zweite starke Anstieg der Age Wave ist ab Mitte der 80er Jahre zu erkennen, als die ersten Baby-Boomer die untere Altersgrenze von 30 Jahren durchbrachen und die Zahl der Erwerbspersonen stark ansteigen ließen. 1990 bewirkte die Wiedervereinigung einen Sondereffekt, weil die Erwerbsbeteiligung der Frauen in den Neuen Ländern deutlich über derjenigen in den Alten Ländern liegt.

DIE AGE WAVE



ab 1990 Gesamtdeutschland

Quelle: Statistisches Bundesamt, IAB, eigene Berechnungen

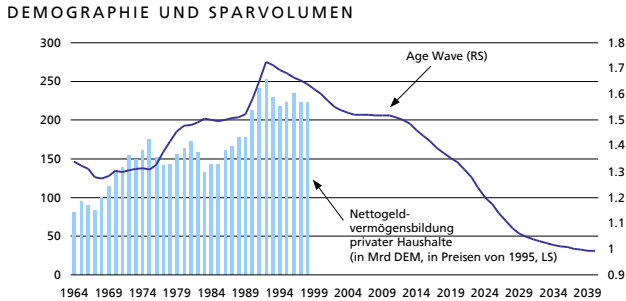
In den nächsten vier Dekaden wird die Age Wave deutlich abebben. Kommen heute noch 1,7 Sparer auf einen Entsparer, so wird sich das Verhältnis bis zum Jahr 2040 ausgleichen. Unseren Annahmen liegt zugrunde, dass durch eine stark steigende Erwerbsbeteiligung der Frauen und eine kontinuierliche jährliche Zuwanderung von netto 200.000 Personen die Zahl der Sparer im Vergleich zu pessimistischeren Annahmen bei anderen Prognosen sogar relativ hoch bleiben würde. Gleichzeitig wurde von uns nur eine moderate Zunahme der Lebenserwartung unterstellt (Anstieg um 1 Jahr pro Dekade). Wir haben also durchweg eine konservative Schätzung zugrunde gelegt. Trotzdem zeigt die Entwicklung der Age Wave von heute ab in eine eindeutige Richtung: nämlich nach unten.

3

III. DIE WIRKUNG DER AGE WAVE AUF DIE AKTIENMÄRKTE

In einem nächsten Schritt soll überprüft werden, ob ein Zusammenhang zwischen der Age Wave und der privaten Vermögensbildung besteht. Wie die folgende Grafik verdeutlicht, erhöhte sich in dem Maße, wie die geburtenstarken Jahrgänge in ihre

Haupterwerbs- und Sparphase eingetreten sind, sukzessive die reale Nettogeldvermögensbildung der privaten Haushalte, also der Betrag, der nach Berücksichtigung von Inflation und Verschuldung ihr Geldvermögen tatsächlich mehrt.



Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, IAB, eigene Berechnungen

Es zeigt sich spätestens seit Mitte der 70er Jahre ein positiver Zusammenhang zwischen der Age Wave und dem Sparvolumen, auch wenn konjunkturelle Einflüsse den Trend phasenweise überlagern. Insgesamt beträgt der Korrelationskoeffizient für die Vergangenheit 0,86! Vor diesem Hintergrund zeichnet sich bereits in den nächsten Jahren zumindest eine langsamere Zunahme des privaten Sparvolumens ab.³

Durchläuft eine alternde Gesellschaft in Analogie zur Lebenszyklustheorie des Sparens einen Demographiezyklus für Preise von Finanzmarkttitlen, in welchem dem Boom der Aktienkurse im Zuge des Vorsorgesparens der Kollaps der Märkte im Falle der Auflösung und des Konsums der angesammelten Mittel folgt? Derartige Zyklen würden sich wohl in erster Linie am Aktienmarkt niedergeschlagen. Aufgrund der überlegenen Rendite wird nämlich die Aktie beim Aufbau der Altersvorsorge eine prominente Rolle spielen. Die mit ihr verbundenen Risiken sind insbesondere in jungen Jahren wenig bedeutsam. Mit steigendem Alter dagegen wird die Absicherung gegenüber Kursausschlägen immer wichtiger.

³ Vgl. dazu auch Miles, D.: "Modelling the Impact of Demographic Change upon the Economy." The Economic Journal 109 (1999), S. 1-36. Seine Simulationsrechnungen für die EU ergeben, dass sich demographisch bedingt die Sparquote bis 2030 in etwa halbieren wird.

