

Investment Insights

UBS Asset Management

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | September 2017
Marketingmaterial

In dieser Ausgabe von Investment Insights werfen wir einen neuen Blick auf die möglichen Einflüsse einiger bekannter demografischer Trends auf makroökonomische Variablen und Märkte.

Insbesondere hinterfragen wir einige weit verbreitete Fehleinschätzungen über die Folgen alternder Bevölkerungen und des bevorstehenden Renteneintritts der sogenannten Baby-boomer-Generation in den Industrieländern.

Wenn Sie mehr darüber erfahren möchten, wie wir Sie bei Ihren Anlageherausforderungen unterstützen können, sprechen Sie bitte Ihren Relationship Manager an oder besuchen Sie uns auf www.ubs.com/deutschlandfonds.

Humankapital: Die Macht der Demografie

Jonathan Davies, Dan Heron

Es fällt leicht, demografische Themen im modernen Marktgeschehen zu ignorieren. Echtzeit-News und tägliche makroökonomische Daten erfordern laufend die Aufmerksamkeit der Investoren. Welche Rolle sollten also langsam voranschreitende, strukturelle Bevölkerungstrends im analytischen Instrumentarium der Investoren spielen, wo doch die Kursentwicklung anscheinend wesentlich von kurzfristigen Marktstimmungen abhängt?

Nach den jüngsten Bevölkerungsprognosen der Vereinten Nationen wird die Zahl der über 65-Jährigen zwischen 2015 und 2050 um fast eine Milliarde Menschen steigen. Noch wichtiger dürfte sein, dass sich ihr Bevölkerungsanteil gemessen an der Erwerbsbevölkerung weltweit bis 2050 auf 32% verdoppeln soll.

Besonders die Industrieländer stehen angesichts wachsender Lebenserwartung und sinkender Fertilität vor einer akuten demografischen Herausforderung. Der Anteil der über 65-Jährigen soll hier bis 2050 insgesamt mehr als 50% der Erwerbsbevölkerung ausmachen, damit steht jeweils ein Ruheständler zwei Beschäftigten gegenüber. In Japan könnten 2050 laut UN-Prognose neun Ruheständler auf zehn Beschäftigte kommen.

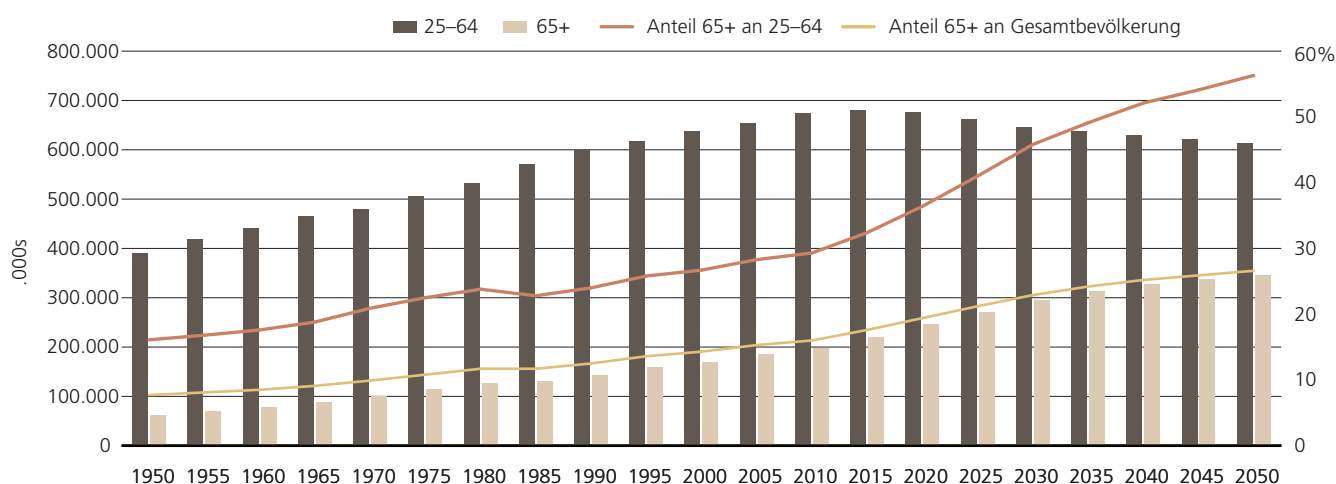
Wir glauben, dass diese Zahlen für langfristige Investoren von Bedeutung sind. Vor allem die Alterung der sogenannten Babyboomer-Generation und der dramatische Anstieg der Ruheständler gegenüber der restlichen Bevölkerung in allen Industrieländern soll erhebliche langfristige Folgen für Sparverhalten und Konsum, Wachstum, Inflation, Geldpolitik und die Nachfrage nach bestimmten Anlageklassen haben.

