

Niedrigzins, Rentenkürzungen, Eintrittsalter, Demographie:

Das Graue Rhinoceros und der Niedrigzins

Die Altersvorsorge von „Otto Normalverbraucher“¹ steht gleich von mehreren Seiten unter Druck. Dass sie damit nicht einfacher wird, liegt auf der Hand. Doch wie stark sind die Effekte wirklich? Alfred Gohdes unternimmt für LEITERbAV den Versuch einer Quantifizierung, bedient sich dazu des Bildes von einem Dickhäuter (genaugenommen sind es deren zweie) und kommt zu bemerkenswerten Ergebnissen.

von Alfred Gohdes, Kronberg, 28. Mai 2021

1. Einführung

Als „graues Rhinoceros“ wird im neuen Finanzjargon² ein Ereignis bezeichnet, dass im Gefüge der Finanzmärkte großen Schaden mit weitreichenden Folgen anrichten kann.

Im Gegensatz zum „schwarzen Schwan“ verursacht das graue Rhinoceros ein Unheil, das man hätte erwarten können und sollen. Nebenbei sei hier für den tierisch interessierten Leser angemerkt, dass das Rhinoceros (oder Rhino) hauptsächlich in Afrika und dort in zwei Varianten auftaucht, nämlich als Spitzmaulrhino oder als Breitmaulrhino. Das Erstgenannte ist i.a.R. aggressiver, dafür aber mit etwa einer Tonne weniger als halb so schwer wie sein Cousin. Obwohl manchmal auch als schwarzes bzw. weißes Rhinoceros bezeichnet, sind sie tatsächlich beide grau.

Der Bezug zwischen den grauen Rhinos und dem Niedrigzins – und der damit verbundenen Verteuerung der erwarteten Altersvorsorgekosten – besteht darin, dass die von ihnen ausgehenden Schäden allen Marktteilnehmern ca. 12 Jahre nach dem Beginn des Sinkflugs bekannt sein sollten. Auf die Rhinos wurde in den letzten Jahren immer wieder von wichtiger Stelle und nicht nur in Fachmedien (wie seit jeher LEITERbAV) hingewiesen, so beispielsweise:

The Economist: *„Den Jüngeren erwarten klägliche Anlagerenditen“*³; Hans-Werner Sinn (ehem. Präsident des Ifo-Instituts): *„Die Zeche zahlen die Jungen oder die, die noch gar nicht geboren sind“*⁴; Oliver Bäte (Vorstandsvorsitzender der Allianz Gruppe): *„Die Sparer werden betrogen“*⁵; Metzler Partner Emmerich Müller: *„Womöglich noch ein Jahrzehnt keine steigenden Zinsen“*⁶; The Economist: *„Das Dilemma des Sparers: Der Niedrigzins gibt Sparern nur wenig gute Optionen“*⁷; Frank Grund (Exekutivdirektor, BaFin): *„derzeit stehen rund 20 Lebensversicherer und etwa 40 Pensionskassen unter intensivierter Aufsicht“*⁸; oder der IVS-Vorstand: *„Von dem Versorgungsniveau der heutigen Rentnergenerationen werden die Jüngeren nur träumen können“*⁹.

1 In diesem Beitrag ist mit der gewählten männlichen Ausdrucksform die geschlechtsneutrale Form gemeint.

2 [BBC online vom 6. April 2021.](#)

3 The Economist: 15.3.2021 – *“Young people stand to make dismal returns on their investments”*.

4 Handelsblatt online vom 9.2.2021.

5 Handelsblatt online vom 23.12.2020.

6 Handelsblatt online vom 2.1.2021.

7 The Economist: 17.10.2020 – *“The saver’s dilemma – Low interest rates leave savers with few good options”*.

8 LEITERbAV vom 22.4.2021 zur BaFin-Jahreskonferenz Versicherungsaufsicht 2021: [„Von Tauch- und Intensivstation ...“](#)

9 LEITERbAV vom 4.3.2021: [„Träum weiter, Jugend“](#).

Sehr selten wird aber der Versuch unternommen, das Ausmaß dieser Verteuerung zu quantifizieren. Mit diesem Beitrag soll genau das versucht bzw. sollen die Ergebnisse aus des Autors Beiträgen aus 2016¹⁰ und 2018¹¹ aktualisiert werden.

Begonnen wird mit einer Analyse der wichtigsten Quellen der Altersvorsorge in Deutschland, insbesondere ihre jüngere und künftige Entwicklung betreffend. Vor diesem Hintergrund wird anhand eines einfachen Modells die Auswirkung einer Veränderung der zentralen Parameter auf die erwarteten Kosten der privaten Altersvorsorge für eine „Beispielperson“ seit 1998 bis heute dargestellt. Darauf basierend wird ein Vergleich mit den größten Währungsräumen der Welt gezogen.

Nach einer Ergebnisdiskussion werden schließlich Erkenntnisse abgeleitet, die für die fachliche und politische Diskussion von Relevanz sein könnten.

