



27. Mai 2003

Nr. 269

Aktuelle Themen

Demografie Spezial

Demografie und Bankgeschäft: Internationalisierung als Lösung

- Der demografisch bedingte Wachstumsschub der Nachkriegszeit wird in den G3 ab 2015 allmählich auslaufen. Bis dahin stehen die Baby-Boomers im Erwerbsleben, was für hohes Wirtschaftswachstum und Ersparnis sorgt. Wenn sie in Rente gehen, fehlen diese stark besetzten Jahrgänge als Arbeitskräfte – das Potenzialwachstum sinkt.
- Die Schrumpfung des Erwerbersonenpotenzials und damit das langsamere Wirtschaftswachstum betreffen fast alle Länder, allerdings zu verschiedenen Zeitpunkten und in unterschiedlichem Tempo: Japan führt die Vergreisung an, gefolgt von Teilen Europas (vor allem Deutschland, Italien, Spanien und Osteuropa). In den USA, Asien (außer Japan) sowie Lateinamerika erfolgt die Alterung weniger schnell bzw. begann später.
- Aus den regionalen Differenzen der Alterung ergeben sich unterschiedliche Ersparnis- und Renditeeffekte. Das Passivgeschäft dürfte in den nächsten 20-30 Jahren seinen Schwerpunkt in den G3 haben, wo die Baby-Boomers in der Hauptparphase sind. Das Aktivgeschäft dürfte verstärkt in die USA bzw. Asien und Lateinamerika wandern, wo eine große Anzahl junger Menschen Kredite für geschäftliche und private Zwecke nachfragen dürften.
- Voraussetzung für den verstärkten Kapitalfluss sind politische und wirtschaftliche Stabilität in den Schwellenländern. Außerdem steigen die Anforderungen an das Risikomanagement (für das Kredit- und Währungsrisiko) auf Seiten der Gläubiger und der Schuldner sowie an die internationalen Kontrollmechanismen.
- Daraus ergibt sich für die Geschäftsbereiche:
 - Firmenkundengeschäft und Investment-Banking: ab 2015 deutlich geringeres Wachstumspotenzial in Europa und Japan. Damit vergrößert sich der Rückstand zu den USA und den wirtschaftlich aufstrebenden Schwellenländern.
 - Kreditgeschäft mit Privatkunden (Konsum- und Wohnbaukredite): nach 2015 Dynamik verstärkt in den USA, Asien und Lateinamerika.
 - Altersvorsorge und Asset Management: in den nächsten 20 - 30 Jahren starke Expansion in Europa, Japan und den USA.
- Als Arbeitgeber können Finanzdienstleister den Rückgang des Arbeitskräftepotenzials teilweise durch weitere Rationalisierung von Routinetätigkeiten, Verlagerung von Arbeitsplätzen in Länder mit steigender Zahl an Arbeitskräften, Outsourcing sowie die Förderung der Immigration kompensieren.

Karin Gruber, +49 69 910-32863 (karin.gruber@db.com)

Dieser Beitrag ergänzt die Studie „Die demografische Herausforderung“, erschienen im Juli 2002.



Editor

Stefan Schneider
+49 69 910-31790
stefan-b.schneider@db.com

Publikationsassistentz

Pia Johnson
+49 69 910-31777
pia.johnson@db.com

Deutsche Bank Research

Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Norbert Walter

Gliederung

Einführung	3
1. Intertemporale Effekte: Post Baby-Boom Blues	4
2. Interregionale Effekte: Demografische Arbitrage	5
3. Firmenkundengeschäft und Investment-Banking	7
3.1. Das Geschäft mit Unternehmen	7
3.2. Das Geschäft mit dem Staat	9
4. Privatkundengeschäft.....	11
4.1. Das Lebensphasenmodell	11
4.2. Marketing	13
4.3. Altersvorsorge und Asset Management	15
4.3.1. Betriebliche Altersvorsorge	16
4.3.2. Individuelle Altersvorsorge	18
4.3.3. Vermögensnutzung	20
5. Die Finanzinstitution als Arbeitgeber	22
Schlusswort	25
Literaturverzeichnis	26



Einführung

Wie ein Damoklesschwert hängen Alterung und Schrumpfung der Bevölkerung über den Gesellschaften Europas und Japans. Zwar ist die wirtschaftliche Lage zur Zeit aufgrund konjunktureller Einflüsse, des Platzens der Aktienblase und geopolitischer Unsicherheiten schon denkbar schlecht. Aus demografischer Sicht jedoch werden die Bedingungen auf absehbare Zeit nicht wieder besser werden. Politiker und Wähler wissen das zumindest ansatzweise. Deshalb steht die Reform der sozialen Sicherungssysteme ganz oben auf der politischen Agenda. Renten- und Gesundheitssysteme sind jedoch nur ein Teilaspekt der vielfältigen und weitreichenden Konsequenzen der Bevölkerungsentwicklung. Der demografische Wandel wird zu großen Veränderungen auf den Märkten für Arbeit, Kapital sowie Güter und Dienstleistungen führen. Zudem wird er die wirtschaftlichen und politischen Machtverhältnisse weltweit sowie die internationalen Kapitalströme und Wechselkurse beeinflussen. In der Studie „Die demografische Herausforderung“¹ vermittelt Deutsche Bank Research einen breiten Überblick über die demografischen Veränderungen und ihre gesellschaftlichen und ökonomischen Konsequenzen. In der hier vorliegenden Publikation sollen die Auswirkungen der Bevölkerungsentwicklung auf das Geschäft von Finanzdienstleistern konkretisiert werden.

Die Studie ist folgendermaßen aufgebaut: im ersten Kapitel wird auf die unterschiedlichen Phasen der Bevölkerungsdynamik eingegangen – vor und nach Renteneintritt der Baby-Boomers. Kapitel 2 stellt die Bedeutung der Internationalisierung der Kapitalströme für den Ausgleich der regionalen Wachstumsdifferenzen und Sparpotenziale dar. Im dritten Kapitel werden die Auswirkungen der demografischen Entwicklung auf das Firmenkundengeschäft und Investment-Banking beschrieben. Dazu gehört auch die Verschiebung der Wirtschaftsstruktur innerhalb der alternenden Volkswirtschaften. Der Druck auf die sozialen Sicherungssysteme dürfte sich auch im Geschäft mit Privatisierungen, Public-Private-Partnerships und Staatsanleihen zeigen. Kapitel 4 bezieht sich auf das Geschäft mit Privatkunden. Aus dem Lebenszyklusmodell lässt sich ein Rückgang der Nachfrage nach Konsumenten- und Hypothekenkrediten und ein Boom der Altersvorsorge und Vermögensverwaltung in Europa und Japan ableiten. Außerdem werden verschiedene Aspekte der betrieblichen und individuellen Altersvorsorge diskutiert, da dieser Geschäftsbereich schon heute der weitaus bedeutendste Gewinner der Alterungsprozesse in den entsprechenden Volkswirtschaften ist. Die Studie schließt im Kapitel 5 mit Überlegungen dazu, wie Finanzdienstleister als Arbeitgeber auf die Alterung und Schrumpfung des Arbeitskräftepotenzials reagieren können.

Der demografische Wandel führt zu großen Veränderungen auf den Märkten für Arbeit, Kapital sowie Güter und Dienstleistungen

Aufbau der Studie

¹ Deutsche Bank Research (Hrsg.): Die demografische Herausforderung, 30. Juli 2002.

1. Intertemporale Effekte: Post Baby-Boom Blues

Die demografische Entwicklung manifestiert sich im wesentlichen auf zwei Ebenen: der Größe der Bevölkerung und deren Altersstruktur. In den Industrie- und Schwellenländern führte der steigende Wohlstand zu einer sinkenden Geburtenrate bei gleichzeitig zunehmender Lebenserwartung. Die Folgen sind erst die Alterung, danach die Schrumpfung der Bevölkerung.

Phase 1: Baby-Boomers arbeiten und sparen

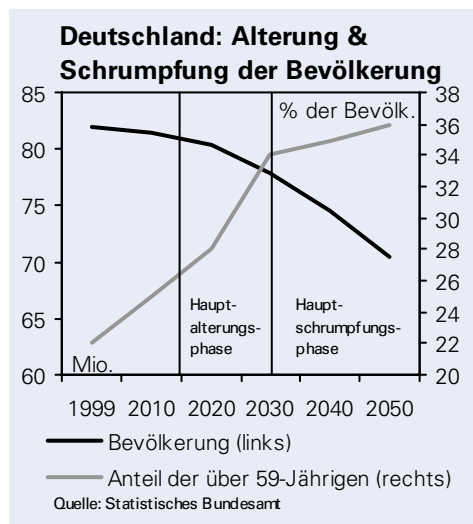
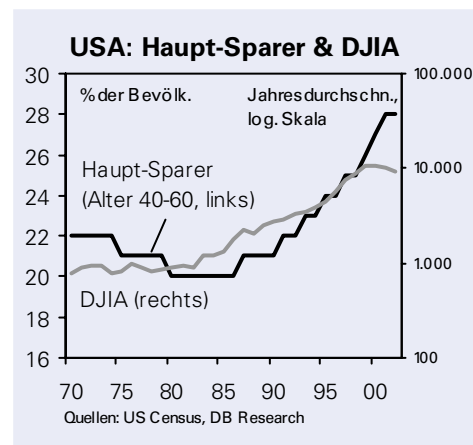
Die wirtschaftlichen Auswirkungen der demografischen Entwicklung erfolgen nicht kontinuierlich, sondern in drei Phasen: In Phase 1, die schon begonnen hat und noch bis 2010-2015 andauert, sind die nach dem Zweiten Weltkrieg (in den USA von 1946-1964, in Deutschland von ca. 1955-1970) geborenen Baby-Boomers („geburtstarke Jahrgänge“) noch erwerbstätig. Da diese Kohorten zahlenmäßig besonders groß sind, wirkt sich dies äußerst positiv auf das Angebot von Arbeit und Kapital sowie die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus. Manche Autoren begründen die hohen BIP-Wachstumsraten und die Hausse an den Börsen in den 90er Jahren zumindest teilweise mit der wirtschaftlichen Aktivität der Baby-Boomers. Zwar überschatten derzeit konjunkturelle und geopolitische Probleme die Weltwirtschaft, jedoch werden die Bedingungen zumindest aus demografischer Sicht auf absehbare Zeit nicht wieder besser werden.

Phase 2: Baby-Boomers gehen in Rente

In der Phase 2 (von 2010-2015 bis 2025-2030) gehen die Baby-Boomers in Rente. Die Alterung der Gesellschaft bedeutet vor allem eine Strukturveränderung, während die Bevölkerungszahl nur leicht zurückgeht. In Deutschland sinkt zwischen 2015 und 2030 das Erwerbspersonenpotenzial (also Menschen im Alter von 15-64 Jahren) um 14%, während die Bevölkerung lediglich um 4% schrumpft.² Aufgrund der im Verhältnis zu den Erwerbseinkommen niedrigeren Renteneinkommen dürften sowohl die Ersparnis, als auch die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen weniger stark als in den vorhergehenden Dekaden wachsen. Die Europäische Kommission rechnet damit, dass das EU-Potenzialwachstum im Zeitraum 2000-2050 aufgrund der Alterung von der gegenwärtigen Trendrate von 2-2½% auf rund 1¼% fällt, wenn politisch nicht gegengesteuert wird. Damit dürfte auch der Finanzierungsbedarf der Wirtschaft entsprechend abnehmen.³ In Phase 2 beginnt also der Blues, der manchen Arbeitnehmer nach seiner Pensionierung befällt, für die gesamte Gesellschaft.

Phase 3: Generation der Baby-Boomers verschwindet

In Phase 3 schließlich (ab 2030) schrumpft die Bevölkerung deutlich. Die Generation der Baby-Boomers verschwindet. Beispielsweise dürften in Deutschland im Jahr 2050 nur mehr ca. 70 Millionen Menschen leben (nach ca. 78 Mio. um etwa 2030), von denen 27 Millionen 60 Jahre und älter sind.



² Fuchs und Thon: Nach 2010 sinkt das Angebot an Arbeitskräften, IAB Kurzbericht Nr. 4, 20.05.1999.

³ Europäische Kommission: Die Wirtschaft der EU - Bilanz 2002, Zusammenfassung und wichtigste Schlußfolgerungen, 11.12.2002.



2. Interregionale Effekte: Demografische Arbitrage

Wachstumsbonus für junge Länder

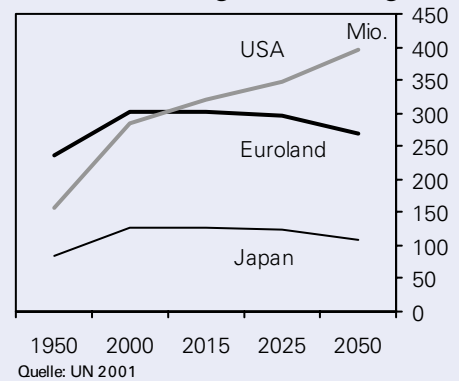
Die Tatsache, dass einige Länder demografisch jünger und expansiver sind als andere, muss der Ausgangspunkt für demografisch-strategische Überlegungen von Finanzdienstleistern sein. Beträchtliches Wachstumspotenzial haben insbesondere Länder, deren Geburtenraten erst in den letzten 10-20 Jahren auf Reproduktionsniveau sanken. Sie befinden sich zur Zeit in einem „demografischen Fenster“, einer Zeitspanne, innerhalb der ein zahlenmäßig großer Bestand an Arbeitskräften den Unterhalt von wenigen jungen und älteren Abhängigen (geringer Gesamtabhängigkeitsquotient) erwirtschaftet. Wenn diese demografische Chance mit günstigen politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kombiniert wird, ist das Wachstumspotenzial beträchtlich. Kandidaten dafür sind vor allem Länder Lateinamerikas (Argentinien, Brasilien, Mexiko) und Asiens (Indien, Indonesien, Philippinen, Vietnam). Im Vergleich der G3-Länder schneiden die USA bei weitem am besten ab: der Anteil der über 59-Jährigen an der Gesamtbevölkerung ist mit heute 16% und 27% im Jahr 2050 deutlich geringer als in Euroland (2000: 22%, 2050: 38%) und in Japan (2000: 23%, 2050: 42%).⁴ Damit werden die USA mittel- bis langfristig ein expansiveres und jüngeres Arbeitskräftepotenzial zur Verfügung haben, was ihre wirtschaftliche und politische Vormachtstellung weiter zementieren wird.

