

Handelsblatt Nr. 117 vom 20.06.00 Seite 58

20.06.2000

Forum

## Vorsicht vor der Kapitaldeckung

**Ein kompletter Umstieg auf ein kapitalfundiertes Alterssicherungssystem kann die Einkommensprobleme einer alternden Gesellschaft nicht lösen. Die reine Kapitaldeckung erwiese sich als Bumerang, da die Wertpapierfonds von starkem Preisverfall bedroht wären.**

### Anlagen:

#### Die Bevölkerung altert - Deutschland, Europa (Grafik)



[00062036.pdf](#)

Von WOLFGANG SCHOLZ Die Weltbevölkerung altert. Zwischen 1950 und 2000 lag das Durchschnittsalter aller Menschen bei knapp 30 Jahren - bis 2050 wird es auf etwa 39 Jahre steigen, danach wird es sich bei ungefähr 44 Jahren stabilisieren. Hinter diesen Zahlen steht eine deutliche Veränderung des "Alterslastquotienten". Das ist das Verhältnis der über 60-Jährigen, der so genannten "Inaktiven", zu den 15- bis 59-Jährigen, den "Aktiven".

In Deutschland kamen zwischen den Jahren 1950 bis 2000 durchschnittlich 30 bis 40 Inaktive auf 100 Aktive; diese Relation wird sich ab ungefähr dem Jahr 2030 verdoppelt haben. Dann kommen also durchschnittlich fast 70 Inaktive auf 100 Aktive (Grafik). Für Europa liegen die Ergebnisse nicht viel günstiger: Nach Erreichen der Stabilisierungsphase könnte der Quotient leicht über dem deutschen Wert liegen.

Die Verschiebung in der deutschen Altersstruktur führt zu erheblichen finanziellen Belastungen entweder der Aktiven oder der Inaktiven oder beider: Die Beitragssätze müssen stark steigen, um den Rentnern des Jahres 2030 das heutige Leistungsniveau zu garantieren, oder - umgekehrt - das den Rentnern gewährte Leistungsniveau des Jahres 2030 muss stark sinken, will man die dann Beiträge zahlenden Aktiven nicht stärker belasten als die heutigen. Beitragssätze erhöhen bedeutet verminderte Nettolöhne, Beitragssätze unverändert lassen bedeutet verminderte Renten.

Wer die Diskussion um die Zukunft der Altersversorgung verfolgt, gewinnt bisweilen den Eindruck, es gebe einen Ausweg aus diesem Dilemma. Denn die Befürworter einer kapitalgedeckten Rente beschwören den Ertragsreichtum der Kapitalmärkte. Ihrer Meinung nach sollten alle heutigen Aktiven, insbesondere die Beitragszahler, an der Ertragskraft der Kapitalmärkte beteiligt werden. Hierdurch könne sichergestellt werden, dass beim Übergang in die Rente genügend Kapital zur Liquidierung vorhanden ist, um auch künftig ausreichende Alterseinkommen zu garantieren.

Innerhalb gewisser Grenzen ist dieses Argument durchaus berechtigt. Länder wie Schweden und Polen haben gezeigt, dass die Altersversorgung in dieser Richtung sinnvoll reformiert werden kann. Freilich sollte man die Grenzen der

Kapitaldeckung nicht verkennen. Vorschläge, die auf eine völlige Abschaffung des Umlageverfahrens und seine Ersetzung durch ein volles Kapitaldeckungsverfahren hinauslaufen, erinnern an Münchhausens Mitteilung, sich am eigenen Schopf aus dem Sumpf gezogen zu haben. Ein Ausweichen auf die Kapitalmärkte ist nur dann eine Möglichkeit, wenn dies mit soliden Sicherungen versehen ist. Und die sind nicht kostenfrei zu haben.

Jedes Wertpapier hat ein realwirtschaftliches Pendant. Der reale Kapitalstock einer Volkswirtschaft ist als die Summe aller Wertpapiere vorstellbar. Bildlich gesprochen, hält man in der einen Hand Gebäude, Maschinen, Computerprogramme usw., die für die Produktion von Gütern und Diensten notwendig sind, in der anderen Hand hält man die Verbriefung dieses Realkapitals, also die Wertpapiere.

Nach ihrer Erstausgabe werden Wertpapiere potenzielle Handelsobjekte auf dem sekundären Kapitalmarkt. Dort bestimmen Käufer und Verkäufer den Preis der Papiere - ohne Einfluss der ursprünglichen Emittenten und unabhängig vom ursprünglichen Finanzierungszweck. Dass Obligationen und Aktien dabei unterschiedlichen Preisbildungsprozessen unterliegen, liegt am unterschiedlichen Risiko, das mit diesen Papieren verbunden ist: Die Verpflichtungen aus Schuldtiteln (Obligationen) müssen bedient werden, ehe Dividenden an die Halter von Aktien ausgeschüttet werden können. Daher sind sie, bei festem Zinssatz, in der Regel weniger ertragreich als Aktien, dafür aber sicherer.