2. Der Druck vom kleineren (Spitzmaul-)Rhinozeros

Bekanntlich hatte der Gesetzgeber im Jahr 2001 mit der Riester-Reform die gesetzliche Rentenversicherung und damit insbesondere für alle sozialversicherten Angestellten der Privatwirtschaft die erste Säule der Altersvorsorge reformiert. Die bis dahin ausschließlich auf dem Umlageverfahren beruhende Finanzierung wurde um eine kapitalgedeckte und privat organisierte Komponente („Riester-Rente“) ergänzt. Diese Komponente sollte im weiteren Verlauf die graduell einsetzende, planmäßige Absenkung des Leistungsniveaus der ersten Säule teilweise oder sogar ganz ersetzen.

Diese Maßnahmen beruhten auch auf dem bis 2001 allgemein herrschenden Glauben, dass die Kapitalmärkte diese Aufgabe „krisensicher“ übernehmen könnten: Die über Jahrzehnte in der betrieblichen (zweite Säule) und in der privaten Altersvorsorge (dritte Säule) gesammelte Erfahrung, schien den Beweis geliefert zu haben, dass das Kapitaldeckungsverfahren gegenüber dem Umlageverfahren das effizientere – und vor allen Dingen ertragreichere – System sei.

Dieser Glaube muss aufgrund der im Euroraum seit nunmehr etwa zwölf Jahren anhaltenden Niedrigzinsphase inzwischen als verfehlt betrachtet werden. Man ist zu der keineswegs neuen Erkenntnis (wieder) gelangt, dass beide Verfahren nicht ohne ihre eigenen Risiken bzw. Nachteile sind.

Bezogen auf die Gesamtbevölkerung in Deutschland bleibt die gesetzliche Rentenversicherung nach wie vor mit derzeit ca. 61 Prozent¹² die Hauptquelle des gesamten nachberuflichen Alterseinkommens für Personen ab Alter 65. Nicht zuletzt wegen der Riester-Reform sollte in den Jahren nach 2001 das Leistungsniveau der gesetzlichen Rente gegenüber dem damaligen Niveau langfristig sinken, nämlich um, grobgeschätzt, 10 bis 20 Prozent. Damit sollte die Relevanz der betrieblichen, vor allen Dingen aber der privaten Säule entsprechend vergrößert werden. Bei unverändertem Gesamtniveau des Alterseinkommens einer überwiegend gesetzlich versicherten Person sollte also die Absenkung der gesetzlichen Leistung durch eine überproportionale Erhöhung der Leistungen aus der betrieblichen und privaten Vorsorge auf circa 150 bis 200 Prozent¹³ des vor 2001 erwarteten Niveaus dieser Säulen kompensiert werden.

10 LEITERbAV vom 14.4.2016: „Der Tiefzins und Otto Normalverbrauchers Altersvorsorge“.

11 A. Gohdes, Vortrag gehalten bei der ICA 2018, Berlin: „[Low Investment Returns and the Expected Impact on Retirement Savings](#)“.

12 Alterssicherungsbericht 2020, Tabelle BC.2 Volumen der Einkommenskomponenten und ihr Anteil am Gesamtvolumen der Bruttoeinkommen - Personen ab 65 Jahren.

13 Gem. der gleichen Tabelle BC.2 betrug im Jahr 2019 für Personen, die Alterseinkünfte ausschließlich aus der gesetzlichen Rentenversicherung, der privatwirtschaftlichen betrieblichen und privaten Altersversorgung (also ohne Beamtenversorgung, Zusatzversorgung des öffentlichen Dienstes, berufsständische Versorgung, Erwerbseinkommen, etc.) bezogen, die Gewichtung dieser drei Einkommensquellen 84%, 8% bzw. 8%.

3. Der gewaltige Druck vom größeren (Breitmaul-)Rhinozeros

Die von der Europäischen Zentralbank (EZB) verfolgte Geldpolitik, die seit der Liquiditätskrise 2007/08 sowie der nachfolgenden Klemme in der europäischen Staatsfinanzierung bis heute anhält, führt zu einer sich weiter verstärkenden Niedrigzinsphase, wodurch sowohl die zweite als auch die dritte Säule immer stärker unter Druck geraten. Durch die zu erwartenden niedrigeren künftigen Vermögenserträge werden nämlich bei unverändertem Beitragsniveau voraussichtlich erheblich niedrigere Versorgungsleistungen aus diesen Quellen zu erwarten sein.

Zusätzlich hat sich die Lebenserwartung, die Aktuarien für die Berechnung der zu erwartenden Kosten verwenden, seit 1998 immer weiter verlängert, was die erwarteten Kosten erhöhte. Kostensenkend wirkte sich dagegen der erwartete Rentenbeginn von damals Alter 63 auf heute Alter 67 aus.

Es ist also ein sog. „Double Whammy“, oder doppelter Druck, auf den sparwilligen Otto-Normalverbraucher zu beobachten: Zum einen wird es für ihn immer teurer, ein Sparziel über die zweite und dritte Säule zu finanzieren (der Druck vom größeren Rhino auf den Kapitalmarkt), zum anderen wird die Versorgungslücke immer größer (der Druck vom kleineren Rhino auf die gesetzliche Rente).