Das relativ jüngere und zunehmende Arbeitskräfteangebot in den USA sowie in einigen Marktwirtschaften Asiens und Lateinamerikas trägt wesentlich dazu bei, dass das Wachstumspotenzial dort weit über dem von Euroland oder Japan liegt. Diese Länder mit jüngeren Altersdurchschnitt weisen eine hohe Investitionsnachfrage bei geringerer Sparkapazität auf. Gleichzeitig sind die Baby-Boomers der älteren Staaten auf der Suche nach möglichst hohen Renditen für ihre Ersparnisse, um ihre Altersrenten zu sichern. Daher ist mit verstärkten Kapitalexporten aus den G3, vor allem aber aus Europa, in die jüngeren Volkswirtschaften in Südamerika und Asien, abhängig von der politischen und ökonomischen Entwicklung auch im Nahen Osten und Nordafrika, zu rechnen. Nach Berechnungen der OECD werden die Netto-Auslandsvermögen der G3 bis ca. 2030 (etwas früher in Japan, etwas später in der EU) kräftig aufgebaut, während sie danach über Leistungsbilanzdefizite von bis zu 3% des BIP wieder abgebaut werden.⁵ Japan erzielte im Schnitt der 90er Jahre einen Leistungsbilanzüberschuss von rund 2½% des BIP, während die EU im Wesentlichen ausgeglichen bilanzierte. Deutschland wies im Jahr 2002 einen Leistungsbilanzüberschuss von 2 ½% des BIP auf (nach Defiziten in den 90er Jahren aufgrund der Wiedervereinigung).⁶

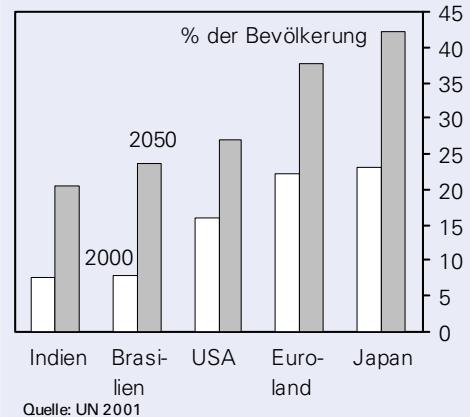
Zunehmende Bedeutung der Schwellenländer

Natürlich sind die Schwellenländer nicht unbedingt ein Paradies für Investoren. Auch längerfristig werden die politischen und währungsbedingten Risiken deutlich höher sein als in den Industrieländern. Trotzdem dürfte ein wachsender Teil der Anleger bereit sein, das größere Risiko der Schwellenländer in Kauf zu nehmen, um eine deutlich höhere Rendite als in der alternden Welt zu erzielen. Nicht zuletzt ist die Geldanlage im Ausland die einzige Möglichkeit, das Einkommen im Rentenalter

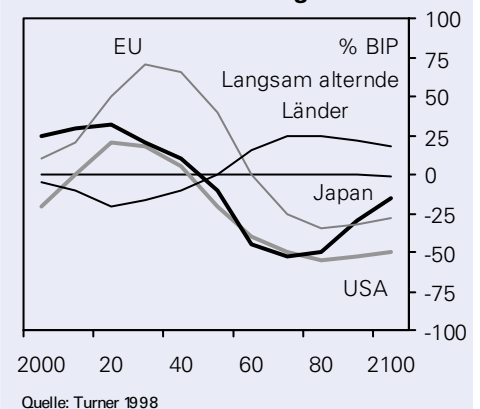
G3: Bevölkerungsentwicklung



Anteil der über 59-Jährigen: 2000 & 2050



Netto-Auslandsvermögen



⁴ United Nations, Department of Economic and Social Affairs: World Population Prospects: The 2000 Revision, 2001.

⁵ Turner: The Macroeconomic Implications of Ageing in a Global Context, OECD Working Paper No. 193, 1998.

⁶ OECD Wirtschaftsausblick 2002/2, Nr. 72.

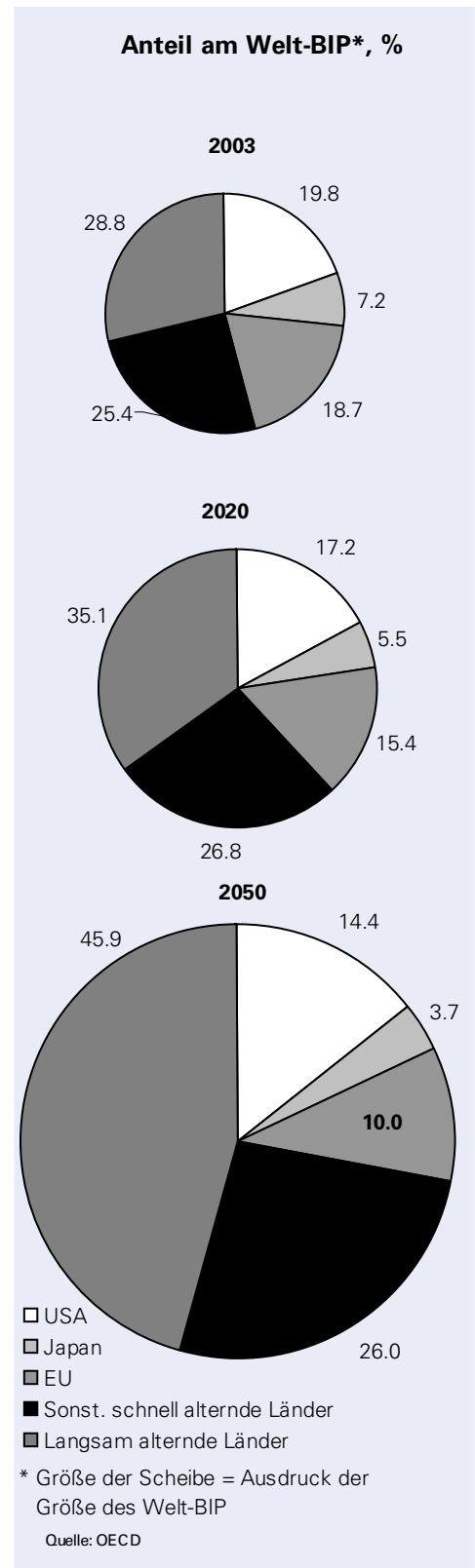
zumindest teilweise von der wirtschaftlichen Entwicklung im eigenen Land abzukoppeln. Schließlich hängen die staatlichen Rentenzahlungen im Umlageverfahren sowie die Kapitalerträge aus Investments im Inland vom Wirtschaftswachstum im Heimatland ab.

Anforderungen an das Risikomanagement steigen

Voraussetzung für verstärkte Kapitalflüsse in Schwellenländer sind Strategien zur Vermeidung von Finanzkrisen bzw. verbesserte Mechanismen für das Krisenmanagement. Die Verantwortung dafür liegt bei allen Beteiligten: den Regierungen der Schuldnerstaaten, privaten Kreditgebern und Investoren sowie der internationalen Staatengemeinschaft. Die Schuldnerstaaten müssen auf solide Finanzpolitik, eine Stärkung des eigenen Finanzsystems (Bankenaufsicht, Eigenkapitalbasis der Banken, transparente und konservative Rechnungslegung), nachhaltiges Schuldenmanagement sowie verbesserte Investor Relations achten. Kreditgeber und Investoren müssen ihre Risikomanagementsysteme verbessern, etwa durch Frühwarnsysteme, Ratings für Ereignisrisiko oder Stresstests.⁷ Dadurch kann auch das Übergreifen von Finanzkrisen auf nicht betroffene Länder (Ansteckungsgefahr) reduziert werden. Schließlich muss die internationale Staatengemeinschaft intensiver an einer robusten internationalen Finanzarchitektur arbeiten. Dazu gehören Initiativen wie das Financial Sector Assessment Program (FSAP), das vom IWF 1999 nach den Finanzkrisen in Asien und Russland ins Leben gerufen wurde, um regulatorische Defizite und strukturelle Fehlentwicklungen früh zu erkennen.

Banken als „Kapitalsammelstelle“

Wenn die Schwellenländer politisch und wirtschaftlich stabiler werden, dürften international erfolgreiche Finanzdienstleister in den nächsten Dekaden zunehmend als große „Kapitalsammelstelle“ fungieren, die Liquidität in den G3-Ländern sammeln und an die Schwellenländer weiterleiten. Dies kann mehrere Formen annehmen. Banken können das Kapital in Form von Einlagen auf die Passivseite ihrer Bilanzen nehmen und Kredite in den Schwellenländern vergeben. Eine weitere Möglichkeit ist der direkte Ankauf von Wertpapieren der Schwellenländer aus den Mitteln der Spareinlagen. Schließlich können Finanzdienstleister nur als Mittler fungieren, indem sie die Emission von Anleihen und Aktien in den Schwellenländern übernehmen und diese direkt oder über eine Kapitalanlagegesellschaft in Form von Investmentfonds an Anleger in den Industrieländern verkaufen. Der Vorteil für die Banken liegt darin, dass sie selbst dafür weder Kredit- noch Währungsrisiko mehr tragen, sobald die Aktien und Anleihen komplett verkauft sind. Allerdings ist zu erwarten, dass diese Möglichkeit begrenzt ist, da zumindest ein Teil der Anleger nicht direkt in den Schwellenländern investieren möchte. Diese Kunden dürften die Risikoübernahme durch die Bank (z.B. in Form von strukturierten Produkten) schätzen und bereit sein, dafür einen Renditeabschlag in Kauf zu nehmen.⁸



⁷ Siedenberg: Lessons learned from recent financial crises and the way forward, Rede bei der Konferenz „The International Financial Architecture“, Frankfurt, 6. Sept. 2002.

⁸ Zu den Auswirkungen der demografischen Entwicklung auf die Kapitalmärkte siehe in der DB Research-Reihe „Aktuelle Themen – Demografie Spezial“: Börsch-Supan, „Alterung, deutsche Renditeentwicklung und globale Kapitalmärkte“



3. Firmenkundengeschäft und Investment-Banking

Regionale Unterschiede der Wachstumsdynamik prägen das Geschäft mit der Unternehmensfinanzierung. Da sich ab 2015 der Wachstumsabstand zwischen den USA und den wirtschaftlich aufstrebenden Schwellenländern einerseits und Europa und Japan andererseits noch ausweiten wird, dürften sich Firmenkundengeschäft und Investment-Banking zunehmend dorthin verlagern. Im Zuge der Alterung dürfte sich außerdem die Wirtschaftsstruktur verschieben, wovon vor allem der Gesundheitssektor profitieren dürfte. Die Zukunft des Geschäfts mit Staatsanleihen der G3 hängt vor allem davon ab, ob die alternden Staaten es schaffen, ihre sozialen Sicherungssysteme rechtzeitig zu sanieren und ihre Schulden abzubauen.

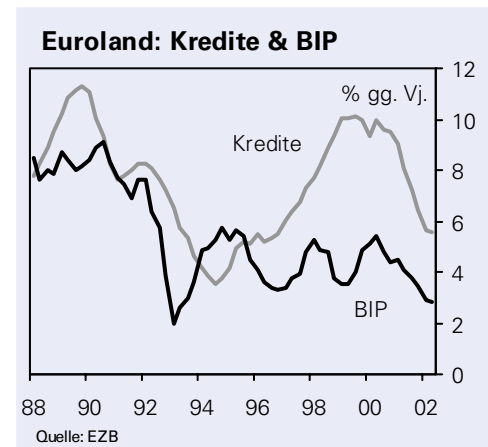
3.1. Das Geschäft mit Unternehmen

Das Geschäft mit Finanzierungen und Transaktionen dürfte in den G3 in den nächsten 10 bis 15 Jahren aufgrund der Erwerbstätigkeit der Baby-Boomer und dem damit einhergehenden Wirtschaftswachstum florieren. Danach dürfte das Geschäftsvolumen in Europa und Japan weniger stark expandieren, während Wirtschaftswachstum und Finanzierungsbedarf in den USA und zahlreichen Schwellenländern im Verhältnis deutlich stärker zunehmen dürften. Natürlich kann man aus heutiger Sicht nicht mit Bestimmtheit vorhersagen, wie sich die Emerging Markets in den nächsten Dekaden entwickeln werden. Kritisch ist vor allem die politische Stabilität der bevölkerungsreichen asiatischen Staaten (China, Indien, Indonesien) wie auch Argentiniens und Brasiliens. In diesem Kapitel werden die Aussichten insbesondere für das alternde Europa beschrieben. Die Argumente für eine Dämpfung des Geschäftes gelten spiegelverkehrt für die USA und die Schwellenländer, die relativ zu Europa einen Aufschwung erfahren dürften.

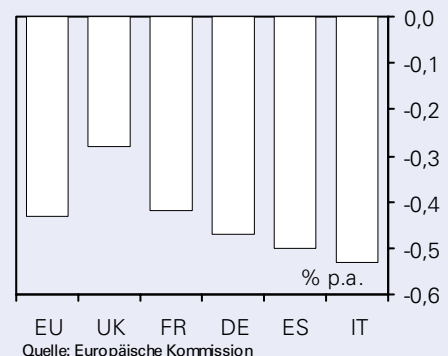
Schwächeres Wachstum drückt Finanzierungsbedarf

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die reale Nachfrage nach Unternehmenskrediten sind das BIP-Wachstum und der reale Zinssatz (s. Grafik).⁹ In Euroland stimulierte in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre der starke Rückgang der Zinsen im Vorfeld der Wirtschafts- und Währungsunion die Kreditnachfrage in den ehemaligen Hochzinländern. Außerdem belebten die IT- und Aktienblasen das Kreditgeschäft. Da diese Ereignisse einmalig waren, dürfte das BIP-Wachstum als Erklärungsfaktor wieder an Bedeutung gewinnen. Aufgrund des künftig schwächeren Wirtschaftswachstums ist daher mit geringerem Kreditwachstum als in den Jahren davor zu rechnen. Laut einer Studie der Europäischen Kommission reduziert sich im Haupt-Alterungsszenario das jährliche Pro-Kopf-BIP-Wachstum der EU über den Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2050 gerechnet im Vergleich zum Nicht-Alterungsszenario um 0,43%-Punkte auf 1¼%.¹⁰ Für Deutschland ist ein Wachstumspotenzial von unter 1% p.a. für die Zeit nach 2020 zu erwarten (durchschnittliches Wachstum seit 1980 ohne die wiedervereinigungsbedingt verzerrten Jahre 1990 und 1991: rund 1½%). Darunter dürfte das Geschäft mit Fremd- und Eigenkapital leiden, also sowohl die Kreditvergabe, als auch die Emission von Aktien und Unternehmensanleihen. Da Fixkosten der Unternehmen in der Zukunft auf immer weniger Konsumenten verteilt werden können, dürfte der Konsoli-

Regionale Unterschiede der Wachstumsdynamik prägen das Geschäft



BIP-Pro-Kopf-Wachstum 2000-2050: Einbußen durch Alterung



⁹ Vgl. Calza, Gartner und Sousa: Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area, ECB Working Paper No. 55, 2001.

¹⁰ Vgl. Mc Morrow, Roeger: The Economic Consequences of Aging Populations, European Commission Working Paper No. 138, 1999.

dierungsbedarf zunehmen. Als Folge dürfte das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen vom Bevölkerungsrückgang (proaktive Anpassung) profitieren.

