

## Alternde Bevölkerung, Finanzmärkte und Geldpolitik: Die Bundesbank-Frühjahrskonferenz 2001

Anfang Mai veranstaltete die Bundesbank eine akademische Konferenz, in der Zusammenhänge zwischen der Tendenz zu einer älter werdenden Bevölkerung, den daraus sich ergebenden Entwicklungen auf den Finanzmärkten und möglichen Konsequenzen für die Zentralbanken diskutiert wurden (vgl. Übersicht auf S. 78). Dabei zeigte sich, dass Notenbanken künftig in mehrfacher Hinsicht von diesem Phänomen tangiert werden können.

Die Alterung der Bevölkerung in den Industrieländern ist schon seit vielen Jahren Gegenstand akademischer Erörterungen und wird auch zunehmend zum Thema politischer Diskussionen. Durch die längere Lebenserwartung einerseits und die geringere Geburtenzahl andererseits zeichnet sich ab, dass zum Beispiel in Deutschland das Verhältnis der über 60-Jährigen zu den „Aktiven“ (d. h. den Menschen zwischen 20 und 60 Jahren) in den kommenden Dekaden auf das Doppelte steigen wird.

*Alternde Bevölkerung tangiert viele Bereiche des Wirtschaftslebens*

In der Vergangenheit sind insbesondere die damit verbundenen Herausforderungen für die Sozialsicherungssysteme und die Arbeitsmärkte erörtert worden. Es ist aber zu erwarten, dass die Strukturverschiebungen im Altersprofil auch viele andere Bereiche des Wirtschaftslebens beeinflussen werden. Nicht zuletzt ist mit Konsequenzen für die Finanzmärkte und die Geldpolitik zu rechnen.

## Programm der Konferenz

### **Aging, financial markets and monetary policy** (Alternde Bevölkerung, Finanzmärkte und Geldpolitik) <sup>1)</sup>

Aging and saving in Europe  
(Alternde Bevölkerung und Sparen in Europa)  
Agar Brugiavini (Universität Venedig)  
Diskutanten: Eric Engen (Federal Reserve Board, Washington)  
Reinhold Schnabel (Universität Essen)

Aging and international capital flows  
(Alternde Bevölkerung und internationale Kapitalströme)  
Axel Börsch-Supan u. a. (Universität Mannheim)  
Diskutanten: Gary Hufbauer (Institute for International  
Economics, Washington)  
Ulrich Grosch (Deutsche Bundesbank, Frankfurt)

Should monetary policy be different in a greyer world?  
(Muss Geldpolitik in einer graueren Welt anders aussehen?)  
David Miles (Imperial College, London)  
Diskutanten: Hiroshi Fujiki (Bank von Japan, Tokio)  
Benoit Mojon (Europäische Zentralbank, Frankfurt)

#### Podiumsdiskussion

Aging as a challenge for economic policy  
(Alternde Bevölkerung als Herausforderung für die Wirtschaftspolitik)  
Teilnehmer: Claus F. Hofmann (Arbeitsministerium, Bonn)  
Platon Tinios (Büro des griechischen  
Premierministers, Athen)  
Martin Werding (CESifo, München)  
David Wise (Harvard Universität)

Retirement savings in an aging society. A case for innovative  
government debt management  
(Altersvorsorgesparen in einer alternden Gesellschaft: Ein Fall für  
innovatives Schuldenmanagement)  
Henning Bohn (Universität von Kalifornien, Santa Barbara)  
Diskutanten: Alan Auerbach (Universität von Kalifornien,  
Berkeley)  
Philipp Rother (Europäische Zentralbank,  
Frankfurt)

Aging and financial stability  
(Alternde Bevölkerung und Stabilität des Finanzsystems)  
E. Philip Davis (Brunel Universität, Uxbridge)  
Diskutanten: Franklin Allen (Universität von Pennsylvania,  
Philadelphia)  
Martin Hellwig (Universität Mannheim)

Developments in decumulation: The role of annuity products in  
financing retirement  
(Neuere Entwicklungen beim Vermögensabbau: Die Rolle von  
Annuitäten bei der Altersfinanzierung)  
Olivia Mitchell (Universität von Pennsylvania, Philadelphia)  
Diskutanten: David Blake (Birkbeck College, London)  
Friedrich Breyer (Universität Konstanz)

#### Podiumsdiskussion

How pension reforms are changing financial systems  
(Wie Rentenreformen die Finanzsysteme verändern)  
Teilnehmer: Joseph Bisignano (BIZ, Basel)  
Hans Blommestein (OECD, Paris)  
Olivier Davanne (Universität Paris-Dauphine)  
Jürgen Pfister (Commerzbank, Frankfurt)

<sup>1)</sup> Die Konferenz wurde in englischer Sprache abgehalten.