Das vor 2001 zu erwartende Rentenniveau aus allen drei Säulen wird bei unverändertem Vorsorgeaufwand erwartungsgemäß sinken bzw. ist bereits gesunken: Bei der ersten Säule ist das planmäßig bzw. demographisch bedingt, bei der zweiten und dritten primär kapitalmarktbedingt. Bei der zweiten, betrieblichen Säule schlägt dieser Effekt auf Otto-Normalverbraucher nicht notwendigerweise zur Gänze durch, weil zu einem wesentlichen Teil Leistungsversprechen an Mitarbeiter erteilt wurden, die nicht unbedingt von der Entwicklung des Kapitalmarkts abhängig sind. Das setzt allerdings wiederum zunehmend die Arbeitgeber unter Druck, weil diese wegen der im Betriebsrentengesetz verankerten Einstandspflicht einmal gegebene Zusagen trotz stark gestiegener Kosten in der Regel unverändert einhalten müssen.

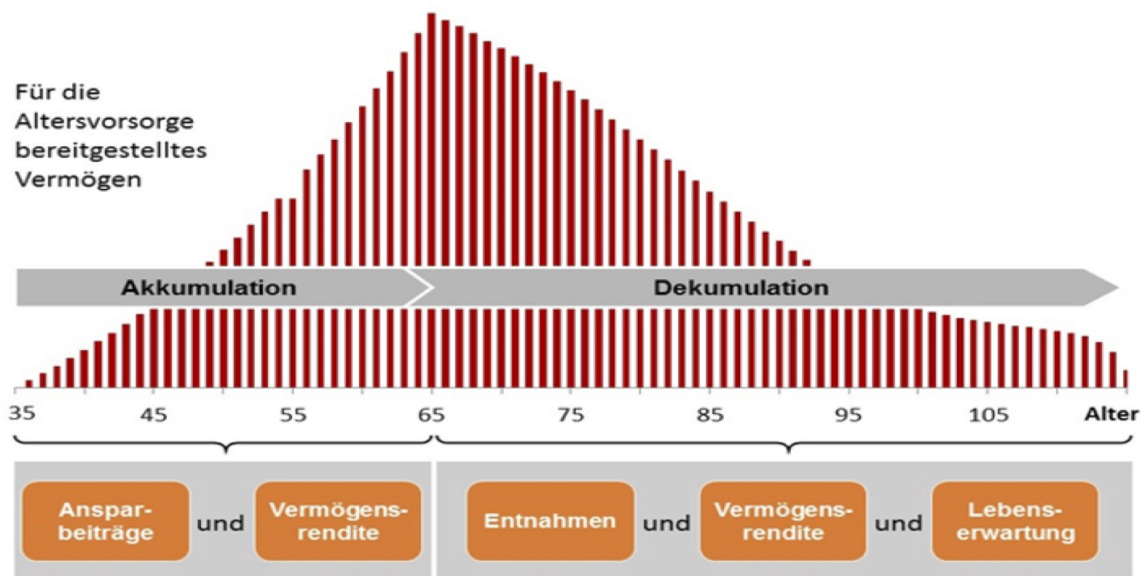
Die Konsequenz: Auf nationaler Ebene ist eine zunehmende Altersarmut (d.h. der von beiden Rhinos verursachte Schaden) schon jetzt vorhersehbar. Für die zweite und dritte Säule zieht der Rückgang der Vermögenserträge zudem zunehmende Finanzierungslasten nach sich, um die einmal in Aussicht gestellten bzw. erwarteten Leistungen aufrecht zu erhalten bzw. zu erreichen. Dies gilt im Übrigen, wenn auch z.T. in schwächerer Form, ebenso für die Zusatzversorgung des öffentlichen Dienstes und für die berufsständischen Versorgungssysteme.

4. Kann der Gesamteffekt auf den Sparer quantifiziert werden?

Nach Ansicht des Autors ist die Quantifizierung des Effekts der beiden Rhinos möglich. Dabei hat er den in seinen bisherigen Beiträgen zu dem Thema gewählten, zugegebenermaßen einfachen, „mit Bleistift und Papier“ nachvollziehbaren Ansatz beibehalten, verzichtet also auf technisch anspruchsvollere Modelle. Dementsprechend kühn ist auch die eine oder andere zugrunde gelegte Annahme. Auf die Belastbarkeit der einzelnen Annahmen wird im Folgenden eingegangen.

Um gleich mit dem Einfachsten anzufangen: Die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Form einer ab einem bestimmten Alter lebenslang zu zahlenden Rente ist grundsätzlich ein Vorgang, bei dem zunächst finanzielle Mittel angesammelt werden (Anspar- oder Akkumulationsphase), um diese ab Rentenbeginn bis zum Tode des zuletzt Begünstigten aufzubrauchen (Rentenbezugs- oder Dekumulationsphase); s. Abbildung 1:

Abb. 1: Schematische Entwicklung des Kapitals in der Akkumulationsphase ab Alter 35 und der Dekumulationsphase ab Alter 65.



Quelle: Eigene Berechnungen.