Ältere weniger gründungsaktiv

Die Alterung der Bevölkerung dürfte negative Auswirkungen auf die Finanzierung von Unternehmensgründungen haben. Laut Global Entrepreneurship Report ist die Gründungsaktivität in der Altersgruppe der 25-34-Jährigen am höchsten, es folgt die Gruppe der 35-44-Jährigen.¹¹ Heute sind die Baby-Boomers in Deutschland zwischen 30 und 45 Jahre alt. Das heißt, sie waren in den letzten Jahren in dem Alter, in dem am häufigsten Gründungen stattfinden. In Deutschland wurden in den 90er Jahren im Schnitt 500.000 Unternehmen pro Jahr gegründet.¹² Seit 1998 schwächt sich der Trend ab, 2001 wurden aufgrund der schlechten Konjunktur und des Platzens der Aktienblase nur mehr rund 450.000 Unternehmen gegründet (die Zahl der Unternehmensliquidationen liegt seit 1995 bei etwa 400.000 p.a.). Wenn es in Zukunft weniger Menschen im Gründungsalter gibt, dürfte der Bedarf an Venture Capital und auch die Anzahl an Börsenemissionen sinken. Laut Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften werden rund 20% der Nettozuflüsse in Beteiligungskapital in Deutschland in die Frühphase einer Unternehmensgründung investiert („Early Stage Financing“), weitere 20% fließen in die Expansionsphase. Damit sind rund 40% der Beteiligungsströme direkt demografie-anfällig. Allerdings könnte in der Zukunft die Gründungsaktivität der Älteren steigen. Da das Renteneintrittsalter weiter ansteigen wird, lohnt es sich zunehmend auch für die Altersgruppe der 45-54-Jährigen noch ein Unternehmen zu gründen und eine zweite oder dritte Karriere zu starten.

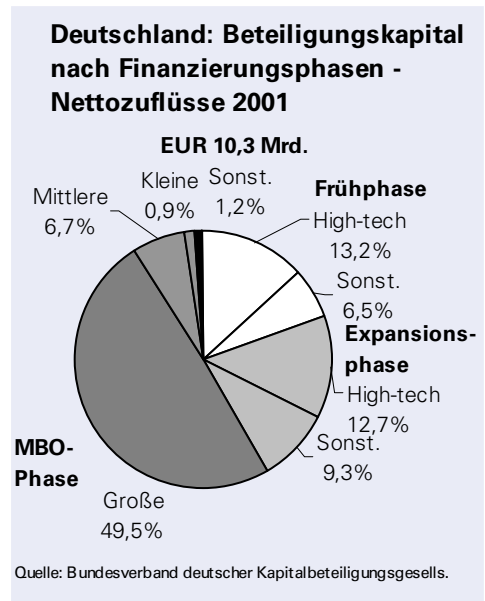
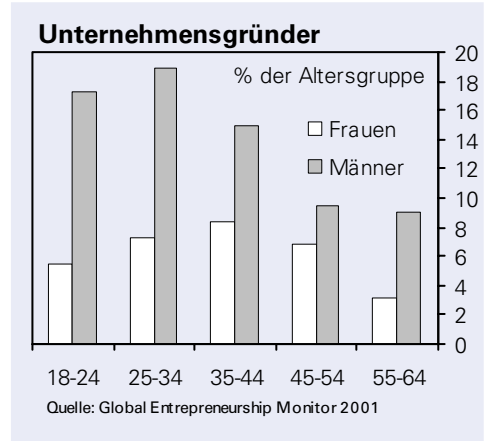
Verschiebung der Wirtschaftsstruktur

Gewinner und Verlierer

Aufgrund der Alterung der Gesellschaft wird sich die Wirtschaftsstruktur ändern, was bei der Unternehmensfinanzierung berücksichtigt werden muss. In den alternden Ländern hat die Nachfrage nach Produkten, die vor allem von jungen Menschen und Familien gekauft werden, geringeres Wachstumspotenzial. Dazu gehören etwa Spielzeug, Familienurlaube (wie Strand- und Badeurlaub), der Bau von Einfamilienhäusern oder auch Alkohol- und Tabakprodukte. Gewinner der Alterung sind der Gesundheitssektor (Pharma, Biotech, Medizintechnik, Krankenhäuser, Gesundheitsdienste) sowie das Geschäft mit der Vermögensverwaltung (entsprechende Geschäftsbereiche der Banken und Versicherungen, unabhängige Finanzberater).

Exporte mildern Auswirkungen der Bevölkerungsproblematik

Der Bevölkerungsrückgang bedeutet auch, dass die Zahl der Konsumenten in den Industrieländern schrumpfen wird. Die Hersteller von international handelbaren Gütern können die demografischen Effekte durch verstärkte Exporte in bevölkerungsreichere Regionen teilweise kompensieren. Die Anbieter von Produkten und Dienstleistungen, die direkt beim Konsumenten bereitgestellt werden (etwa der Einzelhandel), sind am stärksten von der Bevölkerungsentwicklung betroffen. Immobilien (Kaufhäuser, Hotels, Freizeitparks) sind Investitionen für 20 Jahre oder mehr



Die Hersteller von international handelbaren Gütern können die demografischen Effekte durch verstärkte Exporte teilweise kompensieren

¹¹ Reynolds et al.: Global Entrepreneurship Monitor, 2002.

¹² BM für Finanzen: Insolvenzen und Unternehmensgründungen in Deutschland, Monatsbericht 10/2002.



– aus diesem Grund beschäftigen sich Tourismusunternehmen und Kaufhausketten schon heute sehr intensiv mit den demografischen Veränderungen. Beispielsweise plant ein großer Reiseveranstalter auf die Alterung zu reagieren, indem er in der Zukunft weniger Familienhotels an Stränden bauen, dafür aber mehr Kreuzfahrtschiffe für Seniorenreisen erwerben wird. Investoren in Einkaufszentren müssen in ihrer Standortanalyse die demografische Entwicklung einbeziehen, etwa die verstärkte Entvölkerung einiger Städte Ostdeutschlands oder des Ruhrgebiets.¹³

Anpassungsfähigkeit entscheidend

Bei der Finanzierungsentscheidung ist der Wohnort der Kunden des Unternehmens irrelevant. Denn einem deutschen Spielzeughersteller, der den Großteil seiner Waren in kinderreiche Staaten exportiert, werden auch in Zukunft die Nachfrager nicht ausgehen. Wichtig ist außerdem die Wandlungsfähigkeit der Unternehmen. Beispielsweise will sich ein weltweit führender Babynahrungshersteller in Zukunft durch das Angebot von Nahrungsmittelzusatzstoffen (z.B. Beimengung von Fischöl für Herz- und Kreislaufbeschwerden) auf Kundengruppen konzentrieren, die eine gesundheitsbewusstere Ernährung anstreben.¹⁴

3.2. Das Geschäft mit dem Staat

Privatisierungen profitieren vom Druck auf öffentliche Haushalte

Das Geschäft mit Privatisierungen dürfte in Europa hauptsächlich in den nächsten 10 Jahren von der Alterungswelle profitieren. Zwar wurde in den meisten OECD-Ländern ein großer Teil der ehemaligen Staatsbetriebe schon in den letzten 20 Jahren verkauft. Allerdings sind die Regierungen, vor allem aber auch die Kommunen, durch den sich erhöhenden Druck auf die öffentlichen Haushalte und die sozialen Sicherungssysteme verstärkt auf zusätzliche Einnahmen sowie gesamtwirtschaftliche Produktivitätssteigerungen angewiesen. Da viele der einfach zu privatisierenden Unternehmen (Telekomfirmen, Banken, Industriebetriebe) bereits verkauft sind, bleiben Firmen und Organisationen in Branchen, die auf sehr teuren Netzen basieren (z.B. der öffentliche Personennahverkehr oder Ortsgespräche) bzw. die die Wähler lieber dem Staat anvertrauen (z.B. Gesundheit, Bildung, Strafvollzug, öffentliche Verwaltung).¹⁵ Für diese „sensibleren“ Branchen bieten sich als Privatisierungsform Public-Private-Partnerships an, bei denen die Erfüllung der Kernaufgabe (z.B. der Schulunterricht) bei der öffentlichen Hand bleibt, während Randaufgaben (z.B. Bau und Betrieb des Schulgebäudes oder der Schulkantine) an Private übertragen werden. Bei diesen Projekten steigt für die Bank das Finanzierungsrisiko, da die öffentliche Hand nicht mehr die Rückzahlung garantiert.

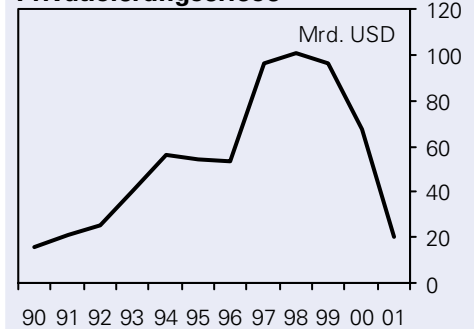
Anstieg der Staatsverschuldung nur durch Reform zu verhindern

Ungewiss ist, wie sich das Geschäft mit Staatsanleihen entwickelt. Während sich die Staatsschulden Japans in der letzten Dekade auf 133% des BIP verdoppelt haben, verringerte sich die öffentliche Verschuldung der USA von der Spitze von 76% im Jahr 1993 auf 60% in 2001 – ist aber zuletzt auch wieder im Steigen begriffen. Die künftige Entwicklung wird

Standort der Kunden ist irrelevant

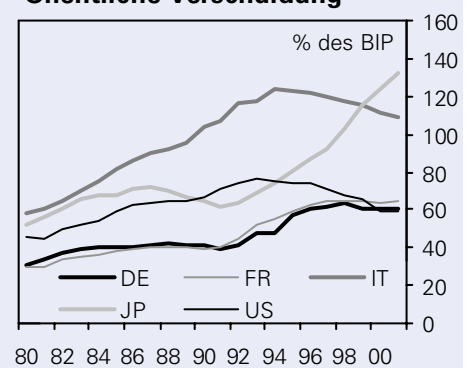
OECD-Länder:

Privatisierungserlöse



Quelle: OECD

Öffentliche Verschuldung



Quelle: OECD

¹³ Bergheim: Migration in Deutschland: Umverteilung einer schrumpfenden Bevölkerung, DB Research, 25.04.2003.

¹⁴ Bauchmüller: Mit Babynahrung zu wenig Wachstumschancen. Nestle entdeckt die ältere Generation, Süddeutsche Zeitung, 16. Dezember 2002.

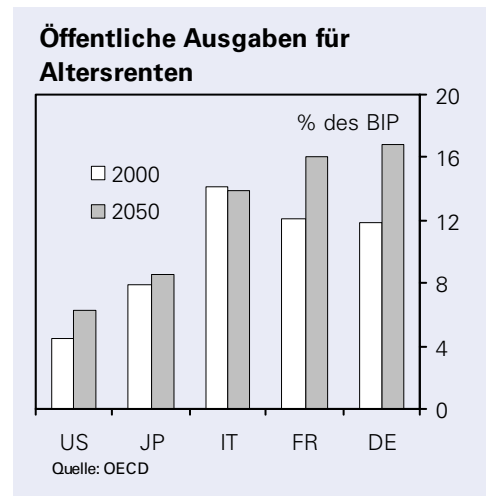
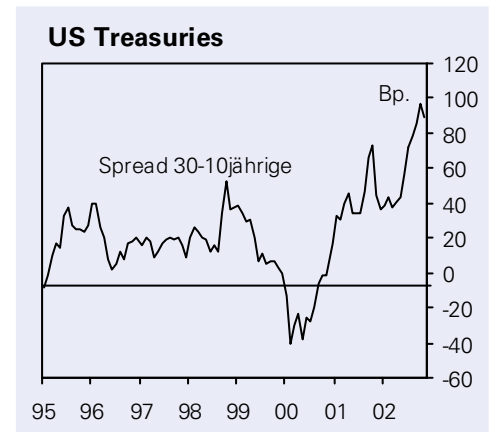
¹⁵ OECD: Recent Privatisation Trends in OECD Countries, in: Financial Market Trends No. 82, 2002.

sich zwischen zwei Extrem-Szenarien entwickeln: Wenn die G3 es schaffen, ihre Haushalte in den Griff zu bekommen und ihre Schulden größtenteils abzubauen, bis die Baby-Boomer in Rente gehen (ab etwa 2015), dann wäre die im Jahr 2000 massiv geführte Diskussion um den Verlust des „risk-free assets“ als Benchmark für andere Anleihen wieder aktuell.¹⁶ Außerdem dürfte die Rendite für längerfristige (10-30-jährige) Staatsanleihen sinken, da deren Angebot knapper wird, gleichzeitig aber die Nachfrage nach sicheren, langfristigen Produkten zur Sicherstellung der Laufzeitäquivalenz in der Altersvorsorge ungebremst sein wird. Sollten Staatsanleihen dann tatsächlich ihren Benchmark-Status verlieren, würde die Effizienz im Handel mit Staatsanleihen aufgrund reduzierter Liquidität sinken und damit die Kosten steigen.

Derzeit scheint es aber eher wahrscheinlicher, dass die Regierungen es nicht schaffen, die sozialen Sicherungssysteme zu reformieren. In diesem Fall müssten sie sich verstärkt auf den Kapitalmärkten finanzieren, wovon Emission, Handel und Vertrieb von Staatsanleihen profitieren würden. Nach Berechnungen der OECD steigen - ohne die Einführung zusätzlicher Reformen (z.B. Senkung des Leistungsniveaus, Erhöhung des durchschnittlichen Renteneintrittsalters) - die staatlichen Ausgaben für Altersrenten in Deutschland von heute 11,8% des BIP auf 16,8% im Jahr 2050 und in Frankreich von 12,1% auf 15,9% in 2040 (s. Grafik). Hingegen werden sie in den USA aufgrund der überwiegend privat organisierten Altersvorsorge bei lediglich 6,2% (2000: 4,4%) ihr Maximum erreichen. Hinzu kommen die Ausgaben der gesetzlichen Kranken- und Pflegeversicherung, die derzeit im Durchschnitt der OECD-Länder bei rund 6% des BIP liegen und bis 2050 auf 9-9½% zunehmen dürften.¹⁷

Länder-Ratings von Herabstufung bedroht

Staaten, die ihre Defizite nicht reduzieren, laufen Gefahr, durch die Ratingagenturen herabgestuft zu werden. So haben beispielsweise schon heute Italien und Japan aufgrund ihrer hohen Verschuldung im System von Standard & Poor's nur ein Rating von AA bzw. AA-. Außerdem warnt Standard & Poor's ausdrücklich davor, dass die demografische Entwicklung die fiskalische Situation einzelner Regionen in Europa (z.B. in Ostdeutschland, Süditalien, entlegene Gebiete in Schweden) gefährden könnte und daher mittelfristig eine Herabstufung der Ratingnote für die betroffenen regionalen und lokalen Verwaltungen möglich ist. Zwar gibt es in vielen Staaten (auch in Deutschland) einen Länderfinanzausgleich, dieser kompensiert die demografiebedingte Erosion der Steuerbasis jedoch nur teilweise.¹⁸ Die Herabstufung des Ratings führt zu einem Wertverlust der betroffenen Anleihen. Überdies ist das Emissionsgeschäft mit Schuldnern geringerer Bonität risikoreicher.



¹⁶ Die schlechte konjunkturelle Lage sowie geopolitische Unsicherheiten haben seither den Trend wieder umgekehrt.

¹⁷ OECD: Wirtschaftsausblick Nr. 69, Ausgabe 2001/1.

¹⁸ Standard & Poor's: Could Depopulation in Europe Impact Sovereign Ratings?, 21.01.2003.



