

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 273, Juni 2015

Presseinformation

Wien/Salzburg, 25. Juni 2015

Wir behandeln folgendes Thema:

Die Auswirkungen der Schulden- und Demografiefalle – Sachwerte als Ausweg für Anleger?

- Die Gesamtverschuldung, damit ist die Staatsverschuldung und die Verschuldung des Privatsektors gemeint, in der Euro-Zone ist mit über 460% der Wirtschaftsleistung in eine Größenordnung geraten, in der die Auswirkungen auf die Geldpolitik, die Wachstumsraten, die Inflationsentwicklung usw. schon heute nicht zu übersehen sind
- Die Sozialsysteme in der Euro-Zone werden spätestens ab 2025 aufgrund der demografischen Entwicklung einer Zerreißprobe unterworfen sein. In Deutschland ist die demografische Situation besonders gravierend: Der sogenannte „Altenquotient“ drückt aus, wie viele Rentner auf 100 Erwerbstätige kommen. Im Jahr 2000 lag diese Anzahl noch bei 24. Im Jahr 2030 wird diese auf etwa 50 ansteigen, sich folglich verdoppeln. Natürlich müssen sich die Renten dann entweder entsprechend halbieren oder sich die Rentenbeitragszahlungen verdoppeln – alternativ kann man sich auch für irgendetwas in der Mitte entscheiden. Aufgrund der ohnehin schon hohen Abgabenbelastung steht eine Finanzierung über stark steigende Beiträge nicht zur Verfügung. Immer noch höhere Schulden sind als Finanzierungsquelle auch eher unwahrscheinlich. Als Alternativen werden Finanzierungen über höhere (und/oder neue) Steuern oder Negativzinsen diskutiert
- In der Euro-Zone und auch in vielen anderen Ländern außerhalb Europas, wurde über die letzten Jahrzehnte zugelassen, dass die Gesamtverschuldung mittlerweile auf historisch einmalig hohe Raten angestiegen ist. Mit einfachen Rezepten können die Problemstellungen, die daraus im Zusammenhang mit der Bevölkerungsstruktur wachsen, nicht mehr gelöst werden. Als Lösungsansätze werden sehr unkonventionelle und noch nie ausprobierte Ansätze wie Negativzinsen diskutiert. Dies würde einen kompletten Paradigmenwechsel darstellen
- Alle Varianten haben Vor- aber auch enorm gewichtige Nachteile. Für die Richtung der Finanzmärkte dürfte es ein maßgeblicher Punkt sein, für welche Weichenstellung sich die Verantwortlichen entscheiden werden
- Anleger sollten verschiedene Szenarien zumindest auf der Rechnung haben und nicht komplett ignorieren. Man sollte unabhängig von möglichen kurzfristigen Aktienmarktschwankungen einen möglichst hohen Anteil an Sachwerten in den Portfolios halten. Rentenportfolios sollten angesichts der Schuldenlage besonders auf beste Bonitäten achten und die Laufzeiten kurz halten. Inflationsgeschützte Anleihen sind besonders interessant. Aus Sicht der Schoellerbank wird es ein ausgesprochen smartes Vermögensmanagement brauchen, um auf diese heute schon absehbaren strukturellen Änderungen richtig zu reagieren

Inhaltsangabe

Einführung.....	2
Historische Entwicklung.....	3
Die Verschuldung und deren Konsequenzen in der Gegenwart.....	4
Die Verschuldung in Europa.....	4
Was wird, was könnte passieren?.....	5
Die Verschuldung und Vermögenssituation in Österreich.....	7
Die beste demografische Welt aller Zeiten.....	8
Konsequenzen aus der Entwicklung der Altersstruktur.....	10
Reaktion der Politik.....	10
Warum ist das die beste aller demografischen Welten?.....	11
Wie reagieren die Verantwortlichen? Wie die Märkte?.....	11
Historische Performance-Daten als Wegweiser für die Zukunft? Eher nicht.....	13
Fazit.....	14
Impressum – rechtliche Hinweise.....	14

Die Details

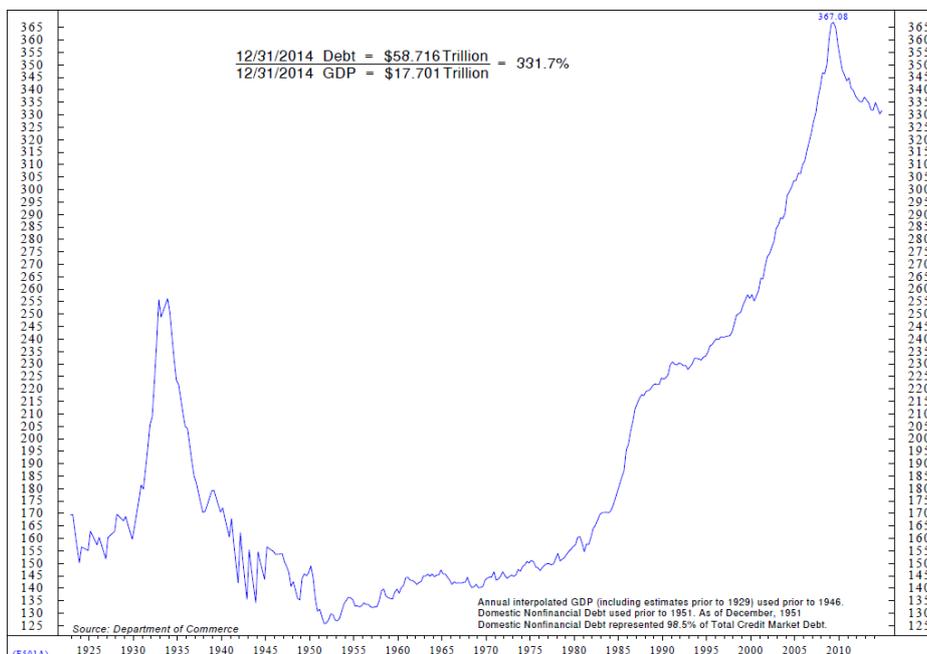
Einführung

Die Verschuldung in Europa hat im historischen Vergleich ungewöhnlich hohe Ausmaße angenommen. Betroffen sind alle Sektoren der Volkswirtschaft: Staat, Privathaushalte, Unternehmen und Finanzsektor. Die meisten europäischen Länder stehen zudem hinsichtlich deren künftiger Bevölkerungsprofile vor enormen Herausforderungen. Die sogenannten „Baby-Boomer“ werden ab etwa 2025 in Pension gehen, die Spitze des Eisberges dürfte etwa um das Jahr 2030 folgen. Das hat umfangreiche Konsequenzen für die Sozialsysteme. Eigentlich müsste die Gesellschaft ihre aufgebauten Schulden kräftig reduzieren, um die gute Versorgung der Pensionisten auch für die Baby-Boomer Generation gewährleisten zu können. In den letzten Jahren ist eine Reduzierung der Gesamtschulden den Amerikanern, nicht aber den Europäern, trotz aller Anstrengungen in diese Richtung, gelungen. Einzelpersonen kann nur angeraten werden, persönliche Vorsorgen zu treffen, auf gesamtgesellschaftlicher Basis ist dies freilich kaum möglich. Wir sind der Auffassung, dass Investitionen in Sachwerte zwar keine so hohen Renditen mehr wie in der Vergangenheit abwerfen werden, allerdings die wohl einzige Möglichkeit darstellen, sich genügend Vorsorgekapital aufbauen zu können, um sich persönlich so gut wie möglich den künftigen Herausforderungen zu stellen.