Begeben wir uns jetzt ins Jahr 2030. Nehmen wir an, das Umlageverfahren sei komplett durch ein System individuellen Ansparens ersetzt worden. Alle Bürger haben also Kapital in Investmentfonds oder Versicherungsunternehmen angesammelt, sind also entsprechend ihrer individuellen Anteile am Wertpapierbestand Eigentümer eines Anteils am gesamtwirtschaftlichen Realkapitalstock. Diesen haben Unternehmen und Staat aufgebaut, wofür sie Fremdmittel bei den Bürgern aufgenommen haben, die im Gegenzug verbrieft Ansprüche auf Rückzahlung der ausgeliehenen Nominalbeträge bzw. die Option auf Liquidierung ihrer Unternehmensanteile erhalten haben.

Die Gesellschaft ist im Jahr 2030 gealtert, ihre im Vergleich zur restlichen Bevölkerung große "Alterskohorte" liquidiert jetzt ihre angesammelten Vermögen, kündigt also die Verträge mit den Investmentfonds und Versicherungsunternehmen. Die Alten müssen liquidieren, da sie Geld benötigen, um ihren Lebensunterhalt zu finanzieren, falls sie dies nicht aus den Vermögenserträgen tun können. Um die angesammelten Fonds aufzulösen, gehen die Fondsgesellschaften als Verkäufer an den sekundären Kapitalmarkt und suchen Käufer für die Wertpapiere ihrer Kunden. Die Wertpapiere und damit der dahinter stehende Realkapitalstock sollen also von der älteren Generation der vielen auf die jüngere Generation der wenigen übergehen.

Dieser Vorgang findet prinzipiell immer statt, wenn die ältere Generation stirbt und den von ihr aufgebauten Kapitalstock an die jüngere, nachfolgende Generation vererbt - mit einem entscheidenden Unterschied: Die Übergabe des Kapitalstocks an die jüngere Generation erfolgt jetzt vorzeitig durch Verkauf am Markt und nicht erst durch Vererbung im Todesfall. Jetzt findet der harte Test statt, ob der tatsächliche Wert der zur Liquidierung angesammelten Wertpapierbestände dem zuvor versprochenen Wert entspricht. Mögliche Reaktionen des Kapitalmarktes sind also von hoher sozialpolitischer Relevanz, denn sie bestimmen das Alterseinkommen der vormaligen Wertpapierbesitzer.

In der beschriebenen Situation stehen vielen Verkäufern nur relativ wenige potenzielle Käufer gegenüber. Deshalb erzielen sie höchstwahrscheinlich nicht die Kurse, die sie ursprünglich erwartet haben. Ihre realen

Konsummöglichkeiten im Alter werden also durch den Preismechanismus begrenzt. Um den Preisverfall zu vermeiden, könnten die Wertpapiere auch im Stock gehalten werden. Dies wäre aber gleichbedeutend mit einem Verzicht auf Liquidität und damit auf Alterseinkommen. Sicher ist jedenfalls: Je mehr die Alterssicherung auf Kapitaldeckung beruht, desto stärker werden die Konsummöglichkeiten im Alter von den Preisverhältnissen am Kapitalmarkt beeinflusst.

Gegen diese These wird oft eingewendet, dass kapitalbasierte Alterssicherungssysteme über erhöhtes Sparen und damit stärkere Investitionen langfristig zu einem höheren Sozialprodukt und damit zu einer realwirtschaftlich größeren Verteilungsmasse führen würden. Selbst wenn der Preisverfall einsetzen würde, fände er auf höherem Einkommensniveau statt.

Dieses Argument wäre berechtigt, wenn die Einführung eines Kapitaldeckungssystems tatsächlich das gesamtwirtschaftliche Sparen steigern würde. Das ist aber keineswegs sicher. So wäre für Deutschland nicht auszuschließen, dass ein obligatorisches Alterssparen andere, bereits freiwillig praktizierte Sparformen teilweise substituieren würde. Mit guten Gründen bezeichnen daher Weltbankökonomien die Erwartung steigender Ersparnis durch obligatorisches Alterssparen als "Mythos".

Ein Einwand gegen unsere bisherige Betrachtung: Sie vergleicht lediglich zwei unterschiedliche Situationen, die heutige mit der um 2030 erwarteten. Unberücksichtigt bleibt, dass die Bevölkerungsalterung zwar signifikant ist, aber doch nur allmählich stattfindet. Deshalb können sich die Kapitalmärkte zwischen heute und 2030 kontinuierlich an die Entwicklung anpassen. Außerdem fände die Liquidation von Alterssicherungskapital um 2030 auch nicht in toto statt, sondern allmählich, also über die Lebensspanne der dann alten Generation. Sind die Sorgen um spätere Kursverluste in einem Kapitaldeckungsverfahren also unbegründet?