4. Privatkundengeschäft

In der mittleren Lebensphase bauen Menschen ihre Verschuldung ab und sparen verstärkt. Daher ist in den nächsten Dekaden in Europa und Japan mit einer Dämpfung der Nachfrage nach Krediten und einem Boom der Vermögensanlage und Altersvorsorge zu rechnen. Umgekehrt dürften die jungen und aufstrebenden Schwellenländer relativ starken Finanzierungsbedarf für Wohnungsbau und Konsum haben. Die USA profitieren von noch immer relativ hohen Geburten- und Einwanderungsraten und dürften daher sowohl für das Aktiv-, als auch das Passivgeschäft attraktiv bleiben.

4.1. Das Lebensphasenmodell

Optimierung des Konsumverhaltens über den Lebenszyklus

Die volkswirtschaftliche Theorie erklärt den Konsum und damit auch das Sparen (also das verfügbare Einkommen abzüglich Konsum) über die Lebenszyklushypothese, die in den 50er Jahren von Franco Modigliani entwickelt wurde. Die These unterstellt, dass rational handelnde, vorausschauende Menschen ihr Konsumverhalten über den gesamten Lebenszyklus hinweg optimieren und danach streben, ihren Verbrauch unabhängig von temporären Einkommensschwankungen relativ konstant zu halten. Die Begründung dafür ist das Konzept des sinkenden Grenznutzens: der Nutzen ist größer, wenn jemand in zwei Perioden gleich viel konsumiert, als in einer Periode das gesamte Einkommen und in der zweiten Periode gar nichts. Nach dieser Theorie nehmen Menschen in jüngeren Jahren Kredite auf, um ihren Konsum und/oder den Kauf einer Wohnung zu finanzieren. Mit fortschreitenden Jahren, also in der Regel ab dem Alter von 35-40 Jahren bis zum Renteneintritt, übersteigt das Einkommen den Konsum und Kredite werden getilgt bzw. Vermögen angespart. Ab dem Ende der aktiven Erwerbsphase wird das Vermögen langsam wieder verzehrt.

Nachfrage nach Konsumentenkrediten sinkt

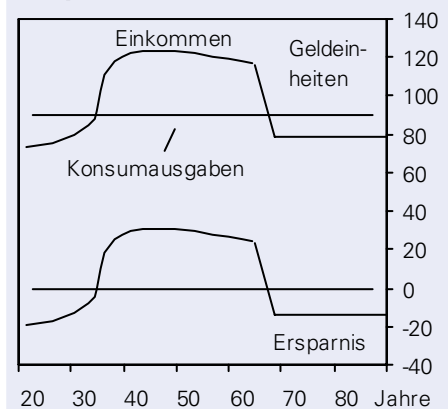
Aufschluss über die Verteilung des Bruttogeldvermögens (sowohl Kredite, als auch Finanzanlagen und Sparformen) nach Altersgruppen in Deutschland gibt die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS).¹⁹

Gemäß EVS 1998 sinkt die Nachfrage nach Konsumentenkrediten in Deutschland nach Erreichen des 55. Lebensjahres um die Hälfte. Zu den Konsumentenkrediten zählen Ratenkredite sowie Rahmenkredite (für Überziehungen), auch durch Kreditkarten, zur Finanzierung von Autos, Möbeln und anderen langlebigen Gebrauchsgütern. Mit fortschreitendem Alter steigt das Einkommen und sinkt damit die Notwendigkeit, Konsum fremd zu finanzieren. Ab Renteneintritt verringert sich die Kreditnachfrage weiter, da die Rückzahlung durch das – im Verhältnis zum Arbeitseinkommen – geringere Renteneinkommen erschwert wird. Eine Ausnahme bilden die „Equity Release Schemes“ (auch Reverse Mortgage genannt), die bei Senioren in den USA, Kanada und Großbritannien beliebt sind. Hierbei handelt es sich um einen Kredit zu Konsumzwecken, der dadurch finanziert wird, dass das Eigentum an einer selbstge-

¹⁹ Diese Erhebung erfasst allerdings nicht Bargeld und Bestände auf Girokonten, außerdem werden die zwei Prozent der Haushalte mit den höchsten Einkommen nicht berücksichtigt. Aus diesen und anderen Gründen beträgt das in der EVS ermittelte Finanzvermögen (EUR 614 Mrd.) nur einen Bruchteil des von der Bundesbank errechneten Finanzvermögens (2001: EUR 3,650 Mrd.). Trotzdem kann man die EVS als Anhaltspunkt für die altersbezogene Verteilung der Geldvermögen heranziehen. Münnich: Einkommens- und Geldvermögensverteilung privater Haushalte in Deutschland – Teil 2, Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik 2/2001.

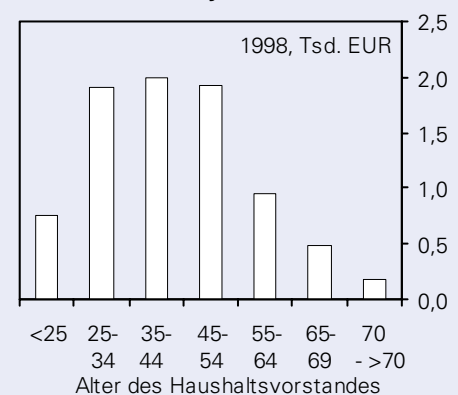
Dämpfung der Kreditnachfrage in Europa und Japan

Einkommen, Konsum & Ersparnis im Lebenszyklus



Quelle: Börsch-Supan, Essig 2002

Deutschland: Konsumentenkreditschulden je Haushalt



Quelle: Statistisches Bundesamt

nutzten Immobilie zum Teil oder zur Gänze an den Kreditgeber übertragen wird. Der Kreditnehmer behält in der Regel das Wohnrecht bis zum Lebensende, allerdings gehen die Erben leer aus. Das Produkt richtet sich vor allem an Kunden ab dem 60. Lebensjahr, deren Vermögen in Form des eigenen Hauses gebunden ist und die somit im täglichen Leben oft nur eine kleine Rente und geringe Kapitaleinkünfte zur Verfügung haben („asset rich, cash poor“). In Deutschland ist dieses Produkt praktisch nicht existent. Dies könnte vor allem daran liegen, dass Deutsche Sparen und Immobilien-Eigentum sowie die Übergabe von Besitz an nachfolgende Generationen als Wert an sich betrachten.

Auch Wohnungsbaukredite rückläufig

Auch die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten, die in Euroland etwa zwei Drittel der Kreditvergabe an die privaten Haushalte ausmacht, sinkt in der zweiten Lebenshälfte.²⁰ In den nächsten 10-15 Jahren dürften die Baby-Boomer weiterhin ihre Haushalte durch Heirat und/oder Kinder vergrößern. Damit dürfte Neubaubedarf insbesondere an Ein- und Zweifamilienhäusern entstehen, während kleine Wohnungen, vor allem im Geschosswohnungsbau, ausreichend vorhanden sein dürften. In der Regel verändern Haushalte ab der Altersgruppe 40-45 Jahre ihre Wohnungsfläche nicht mehr (Remanenzeffekt). Daher dürfte der Neubaubedarf ab ca. 2015 deutlich zurückgehen.²¹ Potenzial dürfte der Markt für Sozialimmobilien (Senioren- und Pflegeeinrichtungen) haben. Allerdings werden viele „junge Ältere“ zunächst in ihrer Wohnung bleiben wollen und statt eines Umzuges in eine Seniorenresidenz eher Service- und Pflegedienste in Betracht ziehen.²²

Die Alten sparen weiterhin

Entgegen der Vorhersage der Lebenszyklushypothese sparen die Alten weiterhin. So betrug die Sparquote (Ersparnis/Einkommen) der über 59-Jährigen im Jahr 2001 im Durchschnitt 11 % (zum Vergleich: die maximale Sparquote wiesen die 30-39-Jährigen mit 14% auf)²³. In der Längsschnittbetrachtung der Daten der EVS 1978-1998 zeigt sich, dass auch im Alter das Vermögen noch steigt (siehe Verlauf der dicken Linien in der Grafik). Beispielsweise stieg das nominale Vermögen der zwischen 1923 und 1933 in Westdeutschland Geborenen von EUR 10.600 im Jahr 1978 (damals 45-55 Jahre alt) auf EUR 15.700 im Jahr 1988 (55-65 Jahre alt) und EUR 32.100 im Jahr 1998 (65-75 Jahre alt). Gründe für die Konserverierung der Finanzanlagen könnten der Wunsch sein, den erreichten Wohlstand an die Kinder und Enkel weiterzugeben (Vererbungsmotiv), die Unsicherheit bezüglich des Finanzbedarfs für die verbleibenden Jahre (etwa für die Gesundheit) oder einfach die Gewohnheit, zu sparen.

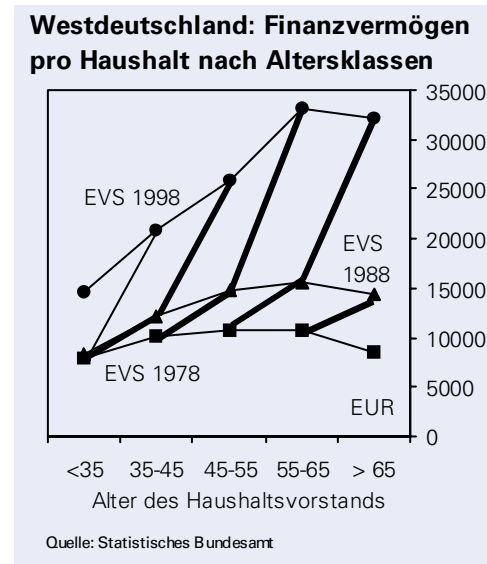
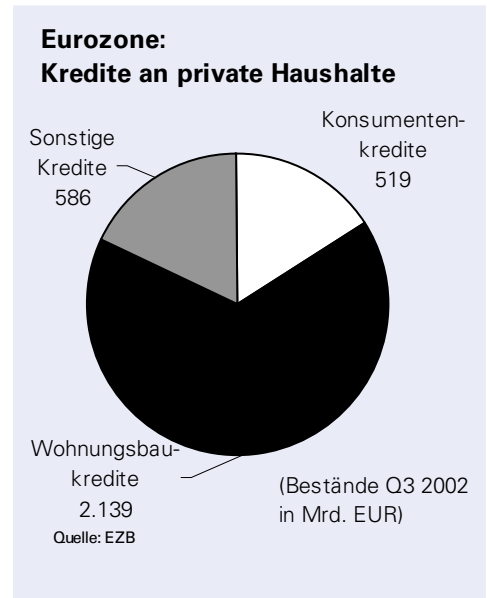
Bei statischer Betrachtung der Bruttogeldvermögen ergibt sich folgendes Bild: Am höchsten war das Geldvermögen im Jahr 1998 in der Gruppe der 55-65-Jährigen, nämlich EUR 47.400. Bis zu dieser Altersklasse steigt das Geldvermögen kontinuierlich, während es danach wieder abfällt. Das durchschnittliche Bruttogeldvermögen (also vor Ab-

²⁰ Vgl. Calza, Gartner und Sousa: Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area, ECB Working Paper No. 55, 2001.

²¹ Simons: Die langfristige Entwicklung des Wohnbedarfs in Deutschland, Der Langfristige Kredit 21/99.

²² Seniorenimmobilien: Trotz großer Nachfrage kein Selbstläufer, Immobilien Zeitung Nr. 22 vom 24.10.2002.

²³ Börsch-Supan: Sparen in Deutschland: Ergebnisse der erste SAVE-Studie, DIA, 2002.





zug der Konsumentenkreditschulden und ohne Immobilienvermögen) eines Haushalts, dessen Vorstand über 70 Jahre alt ist, lag im Jahr 1998 bei EUR 28.400.²⁴ Multipliziert man die Anzahl der Haushalte mit dem erhobenen Geldvermögen, so kommt man auf ein Bruttogeldvermögen von EUR 614 Mrd. Die 55-65-Jährigen halten davon 27%, nämlich etwa 170 Mrd. und sind damit heute die finanzstärkste Gruppe. Darauf folgen die 45-55-Jährigen mit 21% (130 Mrd.) und die 35-45-Jährigen mit 19% (110 Mrd.). Bei dieser Querschnittsbetrachtung könnte der Eindruck entstehen, dass sich das Geldvermögen ab dem Eintritt in den Ruhestand verringert. Tatsächlich vermischt die Betrachtung zwei Effekte: den Alterseffekt (wie verändert sich das Vermögen mit dem Alter) und den Kohorteneffekt (wie verändert sich das Vermögen von Geburtskohorte zu Geburtskohorte). Kohorteneffekte entstehen dadurch, dass Personen gleichen Alters unterschiedliche historische Ereignisse bzw. dieselben Ereignisse in einem anderen Alter erlebt haben. Beispielsweise haben die Alten von heute den Zweiten Weltkrieg und die Nachkriegszeit miterlebt und konnten erst später im Leben damit beginnen, Vermögen aufzubauen. Die Baby-Boomer haben hier einen Startvorteil.

Wenn die Sparquoten in der Zukunft unverändert bleiben, dürfte das Geldvermögen künftiger Alter deutlich über dem der heutigen Alten liegen. Besonders interessant ist die Generation der Baby-Boomers, denn sie sind zahlenmäßig die größte Gruppe. Mit rund 7,8 Millionen Haushalten sind die heute 35-45-Jährigen deutlich stärker besetzt als die 55-65-Jährigen (7 Millionen Haushalte). Dies eröffnet ein enormes Potenzial vor allem für Produkte der Vermögensanlage und Altersvorsorge, die ab Mitte 30 verstärkt in den Vordergrund rücken.

4. 2. Marketing

Lebenssituation prägt Finanzbedarf

Auch das Marketing der Finanzdienstleister wird sich auf die Alterung der Gesellschaft einstellen müssen. Aufgabe eines Finanzdienstleisters ist es, den Kunden finanziell in spezifischen Lebenslagen zu unterstützen. Dazu gehören Ausbildung/Studium, erster Job, Partnerschaft, Familie, Selbständigkeit, Scheidung, Krankheit, Ruhestand, Nachlassplanung und Todesfall (siehe Box). Aufgrund der demografischen Entwicklung werden in Zukunft eher Produkte in Zusammenhang mit den letztgenannten Lebensphasen nachgefragt werden. Da ältere Menschen nicht gerne als solche angesprochen werden, ist es sinnvoller, sie über die Lösung eines konkreten Problems (Krankheit, Nachlassplanung), das grundsätzlich Menschen jeden Alters betrifft, als Kunden zu gewinnen. Außerdem sollten Senioren auch hinsichtlich positiver Aspekte des Alters angesprochen werden.