Langfristig niedrigeres Wachstum

Die offensichtlichste Schlussfolgerung aus der nüchternen UN-Bevölkerungsprojektion ist, dass demografische Faktoren das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern wesentlich verlangsamen soll, und dies ist kaum zu bestreiten. Denn schließlich besagt die grundlegende Wirtschaftstheorie, dass ein Rückgang der Beschäftigten unter sonst gleichen Bedingungen die potenzielle Wirtschaftsleistung reduziert. Daher ist die Vorstellung einer demografisch getriebenen „säkularen Stagnation“ in den entwickelten Ländern auch nicht neu. 2016 beschrieb die US-Notenbank die Folgen der Demografie für die US-Wirtschaft als Triebkraft einer „neuen Normalität“.

Wir glauben, dass die Alterung der Bevölkerung das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern weiterhin bremsen wird. Hauptsächlich soll dies durch einen anhaltenden Rückgang der Beschäftigten geschehen, und zwar sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zu älteren und jüngeren Abhängigen.

Ruheständler (über 65) und Erwerbsbevölkerung (25–64) in den Industrieländern (nach 2015: UN-Schätzungen)



Quelle: United Nations Population Division, Stand Juni 2017

Niedrige Zinsen

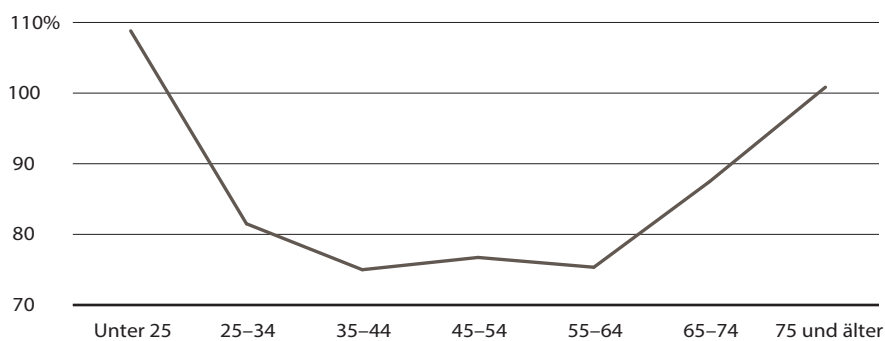
Während der Effekt einer alternden Bevölkerung auf die Nachfrage generell relativ einfach zu verstehen ist, stellen sich die wahrscheinlichen Folgen des unvermeidlichen Übergangs der Babyboomer vom Sparen im Erwerbsalter zum Konsum im Ruhestand – und der Zeitpunkt der sogenannten „demografischen Klippe“ – für das Zinsniveau etwas komplizierter dar.

Der weltweite Kapitalüberfluss geht vor allem auf die Sparleistung der Babyboomer, Vermögenseffekte sowie die starke Kapitalbildung in China und den Erdöl produzierenden Schwellenländern zurück. Laut US-Notenbank hat diese Ersparnis-Schwemme (gemessen am Arbeitsmarkt) das globale Zinsniveau niedrig gehalten, indem sie die Kapitalrenditen drückte und einen Rückgang der Gesamtinvestitionen verursachte.

Doch lässt der Abwärtsdruck auf die globalen Zinsen jetzt nach, da die Babyboomer vom Sparen zum Ausgeben übergehen und sich die Kapitalflüsse aus den genannten Quellen in den Schwellenländern umkehren? Der zunehmende Mangel an Arbeitskräften und die wachsende Konsumneigung alternder Bevölkerungen sollte unter sonst gleichen Bedingungen logischerweise einen Aufwärtsdruck auf Lohnwachstum und Inflation und damit auf die langfristigen Anleiherenditen ausüben.