Deutsche Bundesbank

Ein wichtiger Ausgangspunkt vieler Überlegungen ist die Vorhersage, dass das bestehende Umlageverfahren in der Rentenversicherung, das in Deutschland – aber auch in vielen anderen Ländern – noch von dominierender Bedeutung ist, modifiziert und durch andere Vorsorgesysteme ergänzt beziehungsweise teilweise ersetzt werden muss. Bei diesen Systemen werden künftige Renten über einen angesparten Kapitalstock finanziert. Auch in der Konferenz bestand Einigkeit darüber, dass eine verstärkte Kapitaldeckung notwendig und vorteilhaft ist.

Von besonderer Bedeutung ist die Frage, ob die größere Rolle kapitalgedeckter Rentensysteme die gesamtwirtschaftliche Ersparnisse beeinflussen wird. Über erhöhte Ersparnisse und einen damit größeren Kapitalstock könnte das Wachstum gefördert und damit die Vorsorge für das Alter auf ein besseres Fundament gestellt werden. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit sind hier aber nicht einfach zu interpretieren. Die Ersparnisbildung ist neben institutionellen Einflüssen von vielen anderen Faktoren, wie insbesondere der Einkommensentwicklung, abhängig, so dass sich die Rolle der Rentensysteme nur schwer isolieren lässt. Auch ist die Datenlage, auf diesem Gebiet in Europa nicht sehr befriedigend. Auf der Konferenz wurde auf Grund der Analyse eines wirtschaftspolitischen „Experiments“ in Italien die These vertreten, dass private Haushalte mit deutlich verstärkten Sparanstrengungen reagieren, wenn ihre Anwartschaften aus der gesetzlichen, umlagefinanzierten Rentenversicherung eingeschränkt werden. Dies stützt die Position derer, die eine stärkere Kapitaldeckung fordern.

*Alterung und  
Sparverhalten*

Das Alterungsproblem betrifft die meisten westlichen Industrieländer, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Entwicklungsländer sind dagegen vielfach mit Problemen einer auf absehbare Zeit noch wachsenden Bevölkerung konfrontiert. Der internationale Kapitalfluss kann hier eine „Überbrückungsfunktion“ bieten. In Ländern mit besonders gravierenden Alterungsproblemen wird verstärkt gespart. Bei freiem Kapitalverkehr dürften diese zusätzlichen Ersparnisse auch in Volkswirtschaften mit einer besseren demographischen Entwicklung fließen, in denen das Kapital künftig besonders knapp ist und eine überdurchschnittlich gute Rendite verspricht. Diese Möglichkeit zur Diversifizierung erleichtert somit die Last der Altersvorsorge.

*Internationale  
Diversifizierung  
der Ersparnisse  
erleichtert  
Altersvorsorge*

Vor diesem Hintergrund wäre in den nächsten Jahrzehnten mit hohen Kapitalexporten aus Deutschland zu rechnen (und später mit einem Rücktransfer der Mittel). Simulationsrechnungen, die in der Konferenz vorgetragen wurden, lassen den Schluss zu, dass dieser Kapitalexport bis etwa 2020 ansteigen und im Höhepunkt über 5 % des Sozialprodukts ausmachen wird. Dabei werden die Kapitalexporte besonders hoch ausfallen, wenn das Rentensystem in Richtung einer verstärkten Kapitaldeckung reformiert wird. Zudem legen diese Rechnungen nahe, dass der größte Anteil der Kapitalexporte in andere europäische Länder geht, weil der Kapitalfluss in noch unterentwickelte Volkswirtschaften weiterhin erheblich behindert bleiben dürfte. Für die Bewältigung der künftigen Alterungsprobleme ist es danach wichtig, die Rahmenbedingungen für einen libera-

len und effizienten Kapitalverkehr weltweit zu verbessern.