Schon diese Darstellung enthält Annahmen: Es wird der Beginn eines disziplinierten, kontinuierlichen und ununterbrochenen Sparens ab Alter 35 bis Alter 65 unterstellt – ohne Berücksichtigung etwaiger vorheriger Ansparvorgänge, Sonderbeiträge oder Unterbrechungen. Im Alter 65 hört die Akkumulationsphase plötzlich auf, und das Vermögen wird nun planmäßig bis zum Ableben des zuletzt Berechtigten komplett verbraucht.

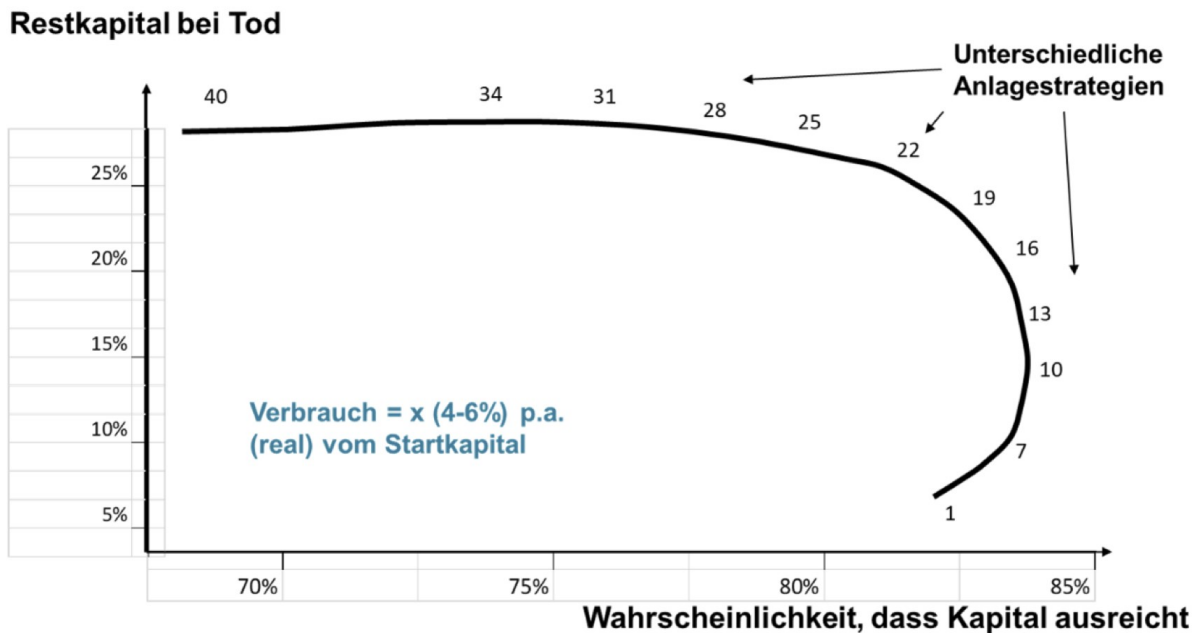
Diese Darstellung der Akkumulations- und Dekumulationsphase ist natürlich realitätsfremd. Sie kann lediglich das Prinzip der beiden Phasen darstellen.

Eine gute Erfassung der Anlagethematik in der Dekumulationsphase wurde 2018 anlässlich des International Congress of Actuaries ICA vorgestellt¹⁴, die in der nachstehenden Abbildung 2 dargestellt wird. Sie zeigt für 40 verschiedene Anlagestrategien bei gegebener Wahrscheinlichkeit, die Dekumulation planmäßig beenden zu können (Abszisse), das bei Tod maximal zu vererbende Restkapital (Ordinate).

Die 40 Anlagestrategien werden aus unterschiedlichen Anlageklassen zusammengestellt, darunter Barmittel (Anlagestrategie 1 besteht zu 100 Prozent aus Barmitteln), Verrentung bei einem Versicherer, Rentenpapiere, Immobilien und Aktien (Anlagestrategie 40). Auch für diese Darstellung sind selbstverständlich die getroffenen Annahmen zu beachten; s. Abbildung 2:

¹⁴ J. Anderson, S. Empedocles; Vortrag gehalten bei der ICA 2018, Berlin: [“The Retirement Income Frontier and Its Application in Constructing Investment Strategies at Retirement”](#).

Abb. 2: Schematische Darstellung der konkurrierenden Zielvorstellungen. Abgebildet wird für jede Anlagestrategie das bei Tod maximal zu vererbende Restkapital bei gegebener Wahrscheinlichkeit, die Dekumulation planmäßig beenden zu können.



Quelle: J. Anderson, S. Empedocles: *The Retirement Income Frontier and its Application in Constructing Investment Strategies at Retirement* – ICA 2018.

5. Quantifizierung des Effekts

Im ersten Schritt soll der Effekt aus der Vergrößerung der Versorgungslücke vernachlässigt und damit der Fokus auf den Ansparvorgang gelenkt werden. Hier haben sich die Kernparameter, bei denen auf die zum jeweiligen Zeitpunkt herrschenden Erwartungen abgestellt wird, aus Sicht des Autors seit 1998 wie folgt verändert:

- Veränderung des Realzinses auf der Grundlage der tatsächlich beobachteten Rendite von langfristigen Bundesanleihen und den langfristigen Inflationserwartungen des Finanzmarkts: von damals ca. 3 Prozent p.a. auf heute ca. minus 2,5 Prozent p.a.
- Veränderung der Lebenserwartung auf der Grundlage der typischerweise für die betriebliche Altersversorgung auf Bevölkerungsstatistiken beruhenden Richttafeln: von damals „Heubeck Richttafeln 1998“ auf heute „Heubeck Richttafeln 2018 G“.
- Erwarteter Rentenbeginn eines 35jährigen von damals 63 auf 67 Jahre ab 2006.

