

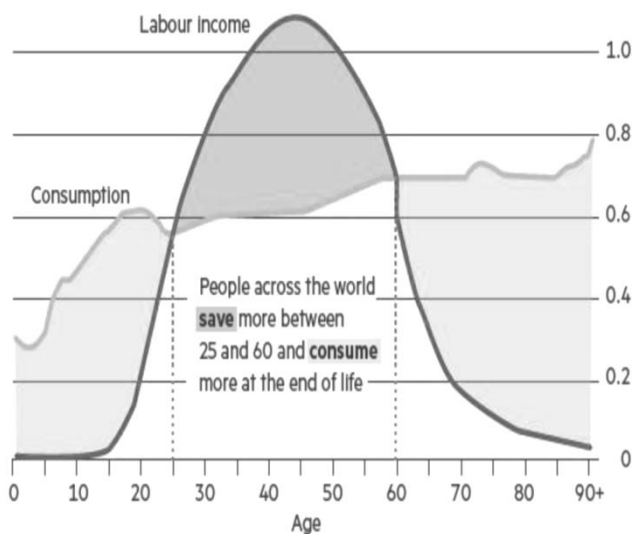
- In letzter Zeit gab es ein paar bemerkenswerte Publikationen zum Thema Demografie und Finanzmärkte.
- Die Alterung der Gesellschaft führt – anders als bisher gedacht – auf Dauer nicht notwendig zu weniger Inflation und niedrigeren Zinsen.
- Die Demografie spielt auch beim Entstehen von Finanzkrisen eine Rolle.

Jeder weiß, dass die demografische Alterung der Gesellschaft ein wichtiger Faktor für Volkswirtschaft und Finanzmärkte ist. Sie verringert das Wachstum, weil es nicht mehr so viele Arbeitskräfte gibt. Sie erhöht die Ersparnis, weil ältere Menschen nicht mehr so viel konsumieren. Als Folge von beidem führt sie zu geringerer Inflation und niedrigeren Zinsen.

So jedenfalls haben wir das bisher geglaubt. Jetzt kommt plötzlich Bewegung in die Diskussion. Vor allem im angelsächsischen Bereich gibt es ein paar Wissenschaftler, die die bisherigen Theorien in Frage stellen. Die Ergebnisse der einzelnen Studien widersprechen sich zum Teil. Das zeigt, dass die Diskussion noch in Bewegung ist. Sie weisen aber auf wichtige Punkte hin. In jedem Fall scheinen sie mir so wichtig, dass man sie sich auch in Europa anschauen kann. Dies umso mehr, als die demografischen Probleme hierzulande noch eine größere Bedeutung haben. Ich möchte hier über vier Punkte berichten.

**ARBEITER SPAREN, RENTNER KONSUMIEREN**

Normalisiert für das durchschnittliche Arbeitseinkommen bei mittlerem Alter  
 Quelle: Financial Times



Sources: National Transfer Account, Morgan Stanley Research

**Erstens:** Es ist gar nicht so sicher, dass Inflation und Zinsen mit zunehmender Alterung der Gesellschaft sinken. Es ist zwar richtig, dass ältere Menschen nicht mehr so viel konsumieren. Aber in Relation zu ihrem Einkommen (das

immer kleiner wird) ist ihr Verbrauch wesentlich höher als der der Erwerbstätigen. Siehe dazu die Grafik zum Lebenszyklus von Einkommen und Verbrauch, die aus einer Studie des britischen Ökonomen Charles Goodhart stammt. Je größer die Generation der über 60-jährigen in der Gesellschaft, umso größer daher die Konsumquote der Volkswirtschaft.

Die Schlussfolgerung von Goodhart: Durch die demografische Entwicklung geht zwar das Wirtschaftswachstum zurück, weil weniger Arbeitskräfte zur Verfügung stehen. Die Nachfrage aber steigt und damit Inflation und Zinsen. Die Zinsen würden, so Goodhart, bis 2025 wieder auf das historische Gleichgewichtsniveau von 4,5 % bis 5 % zurückkommen (das ist freilich noch weit weg). Das ist das genaue Gegenteil dessen, was wir bisher angenommen haben.