Historische Entwicklung

Die Geschichte der Verschuldung ist deshalb von Bedeutung, um die aktuellen Zahlen besser in einen Gesamtkontext zu setzen und die Dimension des Problems erkennen zu können. Wir haben hier die Geschichte der US-Verschuldung dargestellt, weil diese über lange Zeiträume vergleichbar zurückreicht. Aufgrund des Ersten und Zweiten Weltkrieges kann man die damaligen Daten aus Europa nicht mit den heutigen Daten vergleichen, das wäre unsinnig. Die Gesamtverschuldung (also die Schulden des Staates, der Unternehmen, der Haushalte und der Finanzindustrie addiert) der USA war im ausgehenden 19. Jahrhundert sehr gering. Das ist (vielmehr war) typisch für die vorherrschende religiöse Strömung der in Schuldenfragen sehr wertkonservativen Protestanten. Erst mit dem Ersten Weltkrieg wurde ein erheblicher Anstieg der Schulden verzeichnet. Die goldenen 1920er Jahre haben dann zu einem Schuldenexzess geführt. Unsere Ur-Großväter haben Schulden u.a. für Aktienkäufe etc. getätigt, die Gesamtschulden stiegen auf ca. 260% des BIP (Bruttoinlandsprodukt). Man kann das in der vorliegenden Graphik erkennen.

Gesamtverschuldung USA im Verhältnis mit dem Bruttoinlandsprodukt (BIP):



Quelle: Ned Davis Research

Die Erfahrung von damals, dass hohe Kreditaufnahmen eng mit wirtschaftlicher Prosperität korrelieren, hat sich später auch in den 1980er und 1990er Jahren bestätigt. Der für damalige Verhältnisse exorbitant hohe Schuldenstand von 260% des BIP gilt als Mitauslöser für die „Große Depression“. Diese sorgte dafür, dass sich die Schulden im Vergleich zur Wirtschaftsleistung in etwa halbierten. Gleichzeitig halbierten sich damit natürlich auch die Forderungen im exakt gleichen Ausmaß. Auch Sachwerte wie Aktien verloren damals stark an Wert, diese konnten ihre Verluste aber wieder relativ schnell aufholen. Die Rechnung für die hohen Schulden haben am Ende jene bezahlt, die Festgelder, Anleihen und Sparbücher gehalten haben. Von den 130% Schulden, die nach der „Großen Depression“ noch zu Buche standen, hat sich die Gesellschaft lange nicht wegbewegt. Erst der amerikanische Präsident Ronald Reagan sorgte mit einer extremen Verschul-

ungspolitik für ein rasantes Ansteigen der Gesamtverschuldung. Diese kletterte bis kurz vor der „Großen Rezession“ (2008/2009) bis auf den bisherigen Spitzenwert von 367%. Die Finanzkrise hat dann nicht dafür gesorgt, dass sich die Schuldlast wie in der „Großen Depression“ halbierte, aber immerhin haben es die Amerikaner geschafft ihre Schulden auf ca. 330% zu reduzieren. Jährlich wurden seit 2008 damit etwa Schulden in der Größenordnung von 5% der Wirtschaftsleistung (35% insgesamt) aus dem System genommen.

Die Verschuldung und deren Konsequenzen in der Gegenwart

Ab welchem Niveau die Gesamtschulden kritisch auf die Realwirtschaft durchschlagen lässt sich zwar statistisch beantworten, die Modelle spucken in dieser Frage einen Wert von 290% des BIP aus, allerdings ist dies immer in Abhängigkeit von der Höhe des durchschnittlichen Zinssatzes für die Gesamtschulden zu sehen. Natürlich ist dieser Zinssatz nicht genau ermittelbar. Er dürfte aber über einer Mischung der Geldmarktzinsen und den Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen liegen. Es gibt eine Grenze, ab der sich die Gesellschaft den Zinsdienst nicht mehr leisten kann. Eine Gesellschaft kann schwerlich 30% ihrer Wirtschaftsleistung nur für Zinszahlungen aufwenden. Insofern gibt es eine Belastungsgrenze. An dieser Grenze nehmen entweder Insolvenzen erheblich zu und führen zu ernsthaften wirtschaftlichen Problemen, oder die Notenbanken müssen mit Zinssenkungen reagieren um die Schuldlast finanzierbar zu halten. Bei 331% Schulden ist es durchaus vorstellbar, dass die US-Notenbank die Zinsen auch kräftig erhöhen könnte, jedoch nicht auf die alten Niveaus der 1980er Jahre.

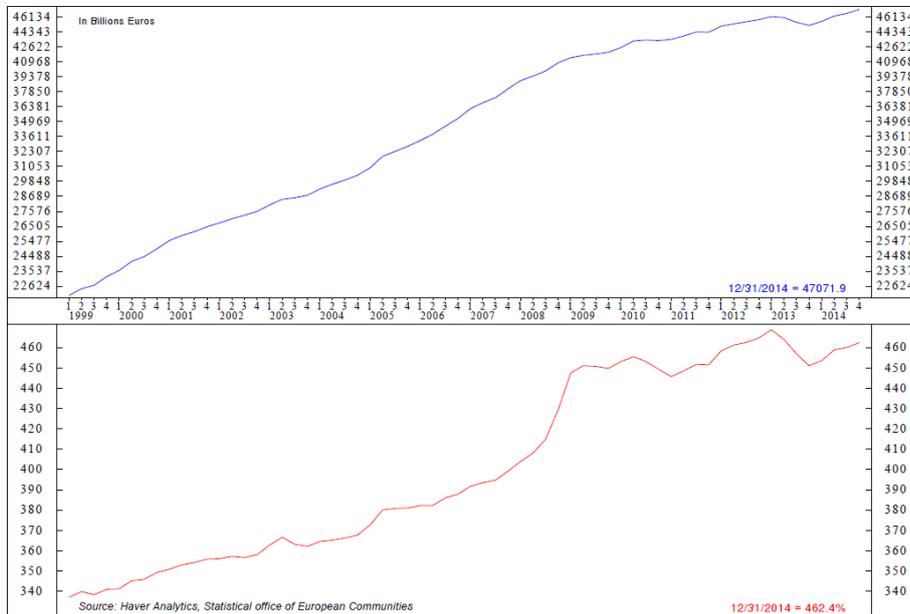
In Japan ist die Lage ganz anders. Dort liegt die Gesamtverschuldung bereits bei 650% der Wirtschaftsleistung. Wenn die japanische Notenbank keine Masseninsolvenzen riskieren will, kann sie faktisch die Zinsen nicht erhöhen. Allerdings hat Japan einen großen Vorteil, deshalb ist die Bonität des Landes nicht so schlecht, wie es die Gesamtschuldlast vermuten lassen würde. Wir unterscheiden nämlich zwischen externer und interner Verschuldung. Japans gesamte externe Verschuldung liegt unter 70% des BIP, kaum ein Ausländer hält offensichtlich japanische Schuldpapiere in Händen. Folglich ist Japan in sich selbst hoch verschuldet, nicht aber gegenüber dem Ausland. Interne Schulden können relativ leicht reduziert werden, in dem der Staat z. B. hohe Vermögenssteuern einführt. Der Staat verfügt über viele Möglichkeiten Geld von den inländischen Geldbesitzern hin zu den Schuldnern zu transferieren und damit die Verbindlichkeiten abzubauen. Deshalb kann die Schuldenproblematik in Japan angesichts von Nullzinsen und einer sehr geringen externen Verschuldung wohl mit Gelassenheit betrachtet werden. Gegenteilig verhält es sich bei hohen externen Schulden. Ausländer kann das Finanzamt nicht besteuern, insofern kann bei einer hohen externen Verschuldung und gleichzeitig steigenden Zinsen schnell eine schwierige Situation entstehen.