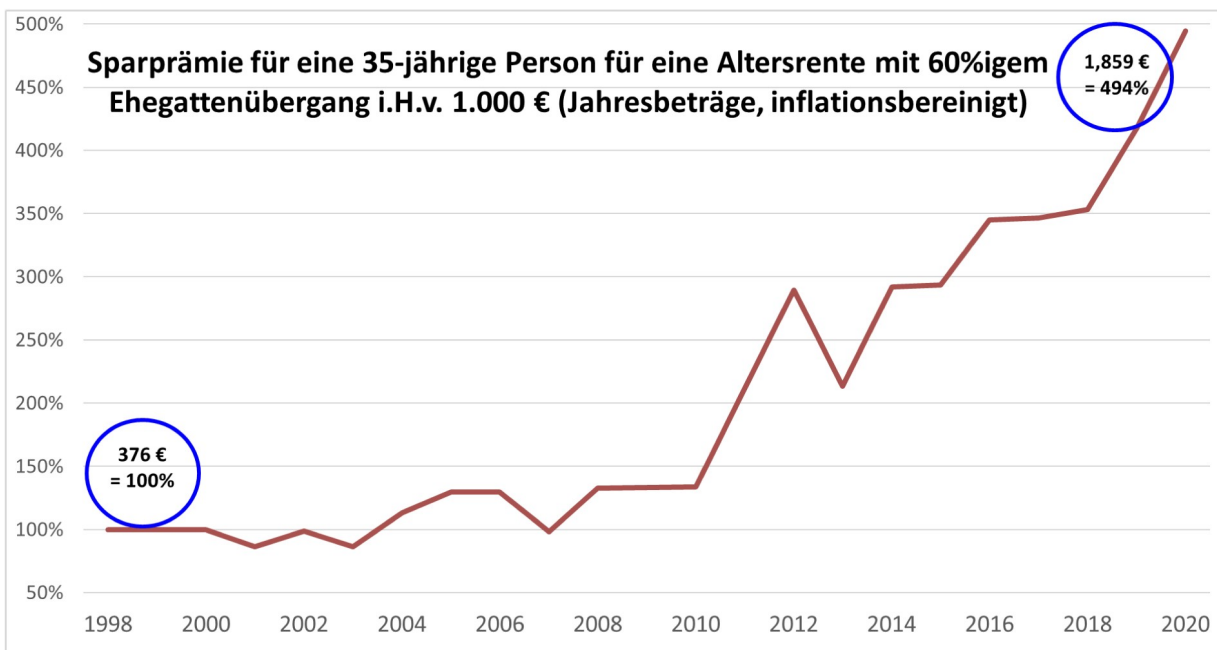
Das für jedes Jahresende verwendete Annahmenpaket¹⁵ befindet sich in einer Tabelle im Anhang.

Auf dieser Grundlage steigen die Finanzierungskosten für eine jeweils gleich hohe, inflationsgesicherte Altersrente über den Zeitraum seit 1998 in etwa auf das Fünffache (!). In der vom Autor vor

¹⁵ Es ist selbstverständlich, dass nicht alle Aktuarien die gleichen Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung insbesondere der demographischen Annahmen haben können. Die gewählten Erwartungen entsprechen aber nach Ansicht des Autors einer Konsensmeinung einer großen Anzahl von Aktuarien.

fünf Jahren an dieser Stelle veröffentlichten Untersuchung belief sich die Erhöhung „nur“ auf das 3-fache, in seiner Untersuchung vor drei Jahren schon auf das 3,5-fache. Dabei spielt die Absenkung der erwarteten, langfristigen realen Vermögensrendite aus Staatsanleihen die Hauptrolle (s. Abbildung 3):

Abb. 3: Entwicklung seit 1998 – Erwarteter Beitrag einer jeweils 35-jährigen Person zur Finanzierung einer Altersrente – zzgl. 60 Prozent Hinterbliebenenrente – i.H.v. 1.000 Euro mittels Bundesanleihen (alles Jahresbeträge und inflationsgesichert).



Quelle: Bundesbank, eigene Berechnungen.

Dabei wurde auch hier eine Reihe von Annahmen getroffen: Erstens, dass sowohl die Jahresbeiträge als auch die zu zahlenden Renten mit der jeweiligen Inflationserwartung ansteigen. Zweitens, dass die Finanzierung ausschließlich über Staatsanleihen erfolgt, und drittens, dass die jeweils im Alter 35 herrschenden Marktverhältnisse und Erwartungen über den Gesamtzeitraum unverändert bleiben. Letztgenannte Annahme kann sicherlich als kühn bezeichnet werden.