Die sukzessive Umschichtung der Aktienbestände in festverzinsliche Wertpapiere und Geldmarktanlagen mit steigendem Lebensalter würde diesem Bedürfnis entsprechen. In der Folge käme der Aktienmarkt bereits vor dem Konsum der Mittel unter Druck.

Der Zusammenhang zwischen Altersstruktur und Aktienrenditen wird insbesondere in den USA kontrovers diskutiert.⁴ Die Verfechter einer Demographieabhängigkeit der Aktienmärkte verweisen dabei auf die wichtige Rolle, die die Aktienanlage für die Altersvorsorge der Baby Boomer Generation spielt. Die Hälfte der Bevölkerung ist in Aktien investiert und rein statistisch besitzt jeder US-Amerikaner ein Investmentfondsvermögen von umgerechnet 50.000 DEM.

DEUTSCHLAND: NACHHOLEFFEKTE ÜBERLAGERN AGE WAVE...

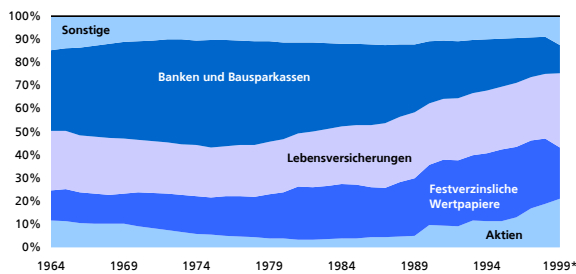
Im Gegensatz zu den USA hat Deutschland in puncto Kapitalmarktkultur weiterhin Nachholbedarf. Ein Deutscher hält im Schnitt gerade einmal 6.800 DEM in Investmentfonds, nur ca. 19% der über 14-jährigen halten direkt oder indirekt Aktien. Seit Mitte der Neunziger Jahre sind hierzulande aber Änderungen im Vorsorge- und Anlageverhalten zu beobachten. Das zusätzliche Sparvolumen fließt zunehmend in Wertpapieranlagen, und hier vorzugsweise in Aktien und Investmentfonds (vgl. Grafik auf folgender Seite). 1999 betrug ihr Anteil an der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte bereits 21%. Damit flossen etwa 86 Mrd DEM direkt oder indirekt in Aktien.

Diese Tendenz wird durch Kohorteneffekte verstärkt. Spätere Geburtsjahrgänge sind aufgeschlossener gegenüber renditeträchtigen, aber vergleichsweise risikoreichen Wertpapieranlagen als frühere. In naher Zukunft wird es für junge Erwerbstätige ganz selbstverständlich sein, einen Großteil der Altersvorsorge durch Aktiensparen zu bestreiten.

⁴ Vgl. Yardeni, E.: "Age Wave is Still Bullish for Stocks." Topical Study #51 (2000); <http://www.yardeni.com> und Poterba, J.M.: "Population Age Structure and Asset Returns: An Empirical Investigation." NBER Working Paper 6774 (1998)

AKTIEN HOLEN AUF

Anteil verschiedener Anlageformen am langfristigen Geldvermögen privater Haushalte



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

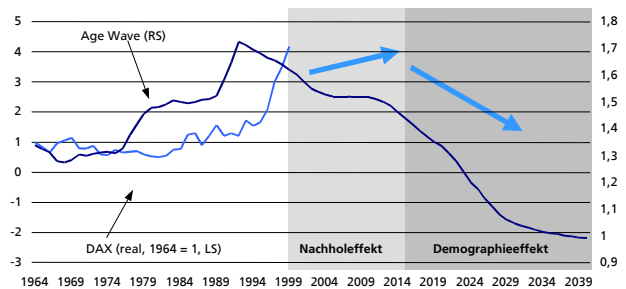
* Die Werte ab 1999 sind mit den vorangehenden Jahren nur bedingt vergleichbar, da die Deutsche Bundesbank die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung 1999 erstmals nach einem neuen, europäisch harmonisierten Konzept durchführte.

Wir gehen daher davon aus, dass dieser Nachhol-effekt in der Aktienkultur auch in den nächsten Jahren die bereits umkippende Age Wave überlagern wird. Die zunehmende Kapitaldeckung und anhaltende Umschichtungen innerhalb des Vermögensbestandes werden sich somit noch für einige Zeit als Stütze der deutschen Aktienmärkte erweisen. Läuft dieser Verhaltenseffekt aus, dürften aber demographische Argumente eine immer stärkere Rolle spielen. Die künftig vermehrt zu erwartende Auflösung der Vermögensbestände könnte dann zu fallenden Aktienkursen führen (siehe Grafik). Je größer der Nachholeffekt in den kommenden Jahren sein wird, desto demographiefälliger werden die Aktienkurse sogar sein, weil dann das Entsparvolumen der zahlreichen Baby-Boomer noch umfangreicher ist.