Die Verschuldung in Europa

Derzeit liegt die Gesamtverschuldung in der Eurozone bei 462% des BIP. Auffällig ist, dass, ganz im Gegensatz zu den USA, selbst die „Große Rezession“ nicht zu einer Reduzierung der Gesamtschuldlast geführt hat. Haben die Amerikaner rund 35% des BIP aus dem System genommen, hat die Euro-Zone über die letzten 7 Jahre sogar noch ca. 20% der Wirtschaftsleistung an Gesamtschulden neu hinzuaddiert.

Entwicklung der Gesamtverschuldung in der Eurozone in Milliarden Euro und in Prozent des Bruttoinlandsproduktes

(Veränderung zum Vorjahr in Prozent)



Quelle: Ned Davis Research

Steigt der Durchschnittszinssatz, den die Gesellschaft bei einer Verschuldung von 462% des BIP um nur einen Prozentpunkt an, bedeutet dies, dass die Gesellschaft 4,6% des BIP zusätzlich für den Schuldendienst aufwenden muss. Die Belastungsgrenze ist schnell erreicht. Das schränkt den Handlungsspielraum für die Europäische Zentralbank massiv ein. Starke Zinserhöhungen würden zwangsläufig mit massiven Insolvenzen und wirtschaftlichen Verwerfungen einhergehen.

Was wird, was könnte passieren?

Der empirische Befund ist unzweifelhaft, eine Gesamtverschuldung von 462% wirkt deflationär und wachstumshemmend. Zudem ist es schwierig auf dieses Niveau noch neue Kredite drauf zu satteln um mit diesen neuen Krediten zu wachsen. Wenn ein Individuum hoch verschuldet ist, gibt es keine einfachen, schmerzfreien Lösungen ohne Nebenwirkungen mehr. Das gleiche gilt für Volkswirtschaften. Senkt man die Schuldenlast, kostet das Wachstum. Die Wachstumskräfte sind dabei durch die hohen Schulden und durch die hohen Staatsquoten in der Eurozone (bei 49% des BIP) ohnehin schon schwach. Erhöht man die Schulden weiter um zu wachsen, nehmen die Probleme, die damit im Zusammenhang stehen, natürlich entsprechend zu.

Folgende Maßnahmen stehen zur Diskussion:

1. Man beschränkt die Kreditvergabe. Die Banken erfüllen für die Kreditvergabe in der Eurozone eine wichtige Funktion. Schränkt man die Kreditvergabe ein, dürfte das einen Beitrag leisten, dass die Gesamtschulden zumindest nicht stark weiter steigen. Das hat freilich den Nachteil, dass die Wirtschaft noch stärker im Wachstum behindert wird. Eine Maßnahme um das Kreditwachstum einzuschränken sind regulatorische Eingriffe. Weil das direkt auf das Wachstum wirkt, sind diese Maßnahmen natürlich höchst umstritten. Basel III ist ein solcher starker regulatorischer Eingriff. Dieser bezeichnet ein Reformpaket des Basler Ausschusses der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich für die bereits heute bestehende Bankenregulierung Basel II. Die Verschuldungsgrenze der

Bankbilanzen stellt für die Banken mit Basel III faktisch ein Instrument dar, welches den Banken bei der Kreditvergabe enge Grenzen setzt. Sie stellt nämlich die weitgehend ungewichtete Bilanzsumme, die auf der Aktivseite in der Regel hauptsächlich aus Krediten besteht, ins Verhältnis zum regulatorischen Eigenkapital. Die Ausgestaltung dieser Leverage Ratio ist freilich noch nicht final verabschiedet. Sie soll erst ab 2018 (man wird sehen) als verbindliche Mindestgröße gelten. Übergangsweise ist eine Begrenzung der Bilanzsumme auf das 33,3-fache des gesamten Kernkapitals vorgesehen. Eine Bank, die ihre Kredite über dieses Maß hinaus ausweiten will, benötigt folglich zusätzliches Eigenkapital (das ist teuer).

Wirkung: Schränkt Wachstumskräfte ein und hemmt die Neuverschuldung.

2. **Negativzinsen:** Wirtschaftlich wirken Negativzinsen wie Steuern. Diese sind so definiert, dass ein Transfer von den Bürgern hin zum Staat stattfindet, bei negativen Zinsen auf Staatsanleihen ist diese Definition für die Käufer dieser Staatsanleihen erfüllt. Nehmen wir an, die Behörden wollten die Gesamtverschuldung von 462% des BIP auf unter 300% des BIP bringen (bei diesem Niveau, erwartet man keine so starken Rückwirkungen auf die Realwirtschaft mehr), so muss die Gesellschaft ca. 170% des BIP Schulden aus dem System nehmen. Auf einen absehbaren Zeitraum von 10 Jahren betrachtet ist es schwierig, Schulden in etwa in Höhe von 17% p.a. des BIP zu löschen. Möglich wäre dies bei einem Wachstum von 1,5% und gleichzeitigen Negativzinsen von 3% über alle Schulden von 462% des BIP. Mit diesen Annahmen würde die Schuldlast nach 10 Jahren auf unter 300% des BIP fallen. Negativzinsen in dieser Dimension sind natürlich nur durchsetzbar, wenn man das Bargeld abschaffen würde. Ansonsten würden die Anleger dazu übergehen, ihre Konten zu leeren und Cash-Bestände horten. Das hätte umfangreiche Konsequenzen, Sparer würden bestraft werden und man würde die Freiheitsrechte einschränken.

Wirkung: Extrem wachstumsfördernd, schneller Abbau der Schulden, sehr inflationär, Blasenbildung an Aktienbörsen (Blow Off Rallye) sehr wahrscheinlich, unmoralisch (Sparer werden bestraft).