Interessant bei diesem – wie bei jedem – Berechnungsergebnis ist seine Zerlegung in Einzelkomponenten, also das Aufbrechen des Gesamteffekts von einem Jahr zum anderen in die Annahmekomponenten Sterblichkeit, Altersrentenbeginn und reale Vermögensrendite.

Dabei stellt sich heraus, dass die Vermögensrendite etwa 97 Prozent des Ergebnisses über den gesamten Zeitraum ausmacht. Der vertuernde Effekt aus der verlängerten Lebenserwartung gleicht also in etwa der verbilligenden Auswirkung des um vier Jahre hinausgeschobenen Altersrentenbeginns.

Abbildung 4 vergleicht die Kostensteigerung allein aus der Veränderung der langfristigen Realrenditeerwartungen im Euroraum mit denen der Währungsräume Japan, UK und USA. Hier wurde durchgehend mit dem gleichen Altersrentenbeginn (Alter 65) und den gleichen demographischen Annahmen (Heubeck Richttafeln 1998) gerechnet.

Abb. 4: Entwicklung seit 1998 – Erwarteter Beitrag einer jeweils 35-jährigen Person zur Finanzierung einer Altersrente – zzgl. 60 Prozent Hinterbliebenenrente i.H.v. 1.000 Euro mittels Staatsanleihen (alles Jahresbeträge und inflationsgesichert).

Jahr	Euroraum		Japan		UK		USA		
	Rentenalter	Realzins	Beitrag ab Alter 35 bis Rentenalter	Realzins	Beitrag ab Alter 35 bis Rentenalter	Realzins	Beitrag ab Alter 35 bis Rentenalter	Realzins	Beitrag ab Alter 35 bis Rentenalter
1998	65	3,00	324	0,50	648	2,50	372	2,00	426
2020	65	-2,50	1.549	-1,00	996	-2,50	1.549	-1,00	996
Vervielfachung ab 1998:			478%	154%		416%		234%	

Quelle: Zentralbanken, Datenreihen zur erwarteten langfristigen Inflation des Dienstleisters Consensus Economics, eigene Berechnungen.

Interessant ist, dass hinsichtlich der zum Jahresende 2020 auf den Kapitalmärkten herrschenden realen Renditen von Staatsanleihen Japan sich in etwa auf dem Niveau der USA befindet und UK sich in etwa auf dem des Euroraums. Auch kann man von der Grafik ableiten, dass Japan schon vor 1998 auf Niedrigzinsniveau lag (nämlich in etwa ab Mitte 1997).

Für Personen, die ihren Rentenbeginn, also damals das Alter 63, jetzt das Alter 67, gerade erreicht haben, beträgt die Erhöhung der Einmalkosten nicht das 5-fache sondern „nur“ das 2-fache. Der Grund für diese Dämpfung in der Kostensteigerung liegt primär darin, dass gegenüber einer 35-jährigen Person die Dauer des Anlagezeitraums bzw. die Duration der Verpflichtungen wesentlich kürzer ist.

Die bislang in diesem Beitrag durchgeführten Berechnungen und in den Abbildungen 3 und 4 dargestellten Ergebnisse beruhen auf der Annahme, dass die Sparer ausschließlich in Staatsanleihen investieren. Dies tun aber Privatpersonen, Versicherer oder betriebliche Versorgungsträger regelmäßig nicht, sondern bedienen sich meist einer Mischung aus realen (z.B. Aktien) und nominalen (z.B. Anleihen, Versicherungsverträge mit Garantien) Anlageklassen.

Nun werden aber langfristige Renditeerwartungen auf solche Anlageklassen erfahrungsgemäß meist mit Margen über der beobachteten Realrendite von Staatsanleihen ausgedrückt. Für Aktien spricht man statt von Margen beispielsweise von einer „Aktienrisikoprämie“. Und weil nach Erfahrung des Autors diese Risikoprämien über lange Zeiträume relativ stabil geblieben sind, können s.E. damit die getroffenen Aussagen zur erwarteten Kostensteigerung von der Größenordnung auf andere Anlageformen analog übertragen werden. Das gilt natürlich nur unter der – wiederum kühnen – Annahme, dass sowohl die Vermögensallokation als auch die erwartete Risikoprämie oberhalb der Realrendite auf Staatsanleihen über den gesamten Anlagezeitraum konstant bleibt.

Unterstellt man beispielsweise für ein hundertprozentiges Aktienportfolio eine über den gesamten Zeitraum gleichbleibende Aktienrisikoprämie in Höhe von 4 Prozentpunkten (nach Kosten), dann wäre die Erwartung der Realrendite Ende 1998 nicht 3, sondern 7 Prozent p.a. und Ende 2020 nicht -2,5, sondern 1,5 Prozent p.a. gewesen. Die Veränderung des Startniveaus der Sparprämie (Start 2020 im Vergleich zu Start 1998) wäre dann auch nicht mit dem Fünffachen, sondern „nur“ mit dem Vierfachen der anfänglichen Sparprämie zu quantifizieren. Die Dämpfung der Verteuerung ist dadurch zu erklären, dass sich mit niedrigerem Zins die Duration (d.h. die zahlungsgewichtete, durchschnittliche Zahlungsdauer) überproportional erhöht und umgekehrt. Angemerkt

sei auch hier, dass eine durchgehende hundertprozentige Aktienquote genauso realitätsfremd sein sollte, wie eine hundertprozentige Staatsanleihenquote.