Mit einer alternden Bevölkerung sind eine Reihe neuer Risiken auf verschiedenen Ebenen verbunden. Innovationen auf den Finanzmärkten entstehen nicht zuletzt deshalb, um diese Risiken besser beherrschbar zu machen. Auf der Ebene des Einzelnen, der für das Altersvorsorgen muss, ist zum Beispiel wichtig, dass er bei unsicherer Lebenszeit dafür Sorge tragen muss, dass seine Ersparnisse nicht vorzeitig aufgezehrt werden, aber auch umgekehrt, dass er nicht unfreiwillig im Alter zu viel spart. Um diese Risiken zu reduzieren, werden in einigen Ländern schon seit längerem, in anderen jetzt verstärkt, Verträge angeboten, die gegen eine feste Summe eine jährliche (eventuell auch preisindizierte) Rente bis zum Lebensende sichern. Solche Rentenverträge sind insbesondere für risikoaverse Anleger ein wichtiges Element in der Altersvorsorge. Wie man einen fairen Preis für solche Lebensrenten errechnen kann und wie man diese Instrumente in der Zukunft fördern kann, dürfte für deren Akzeptanz von ausschlaggebender Bedeutung sein. Eine angemessene Aufsicht und Regulierung der Anbieter spielt hierbei eine besondere Rolle.

Die Alterungsprobleme können durch geeignete Alterssicherungssysteme und finanzielle Innovationen zwar gemildert werden; die grundsätzliche Frage nach der Lastenverteilung zwischen „Alten“ und „Jungen“ bleibt aber bestehen. Wie je nach Alterssicherungssystem bestimmte Risiken von verschiedenen Generationen getragen werden, kann an einigen Beispielen verdeutlicht werden. Ein Umla-

*Lebensrenten  
für die Alters-  
vorsorge*

*Alterung  
tangiert staat-  
liches Schulden-  
management ...*

geverfahren, das eine feste Rente verspricht, bürdet zum Beispiel den Aktiven alle Risiken unvorhergesehener Entwicklungen im Bevölkerungswachstum, bezüglich der künftigen durchschnittlichen Lebenserwartung oder in der makroökonomischen Produktivität auf; ein kapitalgedecktes System, bei dem für das Alter Aktien erworben werden, überträgt das Produktivitätsrisiko (teilweise) auf die Rentengeneration; ein System wiederum, bei dem der Staat sich über festverzinsliche Wertpapiere verschuldet (die von den künftigen Rentnern zur Alterssicherung erworben werden), führt dazu, dass die künftigen Aktiven, die die Staatspapiere tilgen müssen, verstärkt Risiken tragen. Vor diesem Hintergrund wurden Überlegungen vorgetragen, wie zum Beispiel neue Typen von Staatspapieren zu einer effizienteren Risikoverteilung zwischen den Generationen beitragen können. Erörtert wurde unter anderem die Möglichkeit, langfristige Staatspapiere zu begeben, deren Ertrag an die künftige Lohnentwicklung oder an die durchschnittliche Lebenserwartung gekoppelt ist. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Verteilungswirkungen von Steuern mitbeachtet werden. Dies gilt etwa, wenn Kapitalertragssteuern vorwiegend von der (vermögenden) älteren Generation getragen werden. Es ist in diesem Zusammenhang deutlich geworden, dass die Verteilung der Risiken zwischen „Alt“ und „Jung“ erst dann richtig beurteilt werden kann, wenn alle relevanten Elemente zusammen betrachtet werden. Daher erscheint es problematisch, einzelne Teile einer Rentenreform isoliert zu diskutieren.

Auf der Konferenz wurde auch erörtert, ob der Umgang mit den Alterungsproblemen zu Risiken für die Stabilität des Finanzsystems eines Landes führen kann (bzw. wie solche Gefahren gering gehalten werden können). Bei einem Umlageverfahren könnten auf Dauer untragbare Verpflichtungen für die junge Generation entstehen (oder aber die Versprechungen der Altersversicherung zunehmend unglaubwürdig werden). Würden darauf die Haushalte verunsichert reagieren oder die Fiskalpolitik mit höheren Steuern oder einer höheren Staatsverschuldung antworten, wären Ausweichreaktionen nicht auszuschließen, die letztlich auch die Stabilität der Finanzsysteme berühren könnten. Ein einfaches Beispiel sind die Zinssteigerungseffekte einer dadurch verursachten, dauerhaft höheren und steigenden Staatsverschuldung, die weit reichende Folgen für die Finanzsysteme hätten. Bei einem kapitalgedeckten Rentensystem, in dem Pensionsfonds eine zentrale Rolle spielen, können wiederum Probleme dadurch entstehen, dass solche Fonds möglicherweise wegen falscher Anreizstrukturen das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte behindern. Übermäßige Volatilitäten, Liquiditätskrisen und Ähnliches können Ausdruck solcher Mängel sein. Die Debatte, wie gravierend solche Probleme in der Zukunft sein werden, und welche Maßnahmen geeignet sind, Fehlentwicklungen gegenzusteuern, wird sich in den kommenden Jahren weiter intensivieren. Die Notenbanken, deren Aufgabe es auch ist, den Gefahren systemischer Risiken in den Finanzsystemen so gut wie möglich vorzubeugen, werden gefordert sein, neue Lösungsvorschläge zu prüfen und eigene Ideen zur Diskussion zu stellen.