Sie sind es nicht. Viele Ökonomen befürchten, dass die seit Jahren boomenden Kapitalmärkte Ausdruck einer inflationären Blase sind, die in einer höheren Risikobereitschaft der Kapitalanleger begründet ist. Während sich das Bruttoinlandsprodukt in den USA von 1980 bis 1998 um 213 % erhöht hat, ist der Dow Jones (DJ) im gleichen Zeitraum um fast 900% gestiegen. Bei dieser Scherenentwicklung dürfte es sich kaum um die Korrektur einer vorigen Unterbewertung der im DJ repräsentierten Unternehmen handeln. Der DJ steht hier als Repräsentant für gleich gerichtete Entwicklungen an fast allen wichtigen Börsen der Welt.

Nicht wenige Ökonomen halten es für wahrscheinlich, dass die gesteigerte Risikobereitschaft der Anleger plötzlich in ihr Gegenteil umschlagen und so zu einem Platzen der Blase führen könnte. Das zeigt, auf welchem dünnem Eis sich Apologeten von kapitalfundierten Alterssicherungssystemen bewegen und welche ökonomische und sozialpolitische Verantwortung sie damit für den kleinen Mann übernehmen - insbesondere dann, wenn sie die hohen Ertragsraten der jüngeren Vergangenheit in die nächsten 30 Jahre extrapolieren.

Die inflationäre Entwicklung an den Kapitalmärkten lässt sich aber auch überwiegend mit der Bevölkerungsentwicklung der vergangenen Jahre begründen. Seit Anfang der 80er- Jahre ist die nach dem Zweiten Weltkrieg geborene Generation der "baby boomer" zunehmend in die Schlüsselfunktionen der Ökonomien der Industrieländer hineingewachsen, seither erzielt sie als Arbeitnehmer oder Unternehmer hohe Einkommen und bringt die "freien Spitzen" Ertrag suchend an den Kapitalmärkten unter.

Wenn aber die demographische Entwicklung überwiegend in der Lage ist, den Kapitalmarktboom der vergangenen 20 Jahre zu erklären, dann ist es vernünftig anzunehmen, dass dieser Einfluss auch künftig wirken wird. Die Wirkungsrichtung dürfte allerdings umgekehrt sein, denn die "baby boomer" werden in zehn bis zwanzig Jahren beginnen, ihre angesammelten Vermögen aufzulösen und sie an die nachfolgende "Pillenknicke"-Generation zu verkaufen. Die Verkäufe werden zwar allmählich vonstatten gehen. Langfristig dürfte aber ein langfristiger Verfall der Kurse an den internationalen Kapitalmärkten, gewissermaßen spiegelbildlich zum Boom der vergangenen zwei Dekaden, einsetzen.

Es gibt ein weiteres Argument gegen den befürchteten Verfall von Wertpapierkursen in einer alternden Gesellschaft: Wenn man kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme unter den Bedingungen einer offenen Volkswirtschaft einführt, wäre das bisher Gesagte obsolet. Denn in einer offenen Volkswirtschaft könnten die Alten ihre Vermögen auch international zur Liquidation anbieten; dort sei das Angebot Anlage suchenden Einkommens ausreichend groß.

Prinzipiell ist dieser Einwand richtig, wenn die Prämisse stimmt, also international das Wirtschaftswachstum hinreichend hoch ist, um die nötige Ersparnis zu generieren. Dennoch stößt er rasch an Grenzen - jedenfalls dann, wenn alle Länder auf Kapitalfundierung von Alterssicherung setzen würden. Zumindest die europäischen Länder und Japan haben alle dasselbe Alterungsproblem. Sie hätten damit aber auch alle das gleiche Problem eines potenziellen Verfalls ihrer Wertpapierkurse - und zwar etwa zur gleichen Zeit wie in Deutschland.

Auch wenn die Rentenpläne von Bundesarbeitsminister Walter Riester noch nicht endgültig feststehen: In Deutschland steht der Einstieg in eine "quasi-obligatorische" Kapitaldeckung ins Haus. Jeder Arbeitnehmer muss demnach einen bestimmten Betrag für die Ansammlung von Alterssicherungskapital verwenden. Wo die Beiträge angelegt werden, soll jedem Arbeitnehmer selbst überlassen werden. Zur Erleichterung dieser Entscheidung ist eine (z.B. von den Bundesämtern für das Versicherungs- bzw. Kreditwesen) zertifizierte Liste von Finanzinstitutionen (Investmentfonds, Versicherungen) im Gespräch, die jedem Beitragszahler an die Hand gegeben werden soll. Alle auf dieser Liste aufgeführten Institutionen würden so ein Prüfsiegel dafür erhalten, dass ihre Ertrag-Risiko-Performance nicht zu beanstanden ist.