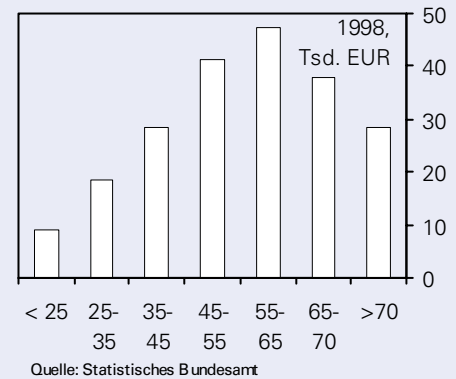
Finanzberater für Senioren

Heute bevorzugen viele ältere Bankkunden immer noch das Sparbuch als Anlageform. Laut EVS 1998 halten Menschen im Alter von 70 Jahren und darüber 35% ihres Geldvermögens in Sparbüchern, weitere 23% in sonstigen Einlagen bei Banken. Meist sind die Senioren risikoavers und haben sich im Laufe ihres Lebens nicht intensiv mit dem Thema Geldanlage auseinandergesetzt. Oft sind sie unzufrieden mit Bankberatern, die „ein Kauderwelsch aus Englisch und Bankchinesisch“ sprechen.²⁵ Daher haben sich bereits erste Finanzberatungen gebildet, die auf Senioren spezialisiert sind. Schwerpunktthemen der Beratungsgespräche sind

²⁴ Allerdings werden in dieser Statistik die zwei Prozent der Haushalte mit den höchsten Einkommen nicht erfasst.

²⁵ Quandt: Bankberatung für Senioren ist eine Marktlücke, FAZ 26.08.2002.

Deutschland: Bruttogeldvermögen nach Alter des Haushaltsvorstands



Finanzprodukte nach Lebensabschnitt

- Alter 18-25: Finanzierung von Ausbildung/ Studium und Konsumausgaben (Auto, Wohnungseinrichtung, Unterhaltungselektronik, Reisen), typische Bankprodukte: Konto, Sparbuch, Termingelder, Bausparvertrag, Konsumentenkredit.
- Alter 25-45: Gründung eines Haushalts und Familie, Beginn der Altersvorsorge, typische Bankprodukte: Bausparfinanzierung/ Hypothekendarlehen, Konsumentenkredit, Produkte für die Altersvorsorge und Vermögensanlage (z.B. Lebensversicherung, Investmentfonds).
- Alter 45-65: Hauptsparphase, im Vordergrund die Altersvorsorge, zunehmend private (Scheidung) und berufliche (Selbstständigkeit) Neuorientierung und damit verbundene Neuordnung der Finanzen, breitere Streuung der Anlageprodukte, typische Bankprodukte: Produkte für die Vermögensanlage und Altersvorsorge (z.B. Investmentfonds, Lebensversicherung), auch „exotischere“ Produkte wie geschlossener Immobilienfonds, Investmentzertifikate.
- Alter >65: wieder verstärkter Konsum, Themen wie Vererbung/Nachlassplanung und Unternehmensnachfolge im Vordergrund, zunehmende Risikoaversion, typische Bankprodukte: eher konservative Anlageprodukte wie Sparbuch, Termingelder.

Statische Betrachtung: Bedürfnisse und Strukturen dürften sich in der Zukunft ändern

Wohnen im Alter, Vermögensumbau, Vorsorgevollmacht bzw. Patientenverfügung und Testament. Damit sich der Berater besser in die Situation des Kunden versetzen kann, werden vor allem erfahrene Banker im Ruhe- und Vorruhestand reaktiviert.

Allerdings ist nicht anzunehmen, dass die Alten der Zukunft sich ebenso verhalten wie die Alten von heute. Im Gegenteil, die Generation der Baby-Boomers ist wesentlich kompetenter und risikobewusster in Fragen der Vermögensanlage. Viele haben sich im Zuge der Euphorie an den Aktienmärkten in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre finanziell aus- und weitergebildet. Anzahl und Komplexität der Finanzprodukte werden weiterhin zunehmen. Nach Ansicht der Future Business Group wird es in der Zukunft zwei Arten von Finanzberatern geben.²⁶ Der Verkaufsspezialist wird verantwortlich sein für die regelmäßige Pflege der Kundenbeziehung. Gemeinsam mit dem Kunden wählt er aus dem Produktspektrum die geeignete Produktkategorie aus. Dabei sind auch sehr gute Kenntnisse über die volkswirtschaftliche Lage sowie der Überblick über verschiedene Branchen und Blue-Chip-Unternehmen unerlässlich. Wenn der grundsätzliche Produktbedarf geklärt ist, informiert der Produktspezialist über die Einzelheiten der verschiedenen Angebote bzw. hilft bei der Entwicklung individueller Lösungen. Verstärkt werden die Finanzdienstleister die hohen Kosten der intensiven Beratung an die Kunden weitergeben. Wer für anspruchsvolle Beratung kein Geld ausgeben will oder kann, wird das Internet oder Call-Center, die lediglich Aufträge annehmen und ausführen, in Anspruch nehmen. Diese Vertriebswege werden auch für Senioren geeignet sein, da die Alten von morgen mit E- und M-banking bereits seit vielen Jahren vertraut sein werden.

Kohortenspezifische Konsumbiografien

Der Grund für den Unterschied zwischen den Älteren von heute und jenen von morgen liegt im wesentlichen in den „kohortenspezifischen Konsumbiografien“. Konsumstile ganzer Generationen werden geprägt durch die jeweiligen Erfahrungen in der entscheidenden Phase zwischen Adoleszenz und beruflicher bzw. gesellschaftlicher Etablierung. Beispielsweise wuchs die Generation der „unkritischen Bedarfsdecker“ in der Nachkriegszeit auf, als die Deckung der Grundbedürfnisse noch nicht für alle sichergestellt war. Im Vordergrund stand das Produkt, dessen Qualität und Design eher unbedeutend waren.²⁷ In einer Studie aus den USA werden die Generationen unterschieden in die „Stumme Generation“ (Geburtsjahrgang 1925-1942), die Baby-Boomers (1943-1960)²⁸, Generation X (1961-1981) und die Milleniums-Generation (1982 bis heute). Jede Gruppe weist unterschiedliche Werte, Verhaltensweisen und Einstellungen zu Geld und Sparen auf. Beispielsweise lautet nach dieser Studie das Motto der Milleniums-Generation „Gib das Geld deiner Eltern so schnell aus, wie du kannst“.²⁹

Schließlich muss von den Finanzdienstleistern die biologische Alterung berücksichtigt werden: physische Kraft und Beweglichkeit sowie sensorische Fähigkeiten lassen – wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß – im Alter zwangsläufig nach. Das betrifft zum einen die grafische Gestaltung verschiedener Kommunikationsmedien, zum anderen die Ver-

Baby Boomer kompetenter und risikobewusster in Fragen der Vermögensanlage

Banken werden Kosten der Beratung an die Kunden weitergeben

Konsumstile werden geprägt zwischen Adoleszenz und beruflicher bzw. gesellschaftlicher Etablierung

Biologische Alterung muss berücksichtigt werden

²⁶ Bley und Schwarzmann: Zukunftsforschung für die Finanzdienstleistung, Future Business Group, 2002.

²⁷ Prognos: Deutschland Report 2002-2020, 2002.

²⁸ Weicht von der Definition des US Census Bureau (1946-64) ab.

²⁹ International Foundation of Employee Benefit Plans: The 2002 National Summit on Retirement Savings“, 2002.



kaufs- und Beratungsräume. Außerdem sollte der Finanzdienstleister der Zukunft näher beim Kunden sein, also zum Beispiel mit einem Stand im Supermarkt oder in der Nähe großer Bürokomplexe.

Die Alten von morgen werden also anders sein als die Alten von heute. Auf jeden Fall dürften sie in Bezug auf Beratung und Finanzplanung wesentlich anspruchsvoller sein, da viele schon heute über ein hohes Maß an Kompetenz im Anlagebereich verfügen und individuelle Lösungen erwarten.

4.3. Altersvorsorge und Asset Management

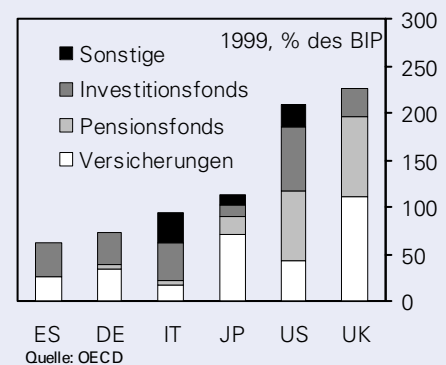
Altersvorsorge der große Gewinner

Die Altersvorsorge und damit das Asset Management sind die Geschäftsbereiche, die in den G3 schon heute am stärksten von der Alterungswelle profitieren. Im Verhältnis zu den USA und Großbritannien sind die Volumina der institutionell verwalteten Vermögen in vielen kontinental-europäischen Ländern wie Deutschland, Spanien und Italien erheblich kleiner.³⁰ Dabei ist offensichtlich, dass die Finanzvolumina institutioneller Investoren in Ländern mit großzügigen staatlichen Rentenversicherungen auf Basis des Umlageverfahrens relativ gering sind. Mittlerweile haben die Regierungen fast überall in Kontinentaleuropa aber erkannt, dass umlagefinanzierte Rentensysteme alleine keine langfristig tragfähige Alterssicherung bieten können und daher zumindest teilweise durch kapitalgedeckte Renten ergänzt werden müssen. Vorbild sind die USA und Großbritannien, die nur 4,5% bzw. 5,5% ihres BIP für staatliche Renten ausgeben (Deutschland: 11,8%). Momentan stammen in Deutschland 95% des durchschnittlichen Einkommens eines Rentners aus den staatlichen Kassen, während dieser Prozentsatz in den USA bei 59% und in Großbritannien sogar nur bei 43% liegt.³¹ Daher ist das Potenzial für Altersvorsorge-Produkte in Kontinentaleuropa enorm.

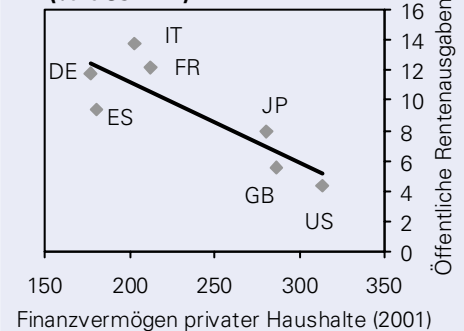
Eine stabile Altersvorsorge basiert in vielen Ländern auf einem System von drei Säulen³²: der staatlichen Rentenversicherung, der betrieblichen Altersvorsorge und der privaten individuellen Altersvorsorge. In diese Richtung zielt in Deutschland die Rentenreform 2001.³³ Deren Kernelemente bilden Einschnitte in das Niveau der gesetzlichen Renten und der Einstieg in den staatlich geförderten Aufbau von privatem Vorsorgevermögen. Reformen mit dem Ziel einer (längerfristigen) Rückführung bislang noch hoher Niveaus staatlicher Renten sind in vielen Ländern zu beobachten. Die Absenkung der staatlichen Rentenniveaus in Kombination mit geeigneten steuerlichen Anreizen für die private Altersvorsorge wird zunehmend dazu führen, dass die Menschen stärker Eigenvorsorge betreiben werden. Dazu trägt neben der intensiven Medienberichterstattung zum Thema finanzielle Absicherung nach dem Renteneintritt auch die erhöhte Transparenz bei. Beispielsweise dürfte in Deutschland die ab 2004 gültige Verpflichtung der gesetzlichen Rentenversicherungen, die Beitragszahler

Alten von morgen wesentlich anspruchsvoller

Finanzvermögen institutioneller Investoren



Finanzvermögen & öffentliche Rentenausgaben (% des BIP)



³⁰ Beim internationalen Vergleich der Vermögen für die Altersvorsorge reicht der Blick allein auf die Pensionsfonds nicht aus, da in den einzelnen Ländern unterschiedliche Anlagevehikel dominieren.

³¹ OECD: Ageing and Income, 2001.

³² In der Zukunft dürfte aber verstärkt eine vierte Säule hinzukommen: die Teilzeittätigkeit im Alter.

³³ Zur Analyse der Rentenreform siehe auch Becker: Noch Handlungsbedarf in der individuellen und betrieblichen Altersvorsorge, DB Research, 14.05.2003 sowie Bräuninger: Zur Reform der gesetzlichen Rentenversicherung, DB Research, 08.05.2003.

jährlich über deren im Alter zu erwartende gesetzliche Rente (erworbene Ansprüche) zu informieren, zum Bewusstseinswandel beitragen. Das Ausmaß des zusätzlichen Spareffekts hängt unter anderem vom Grad der Sparfähigkeit der Haushalte ab sowie davon, ob zusätzlich gespart wird oder lediglich aus anderen Sparformen und –motiven umgeschichtet wird.³⁴ Zweifellos jedoch eröffnet die verstärkte private Vorsorge ein erhebliches Geschäftspotenzial für Produkte der betrieblichen und individuellen Altersvorsorge sowie der Verwaltung der Altersvorsorgevermögen.

4.3.1. Betriebliche Altersvorsorge

Geschäftspotenzial beträchtlich

In verschiedenen Ländern – vor allem auch in Deutschland – ist mit einem nachhaltigen Aufschwung der arbeitnehmerfinanzierten betrieblichen Altersvorsorge zu rechnen. In Deutschland sprechen dafür insbesondere die neuen Möglichkeiten der steuerlich begünstigten Vorsorge durch Entgeltumwandlung. Zur Umsetzung der neuen Regeln wurden für viele Branchen inzwischen flächendeckende tarifvertragliche Regelungen getroffen. Für über 18 Millionen Beschäftigte bestehen mittlerweile Angebote für die arbeitnehmerfinanzierte betriebliche Altersvorsorge.³⁵ Werden sie zu einem größeren Teil wahrgenommen, dürfte durch Beiträge und erwirtschaftete Erträge bis zum Ende des Jahrzehnts ein Kapitalstock von EUR 180-200 Mrd. entstehen.³⁶ Da die tarifvertraglich angebotenen Produkte in der Regel zusammen mit Banken entwickelt werden, ist das Geschäftspotenzial beträchtlich. Für die Arbeitnehmer haben sie den Vorteil niedriger Kosten (keine Abschluss- und Vertriebsgebühren, geringerer Verwaltungsaufwand). Außerdem dürften viele den von ihren Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretern empfohlenen Lösungen vertrauen, wodurch sich die Informationskosten reduzieren. Einfache Gestaltung und ein „Quasi-Automatismus“ sind bei der Einführung eines betrieblichen Rentensystems enorm wichtig. In einer Studie aus den USA wird gezeigt, dass ein Großteil der amerikanischen Arbeitnehmer in Bezug auf Teilnahme, anzulegenden Betrag und Anlageklasse den Standardvorschlag annimmt, wenn es einen solchen gibt. Beispielsweise lag die Teilnehmerate von neuen Mitarbeitern am steuerbegünstigten 401(k)-Rentenplan bei Firmen, in denen alle Arbeitnehmer automatisch am Programm teilnehmen und der einzelne sich bewusst gegen eine Teilnahme entscheiden muss, nach sechs Monaten Firmenzugehörigkeit zwischen 86 und 96% (bei nicht-automatischer Teilnahme lediglich zwischen 26 und 43%).³⁷

Erhebliche Kapitalmarktrisiken

In letzter Zeit wurden viele betriebliche Vorsorgesysteme mit erheblichen Belastungen konfrontiert. Das gilt sowohl für unternehmensinternen finanzierte Rentenpläne, wie sie in Deutschland vorherrschen, als auch für unternehmensexterne Einrichtungen wie Pensionsfonds (sofern es sich um Rentenpläne mit Leistungszusage handelt). Ersteren macht vor allem die anhaltende Wirtschaftsflaute zu schaffen. Aufgrund der schlech-

Nachhaltiger Aufschwung der arbeitnehmerfinanzierten Altersvorsorge

Flächendeckende tarifvertragliche Regelungen in Deutschland

Einfache Gestaltung und „Quasi-Automatismus“

Betriebliche Vorsorgesysteme mit erheblichen Belastungen konfrontiert

³⁴ Deutsche Bundesbank: Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Finanzmärkte, Monatsbericht Juli 2002.