**Zweitens:** Bisher sind wir immer davon ausgegangen, dass die Demografie immer nur den Trend von Wachstum, Inflation und Zinsen beeinflusst. Eine Studie der Schweizer Bank UBS zeigt nun, dass das zu einseitig ist. Die Demografie spielt auch bei Finanzkrisen eine Rolle. Der große Crash in Japan 1990 beispielsweise passierte genau dann, als die Zahl der Arbeitskräfte relativ zur Gesamtbevölkerung zu schrumpfen begann. Das gleiche gilt für die Finanzkrise 2008/2009 in den USA und für die Eurokrise 2010 in Europa. Allerdings sagt das zeitliche Zusammenfallen nichts aus über die ursächlichen Zusammenhänge zwischen Demografie und Crashes. Trotzdem: Wer Angst vor Krisen hat (und wer hat die nicht?), sollte sich auch die demografischen Entwicklungen anschauen.

»Es ist gar nicht so sicher,  
 dass Inflation und Zinsen mit zunehmender  
 Alterung  
 der Gesellschaft sinken.«

**Drittens:** Es gibt eine Variable, die wir bei demografischen Betrachtungen immer nur unter gesellschafts- und arbeitsmarktpolitischen Gesichtspunkten betrachtet haben. Sie spielt aber auch für die Finanzmärkte eine Rolle. Das ist das Rentenzugangsalter. Wenn es steigt, dauert die Erwerbsphase der Menschen länger. Es kann mehr produziert werden (was dem Wachstum zugutekommt). Gleichzeitig steigt die Konsumquote nicht so schnell wie im Modell Goodharts angenommen (was die Inflation dämpft). Die

Zinsen werden daher nicht so stark in die Höhe gehen. Das ist der Ansatz von Joachim Fels, dem Chefvolkswirt der amerikanischen Fondsgesellschaft PIMCO. Er betitelt seine Studie "70 sind die neuen 65". Zuletzt sagte er, der Titel hätte eigentlich lauten müssen "75 sind die neuen 65".

Nun kann man sagen, dass dieser Effekt doch relativ gering ist. In Deutschland wird die Altersgrenze derzeit von 65 auf gerade einmal 67 Jahre erhöht. Fels widerspricht. Man darf nicht nur auf die gesetzlichen Regelungen schauen. Es wird in Zukunft immer mehr Rentner geben, die wegen zu geringer Altersversorgung gezwungen sind, noch etwas dazuverdienen. Hinzu kommt, dass es gerade die wohlhabenderen Leute mit einer höheren Sparquote sind, die länger arbeiten. "Es sind die Warren Buffets dieser Welt, um ein Beispiel zu geben. Aber es gibt viel mehr Leute als ihn." Insofern geht die Ersparnis mit der Alterung nicht zurück, sondern steigt eher. Die Zinsen können länger niedrig bleiben. Das widerspricht der erwähnten These von Goodhart. Hier ist zu berücksichtigen, dass das Rentenzugangsalter in den USA wegen der geringeren sozialen Absicherung schneller steigt als in Europa.

**Viertens:** Wir haben immer geglaubt, dass die Demografie vor allem ein Problem Japans, Europas und vielleicht Chinas ist. Die amerikanische Federal Reserve hat gezeigt,

dass auch die USA, mehr als bisher gedacht, betroffen sind. Die Alterung hat das reale Wachstum p. a. und die Realzinsen dort in den letzten 30 Jahren im Schnitt um jeweils 1,5 Prozentpunkte verringert. Praktisch die gesamte Wachstumsverlangsamung und der Rückgang der Zinsen der letzten Zeit ist damit auf die Demografie zurückzuführen. Die Folgen der großen Finanzkrise 2008/2009, über die wir so viel reden, kann man vergessen. Dass das ausgerechnet die Fed sagt, die sich so um die Bekämpfung der Krise bemüht hat, ist bemerkenswert.

## Für den Anleger

Die große Frage derzeit ist, ob die Zinsen nach Abklingen der Krise dauerhaft wieder nach oben gehen und ihr altes Gleichgewichtsniveau erreichen. Auch die hier zitierten Studien geben hierauf keine eindeutige Antwort. Sie zeigen jedoch, dass man sich nicht zu sehr darauf verlassen sollte, dass die Zinsen niedrig bleiben. Aus kurzfrist-zyklischer Sicht müssen wir uns ohnehin auf höhere Renditen einstellen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.