*... und die  
Stabilität der  
Finanzsysteme*

*Mögliche  
Konsequenzen  
für die Geld-  
politik*

Auch das engere Gebiet der Geldpolitik ist von den Veränderungen in der Altersstruktur tangiert. Sie muss sich den Fragen stellen, ob dadurch Indikatoren, an denen sich die Geldpolitik heute ausrichtet, ihre Aussagekraft verändern oder verlieren, ob Veränderungen im monetären Transmissionsprozess auftreten, und schließlich, ob sich in einer „alternen Gesellschaft“ auch die Ziele der Geldpolitik verschieben werden.

Dass Alterungsprobleme bei der Interpretation von wirtschaftlichen Indikatoren berücksichtigt werden müssen, zeigen allein schon die beschriebenen Konsequenzen für den internationalen Kapitalverkehr, der wiederum Auswirkungen auf die Wechselkurse und das weltweite Leistungsbilanzgefüge hat. Des Weiteren ist auch der von manchen Notenbanken als Analysekonzept herangezogene gleichgewichtige Realzins betroffen; er dürfte je nach demographischer Entwicklung und konkretem Alterssicherungssystem unterschiedlich einzuschätzen sein. Ähnliches gilt für eine Reihe anderer Variablen, die manchmal von der Geldpolitik als Indikator verwendet werden.

Was den Transmissionsprozess betrifft, so sind in der Konferenz insbesondere die Reaktionen der Konsumenten auf geldpolitische Maßnahmen analysiert worden. In Modellrechnungen wurde dargestellt, dass diese Reaktionen sehr unterschiedliche ausfallen können, je nachdem, ob junge Haushalte mit geringen Ersparnissen überwiegen oder ältere Haushalte mit überdurchschnittlich großem Vermögen. Während bei jungen Haushalten

Kreditrestriktionsprobleme wahrscheinlicher sind, wenn die Geldpolitik verschärft wird, können bei wohlhabenden Haushalten geldpolitische Maßnahmen über die Rückwirkungen auf den Wert ihres Finanzvermögens besonders durchschlagen. Im Übrigen gilt, dass der monetäre Transmissionsprozess zu einem guten Teil vom jeweiligen Finanzsystem beeinflusst ist. Veränderungen auf diesem Gebiet, die zum Beispiel durch eine Neugestaltung der Alterssicherungssysteme mit verursacht worden sind, werden daher auch die Wirkungskanäle der Geldpolitik nicht unberührt lassen. Schließlich wurde die Frage aufgeworfen, ob eine im Durchschnitt ältere Bevölkerung der Stabilität der Preise einen besonders hohen Rang zuweist und ob der Preisstabilität in einer Gesellschaft, in der die Alterssicherung vorrangig über den Aufbau eines Kapitalstocks gesichert wird, eine größere Rolle zukommt als bei einem Umlagesystem. Weitere theoretische und empirische Untersuchungen sind hier notwendig.

Insgesamt hat die Konferenz dazu beigetragen, das Bewusstsein dafür zu schärfen, dass Notenbanken in ihre Überlegungen auch künftige Veränderungen im Altersprofil unserer Gesellschaften einbeziehen müssen. Solche Verschiebungen können den makroökonomischen Rahmen beeinflussen, in dem Notenbanken agieren. Sie tangieren auch die Wirkungsweise der Geldpolitik.

Die Vorträge werden in einem Konferenzband publiziert werden. Die Bundesbank wird in ihren Monatsberichten auf das Erscheinen des Bandes hinweisen.