

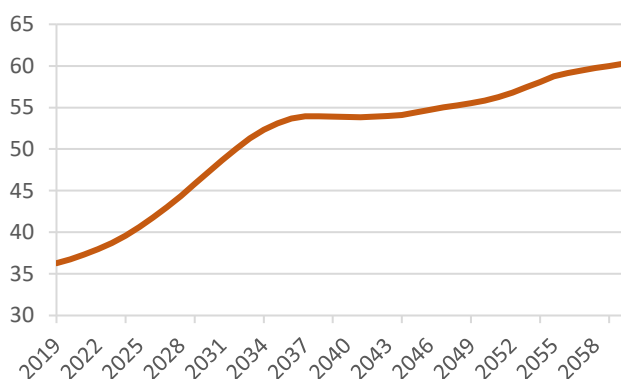


## DEMOGRAPHISCHER UMBRUCH: IMPLIKATIONEN FÜR SOZIALVERSICHERUNG UND FINANZMÄRKTE

von Dr. Jörn Quitzau

Nach einer Vorwarnzeit von mehreren Jahrzehnten entfaltet der demographische Wandel in Deutschland nun bald seine Wirkung. Die geburtenstarken Jahrgänge (Geburtsjahre 1955–1969) kommen nach und nach am Ende ihres Berufslebens an und wechseln innerhalb der nächsten 15 Jahre in den Ruhestand. Der Altenquotient steigt in diesem Zeitraum von aktuell gut 36 % auf knapp 54 % (Abb. 1). Neben dem Rückgang der Geburtenraten trägt die gestiegene und voraussichtlich weiter steigende Lebenserwartung dazu bei, dass sich das Verhältnis der Beitragszahler zu Rentempfänger immer mehr zu Ungunsten der Beitragszahler verändert. Der demographische Wandel hat auf jeden Fall einschneidende Folgen für die sozialen Sicherungssysteme, möglicherweise auch für die Finanz- bzw. Vermögenmärkte.

**Abb. 1: Entwicklung des Altenquotienten**



Bevölkerungszahl im Alter ab 65 Jahre dividiert durch die Bevölkerungszahl im Alter zwischen 20 und 64 Jahre. Quelle: Statistisches Bundesamt. 14. Koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Variante 01

### Folgen für die Sozialversicherung

Die deutsche Sozialversicherung wird im Umlagesystem finanziert. Das bedeutet, dass die beruflich aktive Bevölkerung mit ihren Sozialversicherungsbeiträgen die Renten der jeweiligen Rentnergeneration finanziert, die ihrerseits während des eigenen Berufslebens die Renten der vorausgegangenen Generation finanziert haben. Da sich dieses Sicherungsmodell von Generation zu Generation fortsetzt, wird auch vom

„Generationenvertrag“ gesprochen. Umlagefinanzierte Sicherungssysteme funktionieren gut in Gesellschaften, deren Bevölkerungspyramide tatsächlich noch eine pyramidenartige Gestalt hat – eine breite Basis mit vielen jungen Menschen und mit ansteigendem Alter ausgedünnten Alterskohorten. Eine Altersstruktur wie in Deutschland (und ähnlich in vielen anderen Industrieländern), bei der die geburtenstarken Jahrgänge demnächst das Rentenalter erreichen, stellt umlagefinanzierte Sozialversicherungssysteme vor Probleme.

Wenn die bisherigen Leistungszusagen des Staates vollständig eingelöst werden, ergäben sich bei den heutigen Steuer- und Abgabesätzen immer größere Finanzierungsdefizite in der Sozialversicherung, die der Staat letztlich durch die Aufnahme neuer Schulden decken müsste. Mit Hilfe sogenannter Generationenbilanzen lässt sich die „Unterdeckung“ der Sozialversicherungssysteme berechnen. Das Forschungszentrum Generationenverträge hat errechnet, dass die in den Sozialversicherungen versteckten Staatsschulden die offiziellen Staatsschulden weit übersteigen. Vor Ausbruch der Corona-Pandemie beliefen sich die versteckten, offiziell nicht-bilanzierten und deshalb nur impliziten Staatsschulden auf 176 % des BIP. Zum Vergleich: die offiziell erfassten expliziten Staatsschulden beliefen sich lediglich auf rund 60 %. Steuert die Politik nicht mit Renten- oder Sozialreformen gegen, wandeln sich in den nächsten Jahren und Jahrzehnten die bisher versteckten Schulden in offizielle Schulden um.