3. **Vermögenssteuern oder Immobiliensteuern.** Vermögen ist in Europa viel vorhanden. Allerdings haben Vermögenssteuern im kleinteiligen Europa für die Finanzbehörden den Nachteil, dass die Bürger sehr mobil sind. Es fällt reichen Menschen in der Regel nicht schwer, für mehr als ein halbes Jahr ins benachbarte (oder auch weiter entfernte) Ausland auszuwandern. Allerdings haben Steuern aus Sicht der Volksvertreter einen entscheidenden Nachteil gegenüber Negativzinsen, nämlich dass unter der Steuer nur die Inländer zu leiden haben, Ausländer bleiben größtenteils verschont. Sicherlich gibt es bei den reicheren Menschen hinsichtlich der Besteuerung von Vermögen eine Schmerzgrenze. Wo diese ist, kann man nicht sicher prognostizieren. Die Behörden gehen jedenfalls hohe Risiken ein, wenn sie von einem ohnehin schon exorbitant hohen Gesamt-Steuerniveau noch mehr Steuern eintreiben. Eine Ausnahme bilden allerdings Immobiliensteuern. Die Immobilie bleibt in dem Land, in dem man sich befindet, egal ob man seinen Wohnsitz nun verlegt oder nicht. Falls der Staat plant, die Lösung der Schuldenproblematik eher über extrem hohe Steuern herbeizuführen, wären Immobiliensteuern vermutlich am einfachsten und risikolosesten durchsetzbar. Beide Maßnahmen würden stark wachstumshemmende Wirkungen entfalten. Dagegen sind von Negativzinsen alle Anleger in einer Währung betroffen. Die Lasten werden damit auf wesentlich mehr Schultern verteilt, zudem vertreten Politiker zunächst einmal das eigene Volk und dürften erst in einem zweiten Schritt über die Nachteile für Ausländer nachdenken.

Wirkung: Liefert Beitrag zur Finanzierung der absehbaren demografischen Veränderungen, erhöht die Staatsquote, enorm negative Wirkung auf das Wachstum, Gefahr einer wirtschaftlichen Negativspirale, deflationär.

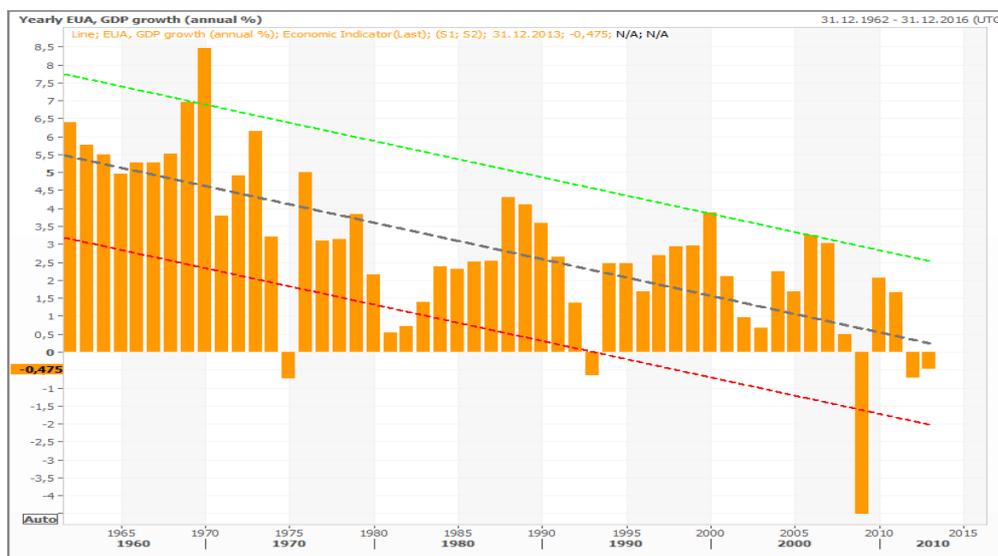
4. **Nichts tun,** die Dinge im Großen und Ganzen so weiterlaufen lassen wie bisher. Vielleicht würde dann die Verschuldung bis 2025 auf knapp unter 500% des BIP zunehmen. Allerdings wäre das vermutlich keine gute Idee. Wir werden beim Thema Demografie zeigen, dass wir eigentlich ab etwa 2025 dringende Rücklagen (und nicht einen Schuldenberg) benötigen würden. Es kommt einem vor, als würde man auf dem Deck der Titanic stehen und zusehen, wie man auf einen Eisberg zufährt. Die Musikkapelle spielt munter weiter als wenn nichts wäre, anstatt nach einem Rettungsbot Ausschau zu halten. Zudem könnte man versuchen, das Wachstum auf durchschnittlich zumindest 4% p.a. zu bringen. Wenn man gleichzeitig die Schulden nicht weiter erhöht, würde auch dies dazu führen, dass wir nach 10 Jahren unter 300% Gesamtschulden des BIP landen würden – der absolute

Königsweg. Allerdings sind Wachstumsraten von im Schnitt 4% angesichts der hohen Schulden, der demografischen Entwicklung und der hohen Staatsquoten in Europa völlig unrealistisch. Hohe Wachstumsraten wären nur mit hohen Negativzinsen vorstellbar.

Wirkung: System wird ab 2025 an seine Finanzierungsgrenzen stoßen, der Markt dürfte sich schon frühzeitig auf ein solches Szenario einstellen und Änderungen erzwingen. Wachstum wäre der Königsweg, ist aber angesichts der Rahmenbedingungen nicht realistisch.

Um das zu untermauern haben wir in der nachfolgenden Graphik die Entwicklung der Wachstumsraten in der Euro-Zone abgebildet und eine Regression (Durchschnittsbildung mit jeweils einer Standardabweichung nach oben und nach unten) über diese Datenreihe gelegt. Besser als William Shakespeare ("Hamlet"; Erster Akt, vierte Szene) kann man die Gedanken bei Betrachtung dieser Grafik kaum zum Ausdruck bringen: "Something is rotten in the state of Denmark" (etwas ist faul im Staate Dänemark).

Jährliche Wachstumsrate in der Euro-Zone in Prozent



Quelle: Reuters

Auf einen Blick ist erkennbar, dass die Wachstumsraten seit den 1960er Jahren ziemlich stark nach unten tendieren.

Die Verschuldung und Vermögenssituation in Österreich

Natürlich ist für einen gelernten Österreicher nicht nur die Verschuldung der Eurozone von Interesse, sondern besonders auch die Situation hier in Österreich. Neben den Vermögen sind die Verschuldungszahlen angegeben. Auffällig ist die hohe Verschuldung der heimischen Unternehmen (immerhin ca. 200% des BIP). Dagegen sind die Privathaushalte im Vergleich mit anderen Ländern sehr gering verschuldet und haben enorm hohe Vermögenswerte angehäuft. Das Bruttoinlandsprodukt beträgt ca. 330 Mrd. Euro. Die Gesamtverschuldung ist auch in Österreich, einem eigentlich soliden Staat, im historischen Vergleich ausgesprochen hoch.

■ **Staat:**

Verschuldung: 278 Mrd. Euro (84,5% des BIP)

■ **Firmen:**

Finanzvermögen: 416 Mrd. Euro

Finanzverbindlichkeiten: 641 Mrd. Euro

■ **Haushalte:**

Finanzvermögen: 557 Mrd. Euro

Finanzverbindlichkeiten: 165 Mrd. Euro

■ **Finanzinstitute:**

Aktiva (Ende 2013): 1.090 Mrd. Euro

Eigenkapital: 89 Mrd. Euro

Risiken in Mitteleuropa: 202 Mrd. Euro

Die beste demografische Welt aller Zeiten

Wir leben derzeit im absoluten ökonomischen „Paradies“. Zumindest gilt das für die demografischen Bedingungen. Umso erstaunlicher ist es, dass die Gesellschaft in den letzten Jahrzehnten trotz dieser paradisi-schen Umstände so hohe Schuldenberge aufgebaut hat.