Als Zwischenergebnis kann also festgehalten werden, dass der vom „zweiten Rhinoceros“ verursachte Schaden in Form einer erwarteten Verteuerung der Altersvorsorgekosten gegenüber den Erwartungen im Jahre 1998 ca. 400 bis 500 Prozent beträgt.

Bezieht man auch noch den Schaden in Form der erweiterten Versorgungslücke vom „ersten Rhinoceros“, nämlich eine an sich nötige Ausweitung auf 150 bis 200 Prozent mit ein, ergibt sich ein Gesamteffekt der Vorsorgekosten gegenüber dem Niveau von 1998 auf das ca. 6 bis 10fache.¹⁶ Diese Quantifizierung des von den beiden Rhinos bereits angerichteten und künftig zu erwartenden, weiteren Schadens erlaubt zumindest einen größenordnungsmäßigen Anhaltspunkt. Auf jeden Fall kann man die Auswirkungen aus Sicht des Autors durchaus als Großschaden bezeichnen!

6. Und was wollen die Ergebnisse uns sagen?

Abgesehen von der Bezifferung des Schadens für die jüngere Generation sollte durch die hier dargestellten Ergebnisse das Ausmaß der zusammentreffenden Auswirkungen der Riester-Reform und des Niedrigzinses beim Namen genannt werden. In der öffentlichen Diskussion ist nämlich oft davon die Rede, dass der Sparer durch den Niedrigzins enteignet wird – aber nur selten findet man konkrete Aussagen über das Ausmaß.

Die gegenwärtige Geldpolitik der Zentralbanken hat einen sicherlich sehr schmerzhaften Kapitalmarktkollaps bzw. eine nachfolgende Rezession nach 2008 und in Europa nach der Staatsfinanzierungskrise im Euroraum vermieden. Aber wie im Euroraum führt die Geldpolitik der wichtigen Zentralbanken der Welt zu gravierenden Folgen in der Altersvorsorge – nur weniger offensichtlich und schleichend.

Eine junge Person, die ihre Altersvorsorge vernünftigerweise frühzeitig planen möchte, ist wegen der Entwicklung der vergangenen 20 Jahren einem doppelten Druck ausgesetzt: Zum einen sinkt das Rentenniveau aus der gesetzlichen Rente planmäßig, zum anderen ist die zu erwartende Rente aus einem disziplinierten Sparvorgang in etwa auf ein Fünftel der Erwartungen am Anfang des Zeitraums gesunken. Zusammengenommen ist die Auswirkung auf den Sparer gewaltig – und vorhersehbar; das Phänomen des „grauen Rhinos“.

Für eine ältere – beispielsweise eine heute 67-jährige – Person ist es dabei kein Trost, dass die zu erwartende Rente „nur“ auf die Hälfte der Erwartungen am Anfang des Zeitraums gesunken ist.

Wie können wir sinnvollerweise auf die gegenwärtige Lage reagieren? Wir können:

- a) die Diskussion über die Auswirkungen des Niedrigzinses für Altersvorsorge weiter versachlichen, aufklären und das Ausmaß der Auswirkungen benennen;
- b) die Vermittlung von Finanzwissen aufbauen, Transparenz in Finanzprodukten schaffen (insbesondere betreffend die Vergütung der Anbieter von Finanzprodukten), Sparern ausgewogene Instrumente an die Hand geben, um informierte Entscheidungen – insbesondere zur Sparquote, Vermögensanlage und realistischer Schätzung künftiger realer Renten – zu treffen;

¹⁶ Unterstellt man eine 50-50 (Staatsanleihen-Aktien) Anlagestrategie, ergibt sich eine Verteuerung auf 450 Prozent (50 x 400 + 50 x 500) multipliziert mit der Erhöhung der Versorgungslücke um 50 bzw. 100 Prozent, ergibt eine Bandbreite von 675 bis 900 Prozent.

- c) die steuerliche Förderung in Deutschland für Sparer auf der Grundlage der hier vorgestellten Ergebnisse erheblich anheben. Der Vorschlag des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI), den Sparerfreibetrag von derzeit 801 Euro p.a. um 25 Prozent auf 1.000 Euro p.a. anzuheben, greift viel zu kurz¹⁷;
- d) in der betrieblichen Altersversorgung vielleicht sogar darüber nachdenken, evtl. in Besitzstände einzugreifen, weil eine derart wuchtige, exogen verursachte Veränderung der Umstände das Instrument des Wegfalls der Geschäftsgrundlage rechtfertigt.