Es ist bemerkenswert, dass sich der Konsum in verschiedenen Altersgruppen von Land zu Land deutlich unterscheidet und die Konsumkurve in den Schwellenländern besonders flach erscheint – also dort, wo Jüngere nur begrenzten Zugang zu Krediten haben und Ruheständler nicht auf Einkaufstour gehen, wie dies in den Industrieländern (besonders in den USA) der Fall zu sein scheint.

Die Lebenszyklus-Hypothese in der Praxis: US-Konsum als Anteil am Einkommen, nach Altersgruppen



Quelle: US Bureau of Labor Statistics, 2013

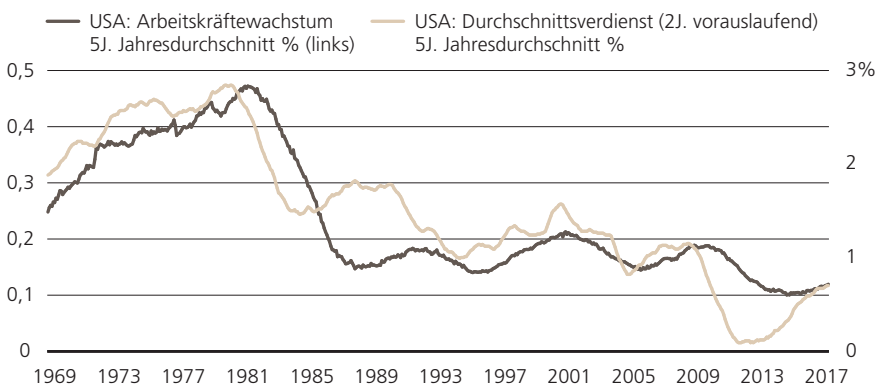
Der Balanceakt der Politik

Da sich das Verhältnis der abhängigen Bevölkerung zu den produktiven Steuerzahlern verschlechtert, steigen die Pensionskosten. Dies dürfte in allen Industrieländern erheblichen Druck auf die öffentlichen Finanzen ausüben. Sofern es nicht zu einer unerwarteten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums kommt, ist kaum vorstellbar, dass sich dieses Problem ohne den Abbau von Sozialleistungen, höhere Steuern und/oder eine dauerhaft deutlich höhere Verschuldung lösen lässt.

Die Industrieländer stehen damit vor einem heiklen fiskalischen und politischen Balanceakt, bei dem es darum geht, den wachsenden Bevölkerungsanteil der über 65-Jährigen mit der harten Haushaltsrealität und den Bedürfnissen der Jüngeren zu versöhnen. Die Ankündigung der britischen Regierung im Juli, die Anhebung des gesetzlichen Rentenalters um sieben Jahre vorzuziehen, ist symptomatisch für diesen Druck. Laut Arbeits- und Rentenminister David Gauke hat die Veränderung den Zweck, „die Generationengerechtigkeit im Einklang mit der immer höheren Lebenserwartung zu bewahren“.

Angesichts der Stärke der demografischen Kräfte erscheint es sehr unwahrscheinlich, dass dies die letzte Anhebung des gesetzlichen Rentenalters in den Industrieländern sein wird.

Wirkt sich das Arbeitskräfteangebot ganz anders auf den Preis der Arbeit aus, als die meisten Volkswirtschaftler annehmen?



Quelle: Datastream, UBS Asset Management, Stand August 2017

Die UN erwarten, dass die Anzahl der Personen im Erwerbsalter in China zwischen 2020 und 2050 um rund 160 Millionen zurückgeht. Dies entspricht fast genau der Zahl der neuen Arbeitskräfte, die seit 2000 hinzugekommen sind.

Dies ist jedoch definitiv nicht die Erfahrung, die bislang in Japan gemacht wurde, wo der Anstieg der über 65-Jährigen gegenüber der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter bereits weit fortgeschritten ist. Auch in anderen Industrieländern bleiben Lohnwachstum und Inflation trotz sehr niedriger Erwerbslosigkeit sowie einer schrumpfenden und potenziell weiter zurückgehenden Erwerbsbevölkerung gedämpft.

Eine verbesserte Gesundheit, der Wegfall von Zwangspensionierungen und niedrige Erträge aus Rentenversicherungen führen dazu, dass Menschen in den Industrieländern eher länger arbeiten und mehr sparen – was bis zu einem gewissen Grad die „demografische Klippe“ der Babyboomer im Ruhestand abschwächen dürfte.