...ALSBALD ABER VERSTÄRKEN SIE DIE DEMOGRAPHIEANFÄLLIGKEIT

Wie die Age Wave verdeutlicht, verschlechtert sich vor allem ab dem Jahr 2015 das Verhältnis von Sparern zu Entsparern dramatisch, weil dann die geburtenstarken Jahrgänge nach und nach in die Entsparphase eintreten werden. Sie könnten Probleme bekommen, ihre Finanztitel einer immer kleiner werdenden Sparerklientel zu verkaufen, möglicherweise nur mit erheblichen Kursverlusten. Zwar dürfte der Kapitalstock wegen des Vererbungsmotivs nicht komplett aufgezehrt werden. Im höheren Alter finden in der Regel aber beträchtliche Umschichtungen von den Aktienanlagen zu weniger riskanten Anlageformen statt.

NACHHOLEFFEXT KOPPELT AKTIENKURSE NUR KURZE ZEIT VON DER AGE WAVE AB



Für die Demographieanfälligkeit der Aktienmärkte spricht auch ein realwirtschaftliches Argument. Bei zunehmender Kapitaldeckung unter demographischer Alterung wird der angesammelte Kapitalstock einer immer geringer werdenden Zahl Erwerbstätiger an die Hand gegeben. Die Kapitalintensität der Produktion erhöht sich. Die Folge: unter sonst gleichen Bedingungen vermindert sich die Entlohnung des relativ reichlich vorhandenen Produktionsfaktors, die Kapitalrendite sinkt.

Sowohl bei Nachhol- als auch Demographieeffekt wären überwiegend die heimischen Aktienmärkte betroffen, weil es in OECD-Ländern einen beträchtlichen "Home-Bias" bei der Anlage von Altersvorsorgevermögen gibt (vgl. Tabelle). Immer noch halten die Investoren knapp 90% ihres Portfolios in Aktien ihres Heimatlandes.

5

INVESTOREN BLEIBEN GERNE ZU HAUSE

Home-Bias von Altersvorsorgevermögen in OECD-Ländern

| | 1990 | 1995 |
|-----------------------------------|-------|-------|
| Altersvorsorgevermögen in Mrd USD | 4.813 | 7.865 |
| Home-Bias* in % | 92,8 | 88,9 |

* Der Home-Bias bezieht sich jeweils auf die Anlagen der Investoren im Heimatland, nicht auf die OECD gesamt.

Quelle: InterSec Research Company 2000.

IV. DEMOGRAPHISCHE ARBITRAGE – EIN AUSWEG AUS DER ALTERSFALLE?

Anders als Verhaltensänderungen vollziehen sich demographische Entwicklungen langsam. Die Alterung der Gesellschaft allein wird sicherlich nicht zu einem abrupten Absacken der inländischen Er-

sparnis und einem Crash-Szenario an den Finanzmärkten führen. Fest steht aber, dass die demographische Unterstützung für die Märkte in den westlichen Industrieländern ab 2010 nachlassen wird. Ein oft genannter Ausweg wäre der Kapitaltransfer in demographisch junge Länder mit einem hohen ökonomischen Wachstumspotenzial. Diese könnten Kapital aus den westlichen Industrieländern aufnehmen und mit den späteren Erträgen die Ruheständler der westlichen Industrienationen versorgen ("demographische Arbitrage").

Die internationale Streuung des Vorsorgeportfolios, insbesondere in asiatische oder lateinamerikanische Emerging Markets kann aus zwei Gründen zur Linderung der Age Wave-Problematik beitragen.⁵ Zum einen verbessert sich durch breite Diversifikation eines Investments dessen Risiko-Ertrags-Profil. Zum zweiten würde der Kapitalstock vergleichsweise vielen jungen Erwerbstätigen an die Hand gegeben, die damit eine relativ hohe Kapitalrentabilität erwirtschaften könnten. Hiervon würden auch die aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren, denen auf diesem Weg das zum Wachstum notwendige Investitionskapital bereitgestellt werden würde. Zusammen mit möglichen positiven Effekten auf die Entwicklung ihrer Finanzmärkte, der Verbesserung der Corporate Governance und dem größeren Offenheitsgrad der Wirtschaft könnte dies das Wachstum der Emerging Markets ankurbeln und ihren Aufholprozess beschleunigen.