Auch wenn jedem Beitragszahler eine Liste zertifizierter Fonds zur Verfügung steht, so muss er seine Wahl, wie die Beiträge auf diese Fonds verteilt werden sollen, von seiner individuellen Risikotoleranz und von seinen persönlichen Verhältnissen und Präferenzen abhängig machen. Vor allem aber: Das allgemeine Marktrisiko lässt sich auch mit einer solchen Liste nicht abdecken. Auch und gerade Fonds waren diesen Risiken in der Vergangenheit reichlich ausgesetzt.

Die Sozialpolitik muss deshalb Vorkehrungen treffen gegen Verluste, die aus dem allgemeinen Marktrisiko resultieren, wie sie etwa durch die Finanzkrise in Asien evident geworden sind. Denn die finanzielle Alterssicherung über Fondssparen würde verfehlt, wenn ein Beitragszahler genau dann in Rente gehen würde, wenn seine Wertpapiere gerade krisenbedingt an Wert verlieren. Hiergegen hat die Finanzwirtschaft seit langem Instrumente entwickelt, etwa indem in ausreichendem zeitlichen Abstand vor Rentenbeginn von risikoreichen Papieren (Aktien) in risikoarme (Staatspapiere) umgeschichtet wird. Es bleibt dann immer noch das Problem, den richtigen Zeitpunkt für eine solche Umschichtung zu wählen.

Sinnvoller als eine private Auswahl wäre es, die Beiträge zentral einzuziehen und die Verteilung der Liquidität nach einem zu entwickelnden Schlüssel auf alle zertifizierten Fonds vorzunehmen. Jeder Beitragszahler wäre dann am Durchschnittsertrag bzw. -verlust dieser Fonds beteiligt. In keinem Fall dürfte der Staat aus der Verantwortung entlassen werden, eine Mindestrendite zu garantieren.

Um nicht missverstanden zu werden: Zu einer modernen Ökonomie gehört ein moderner und wachsender Kapitalstock. Eine Gesellschaft kann aber erhebliche Teile des Kapitalstocks ihrer Wirtschaft nicht problemlos veräußern, um sich mit den freigewordenen liquiden Mitteln ein finanziell sorgenfreies Alter zu garantieren. Wenn man Wertpapiere auf den Kapitalmärkten liquidieren will, braucht man Käufer mit ausreichendem Einkommen, die bereit sind, den geforderten Preis zu zahlen. Der Preis, den zu erzielen man in der Lage ist, wird aber zum Zeitpunkt der Veräußerung bestimmt - und nicht heute, 30 Jahre vorher.

Wozu kann also mehr Kapitalfundierung von Alterseinkommen dienen? Im Kern kann sie dem Gemeinwesen helfen, die künftig wohl unvermeidliche altersstrukturbedingte Verteilungsdebatte zwischen der aktiven und der pensionierten Generation demokratisch zu überstehen. Würden die Renteneinkommen im Jahr 2030 immer noch im bisherigen Leistungsumfang über staatliche Institutionen gezahlt, würde der Staat für jegliche Altersarmut oder jegliche zu hohe Abzugsbelastung - die dann oft auch mit Aktivenarmut gleichzusetzen wäre - haftbar gemacht. Zu leicht könnte die Auseinandersetzung zu Gunsten der Alten ausgehen, da die Parlamente wahrscheinlich dann nicht mehr von Beamten, sondern von Alten dominiert werden.

Übergibt man das Verteilungsproblem aber (teilweise) dem Markt, dann können enttäuschte Ertragserwartungen seiner Anonymität zugeschrieben werden. Ob diese Strategie aufgeht, hängt davon ab, wie sich eine informierte Öffentlichkeit im Jahre 2030 artikulieren wird. Es ist nicht auszuschließen, dass es dann trotz der heutigen Einführung einer Kapitalkomponente in der Alterssicherung zu Forderungen kommt, die öffentlichen Renten wieder anzuheben, damit Altersarmut vermieden wird.

Der Verfasser ist Senior Economist im Social Security Department der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) in Genf.

KOMPAKT.

Eine völlige Abschaffung des Umlageverfahrens liefe auf Münchhausens Unterfangen hinaus, sich am eigenen Schopf aus dem Sumpf zu ziehen.

Wenn mehr Bürger Wertpapiere kaufen, ist bei der Liquidation dieser Papiere mit einem Preisverfall zu rechnen.

Es ist keineswegs sicher, dass Wertpapiere in Zukunft ähnlich hohe Erträge bringen wie in der jüngeren Vergangenheit.

Scholz, Wolfgang

**SE** (Seite):