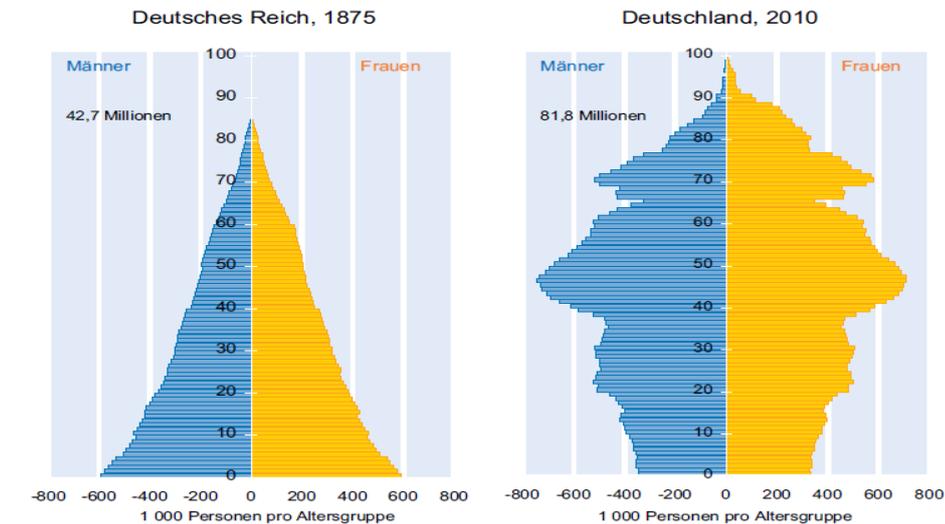
Zunächst ein Blick in die Geschichte: Bevor Bismarck 1889 im Reichstag des Deutschen Reiches das Ge-setz zur Alters- und Invaliditätsversicherung verabschiedet hat, war das Modell, keine Kinder zu haben, für die Menschen vor dieser Zeit kaum vorstellbar. Die wenigen Menschen, die kinderlos geblieben sind, mus-sen entweder auf ein sehr hohes Vermögen im Alter zurückgreifen können, oder sie mussten betteln gehen. Viele dieser Menschen starben an medizinischer und/oder ernährungsbedingter Unterversorgung. Gerade das Mitleid für diese Menschen hat Bismarck dazu bewogen, das Gesetz einzuführen und in einer als lei-denschaftlich beschriebenen Rede vor dem Reichstag verteidigt. Man sollte Bismarck mit dem heutigen Wis-sen allerdings nicht unrecht tun und ihn für die künftig zu erwartenden Probleme verantwortlich machen. Zu seiner Zeit mussten alle Arbeiter zwischen 16 und 70 Jahren nur 0,85% ihres Lohnes in die gesetzliche Ren-tenversicherung einzahlen. Das Gesetz sah eine Pension erst ab 70 Jahren vor, wobei damals die durch-schnittliche Lebenserwartung nur bei etwa 40 Jahren lag. Das hat also nicht mehr viel mit den heutigen Rahmenbedingungen zu tun und erschien auch langfristig finanzierbar.

Freilich spielt der zuvor erwähnte ökonomische Aspekt – ohne Kinder keine Versorgung im Alter – auch heu-te noch in allen Ländern die über kein – oder nur ein schwach ausgeprägtes – Rentenversicherungssystem

verfügen, eine zentrale Rolle bei der Familienplanung. Um die Bevölkerung konstant zu halten, müssen die Frauen im Schnitt in etwa 2,1 Kinder bekommen (einfach um Vater und Mutter zu ersetzen). Die Zahl liegt etwas über Zwei, weil einige Kinder (zum Glück nur ganz wenige) vor ihren Eltern sterben. Der Fachbegriff lautet dafür: Fertilitätsrate. Diese liegt in Entwicklungsländern zwischen 5 (z. B. in Guinea) und 7,5 (z. B. in Niger) Kindern je Frau. Schwellenländer wie Mexiko (2,3) oder Indien (2,5) liegen typischerweise etwas über 2,1 Kinder. China bildet hier mit 1,7 (Ein-Kind-Politik) eine Ausnahme. Deutschland befindet sich mit 1,36 Kindern weit im hinteren Drittel dieser Statistik. Dahinter finden sich noch OECD-Nationen wie z. B. Polen oder Ungarn. Wenn man eine andere Messgröße für die Kinderanzahl, nämlich die Anzahl der Geburten je 1.000 Einwohner, betrachtet, ist Deutschland unter den OECD-Nationen auf dem letzten Platz. Aufgrund des „Pillenknickes“, der dort früher eingesetzt hat als in anderen Nationen, leben bereits jetzt zu wenige Frauen im gebärfähigen Alter in Deutschland um Kinder bekommen zu können.

Bevor wir die Konsequenzen diskutieren, wollen wir zuerst die Bevölkerungspyramide betrachten. Hier zunächst wieder ein Ausflug in die Geschichtsbücher:

Die Bevölkerungspyramide heißt so, weil sie früher einmal tatsächlich die Form einer Pyramide hatte. Wirtschaftlich waren früher viele Kinder notwendig – wie heute in Entwicklungsländern – um im Alter das Auskommen zu finden. Man kann in der nächsten Graphik (links) die Situation in Deutschland um 1875 erkennen:



Quelle: Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung (2013); Statistisches Bundesamt (2013a).

Quelle: ifo-Institut München

Die Anzahl der 10-jährigen Buben (linke Spalte) lag damals beispielsweise bei einer halben Million. Es handelt sich nicht etwa um eine Pyramide weil die Menschen sterben, wie in einer stationären Betrachtung, sondern um eine dynamische. Die im Jahr 1875 10-Jährigen Buben wurden 1865 geboren. In diesem Jahr waren deutlich weniger neugeborene Buben zu verzeichnen, wie 1875, nämlich ca. 600.000. Im rechten Teil der Graphik ist die Pyramide, die mehr eine Rautenform besitzt, aus dem Jahr 2010 abgebildet. Man kann bei den damals 20-jährigen, die also 1990 geboren wurden, schön den Effekt der deutschen Wiedervereinigung ablesen. Auch ist der Jahrgang 1940 auffällig stark. Das könnte auch an den Erfolgen der Wehrmacht noch zu diesem Zeitpunkt liegen. Zudem sind auch die geringen Geburten der Weltwirtschaftskrise gut aus dieser Graphik ablesbar.