MAKROÖKONOMISCHE BEGLEITUNG NOTWENDIG, ABER NICHT GESICHERT

Die Schwellenländer müssen aber auch fähig sein, dieses Kapital zu absorbieren. Das im Ausland aufgenommene Kapital sollte investiert werden und nicht den Konsum erhöhen. Nur so kann Problemen vorgebeugt werden, wenn später der Kapitaldienst auf die Auslandsschuld erbracht werden muss. Allerdings garantiert auch die rein investive Verwendung keine auskömmliche Rendite des eingesetzten Kapitals: Die Asienkrise 1998 hat gezeigt, dass in Schwellenländern die Aufnahmefähigkeit von Kapital im wirtschaftlichen Aufholprozess zwar sehr hoch, deren Absorptionsfähigkeit allerdings begrenzt ist und exzessive Kapitalzuflüsse die makroökonomische Stabilität sogar gefährden können.

⁵ Vgl. Reisen, H.: "Pensions, Savings and Capital Flows. From Ageing to Emerging Markets." Cheltenham, Northampton. Edward Elgar, 2000

Für die zufließenden Summen fanden sich schlicht keine rentablen Investitionsmöglichkeiten mehr und die Immobilien und Finanzmarktpreise stiegen in schwindelerregende Höhen, bis die Blase schließlich platzte.

Damit diese Arbitrage funktioniert, muss sie makroökonomisch begleitet werden.⁶ Ein Blick auf die Mechanik der Zahlungsbilanz deckt dies auf. Die alternden Industriestaaten werden in der Phase der Repatriierung ihres Vorsorgevermögens mehr konsumieren als produzieren.⁷ Dies ist ab 2010 mit stetig steigenden Leistungsbilanzdefiziten verbunden, weil sehr viel Kapital importiert werden muss. Zuvor müssen die entwickelten Länder in den kommenden Jahren weiterhin erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse erzielen, damit das entsprechende Nettoauslandsvermögen in den Schwellenländern aufgebaut werden kann.

So könnte die demographische Arbitrage die Probleme einer alternden Bevölkerung in westlichen Industrieländern allenfalls mildern, aber keinesfalls überwinden. Die beträchtlichen Summen, die aus den Industrieländern in die Emerging Markets fließen müssten, würden an den dortigen Finanzmärkten zu erheblichen Verspannungen führen.⁸ Alleine der Betrag, der in Deutschland heute jährlich in Wertpapieren gespart wird, übersteigt den gesamten Nettozufluss an privaten Portfolio-Investitionen in den wichtigsten Emerging Markets zusammen (vgl. Grafik).

Außerdem ist zu beachten, dass die Emerging Markets auch heute schon selbst erheblich altern. Länder wie Chile oder China haben dieses Problem bereits erkannt und es sind keine Anzeichen erkennbar, dass sie zusätzlich auch noch unser Altersproblem lösen könnten.⁹

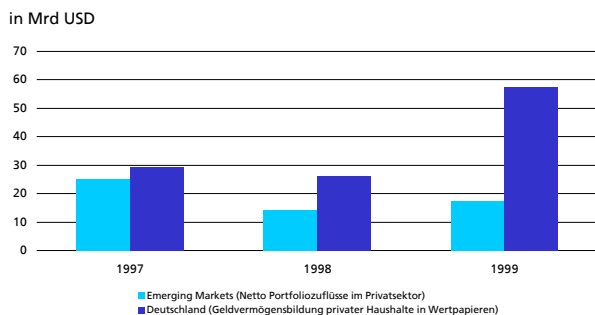
⁶ Vgl. Holzmann, R.: "Can Investments in Emerging Markets help to solve the Ageing Problem?" CESifo Working Paper Nr. 304, 2000

⁷ Dies gilt unter der Annahme, dass die inländischen Investitionen aufgrund der demographischen Alterung nicht im gleichen Maße zurückgehen wie die inländische Ersparnis.

⁸ "[V]ery few emerging markets currently fulfil the criteria of a sufficiently developed financial market, and as the experience shows, their fulfillment is protracted and tedious." Holzmann, R. (2000), a.a.O.

⁹ So wird sich die Zahl der über 65-jährigen allein in China von etwa 63 Mio. im Jahr 1990 bis zum Jahr 2050 auf 330 Mio. mehr als verfünffachen! Vgl. Zeng Yi et al.: "Family Dynamics of

WOHIN MIT DEM GELD?