³⁵ Handelsblatt: Betriebsrenten sind sicher, 16.09.2002.

³⁶ Bräuninger: Fehlstart bei der „Riester-Rente“ – Nachbesserungen dringlich, DB Research, 22.07.2002.

³⁷ Choi et al.: Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance, NBER Working Paper No. 8655, 2001.



ten Ertragslage fällt es den Unternehmen immer schwerer, Betriebsrenten aus den laufenden Erträgen zu finanzieren. Unternehmensextern finanzierte Versorgungseinrichtungen sind vor allem wegen der anhaltenden Baisse an den Börsen unter Druck geraten. Dadurch wurde ein erheblicher Teil des an den Aktienmärkten angelegten Vorsorgekapitals vernichtet. Gravierend ist dieses Problem in den Ländern, wie den USA, Großbritannien und den Niederlanden, in denen Pensionsfonds eine zentrale Rolle spielen und die regelmäßig höhere Aktienquoten hatten. Wenn die Aktiva dieser Fonds durch eine Baisse an den Börsen unter einen kritischen Wert sinken, muss das Unternehmen früher oder später Kapital aus laufenden Gewinnen nachschießen. Da jedoch sinkende Aktienkurse meist mit schmelzenden Gewinnen einhergehen, sind die Unternehmen von einer Rezession doppelt getroffen. Manche Analysten schätzen die Finanzierungslücke für künftige Pensionsverpflichtungen für die Unternehmen des S&P 500 im Jahr 2002 auf USD 300 Mrd. Bei Berücksichtigung der sonstigen Verpflichtungen (OPEBs: Other Post-Employment Benefits), vor allem für die Krankenversicherung, gegenüber ihren Rentnern, verdoppelt sich dieser Betrag.³⁸ In Großbritannien schlossen im Jahr 2001 („das Jahr der Pensions-Panik“) laut National Association of Pension Funds 46 von 800 betrieblichen Pensionsfonds, deren Rentenzahlungen auf den letzten Gehältern der Mitarbeiter basieren, ihre Pläne für neue Mitglieder. Unter ihnen sind große und renommierte Firmen wie British Telecom, Marks & Spencer, Lloyds TSB und British Airways.³⁹

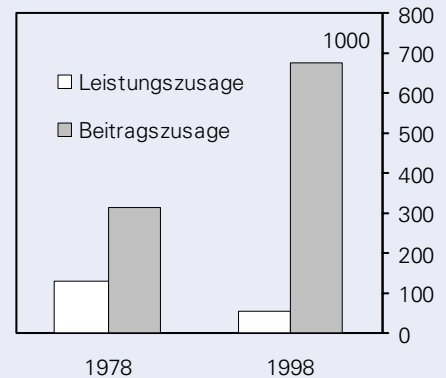
Für die Banken ergeben sich aus den nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen der Unternehmen erhebliche Risiken. In der Vergangenheit wurden bei der Bonitätsbewertung Pensionsversprechen der Unternehmen oft unzureichend berücksichtigt. In der Zukunft werden diese bei Finanzierungsentscheidungen eine weitaus größere Rolle spielen. Aus diesem Grund legen Analysten wie auch Gesetzgeber verstärkten Wert auf Transparenz dieser manchmal versteckten Verbindlichkeiten. Eine weitere Strategie von Unternehmen und Banken ist es, das Anlagerisiko vom Arbeitgeber in Richtung Arbeitnehmer zu verlagern – ein Trend, der in den USA schon seit gut 20 Jahren zu beobachten ist. So stieg im Zeitraum von 1978 bis 1998 die Anzahl der Rentenpläne mit Beitragszusage („defined contribution“, vor allem 401(k)-Pläne) von 315.000 auf 674.000, während jene mit Leistungszusage („defined benefit“) von 128.000 auf 56.000 sank.⁴⁰ Allerdings ist das verwaltete Vermögen von USD 4 Billionen zwischen den beiden Plantypen in etwa gleich verteilt.⁴¹

Wer trägt das Anlagerisiko?

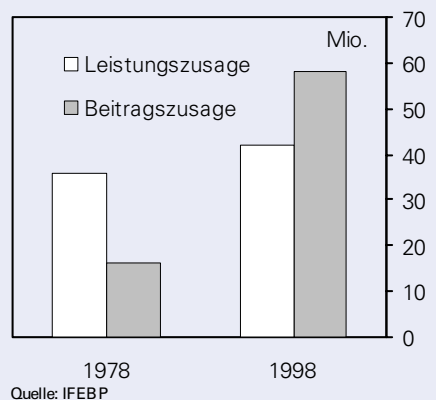
In Deutschland sind reine Beitragszusagen nicht als betriebliche Altersvorsorge anerkannt. Vielmehr muss vom Vorsorgeträger zumindest ein Nominalwerterhalt der eingezahlten Beiträge garantiert werden. Bislang sind aber noch umfassende Leistungszusagen vorherrschend. Das heißt, das Anlagerisiko liegt ganz oder zumindest zu einem gewissen Teil beim Arbeitgeber oder der von ihm beauftragten Institution (Pensionsfonds, Pensionskasse oder Versicherung). Bei Insolvenz eines Unternehmens springt – sofern die Deckungsmittel nicht unternehmensextern bei einer

USA: Pensionspläne

Anzahl der Pläne



Anzahl der Teilnehmer



In Deutschland noch Leistungszusage („defined benefit“) vorherrschend

³⁸ Ticking bomb, The Economist, 14. November 2002.

³⁹ Tassell, T: Corporate Paternalism faced with Extinction, FT Survey Pension Fund Investment, 5. Juni 2002.

⁴⁰ International Foundation of Employee Benefit Plans (IEBP): The 2002 National Summit on Retirement Savings, 2002.

⁴¹ Wyatt, E.: Pension burden shifts to workers, International Herald Tribune, 6. April 2002.

Pensionskasse, einer Direktversicherung oder einem Pension-Trust angelegt sind - der Pensions-Sicherungs-Verein (PSV) ein, um den Verpflichtungen gegenüber den Pensionären nachzukommen. Diese Lösung hat ihren Preis. In den Fällen größerer oder zahlreicher kleinerer Insolvenzen müssen die Versicherungsbeiträge für den PSV erhöht werden, was die Renditen für die anderen dort rückversicherten Rentenpläne entsprechend reduziert. Wenn sich die Leistungszusagen generell als an den Finanzierungsmöglichkeiten gemessen überhöht erweisen würden, wäre letztlich auch in diesen Modellen eine Rücknahme von Leistungsversprechen wohl unvermeidlich. Dieser Realität haben sich viele kontinentaleuropäische oder japanische Institutionen noch nicht gestellt.

Die Problematik der schweren Prognostizierbarkeit langfristiger Kapitalerträge zeigt sich heute auch daran, dass zum Beispiel in Deutschland große Versicherungsunternehmen ihre Überschussbeteiligungen nach unten korrigieren. Seitens der Kunden bestehen aber nach wie vor hohe Erwartungen, die sich im letzten Jahrzehnt sehr hoher Renditen gebildet haben. Die demografische Entwicklung spricht für reduzierte Renditen in der Zukunft. Die Gefahr besteht, dass unseriöse Anbieter langfristige Renditen in Aussicht stellen, die nicht erzielbar sind. Wenn die Kunden dies nicht realisieren, könnte es unter den Anbietern zu einem „Wettlauf nach oben“ kommen. Das ist besonders problematisch, da Altersvorsorgeprodukte erst zu Renteneintritt zur Auszahlung kommen. Liegt der tatsächliche Ertrag dann deutlich unter dem erwarteten, so kann der Anleger kaum mehr gegensteuern. Der Vertrauensverlust für die Finanzdienstleister wäre enorm. Außerdem besteht in diesem Fall das Risiko staatlicher Intervention.

4.3.2. Individuelle Altersvorsorge

Starke nationale Differenzen

Neben der betrieblichen Altersvorsorge gehören auch Anbieter von individuellen Altersvorsorgeprodukten zu den Gewinnern der demografischen Entwicklung. Allerdings ist es nahezu unmöglich, heute vorherzusagen, welche Anlageprodukte in der Zukunft relativ zu den anderen an Attraktivität gewinnen werden. Sogar innerhalb der EU zeichnen sich die Märkte für Geldanlage durch starke nationale Differenzen aus, die auf unterschiedlicher Gesetzeslage, regulatorischen Besonderheiten, der Verschuldung der Staatshaushalte, historischen Gegebenheiten und verschiedenen Risikopräferenzen beruhen. Gemeinsam ist den EWU-4-Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien), dass der Anteil der Investmentzertifikate und Versicherungen/Pensionsfonds an den Finanzvermögen der privaten Haushalte von 1995 bis 2001 deutlich stieg, während der Anteil von Bargeld, Termingeldern und Spareinlagen stark zurückging. Beispielsweise stieg in diesem Zeitraum in Deutschland der Anteil der Versicherungen von 20% auf 24%, derjenige der Investmentzertifikate von 7% auf 12%. Der Anteil von Bargeld und Einlagen bei Banken reduzierte sich von 42% auf 34%.⁴² In den USA kam es kaum zu Veränderungen der Anteile der einzelnen Sparformen (Investmentzertifikate konnten leicht zulegen, während Anleihen etwas einbüßten).

Risikopräferenz im Alter

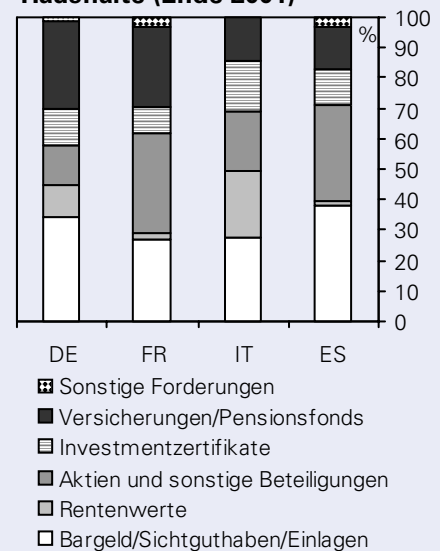
Die zukünftige Nachfrage nach verschiedenen Anlageformen hängt natürlich von einer Vielzahl von Faktoren ab. Besonders wichtig ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Risikopräferenz der Anleger im Alter fällt oder steigt. Für die Bevorzugung von risikoreicherer Anlage-

⁴² Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2001.

Pensions-Sicherungs-Vereine haften

Gefahr eines problematischen „Wettlaufs nach oben“ bei den Renditeversprechen

EWU-4: Struktur der Finanzvermögen der privaten Haushalte (Ende 2001)





formen, wie Aktien, in jungen Jahren spricht die Tatsache, dass das Risiko von Dividendentiteln über einen längeren Horizont abnimmt und mögliche Verluste aus Wertpapieranlagen noch durch künftige Arbeitseinkommen kompensiert werden können. Dagegen spricht, dass Arbeitseinkommen und Kapitaleinkommen insofern miteinander korreliert sind, als beide bei guter wirtschaftlicher Entwicklung stärker steigen als bei schwacher. (Wobei beispielsweise in Deutschland die Arbeitsplatzsicherheit zumindest in der Vergangenheit hoch war und daher auch in Zeiten einer Rezession die Löhne und Gehälter relativ sicher, während Kapitaleinkünfte litten.)

Wichtigste Anlageformen in Deutschland: Hauptsache sicher

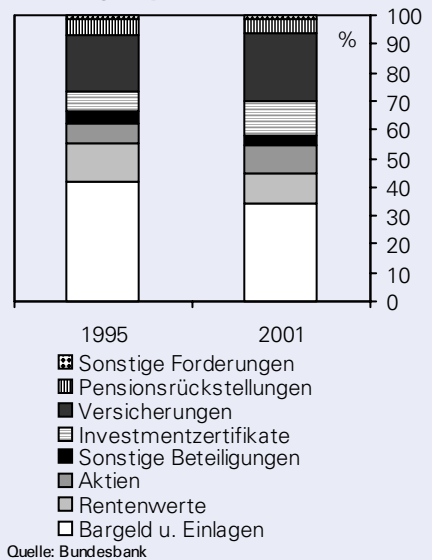
Leider ist ein Blick in die Statistik für die Prognose über die nächsten 10-20 Jahre nur bedingt aufschlussreich. In Deutschland erfasst die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS), die alle 5 Jahre vom Statistischen Bundesamt durchgeführt wird, das Finanzvermögen privater Haushalte nach Altersgruppen. Bei weitem die wichtigsten Sparformen sind hiernach Versicherungen sowie Spareinlagen und Termingelder bei Banken.⁴³ Die Aufteilung des Portfolios scheint sehr stark von der Lebensversicherung getrieben. Der Prozentsatz der Versicherungsguthaben am Finanzvermögen steigt von 23% bei den Unter-25-Jährigen auf 42% in der Altersgruppe der 45-55-Jährigen. Zu Beginn des Renteneintritts werden viele Lebensversicherungen fällig, daher sinkt danach deren Anteil wieder. Parallel zum Anstieg des Anteils der Lebensversicherungen fällt derjenige der Spareinlagen und Termingelder (nämlich von 44% bei den Unter-25-Jährigen auf 31% bei den 45-55-Jährigen). Nach Auszahlung der Lebensversicherungen steigt wieder der Anteil der Sparguthaben, aber auch Aktien, Anleihen und sonstige Wertpapiere gewinnen leicht dazu.

Es ist wahrscheinlich, dass sich dieses Muster in den nächsten 5-10 Jahren nicht dramatisch ändert, da Lebensversicherungen längerfristige Instrumente sind und Investitionsentscheidungen daher nicht schnell geändert werden können. Allerdings ist zu bedenken, dass der Hauptvorteil der Lebensversicherung in ihrer steuerlichen Begünstigung liegt. Wenn dieser (ökonomisch nicht zu begründende) Vorteil fällt, könnte sich die Anlagelandschaft dramatisch verändern. Außerdem ist (wie oben erwähnt) zu berücksichtigen, dass die EVS eine Querschnittsanalyse ist, also Alters- und Kohorteneffekte vermischt. Da sich verschiedene Geburtsjahrgänge im Alter unterschiedlich verhalten dürften, kann man vom Anlageverhalten der heute Älteren nicht verlässlich auf das der künftigen Älteren schließen.