Wesentlich für uns aber sind die Baby-Boomer. Man erkennt in der „Pyramide“ einen extrem auffälligen Bauch der Jahrgänge um 1963/1964 herum. Noch nie, zu keiner Zeit, wurden in Deutschland auch nur annähernd so viele Menschen geboren wie in diesen beiden Jahren. Entsprechend feierten noch nie so viele

Menschen in Deutschland ihren 50-Geburtstag in den Jahren 2013 und 2014 (und werden dies auch voraussichtlich zumindest bis 2065 nicht tun). Selbstverständlich rückt diese „Pyramide“ jedes Jahr um ein Jahr nach oben. Die Baby-Boomer kommen ab dem Jahr 2025 ins Rentenalter. Die anzahlmäßig stärksten Jahrgänge (1963/1964) – wenn diese mit 65 in Rente gehen (derzeit sieht die Rechtslage so aus, dass diese sogar teilweise schon mit 63 in Pension gehen könnten) – werden zwischen 2028 bis 2030 in Pension gehen (dann eskaliert das Problem). Ab dem Jahr 2035 wird der „dicke Bauch“ dann durch und die Baby-Boomer Generation vollständig in Rente sein. Dann wird die Anzahl der Rentner um über 7 Millionen ansteigen und die Zahl der Erwerbstätigen gleichzeitig um über 8 Millionen abnehmen. Das sind nun keine Prognosen der Schoellerbank, sondern in jeder Hinsicht sehr robuste Abschätzungen von Demografen. Nein, das sind triviale Abschätzungen. Netto-Migrationsströme spielen hier zwar noch eine Rolle, auch das Renteneintrittsalter ist natürlich von Bedeutung, diese Faktoren werden aber am großen Bild, wenn überhaupt, nur geringfügig etwas ändern. Die Entwicklung lässt sich trivial aus der Pyramide relativ zuverlässig ablesen.

Der sogenannte „Altenquotient“ drückt aus, wie viele Rentner auf 100 Erwerbstätige kommen. Im Jahr 2000 lag diese Anzahl noch bei 24. Im Jahr 2030 wird diese Zahl auf etwa 50 ansteigen, sich folglich verdoppeln. Es ist nun nicht gerade eine mathematische Herkulesaufgabe, aus dieser Verdopplung zu berechnen, was das für die Höhe der Renten einerseits und für die Rentenbeitragszahlungen andererseits heißt: Natürlich müssen sich die Renten entweder entsprechend halbieren oder die Rentenbeitragszahlungen müssten sich verdoppeln – alternativ kann man sich auch für irgendetwas in der Mitte entscheiden.

Konsequenzen aus der Entwicklung der Altersstruktur

Ab 2025 kommt nicht nur von der Höhe der Rentenzahlungen eine enorme Belastungswelle auf die Gesellschaft in Deutschland zu. Ein vermutlich in der Dimension noch etwas größer dimensioniertes Problem sind die Gesundheitskosten. Ab 2035, wenn die Spitze der Baby-Boomer 70 Jahre alt geworden ist, dürften diese Kosten markant steigen. Das liegt daran, dass ältere Menschen einfach häufiger erkranken. Erfahrungswerte zeigen, dass sich die Entwicklung der Gesundheits-Kosten ab einem Alter von eben 70 Jahren nicht mehr mit Linear-Gleichungen, sondern mit Exponential-Gleichungen (!) beschreiben lassen.

Auch auf das Wachstum, auf die Dynamik einer Volkswirtschaft hat die Altersstruktur der Bevölkerung einen enormen Einfluss. Das gilt besonders für Industrienationen. Diese sind vorwiegend auf die Kreativität ihrer Facharbeiter angewiesen. Dazu gibt es viele Studien. Herausgreifen wollen wir hier eine Guilford Studie. Wissenschaftler erreichen demnach über alle Disziplinen mit 35 Jahren das Maximum ihrer Leistungskraft (das wird anhand der Zitationen gemessen). Natürlich ist das nur ein Durchschnittswert. Informatiker haben diesen Zeitpunkt der quasi maximalen Schaffenskraft wesentlich früher, Historiker wesentlich später. Auch Unternehmensgründer sind im Schnitt 35 Jahre alt. Unternehmensgründungen sind, wie wissenschaftliche Erfolge, zentral für die Dynamik einer Volkswirtschaft. Es ist vermutlich kein Zufall, dass gerade die 1990er Jahre, als die Baby-Boomer im diesbezüglich optimalen Alter waren, hohe Wachstumsraten erzielt wurden. Man kann an der „Alters-Pyramide“ ablesen, dass die zehn bis 20-jährigen des Jahres 2010 ziemlich wenige Personen sind. In Deutschland werden deshalb 2030 vergleichsweise nur wenige 30 bis 40-jährige Menschen, mit allen Konsequenzen für die Dynamik der Wirtschaft, leben.

Reaktion der Politik

Erfahrungen der Politikwissenschaftler zeigen, dass meist jene Parteien Wahlen gewinnen, bei denen die Mehrheit der Bevölkerung die Ansicht vertritt, dass sie wirtschaftlich den größten Nutzen von dieser Partei hat. Dieses System ist ab diesem Jahr in Deutschland erstmals in der Geschichte mit folgendem Problem konfrontiert:

Das sogenannte „Medianalter“ teilt die Wahlbevölkerung in zwei gleich große Gruppen auf, die eine Gruppe ist älter, die andere jünger. Dieses Medianalter liegt im Moment bei 50 Jahren (2000 lag es noch bei 46 Jahren; bis 2030 wird es auf 53 Jahre angestiegen sein). Davon zu unterscheiden ist das sogenannte „Indifferenzalter“. Dabei wird eine fiktive Rentenerhöhung, die mit Rentenbeiträgen finanziert wird, unterstellt und die Frage gestellt, ab welchem Alter man von dieser Maßnahme profitiert – Rentner tun das in jedem

Fall. Auch Menschen mit 52 Jahren profitieren insgesamt, da sie zwar noch eine Zeit lang höhere Beiträge bezahlen müssen, dann aber für ihre gesamte Pension in den Genuss der erhöhten Rentenzahlungen kommen. Ab einem bestimmten Alter ist einer Person eine Rentenerhöhung (unter Barwertgesichtspunkten) wirtschaftlich egal. Das ist das Indifferenzalter. Dieses lag in der Vergangenheit stets unter dem Medianalter.

2015 passiert etwas Einmaliges in der Geschichte der Bundesrepublik, in diesem Jahr ist nämlich das Indifferenzalter exakt so hoch wie das Medianalter, 50 Jahre. Das Indifferenzalter steigt nicht mehr wesentlich an und wird bis 2030 auf 51 Jahre klettern. Das Medianalter wird dagegen schon im nächsten Jahr **höher sein** als das Indifferenzalter. Das hat für die Politik eine gar nicht genug einzuschätzende Bedeutung. Das heißt nämlich, dass die Mehrheit (!) der deutschen Wahlbevölkerung – unter Barwertgesichtspunkten – einen Vorteil von einer Rentenerhöhung mit einer gleichzeitigen Finanzierung über die Beiträge hat. Eine UN-Studie hat ausgerechnet, um wie viel das Renteneintrittsalter erhöht werden müsste, um weder die Beiträge erhöhen, noch um die Renten kürzen zu müssen. Das Ergebnis: In Deutschland auf 77 Jahre. Unwillkürlich kommt einem Albert Camus in den Sinn: "Das Absurde hat nur insofern einen Sinn, als man sich nicht mit ihm abfindet." Das ist natürlich keine normative Aussage der UN-Autoren im Sinne einer Empfehlung sondern eine reine mathematische „wenn..., dann...“ Aussage.