Eine wesentliche Schlussfolgerung aus den bisherigen Erfahrungen in Japan ist jedoch, dass die Investitionen in den Industrieländern eher durch Veränderungen in der Größe der Erwerbsbevölkerung als durch verändertes Sparverhalten wesentlich beeinflusst werden. Wir glauben, dass eine kleinere Erwerbsbevölkerung die Investitionen in den Industrieländern niedrig halten wird, niedrige Investitionen zu schwachem Wirtschaftswachstum führen und dieses wiederum das Zinsniveau niedrig halten dürfte.

Angesichts der UN-Prognose einer weiter rückläufigen Erwerbsbevölkerung in allen Industrieländern erhöhen alternde Bevölkerungen aus unserer Sicht die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbankzinsen und die längerfristigen Marktzin-

sen in den entwickelten Märkten über einen im historischen Kontext längeren Zeitraum niedrig bleiben werden.

Dieser Druck könnte durch demografische Entwicklungen andernorts, vor allem in China, weiter verstärkt werden. Die UN erwarten, dass die Anzahl der Personen im Erwerbsalter in China zwischen 2020 und 2050 um rund 160 Millionen zurückgeht. Dies entspricht fast genau der Zahl der neuen Arbeitskräfte, die seit 2000 hinzugekommen sind. Angesichts dieser Ausmaße und der Erfahrungen in Japan weist dies darauf hin, dass die Bevölkerungsdynamik in China in den kommenden Jahrzehnten auch einen Abwärtsdruck auf das globale Zinsniveau ausüben könnte.

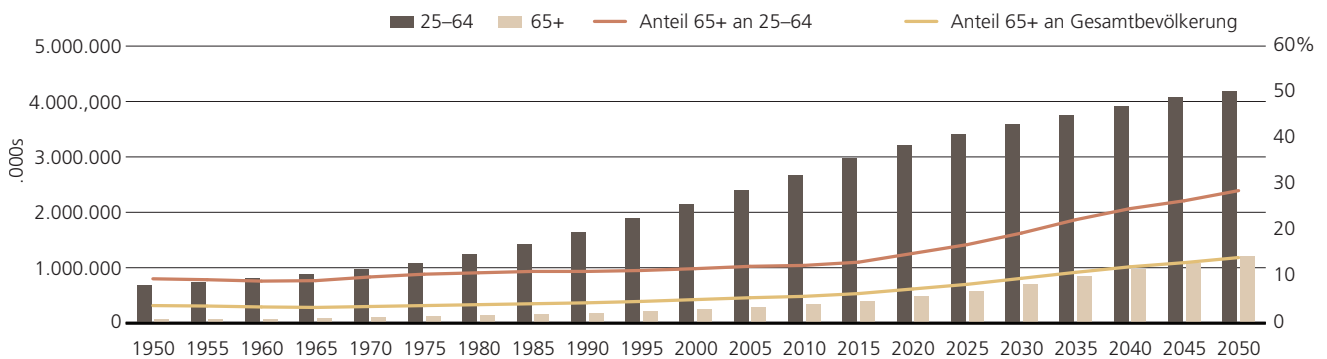
Die Schwellenländer und die demografische Dividende

Angesichts der wirtschaftlichen Vielfalt, die im Universum der Schwellenländer herrscht, kann es nicht überraschen, dass auch die demografischen Profile der sich entwickelnden Nationen entsprechend uneinheitlich sind. Afrika weist im weltweiten Vergleich extrem hohe Fertilitätsraten auf. In Asien gleicht China aus demografischer Sicht sehr einer Industrienation – mit einer rasch alternden Bevölkerung als Resultat der Ein-Kind-Politik. Nach UN-Prognosen wird Indien in nur sieben Jahren die Bevölkerungszahl von China übertreffen.

Wir glauben, dass der Versuch der chinesischen Behörden, ihre Wirtschaft neu auszurichten, und zwar von gering qualifizierter Produktion zu einer höher qualifizierten Dienstleistungswirtschaft, von dem Wunsch getrieben wird, durch gesteigerte Produktivität den negativen Folgen einer alternden Bevölkerung für das Wirtschaftswachstum entgegenzuwirken.