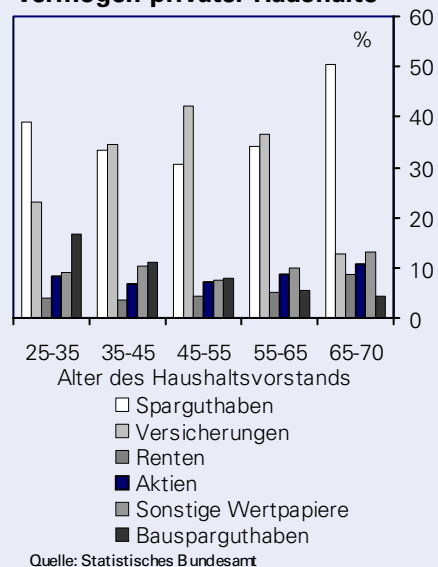
Produkte mit Kapitalsicherung für die Altersvorsorge

Anleger, für die die Kapitalsicherung im Vordergrund steht, können unter einer Anzahl von Produkten mit relativ niedrigem Risiko wählen. Dafür stehen mehrere Instrumente zur Verfügung, die durch eine unterschiedliche Mischung von Renten- und Dividendenpapieren gekennzeichnet sind. Je höher der Anteil der Anleihen, desto größer die Sicherheit, aber desto geringer das Potenzial, über Aktienwerte am allgemeinen Wirtschaftswachstum zu partizipieren. Die einfachste Methode, um nominal genau prognostizierbare Erträge zu erwirtschaften („duration matching“) ist der Kauf langfristiger Staatsanleihen. Allerdings kann man durch „duration matching“ nur den nominellen Ertrag sichern. Von Interesse für die Beimischung in das Portfolio für die Altersvorsorge sind daher auch inflationsgeschützte indexierte Staatsanleihen, wie sie zum Beispiel in den

Deutschland: Finanzvermögen privater Haushalte



Deutschland: Anteile am Finanzvermögen privater Haushalte



⁴³ Münnich: Einkommens- und Geldvermögensverteilung privater Haushalte in Deutschland – Teil 2, Wirtschaft und Statistik 2/2001, Statistisches Bundesamt.

USA (seit 1997), Großbritannien (seit 1981), Frankreich (seit 1998) oder Schweden (seit 1994) existieren. Insbesondere in den USA und Frankreich stiegen die umlaufenden Volumina dieses Instruments stark an.

Werden Anleihen, Aktien und Derivate gemischt, lassen sich Produkte mit unterschiedlichen Absicherungsniveaus konstruieren. In Deutschland beispielsweise sind bei der Kapitallebensversicherung derzeit der Kapitalerhalt und eine Mindestverzinsung von 3,25% gesetzlich garantiert. Unter dem Konzept der „Nominalwertgarantie“ (zum Beispiel in Kombination mit einem Investmentfonds), die in Deutschland eine rechtliche Voraussetzung für die staatliche Förderung von Altersvorsorgeprodukten ist, wird zumindest der Erhalt der eingezahlten Beiträge geschützt, allerdings ist damit auch das Potenzial nach oben vermindert. Diese Produkte sind stark rentenlastig. Bedarf wäre sicher an neuen Absicherungsstrategien, mit denen die Verluste von Aktienportfolios langfristig begrenzt werden können. Noch gibt es Put-Optionen auf Aktienindizes nur für relativ kurze Zeiträume, aber wenn sich eine „Gegenseite“ findet, die diese Risiken übernimmt, dann könnte sich dafür ebenfalls ein Markt entwickeln. Mittlerweile gibt es für einen Zeitraum von etwa 5 Jahren eine Reihe von Sicherungsprodukten, etwa Garantiefonds und Zertifikate, die vollständigen oder teilweisen Kapitalschutz bieten.⁴⁴ Allerdings sind diese Instrumente für die Altersvorsorge, die über mehrere Dekaden läuft, nicht geeignet. Eine weitere Möglichkeit ist die Umschichtung in sicherere Anlageklassen bei Annäherung an das Rentenalter. Bei dieser Option setzt sich der Anleger bis kurz vor der Rente einem selbst gewählten Risikoniveau aus und schützt sich erst relativ spät vor Kursverlusten. Ein Beispiel dafür ist die von der DWS entwickelte „Investmentrente“, die ab 3 Jahren vor Laufzeitende eine automatische Umschichtung von Aktienfondsvermögen in einen Fonds mit festverzinslichen Papieren vornimmt. (Steigt der Wert des Aktienfonds in einem dieser Jahre um 0-10%, so werden 20% umgeschichtet, bei einer Wertentwicklung von bis 20% werden 40% umgeschichtet usw.)

4.3.3. Vermögensnutzung

Ab ca. 2010 jedoch wird die Vermögensnutzung immer wichtiger. Das Management des Vermögenserhalts und vermehrt auch des Vermögensverzehr ist sicher ein Zukunftsmarkt für die Finanzdienstleister. Das Anlagerisiko liegt bei privaten Rentenversicherungen beim Anbieter, während es bei fonds-basierten Plänen beim Kunden liegt. Beim Plan mit Kapitalerhalt werden nur die Erträge der Fondsanlage ausgezahlt, während das eingezahlte Kapital weitestgehend erhalten bleibt. Im Gegensatz dazu wird beim Entnahmeplan mit Kapitalverzehr auch der Kapitalbestand genutzt und innerhalb eines vom Kunden bestimmten Zeitraumes durch regelmäßige Auszahlungen aufgebraucht.⁴⁵ Produkte mit flexiblen Auszahlungsstrukturen dürften in der Zukunft verstärkt nachgefragt werden.

Absicherungsniveau abhängig vom Mischverhältnis Anleihen, Aktien und Derivate

Bedarf an langfristigen Absicherungsinstrumenten

Automatische Umschichtung in sicherere Anlageformen bei Annäherung an das Rentenalter

Das Management des Vermögenserhalts und -verzehr ist Zukunftsmarkt

⁴⁴ Meinel: Schutz im Visier, X-press, Deutsche Bank X-markets, Oktober 2002.

⁴⁵ DWS: DWS Investmentrente, Produktbroschüre, 2001.

Potenzial: Markt für private Renten

Der Markt für private Rentenversicherungen (lebenslange Rentenzahlungen) dürfte insbesondere in Europa wachsen. Rentenversicherungen ermöglichen eine Versicherung gegen das Langlebighkeitsrisiko. Nach Modiglianis Lebenszyklushypothese spart ein rationaler Mensch (ohne staatliche Altersvorsorgesysteme) genau so viel, wie er im Ruhestand brauchen wird. Nach Renteneintritt dividiert er das angesparte Vermögen durch die durchschnittlich zu erwartende verbleibende Lebenserwartung. Dabei geht er das Risiko des „nicht-optimalen Ablebezeitpunkts“ ein: stirbt er zu früh, dann verbleibt Vermögen, stirbt er zu spät, dann reicht das Vermögen nicht zur Deckung der Kosten aus. Aus diesem Grund gibt es Rentenversicherungen, die Individuen mit gleicher Ex-Ante-Lebenserwartung poolen und so das Langlebighkeitsrisiko absichern.⁴⁶

In der Vergangenheit war der Bedarf an privaten Rentenversicherungen insbesondere in Europa eher gering, da die staatliche Rente genau diese Funktion erfüllt hat. Da jedoch in der Zukunft mit niedrigeren staatlichen Renten zu rechnen ist, dürften private Renten einen Aufschwung vor sich haben. Außerdem ist beispielsweise in Deutschland die Auszahlungsmodalität in Form von regelmäßigen Rentenzahlungen bis zum Lebensende Voraussetzung für die staatliche Förderung der privaten Altersvorsorge. Allerdings ist noch nicht klar, wie stark die „Riester-Rente“ von der Bevölkerung angenommen wird, unter anderem auch aufgrund ihrer Komplexität, mangelnder Transparenz und sehr restriktiven Anforderungen. In den USA ist ein Argument gegen den Kauf von Renten der Wunsch von Senioren, liquide Mittel zu halten, um gegebenenfalls für ein Pflegeheim bezahlen zu können. Dafür wurden private Pflegeversicherungen entwickelt, die mit der Rentenversicherung gekoppelt sind. (In Deutschland wiederum ist dieses Risiko zur Zeit über die staatliche Pflegeversicherung sozialisiert, über Reformen oder sogar eine Abschaffung wird aber diskutiert.)

Risiken für die Anbieter

Für die Anbieter von privaten Rentenversicherungen stellt die Problematik der „Adversen Selektion“ ein beträchtliches Risiko dar. Gemäß einer Studie, die den Rentenmarkt in Großbritannien untersucht hat, haben Menschen, die eine Rentenversicherung abschließen, eine höhere Lebenserwartung als die Durchschnittsbevölkerung. So liegt der erwartete Barwert einer Rente für einen 65-jährigen Mann, der freiwillig eine Rentenversicherung abschließt, 13% über dem für den durchschnittlichen 65-jährigen Mann. Dies kann zwei verschiedene Ursachen haben. Zum einen aktive Selektion. Dies bedeutet, dass Menschen, die wissen, dass sie gesünder sind als der Durchschnitt der Bevölkerung, eher geneigt sind, eine Rentenversicherung abzuschließen (Problem der asymmetrischen Information). Zum anderen passive Selektion, das heißt, dass Menschen, die Renten abschließen in der Regel bestimmte sozio-ökonomische Merkmale haben wie höhere Einkommen oder eine bessere Ausbildung, die positiv mit der Lebenserwartung korreliert sind.⁴⁷ Für Finanzdienstleister besteht das Problem der Adversen Selektion darin, dass die auszuzahlenden Leistungen die Rückstellungen übersteigen, da die Lebenserwartung der Käufer von Renten unterschätzt wurde. Hinzu kommt das Risiko, dass die Lebenserwartung für die gesamte Bevölkerung stärker steigt als in die Beiträge einkalkuliert wurde. Dieses Risiko wird mit steigendem Durchschnittsalter immer größer.

⁴⁶ Mitchell und McCarthy, Annuities for an Ageing World, NBER Working Paper 9092, August 2002.

⁴⁷ Finkelstein und Poterba, Selection Effects in the Market for Individual Annuities: New Evidence from the UK, NBER Working Paper 7168, Juni 1999.

Private Rentenversicherungen gegen das Langlebighkeitsrisiko

Da in der Zukunft mit niedrigeren Renten zu rechnen ist, dürften private Renten in Europa einen Aufschwung erfahren

Problem der adversen Selektion

Asymmetrische Information

Menschen, die eine Rentenversicherung abschließen, leben in der Regel länger

5. Die Finanzinstitution als Arbeitgeber

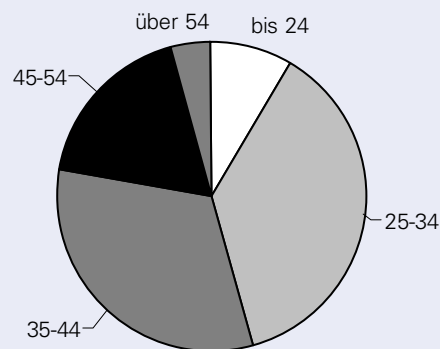
Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials

Selbstverständlich sind Finanzdienstleister auch in ihrer Funktion als Arbeitgeber von der demografischen Entwicklung betroffen, was durch internationale Diversifikation nur bedingt ausgeglichen werden kann. Die Deutsche Bank hat sich in den letzten Jahren zu einem globalen Unternehmen gewandelt und beschäftigte im Jahr 2002 nur mehr 44% ihrer Mitarbeiter in Deutschland, 28% im restlichen Europa und 20% in Nordamerika. In zahlreichen europäischen Ländern (vor allem in Deutschland, Italien, Spanien, Belgien, Österreich) wird die Zahl der dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehenden Personen ab 2010/2015 sinken. Laut Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesanstalt für Arbeit erreicht das Erwerbspersonenpotenzial in Deutschland 2010 mit 42 Millionen sein Maximum und sinkt danach auf 34 Millionen im Jahr 2040. Zwischen 2025 und 2030 ist die Abnahme mit insgesamt 2,2 Millionen am stärksten.⁴⁸ Während der Rückgang der potenziellen Arbeitskräfte noch in der Zukunft liegt, hat der Alterungsprozess der Gesellschaft schon begonnen. Zwischen 1999 und 2010 wird der Anteil der über 60-Jährigen an der Gesamtbevölkerung von 22,4% auf 25,4% steigen, während der Anteil der unter 20-Jährigen von 21,4% auf 19% sinken wird.⁴⁹ Zwar führen zur Zeit der steigende Wettbewerbsdruck durch die fortschreitende Internationalisierung und die schlechte konjunkturelle Lage in Deutschland zu verstärktem Personalabbau, der vor allem die relativ teuren und sozial abgesicherten älteren Arbeitnehmer betrifft. Längerfristig muss sich jedoch die Altersstruktur der Bevölkerung auch in den Belegschaften der Unternehmen widerspiegeln. Was bedeuten nun diese Entwicklungen für Finanzdienstleister?

Ein Ansatzpunkt: Verlagerung ins Ausland

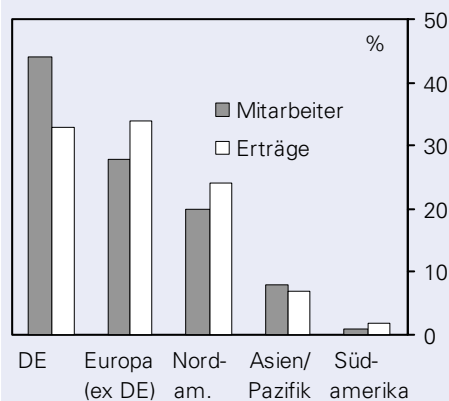
Der Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials in Deutschland und Teilen Europas ist vor allem für die Unternehmen ein Problem, die nur auf dem „alten Kontinent“ agieren. Für internationale Finanzdienstleister ist die Bedrohung aus mehreren Gründen wesentlich geringer. Erstens lassen sich viele Funktionen ins Ausland verlagern, zum Beispiel müssen Research, Buchhaltung oder Programmierung nicht im Land des Kunden durchgeführt werden. Schon heute lassen einige anglo-amerikanische Banken und Versicherungen Kreditkartenabrechnungen, Kreditanträge und Schadenmeldungen in China und Indien bearbeiten, wo die Arbeitskosten 50-90% unter denen in den USA oder Großbritannien liegen. Auch Call-Center werden teilweise ins Ausland verlegt, wobei das Training zu möglichst akzentfreiem Englisch eine der größten Herausforderungen darstellt.⁵⁰ Einige Leistungen, etwa die Anlageberatung im Investmentgeschäft, müssen aber vor Ort beim Kunden erbracht werden. Da aber in Zukunft Länder mit höheren Geburtenraten als Deutschland und günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stärker wachsen dürften (z.B. die USA oder Indien), werden die Kunden zunehmend in diesen Ländern zu finden sein. Damit werden aber auch die Mitarbeiter in der Anlageberatung in diesen Ländern gesucht und eingestellt werden.

Deutsche Bank: Mitarbeiter nach Alter (2002)



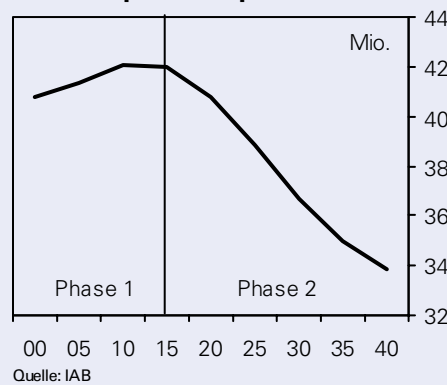
Quelle: DB

Deutsche Bank: geographische Aufgliederung (2002)



Quelle: DB

Deutschland: Erwerbspersonenpotenzial



Quelle: IAB

⁴⁸ Fuchs und Thon: Nach 2010 sinkt das Angebot an Arbeitskräften, IAB Kurzbericht Nr. 4, 20.5.1999.