Warum ist das die beste aller demografischen Welten?

2015 haben wir die Situation, dass im Vergleich mit den letzten Jahrzehnten durchschnittlich viele Rentner in Deutschland leben. Die heutige Rentner-Generation hatte noch viele Kinder. Es sind also – wie zu allen Zeiten – ausreichend Geschwister vorhanden, um die Mütter- und Väter-Generation (die längst in Rente sind) der Baby-Boomer, zu versorgen. Das ist also noch nichts Ungewöhnliches. Aber das ist der springende Punkt, die Generation des Autors (die Baby-Boomer) haben selbst nur so wenige Kinder zu versorgen, wie dies noch nie in der Geschichte der Fall war. Diese Generation kann folglich Geld für Zweitautos, Häuser und sonstige Dinge ausgeben und muss nicht neben der Elterngeneration auch noch viele Kinder versorgen (wie alle Generationen davor). Das sind an sich traumhafte Zustände. Der Wohlstand dieser Erbgeneration müsste eigentlich maximal sein und die Zahlen zeigen, dass er dies auch ist. Allerdings erstaunt der gleichzeitige hohe Schuldenaufbau dieser Generation und zwar in einem Ausmaß, wie ihn die moderne Wirtschaftsgeschichte noch nicht gekannt hat. Der Pferdefuß dieser besten aller demografischen Welten ist allerdings, dass diese sich zwangsläufig in die mit Abstand schlechteste demografische Welt – wie ausgeführt – ab etwa 2025 verwandeln wird.

Männer, die am 1. Jänner 1964 geboren wurden, haben laut Sterbetafel eine statistische Lebenserwartung von 79,4 Jahren, sprich eine Lebenserwartung bis zum Jahr 2043, Frauen eine von 83,8 Jahren, also eine Lebenserwartung bis 2048. Diese Daten sind aber im Gegensatz zu den vorgenannten Prognosen, ab wann die Baby-Boomer in Rente gehen werden, mit Vorsicht zu genießen. Hier könnten Überraschungen im medizinischen Fortschritt die Lebenserwartung auch noch deutlich erhöhen. Viele Demografen erwarten die Problemstellung für die Gesellschaft in etwa von 2025 bis 2055. Soweit kann man aber nun nicht nach vorne blicken. Natürlich kann an der Situation 2025 bis 2035 nicht mehr viel geändert werden. Selbst wenn die Familienpolitik einen 180-Grad-Schwenk macht, würden aufgrund der geringen Anzahl der Frauen im gebärfähigen Alter auch nur wenige Kinder auf die Welt kommen, selbst wenn die Fertilitätsrate massiv ansteigen würde. Zudem brauchen heute geborene Kinder in etwa 15 bis 25 Jahre bis sie ins Erwerbsalter einsteigen können. Folglich ist die Wahrscheinlichkeit für enorme Finanzierungsprobleme des Sozialsystems in Deutschland ab etwa 2025 bis mindestens 2035 sehr hoch, von 2035 bis 2048 noch immer hoch aber zumindest ist diese demografische Vorausschau schon mit gewissen Unsicherheiten verbunden.

Wie reagieren die Verantwortlichen? Wie die Märkte?

Für Finanzanalysten ist das eine zentrale Fragestellung. Falls Sie Schoellerbank-Publikationen bereits seit längerer Zeit verfolgen, wissen Sie, dass wir im Jahr 2002 die Fonds-Vermögensverwaltungsvariante A (die im Gegensatz zu allen anderen bisherigen Varianten ausschließlich Anleihen und Geldmarkt-Veranlagungen) enthielt, ins Leben gerufen haben. Damals lagen die Renditen für 10-jährige Deutsche Bundesanleihen noch bei knapp 5%, heute bei etwa 1%. Warum? Wir sind aufgrund der damaligen Rahmenbe-

dingungen davon ausgegangen und haben das immer wieder wiederholt, dass wir japanische Zinsverhältnisse in Europa bekommen werden. Bei stark steigenden Schulden war dies die logischste Variante. Tatsächlich haben wir heute diese japanischen Zinsverhältnisse. Heute wiederholen wir wieder und wieder, dass die Anleger einen möglichst hohen Anteil an Sachwerten (und möglichst wenige Anleihen/Geldmarkt) in ihren Portfolios halten sollten – das ist heute die logische Annahme. Für die Performance in der Vermögensverwaltung ist es also unabdingbar, langfristige Tendenzen an den Märkten richtig einzuschätzen und rechtzeitig die entsprechenden Handlungen zu setzen.

Bei einer derart hohen Verschuldung wie in Europa greifen die Verantwortlichen (Notenbanker und Politiker) für gewöhnlich stark in das Marktgeschehen ein und diktieren den Verlauf der Märkte bis zu einem bestimmten Punkt. Wie also werden die Verantwortlichen auf die genannten Herausforderungen reagieren? Langfristig dürften sich zwei wesentliche Handlungsoptionen herausbilden: Einmal den enormen Finanzierungsbedarf über das in Europa vorhandene Vermögen zu decken. **Dazu eignen sich Vermögens- und Immobiliensteuern.** Erstere haben den Nachteil, dass für die Behörden nicht kalkulierbar ist, wie stark die Fluchtreaktion der betroffenen Menschen ausfällt. Zum anderen hält man reiche Menschen, die eigentlich ihren Wohnsitz in das jeweilige Land verlegen wollen, aus steuerlichen Gründen davon ab. Zudem betreffen Vermögenssteuern praktisch nur Inländer, die gleichzeitig auch Wähler darstellen. Insgesamt sind Vermögenssteuern aus makroökonomischer Sicht keine gute Option. Freilich könnte die Politik, ungeachtet der Nachteile, dennoch derartige Steuern einführen. Mehr Sinn machen diesbezüglich Immobiliensteuern. Deshalb bergen Investments in dieser Asset-Klasse ein ziemlich hohes (Steuer-)Risiko. Einige europäische Länder wie die Schweiz würden wir hiervon allerdings ausnehmen (die Schweiz hat auf absehbare Zukunft keine Finanzierungsprobleme). Eigentümer von Immobilien können Immobiliensteuern auch durch steuerlichen Wegzug nicht entkommen. Es wären auch Ausländer, die in dem jeweiligen Land Immobilien besitzen, betroffen. Beide Steuerarten wirken sehr wachstumshemmend.

Die Erhöhung von Verbrauchssteuern scheidet beinahe aus, da Europa im Vergleich zu anderen Ländern wie z. B. den USA (Sales Tax bei etwa 8%) oder Japan bereits exorbitant hohe Mehrwert-Steuern einhebt. Das Gleiche gilt für Sozialversicherungsbeiträge und Einkommenssteuern. Hier dürften nur mehr geringfügige Erhöhungen möglich sein, da ansonsten eine Flucht der Betroffenen zu befürchten ist. So würden vermutlich mehr und mehr Menschen von Vollzeit- in Teilzeitbeschäftigungen wechseln, wenn die Abgabenlast zu übergebürlich steigt. Aus empirisch sehr gut fundierten Studien wissen wir, dass die Politik kaum Mittel in der Hand hat, die noch schädlicher auf die Wirtschaft wirken wie Steuererhöhungen und kaum Mittel, die positiver auf die Ökonomie wirken, wie Steuersenkungen. Schon alleine aus diesem Grund sind Steuererhöhungen keine sehr logische Option.