Quelle: Institute of International Finance, Deutsche Bundesbank

Eine Erfolg versprechende Arbitragestrategie benötigt einen langen Atem und ist dementsprechend mit hohen Kosten verbunden. So hat der Arbitrageur nicht nur die reinen Abwicklungskosten zu tragen, sondern vor dem Hintergrund der erforderlichen Laufzeit auch vielfältige andere Risiken, die im Gegensatz zu demographischen Einflüssen in ihrer Wirkung auf die Märkte weit weniger absehbar sind. Bei demographischen Nachfrageverschiebungen an den Finanzmärkten scheint das Arbitrageargument an seine Grenzen zu stoßen.

che Werte zu investieren, die langfristig von der demographischen Alterung profitieren werden: Biotechnologie, Medizintechnologie, Pharmaindustrie, Finanzdienstleister sowie Lifestyle und Freizeitbranche. Außerdem könnte die Förderung von und Forderung nach Bildung von Realkapital in Form von Immobilien zur Eigennutzung als wichtiger Bestandteil der Alterssicherung eine Renaissance erfahren.

Trotzdem muss sich die Generation der jetzt 30 bis 50-jährigen darüber im Klaren sein, dass sie im Vergleich zur Vorgänger- und Nachfolgergeneration mit niedrigeren Renditen leben muss, egal ob die Alterssicherung ihren Schwerpunkt auf das Umlage- oder Kapitaldeckungsverfahren legt. Selbst die zunächst einleuchtende Idee, mit einer demographischen Arbitrage die Bevölkerungsdynamik mit ihren eigenen Waffen zu schlagen, stellt unserer Auffassung nach keinen verheißungsvollen Ausweg dar.

V. FAZIT

Unsere Analyse hat ergeben, dass in der Vergangenheit die demographische Entwicklung die Aktienmärkte positiv beeinflusst hat. Es wurde ein Horizont aufgezeigt, der diese Ursache-Wirkungs-Relation weit in die Zukunft fortschreibt und unter umgekehrten demographischen Vorzeichen ein für die Aktienmarktrenditen negatives Bild an die Wand malt. Das Age Wave-Argument überzeugt durch seine unmittelbare Plausibilität.

Jeder ist Gefangener seiner Kohorte. Die Baby-Boomer kennen dies aus eigener Erfahrung nur zu gut: überfüllte Kindergärten, dann Schulen, dann die Konkurrenzsituation am Arbeitsmarkt. Im Alter werden sie die Erfahrung machen, dass alle gleichzeitig ihr angespartes Kapital versilbern wollen. Wenn die Aktienmärkte durch die Age Wave in schwieriges Fahrwasser geraten, hätte dies für die langfristige Anlagestrategie erhebliche Folgen. Für den Anleger wäre die logische Konsequenz, in sol-

IHRE ANSPRECHPARTNER

CHEFVOLKSWIRT

Dr. Martin W. Hüfner (089) 378-25375

LEITUNG VOLKSWIRTSCHAFT

Dr. Thomas Hueck (089) 378-26369

ZINS & WÄHRUNGS RESEARCH

Nikolaus Keis (089) 378-25835

Dr. Julian von Landesberger (089) 378-26548

Andreas Rees (089) 378-29818

MAKRO & POLICY RESEARCH

Martin Kachelrieß (089) 378-25280

Dr. Isabelle Kronawitter (089) 378-30909

Valentina Stadler (089) 378-25267

TREND RESEARCH

Dr. Monika Hartmann (089) 378-25366

Dr. Andreas Heigl (089) 378-21552

8

GRUNDSATZFRAGEN & VORTRÄGE

Dr. Frank Düver (089) 378-25322

LÄNDER RESEARCH

Jörg Wagner (089) 378-26015

Hans-Georg Hesener (089) 378-25630

Dr. Katarzyna

Zukowska-Gagelmann (089) 378-26454

Impressum

HypoVereinsbank AG

Volkswirtschaft

Am Tucherpark 16

80311 München

Telefon (089) 378-26369

Fax (089) 378-25379

e-mail volkswirtschaft@hypovereinsbank.de

Ohne unser Obligo. Unsere Analysen und Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Etwaige Anlageempfehlungen könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Wir empfehlen, daß Privatpersonen, bevor sie Anlageentscheidungen treffen, sich den Rat des Anlageberaters ihrer Bank einholen