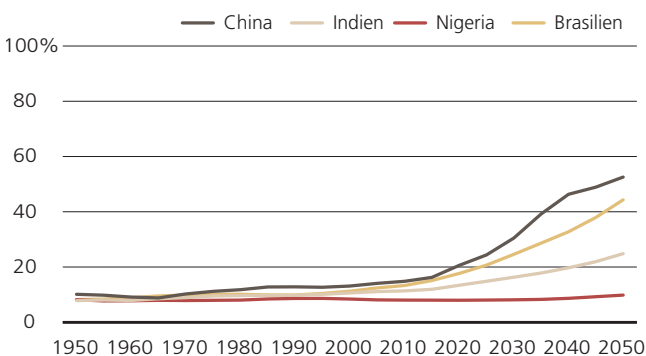
Allgemein profitieren die Schwellenländer jedoch von einer demografischen Entwicklung, die weitaus günstiger ist als in den entwickelten Märkten. Die Fertilitätsraten sind höher, und das anhaltende Wachstum der Erwerbsbevölkerung sollte das Produktivitäts- und Nachfragewachstum stützen. Dies wird von Volkswirtschaftlern als „demografische Dividende“ bezeichnet und ist ein Teil der umfassenderen langfristigen Argumentation für Anlageklassen aus den Schwellenländern. Die Fähigkeit, diese Dividende zu nutzen, hängt allerdings von einer Reihe von Faktoren ab, wie dem Zugang zu Bildung, der Schaffung von Arbeitsplätzen und der Beschäftigtenstruktur.

Ruheständler (über 65) und Erwerbsbevölkerung (25–64) in den Entwicklungsländern (nach 2015: UN-Schätzungen)



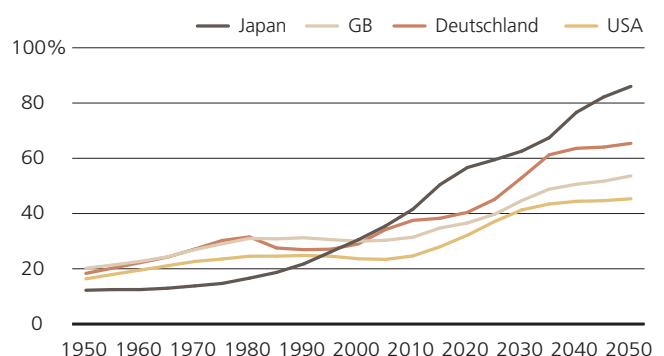
Quelle: United Nations Population Division, Stand Juni 2017

Ruheständler (über 65) und Erwerbsbevölkerung (25–64) in ausgewählten Entwicklungsländern (nach 2015: UN-Schätzungen)



Quelle: United Nations Population Division, Stand Juni 2017

Ruheständler (über 65) und Erwerbsbevölkerung (25–64) in ausgewählten Industrieländern (nach 2015: UN-Schätzungen)



Quelle: United Nations Population Division, Stand Juni 2017

Folgen für die Märkte

Einige der möglichen Auswirkungen demografischer Trends sind gut bekannt und etabliert. Zwar zeigt sich das demografische Narrativ der Schwellenländer vielfältig und nuancenreich, doch insgesamt sind positive demografische Trends schon seit einigen Jahren einer der fundamentalen Gründe für Schwellenländer-Investments aus der Top-down-Perspektive. Diese Trends bieten unserer Überzeugung nach auch attraktive langfristige Gelegenheiten auf Einzeltitelbasis.

Unser Team für Schwellenländeraktien hat ausführlich über Gelegenheiten durch demografische Trends in seinem Universum publiziert. Zuletzt erschienen auf Länderebene: *Moving Forward—opportunities in emerging markets and Riding a new wave—Emerging markets: The new normal.*

An dieser Stelle möchten wir uns auf die Folgen für die Vermögensallokation

konzentrieren. Am Aktienmarkt führt das demografiegetriebene niedrigere Wachstumspotenzial offensichtlich zu potenziell geringerem Gewinnwachstum – ein möglicher negativer Einfluss, dem die Vorteile günstigerer Kapitalkosten gegenüberstehen. Wir glauben, dass sich die wesentlichen Folgen aus der Nachfrage nach den Anlageklassen ergeben dürften.

Insbesondere sind wir der Ansicht, dass die Babyboomer mit ihrer Altersvorsorge eine wesentliche Rolle bei der Stützung der Aktienkurse in den letzten beiden Jahrzehnten gespielt haben. Wenn sie nun mit Eintritt in den Ruhestand ihr angesammeltes Vermögen in Anspruch nehmen wollen, erscheint es angesichts früherer Erfahrungen nur logisch, dass die Babyboomer ihre Aktienbestände zugunsten von Liquidität und liquiditätsähnlichen Instrumenten zurückfahren und die Risikoprämien für Aktien steigen dürften.