### Politische Reformansätze

Die rot-grüne Bundesregierung führte im Jahr 2004 den sogenannten Nachhaltigkeitsfaktor in die Rentenversicherung ein, um bei der Rentenanpassung das sich ändernde Verhältnis von Beitragszahlern und Rentempfängern zu berücksichtigen. Damit wurde die gesetzliche Rentenversicherung gut auf die demographischen Umwälzungen vorbereitet. Seither gab es jedoch eine Reihe rentenpolitischer Maßnahmen, die der nachhaltigen Finanzierung der Rentenversicherung erneut im Wege stehen.

Grundsätzlich gibt es verschiedene Stellschrauben, an denen die Politik drehen kann, um die demographischen Lasten für die Sozialversicherung zu mildern bzw. die impliziten Staatsschulden zu reduzieren. Höhere Beiträge und geringere Auszahlungen sind zwei Möglichkeiten, die zumindest rechnerisch zur Entlastung der Sozialversicherung beitragen können. Allerdings sind hier enge Grenzen gesetzt: 2018 hat die Bundesregierung die sogenannte doppelte Haltelinie in der Rente eingeführt, mit der das Rentenniveau stabilisiert und die Beitragszahler vor übermäßiger Last geschützt werden sollen: Das Rentenniveau soll dadurch – vorerst bis 2025 – vor Steuern nicht unter 48 % sinken und der Beitragssatz nicht über 20 % steigen können.<sup>1</sup> Aus diesen Haltelinien resultierende Finanzierungslücken sollen durch Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt geschlossen werden.

Nun sind die Bundes-Zuschüsse an die Rentenversicherung schon heute beträchtlich. Der wissenschaftliche Beirat des Bundeswirtschaftsministeriums hat kürzlich in einem Gutachten darauf hingewiesen, dass derzeit mehr als ein Viertel des Bundeshaushalts in die gesetzliche Rentenversicherung fließen. Würde die doppelte Haltelinie beibehalten, müssten bis zum Jahr 2045 weitere 23 Prozentpunkte aus dem Bundeshaushalt an die Rentenversicherung fließen.<sup>2</sup> Rund die Hälfte des Bundeshaushalts wäre also durch Subventionen an die Rentenversicherung gebunden. Dieses Geld würde folglich nicht mehr für die übrigen Staatsaufgaben wie Infrastrukturinvestitionen, Bildung, innere und äußere Sicherheit, ökologischer Umbau, digitaler Wandel etc. zur Verfügung stehen. Der wissenschaftliche Beirat rät deshalb davon ab, „...die Illusion von langfristig gesicherten Haltelinien weiter aufrechtzuerhalten.“<sup>3</sup>

Der Handlungsdruck ist allerdings so groß, dass der Beirat darüber hinaus empfiehlt, das Renteneintrittsalter an die Lebenserwartung zu koppeln. Wenn die Lebenserwartung weiter steigt, wie es in den Bevölkerungsprognosen unterstellt wird, würde dies einen späteren Renteneintritt bedeuten. Der wissenschaftliche Beirat schlägt vor, die steigende Lebenserwartung im Verhältnis 2:1 auf zusätzliche Erwerbszeit und zusätzliche Rentenzeit aufzuteilen. Gemäß den derzeitigen Prognosen für die Lebenserwartung würde dies dazu führen,

dass im Jahr 2042 das Renteneintrittsalter bei 68 Jahren liegen würde. Die Expertengruppe plädiert aber auch für ein „Renteneintrittsfenster“, sodass die Arbeitnehmer den genauen Zeitpunkt des Renteneintritts unter Berücksichtigung von Zu- und Abschlägen frei wählen können.