⁴⁹ Statistisches Bundesamt: Bevölkerungsentwicklung Deutschlands bis zum Jahr 2050, 2000.

⁵⁰ Engardio: The New Global Job Shift, Business Week, 3.2.2003.



Substitution von Arbeit durch Kapital

Eine weitere Strategie, mit der schrumpfenden Zahl der Arbeitskräfte umzugehen, ist die verstärkte Substitution von Arbeit durch Kapital. Schon in der Vergangenheit wurden viele Funktionen rationalisiert, etwa die Abwicklung von Basisprozessen mit Hilfe von kundenbedienten Automaten (Geldausgabeautomaten, Kontoauszugsdrucker, Multifunktions-Terminals) und durch Telefon- und Internet-Banking. Erhebliches Potenzial gibt es jedoch noch in der Abwicklung von Wertpapier-Transaktionen, insbesondere im grenzüberschreitenden Geschäft. Auch die standardisierte Kreditbearbeitung durch lediglich einmalige Datenerfassung, maschinelle Risikobeurteilung und automatisch erstellte Vorschläge zur Kreditvergabeentscheidung („Kreditfabriken“) bieten Möglichkeiten zur Einsparung von Arbeitskräften. Aus diesem Grund dürfte der Bedarf der Banken, aber auch der Wirtschaft generell, an niedrig qualifizierten Mitarbeitern in Zukunft weiterhin abnehmen. Daher dürfte auch die Erwartung, dass das Problem der Arbeitslosigkeit durch die demografische Entwicklung gelöst wird, überzogen sein.

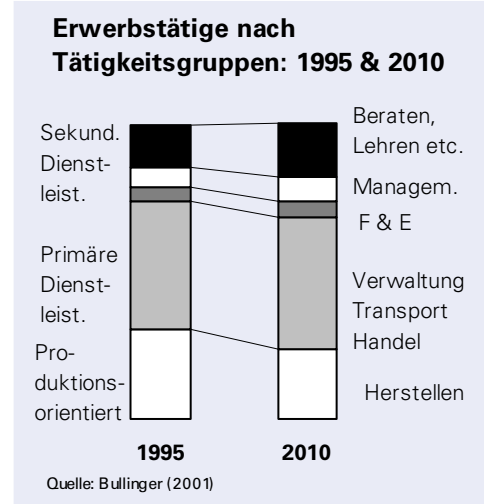
„Krieg um Talente“

Anders ist die Lage im Bereich der anspruchsvollen Dienstleistungen, die vor Ort beim Kunden erbracht werden müssen, etwa die Beratung von Privat- und Firmenkunden. In den alternden Ländern dürfte sich der Wettbewerb um die Hochqualifizierten („Krieg um Talente“) intensivieren und ihre Löhne in die Höhe treiben. Teilweise könnte die Einwanderung entsprechend ausgebildeter und der deutschen Sprache kundiger Fachkräfte Abhilfe schaffen. Ein weiterer Lösungsansatz besteht darin, Mitarbeiter auch nach Erreichen des Ruhestandsalters an das Unternehmen zu binden. Beispielsweise hat die Deutsche Bank die Gesellschaft „DB Management Support“ gegründet, über die ehemalige Führungskräfte ihr Wissen als Berater von ein paar Wochen im Jahr bis rund um die Uhr („Management auf Zeit“) für spezifische Themen zur Verfügung stellen. Solche Modelle werden künftig steigende Bedeutung erhalten.

Ältere und jüngere Mitarbeiter ergänzen sich

Die Alterung der Bevölkerung könnte dazu führen, dass Unternehmen weniger innovativ und leistungsfähig sind. Laut der dieser Befürchtung zugrundeliegenden „Defizit-Hypothese“ sind ältere Arbeitskräfte generell weniger innovativ, leistungsfähig, kreativ, risikobereit und belastbar als jüngere Beschäftigte.⁵¹ Über die Stärken und Schwächen älterer bzw. jüngerer Mitarbeiter werden heftige Diskussionen geführt. Weitgehend besteht jedoch Einigkeit darüber, dass jüngere Mitarbeiter über bessere körperliche Leistungsfähigkeit und „fluide Intelligenz“ (Umstellungsfähigkeit, Wendigkeit) verfügen, während sich ältere Mitarbeiter durch Lebens- und Berufserfahrung, Gelassenheit, Verantwortungsbewusstsein, Übersicht und „kristallisierte Intelligenz“ (Urteils- und Entscheidungsfähigkeit) auszeichnen. Daher werden sie auch als „Generation XP“ (XP für Experience/Erfahrung) bezeichnet. Da in den meisten Fällen zur Durchführung erfolgreicher Projekte alle diese Eigenschaften wichtig sind, müssen Unternehmen auf eine ausgewogene Altersstruktur achten und intergenerative Teamarbeit fördern. Ein wichtiger Aspekt ist in diesem Zusammenhang die Weitergabe von Erfahrung von Mitarbeitern, die in Rente gehen, an ihre Nachfolger. Wenn die großen Kohorten der Baby-Boomers den Arbeitsmarkt verlassen, wird das Knowledge-Management von besonderer Bedeutung sein, um über viele Jahre gewonnenes Wis-

Erhebliches Rationalisierungspotenzial in der Wertpapierabwicklung und standardisierte Kreditbearbeitung („Kreditfabriken“)



Jüngere Mitarbeiter verfügen über fluide, ältere Mitarbeiter über kristallisierte Intelligenz

Knowledge-Management von kritischer Bedeutung

⁵¹ Wagner: Mit Älteren gegen Fachkräftemangel und Innovationsschwäche, IAB Materialien Nr. 4/2000.

sen für das Unternehmen zu erhalten. Wegweisend sind hier Konzepte wie das „Knowhow-Tandem“, bei dem gezielt ein jüngerer und ein erfahrener Mitarbeiter bei der Erfüllung einer Aufgabe zusammenarbeiten. Die Deutsche Bank hat dieses Modell etwa im Bereich Private Banking für die Überleitung von Kunden angehender Pensionäre an deren Nachfolger erfolgreich eingesetzt. Altersteilzeit-Modelle bieten hier eine ideale Grundlage.

Schlüsselfaktor: Beschäftigungsfähigkeit

Schließlich wird es für Unternehmen jeder Art von entscheidender Bedeutung sein, die Beschäftigungsfähigkeit („Employability“) ihrer Mitarbeiter zu erhalten. Im Zuge der Reformen der Rentensysteme werden wir immer länger arbeiten müssen. Damit müssen die Erhaltung der physischen und psychischen Gesundheit sowie lebenslanges Lernen gefördert werden. Die Deutsche Bank hat in den letzten Jahren zahlreiche Initiativen dazu gestartet. Beispielsweise nimmt sie teil an dem EU-Projekt RESPECT.⁵² Im Rahmen dieses Programms erarbeiten Unternehmen gemeinsam mit Wissenschaftlern Konzepte zur Verbesserung der Arbeitsbedingungen für ältere Arbeitnehmer. Dazu gehört auch die Initiative „Selbst-GmbH“, deren Ziel es ist, dass Mitarbeiter sich als Unternehmer in eigener Sache verstehen und ihre Qualifikationen im Laufe ihrer gesamten Erwerbsbiographie auf dem aktuellen Stand halten.

Die demografische Entwicklung dürfte also für Banken dann zumindest im HR-Bereich keine wahre Bedrohung darstellen, wenn rechtzeitig Maßnahmen zur Bindung und Erhaltung der Leistungsfähigkeit der Mitarbeiter durchgeführt werden. Dazu gehören die Internationalisierung, Altersteilzeitmodelle sowie die Unterstützung bei lebenslangem Lernen und der Erhaltung der Gesundheit.

Erhalt der physischen und psychischen Gesundheit sowie lebenslanges Lernen müssen gefördert werden

⁵² Research Action for Improving Elderly Workers' Safety, Productivity, Efficiency and Competence Towards the New Working Environment.



Schlusswort

Ein wichtiger Teil der Zukunft ist bereits in der Gegenwart angekommen: Es gibt kaum einen Finanzdienstleister, der sich nicht die große Expansion im Geschäft mit der Altersvorsorge und Vermögensverwaltung in Europa, Japan oder den USA auf die Fahnen schreibt. Unternehmensfusionen und -übernahmen, Ausbau der Vertriebsmannschaften und die Erstellung von Lebenszyklus-gestützten Beratungskonzepten im Privatkundengeschäft sind Beispiele dafür, wie Banken und Versicherungen schon heute auf die Alterung der Gesellschaft reagieren. Die nächsten 10-15 Jahre dürften aus demografischer Sicht noch recht komfortabel sein: das Wirtschaftswachstum wird durch die Erwerbstätigkeit der Baby-Boomers angetrieben. Bedeutende Anpassungen werden erst in den darauffolgenden Jahren anstehen. Ab 2015 gehen die Baby-Boomers in Rente, die Volkswirtschaften Europas und Japans werden langsamer wachsen, der Druck auf die sozialen Sicherungssysteme steigt. Die Wachstumszentren dürften verstärkt in den bevölkerungsreichen und relativ jungen Marktwirtschaften Asiens und Lateinamerikas zu finden sein. Spätestens dann wird der Druck auf die Finanzdienstleister steigen, ihr Aktivgeschäft mit Finanzierungen und Transaktionen für Unternehmen aus der alten in die neue Welt zu verschieben.

Karin Gruber, +49 69 910-32863 (karin.gruber@db.com)

Banken reagieren teilweise schon jetzt auf die Alterung

Spätestens ab 2015 dürfte das Anlagengeschäft aus der alten in die neue Welt wandern

Literaturverzeichnis

Bauchmüller: Mit Babynahrung zu wenig Wachstumschancen. Nestle entdeckt die ältere Generation, Süddeutsche Zeitung, 16. Dezember 2002.

Becker, Deutsch: Noch Handlungsbedarf in der individuellen und betrieblichen Altersvorsorge, DB Research, 14.05.2003.

Bergheim: Migration in Deutschland: Umverteilung einer schrumpfenden Bevölkerung, DB Research, 25.04.2003.

Bley und Schwarzmann: Zukunftsforschung für die Finanzdienstleistung, Future Business Group, 2002.

BM für Finanzen: Insolvenzen und Unternehmensgründungen in Deutschland, Monatsbericht 10/2002.

Börsch-Supan: Sparen in Deutschland – Ergebnisse der SAVE-Studie, Deutsches Institut für Altersvorsorge (DIA), 2002.

Bräuninger: Zur Reform der gesetzlichen Rentenversicherung, DB Research, 08.05.2003.

Bräuninger: Fehlstart bei der „Riester-Rente“ – Nachbesserungen dringlich, DB Research, 22.07.2002.

Calza, Gartner und Sousa: Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area, ECB Working Paper No. 55, 2001.

Choi et al.: Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance, NBER Working Paper No. 8655, 2001.

Der Tagesspiegel: Seniorengerechte Immobilien, 25.01.2003.

Deutsche Bank Research (Hrsg.): Die demografische Herausforderung, 30. Juli 2002.

Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2001.

Deutsche Bundesbank: Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Finanzmärkte, Monatsbericht Juli 2002.

DWS: DWS Investmentrente, Produktbroschüre, 2001.

Engardio: The New Global Job Shift, Business Week, 3.2.2003.

Europäische Kommission: Die Wirtschaft der EU - Bilanz 2002, Zusammenfassung und wichtigste Schlussfolgerungen, 11.12.2002,

International Foundation of Employee Benefit Plans: The 2002 National Summit on Retirement Savings, 2002.

Finkelstein und Poterba, Selection Effects in the Market for Individual Annuities: New Evidence from the UK, NBER Working Paper 7168, Juni 1999.

Fuchs und Thon: Nach 2010 sinkt das Angebot an Arbeitskräften, IAB Kurzbericht Nr. 4, 20.05.1999.

Handelsblatt: Betriebsrenten sind sicher, 16.09.2002.

Immobilien Zeitung: Seniorenimmobilien: Trotz großer Nachfrage kein Selbstläufer, Nr. 22, 24.10.2002.

Mc Morrow, Roeger: The Economic Consequences of Aging Populations, European Commission Working Paper No. 138, 1999.

Meinel: Schutz im Visier, X-press, Deutsche Bank X-markets, Oktober 2002.

Mitchell und McCarthy, Annuities for an Ageing World, NBER Working Paper 9092, August 2002.

Münich: Einkommens- und Geldvermögensverteilung privater Haushalte in Deutschland – Teil 2, Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik 2/2001.

OECD: Ageing and Income, 2001.

OECD: Recent Privatisation Trends in OECD Countries, Financial Market Trends No. 82, 2002.

OECD: Wirtschaftsausblick Nr. 69, Ausgabe 2001/1.

OECD Wirtschaftsausblick Nr. 72, 2002/2.

Prognos: Deutschland Report 2002-2020, 2002.

Quandt: Bankberatung für Senioren ist eine Marktlücke, FAZ 26.08.2002.

Reynolds et al.: Global Entrepreneurship Monitor, 2002.

Siedenberg: Lessons learned from recent financial crises and the way forward, Rede bei der Konferenz „The International Financial Architecture“, Frankfurt, 6. Sept. 2002.

Simons: Die langfristige Entwicklung des Wohnbedarfs in Deutschland, Der Langfristige Kredit 21/99.

Standard & Poor's: Could Depopulation in Europe Impact Sovereign Ratings?, 21.01.2003.

Statistisches Bundesamt: Bevölkerungsentwicklung Deutschlands bis zum Jahr 2050, 2000.

Tassell, T: Corporate Paternalism faced with Extinction, FT Survey Pension Fund Investment, 5. Juni 2002.

The Economist: Ticking bomb, 14. November 2002.

Turner: The Macroeconomic Implications of Ageing in a Global Context, OECD Working Paper No. 193, 1998.

United Nations, Department of Economic and Social Affairs: World Population Prospects: The 2000 Revision, 2001.

Wagner: Mit Älteren gegen Fachkräftemangel und Innovationschwäche, IAB Materialien Nr. 4/2000.

Wyatt, E.: Pension burden shifts to workers, International Herald Tribune, 6. April 2002.

Thema	Nr.	Erschienen am
Alterung, deutsche Renditeentwicklung und globale Kapitalmärkte		erscheint in Kürze
Demografie und Bankgeschäft: Internationalisierung als Lösung	269	27. Mai 2003
Internationale Migration: Wer, wohin und warum?	265	8. Mai 2003
Migration in Deutschland: Umverteilung einer schrumpfenden Bevölkerung	263	25. April 2003
Pharmamarkt: Run auf Lifestyle-Drugs von Demografie verstärkt	244	12. November 2002
Bevölkerungsentwicklung und Rentenreformen in den großen mittelosteuropäischen Ländern	-	6. November 2002
Japans Silberhäupter: ein Vorbild für Europa?	240	16. Oktober 2002
Zunehmende Anti-Einwanderungsstimmung in den USA	235	1. August 2002
Die demografische Herausforderung	-	30. Juli 2002

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research

Marketing

60272 Frankfurt am Main

Fax: +49 69 910-31877

E-mail: marketing.dbr@db.com

© 2003. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734