Aus den gleichen Gründen erwarten wir anhaltenden Abwärtsdruck auf Risikoprämien für Anleihen im Vergleich zum Aktienmarkt. Bei den Renditen von Staatsanleihen dürften sich das niedrige Wachstum und die geringe Investitionstätigkeit langfristig gegenüber allen Aufwärtsbewegungen aufgrund des Arbeitskräftemangels durchsetzen, da sich die Balance zwischen Kapital und Arbeit in der Wirtschaft allmählich verschiebt.

Die Konzepte der säkularen Stagnation und langfristig niedriger Zinsen durch alternde Bevölkerungen sind nicht eben neu. Wir glauben jedoch, dass die Bevölkerungsentwicklung auf absehbare Zeit weiter eine wesentliche Rolle für die Entwicklung der Volkswirtschaften und Märkte spielen dürfte.

Kurz gesagt stellt die Demografie vielleicht ein altbekanntes Problem dar, doch damit ist sie für die Märkte noch lange keine Nachricht von gestern.

Weiterführende Literatur

Wenn Sie mehr über Demografie und ihre Auswirkungen auf Portfolios in allen Anlageklassen lesen möchten, wenden Sie sich bitte an Ihren Ansprechpartner bei UBS Asset Management oder besuchen Sie unsere Website www.ubs.com/deutschlandfonds.

Literaturhinweise

- Aksoy, Yunus; Basso, Henrique S.; Smith, Ron P.; Grasl, Tobias (2015): *Demographic Structure and Macroeconomic Trends Banco de Espana working paper*
- Batini, Nicoletta; Callen, Tim; McKibbin, Warwick (2006) *The Global Impact of Demographic Change, IMF Working Paper*
- Boecking, Wolfgang; Klamar, Anna; Kitzmann, Florian; Kirch, Wilhelm (2012): *Pharmaco-economic impact of demographic change on pharmaceutical expenses in Germany and France*
- Cabinet Office, Government of Japan (October 2003): *Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance 2002-2003. No gains without reforms III*
- Etienne, Gagnon; Johannsen, Benjamin K.; Lopez-Salido, David (2016): *"Understanding the New Normal: The Role of Demographics," Finance and Economics Discussion Series 2016-080. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2016.080>*
- Favero, Carlo; Gozluklu, Arie; Yang, Haoxi (June 2015): *Demographics and The Behavior of Interest Rates*
- Karras, Georgios (2009): *Demographic Change and the Current Account: Theory and Empirical Evidence University of Illinois at Chicago*
- Kuhn, Michael; Prettnner, Klaus (2017): *Population age structure and consumption growth: evidence from National Transfer Accounts Journal of Population Economics*
- Minack Advisors (August 20, 2017): *Will Old Age Kill Secular Stagnation*
- Nasr, Joseph (March 22, 2017): *'Surplus will shrink with age, Germany says, but don't blame us for being efficient' Reuters Business News*
- United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2017): *World Population Prospects: The 2017 Revision, Key Findings and Advance Tables. Working Paper No. ESA/P/WPI/248*

Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. Nur für professionelle Kunden/Anleger. Herausgeberin des vorliegenden Dokumentes ist die nach deutschem Recht registrierte UBS Asset Management (Deutschland) GmbH, eine Tochtergesellschaft der unter schweizerischem Recht registrierten UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Dokumentes ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet. Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen oder künftigen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen oder steuerlichen Situation oder individuellen Bedürfnissen eines bestimmten Empfängers erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Abgabe eines Angebotes, zum Vertragsabschluss, zum Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Dokument beschriebenen Strategien, Produkte und/oder Wertpapiere können in verschiedenen Ländern oder für gewisse Anlegertypen für den Verkauf/Erwerb ungeeignet oder unzulässig sein. Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Die vergangene Performance (ob simuliert oder effektiv) ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die dargestellte Performance, soweit nicht ausdrücklich anders vermerkt, versteht sich nach Kosten, lässt aber allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzproduktes oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Performance aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Jegliche Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis einer der oben genannten Gesellschaften – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders angegeben): UBS Asset Management (ein Geschäftsbereich des UBS-Konzerns).

© UBS 2017. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

www.ubs.com/deutschlandfonds

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | September 2017