Eine noch längere Lebensarbeitszeit mag unerfreulich klingen, doch mit Blick auf die fiskalischen Folgen der steigenden Lebenserwartung lässt sich eine längere Lebensarbeitszeit kaum vermeiden. Würde auf einen späteren Renteneintritt verzichtet, stiege durch eine höhere Lebenserwartung die Rentenbezugsdauer. Faktisch handelte es sich um eine Rentenerhöhung – obwohl die monatlichen Rentenzahlungen unverändert blieben.

In Wahlkampfzeiten kommen solche Vorschläge nicht gut an. Ein Blick auf die Wahlprogramme der Parteien zeigt, dass die Rententhematik nur mit großer Vorsicht angegangen wird. Vereinzelt scheinen die finanziellen Folgen des demographischen Wandels sogar komplett verkannt zu werden, denn Vorschläge (Die Linke), das Rentenniveau anzuheben oder das Renteneintrittsalter zu senken, passen kaum in die Zeit. Mehrere Parteien (CDU/CSU, FDP, Grüne) sehen zumindest in der kapitalgedeckten Vorsorge eine sinnvolle Ergänzung zur gesetzlichen Rente.

### Folgen für die Finanzmärkte

Doch der demographische Wandel hat auch Folgen für die Finanz- und Vermögensmärkte. Die geburtenstarken Jahrgänge in Deutschland und anderen Industrienationen haben mit ihrem Sparverhalten in der Vergangenheit für steigende Kurse an den Aktien- und Anleihemärkten und für höhere Immobilienpreise gesorgt. Mit dem Eintritt in den Ruhestand wird sich ihr Verhalten ändern. Ersparnisse werden tendenziell aufgelöst, auch wenn nur Schritt für Schritt. In Deutschland ist es in 15 Jahren soweit, dass alle „Babyboomer“-Jahrgänge das Rentenalter erreicht haben. Unter sonst gleichen Umständen entsteht damit Druck auf die Vermögenspreise.

Ob und wie stark die Preise auf den Vermögensmärkten tatsächlich sinken werden, wenn die Sparschwemme der ver-

<sup>1</sup> Ein sinkendes Rentenniveau bedeutet aber nicht, dass die Brutto-Renten sinken. Sie steigen lediglich langsamer als die Einkommen der berufstätigen Bevölkerung. Auch bei einem Rentenniveau von 48 % können die Renten in absoluten Zahlen dennoch steigen.

<sup>2</sup> Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2021), Vorschläge für eine Reform der gesetzlichen Rentenversicherung.

<sup>3</sup> Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2021), a.a.O., S. 53.



gangenen Dekaden versiegt und sich eine Verkaufswelle aufbaut, hängt von verschiedenen Faktoren ab. Positiv könnte sich auswirken, dass die demographischen Trends international höchst unterschiedlich aussehen. Während die Bevölkerung in vielen Industrienationen altert, wächst die Bevölkerung in den Schwellen- und Entwicklungsländern dynamisch (eine Ausnahme bildet das wirtschaftlich wichtigste Schwellenland China). In dem Maße, wie es gelingt, diese Ländergruppe noch mehr in die Weltwirtschaft und insbesondere in das globale Finanzsystem zu integrieren, steigen die Chancen für die Industrienationen, einen „asset meltdown“ abzuwenden. Wenn diese Länder verstärkt als Käufer an den Finanzmärkten aktiv werden, können dadurch die Effekte des demographischen Umbruchs in den Industrienationen abgefedert oder sogar überlagert werden. Die finanziellen Konsequenzen des demographischen Umbruchs werden also nicht allein im Inland entschieden.



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Salomon Fiedler  
+44 20 3207-7800 | salomon.fiedler@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Geld & Währung

Konjunktur

► Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 07.06.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)