Und was ist Otto-Normalverbraucher zu raten? Nach Meinung des Autors sollte er:

- a) versuchen, die Rhinos zu erkennen (groß genug sind sie ja);
- b) verstehen, dass er sich selbst um seine Altersvorsorge kümmern und auch handeln muss;
- c) sich um die Aneignung von Finanzwissen kümmern und auf diesem Wissen gründend, verstehen, dass es keine einfachen Lösungen gibt (und er sogar einfache „Rundum-sorglos-Pakete“ gerade nicht sorglos annehmen sollte);
- d) eine Strategie zum Handeln entwickeln und diese kontinuierlich weiterentwickeln;
- e) nicht nur in (nominale) Staatsanleihen (Sparbuch oder – nominale – Garantieprodukte) sondern verstärkt in „reale“ Anlageprodukte anlegen; und, last not least,
- f) diese realen Anlageprodukte verstehen, insbesondere die mit ihnen verbundenen Kosten und Risiken.

7. Mahnung zur Vorsicht

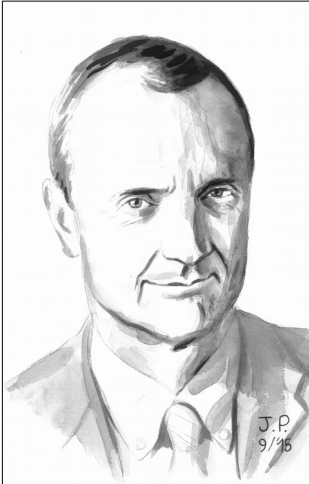
Zunächst soll hier wiederholt werden, dass der Autor seine Überlegungen und Berechnungen auf einfacher Grundlage, also eher „mit Bleistift und Papier“ ausgeführt hat. Auch handelt es sich um „einen“ und nicht „den einzig richtigen“ Ansatz zur Quantifizierung der Auswirkungen, welche die beiden grauen Rhinos bereits jetzt im Altersvorsorge-Porzellanladen eines Otto Normalverbrauchers hinterlassen haben bzw. noch hinterlassen werden. Außerdem werden die zentralen Annahmen explizit genannt.

Danksagung

Danken möchte der Autor zum einen der Consensus Economics Inc., die Datenreihen über die beobachteten, langfristigen Inflationserwartungen führender Volkswirte weltweit zur Verfügung gestellt haben. Zum anderen danke ich Robert Florescu, Willis Towers Watson, für die durchgeführte Prüfung meiner Barwertberechnungen. Verbleibende Fehler sind selbstverständlich mir zuzuordnen.

Der Autor ist Aktuar und Inhaber der Rentenberatung Gohdes. Der Text beruht auf einem Vortrag gehalten auf der diesjährigen DAV-Jahrestagung.

¹⁷ Handelsblatt online vom 23.2.2021.



Von Alfred Ghodes sind zwischenzeitlich bereits auf **LEITERbAV** erschienen:

Sperrfeuer-Kommentar – EIOPA Stresstest 2017 (IV):

[Vom „Double Hit“ zum „Garbage Pit“](#)

17. Januar 2018

Sperrfeuer – der Kommentar auf LEITERbAV:

[Der Tiefzins und Otto Normalverbrauchers Altersvorsorge](#)

14. April 2016

EIOPA und das Pan-European Personal Pension Product:

[„So schlicht wie blauäugig.“](#)

8. September 2015

Anhang:

Jahr	Erwarteter Rentenbeginn	Sterblichkeiten	Markterwartung Realrendite @ Jahresende	Für die Berechnungen unterstellte Realrendite
1998	63	H98	2,48	3,00
1999	63	H98	3,24	3,00
2000	63	H98	3,21	3,00
2001	65	H98	2,97	3,00
2002	65	H98	2,59	2,50
2003	65	H98	2,76	3,00
2004	65	H98	2,04	2,00
2005	65	H05	1,81	2,00
2006	65	H05	2,06	2,00
2007	67	H05	2,54	2,50
2008	67	H05	1,46	1,50
2009	67	H05	1,49	1,50
2010	67	H05	1,30	1,50
2011	67	H05	0,19	0,00
2012	67	H05	-0,76	-1,00
2013	67	H05	-0,07	0,00
2014	67	H05	-1,10	-1,00
2015	67	H05	-1,12	-1,00
2016	67	H05	-1,34	-1,50
2017	67	H05	-1,39	-1,50
2018	67	H18	-1,54	-1,50
2019	67	H18	-1,94	-2,00
2020	67	H18	-2,35	-2,50

Quellen:

1. Rentenbeginn: Eigene Erfahrungen bzw. Erwartungen.
2. Realrenditen: Deutsche Bundesbank - Berechnet aus den Umlaufrenditen von Bundeswertpapieren mit 10-jähriger Restlaufzeit und aus gewichteten Inflationserwartungen (Consensus Forecast).
3. Für die Berechnungen unterstellte Rechnungszinsen: Gerundete Realrenditen.

LEITERbAV

Disclaimer:

Der Artikel gibt die unverbindliche Meinung des Autors wieder. Es handelt sich um keine Rechtsberatung. Eine Haftung ist damit nicht begründet.

Alle Inhalte auf **LEITERbAV**, und damit auch der vorliegende, einschließlich der über Links gelieferten Inhalte, richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte und einschließlich der über Links gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu dar. **LEITERbAV** (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige IT-Schäden, Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn **LEITERbAV** (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. **LEITERbAV** und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb von **LEITERbAV** in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

© 2021 Pascal Bazzazi – **LEITERbAV**. Die hier veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.