Spannend wird die zweite große Option: Negativzinsen. Würde es die EZB schaffen, Negativzinsen auf die gesamten Schulden über 462% der Wirtschaftsleistung in der Euro-Zone umzulegen, würde dies bei negativen Zinsen zwischen minus 0,1% bis 3% neben einer Inflation von z. B. 1% einen derart starken Schuldenreduzierungs-Effekt im Vergleich zur Wirtschaftsleistung ausmachen, dass diese Maßnahme selbst sehr starke Besteuerungsmaßnahmen in den Schatten stellen würde. Natürlich sind Negativzinsen moralisch bedenklich, würde man doch Sparer dafür bestrafen, dass sie sich etwas erspart haben. Das würde einen kompletten Paradigmenwechsel des Kapitalismus bedeuten, Kreditnehmer werden bezahlt, Sparer bestraft. Auch hier sind massive Fluchtreaktionen absehbar. Bargeld würde sich anbieten. Das könnte man (und müsste man für diesen Fall auch) abschaffen. Wir haben uns damit in einem Artikel in dem aktuellen Schoellerbank-Magazin „mehr Vermögen“ (das sie gerne auf unserer Homepage abrufen können) beschäftigt. Natürlich könnte man auch in andere Währungen fliehen. Aus diesem Grund ist das für die großen Währungsblöcke USA, Japan und der Euro-Zone auch nur dann eine Option, wenn die anderen mitmachen. Das müsste sicherlich innerhalb der G7 besprochen werden. Denn eine Aufwertung – ausgelöst durch eine Flucht vor Negativzinsen aus Japan oder Europa – können sich die USA nicht leisten, die Japaner schon gar nicht. Wenn nur einer dieser drei großen Akteure Negativzinsen einführen würde, dann müssten auch alle anderen potenziellen Fluchtwährungen bzw. deren Hüter, die Notenbanker, zu diesem Mittel greifen. Es würde ein Dominoeffekt eintreten, einer fängt an, alle anderen müssen mitziehen.

Ein Risiko bestünde darin, dass diese Fluchtreaktion natürlich auch in Aktien und andere Sachwerte stattfinden würde. Das könnte zu einer erheblichen Blasenbildung an den Märkten führen. Aktien könnten weit hö-

her ansteigen, als dies heute vorstellbar ist. Wer dem Markt zu lange fern bleibt, könnte sich damit konfrontiert sehen, einfach nicht mehr in die Märkte zu kommen, das gilt besonders für den Fall, wenn die Bewertungen irrational hoch werden und die Stimmungslage der Anleger in Euphorie für die Börsen umschlagen würde. Bevor die Menschen ihr Geld mit z. B. -1% Zins und einer Inflation von z. B. ebenfalls 1% „veranlagten“ (und damit beinahe ihr gesamtes Vermögen innerhalb einiger Jahrzehnt kaufkraftbereinigt komplett verlieren würden – die Schuldner würden dementsprechend entlastet) könnten sie auch Häuser bauen, ihre Badezimmer renovieren, eine Urlaubsreise machen oder sich ein neues Auto kaufen. Alles besser als sein Geld über Negativzinsen und einer Inflation „auszugeben“. Das würde mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem enormen Wirtschaftsboom führen. Für diesen Fall wären selbst für Europa Wachstumsraten von 4% und höher nicht ausgeschlossen.

Negativzinsen machen gegenüber hohen Steuern mehr Sinn, damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Verantwortlichen auf kommende möglicherweise schwere Krisen aufgrund der demografischen Situation im Tandem mit der hohen Verschuldung mit diesem Instrumentarium agieren werden, auch wenn natürlich die Nachteile von Negativzinsen enorm sind. Einfache Rezepte gibt es bei hohen Schuldenlasten nicht mehr.

Historische Performance-Daten als Wegweiser für die Zukunft? Eher nicht

Wer 1926, also relativ knapp vor dem bisher größten Börsen-Desaster der Geschichte im Jahr 1929 (ein denkbar ungünstiger Zeitpunkt), USD 100 in US-Aktien investierte, kann sich heute über ein Vermögen von ca. USD 480.000 (!) freuen, wenn er die erhaltenen Dividenden jeweils reinvestiert hat. Das entspricht einer Rendite von 10% p.a. Nicht schlecht. Zinspapiere, mit einer Laufzeit von 1 bis 30 Jahren erbrachten eine Rendite von knapp 6%. Der Unterschied erscheint zunächst gar nicht so groß, in konkreten Vermögenszahlen ausgedrückt, hätte ein Bond-Investor heute aber nur ein Vermögen von ca. USD 16.000. Das ist allerdings ein Unterschied. Mit Gold stünde man ca. bei USD 5.800. Interessant ist im Zusammenhang mit Gold, dass die Schwankungsbreite erheblich ausgefallen ist. Mit einer annualisierten Standardabweichung von ca. 16% lagen Goldanleger bereits im aktienähnlichen Bereich der Kursschwankungen, die um die 19% betragen. Bonds schwankten dagegen nur gegen 6%. Die deutlich schwächere Bond-Performance hatte für Anleger zumindest den Vorteil, dass sie wesentlich geringere Schwankungen verdauen mussten. Gold fällt dagegen risikoadjustiert völlig aus dem Rahmen und eignet sich aus dieser historischen Sichtweise heraus – alle anderen Faktoren unberücksichtigt – nicht für eine Vermögensveranlagung. Allerdings hat diese rein statistische Sichtweise natürlich Schwächen, insofern sollte man die Ergebnisse nicht überinterpretieren. Mit dem Geldmarkt (Sparbücher, Festgelder bzw. Geld mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr) erzielte man nur eine Performance von 3,6% (oder ca. USD 2.300). Auch wenn die Schwankungsbreite nur bei 1% lag wird deutlich, dass sich Geldmarktveranlagungen ebenfalls nicht als langfristige Vermögensanlage eignen, vielmehr sollten diese Gelder zur Liquiditätssteuerung dienen. Die Inflation, gemessen an der US-Verbraucherpreis-Entwicklung, betrug in diesem Zeitraum 2,9%. Zieht man diesen Wert von den o.a. Performance-Daten ab, erhält man die Realverzinsung.

Die historische Ertragsentwicklung lässt sich aus unserer Sicht nicht auf die aktuelle Börsenlandschaft übertragen. Für die nächsten 10 Jahre sind Renditen von 10% p.a. am US-Aktienmarkt unwahrscheinlich. Wenn man die jetzige Bewertung des US-Aktienmarktes heranzieht und jene historischen 10 Jahresrenditen vergleicht, die auf ähnliche Bewertungsmuster wie heute folgten, stellt man fest, dass der Aktienmarkt in etwa eine Performance in der Größenordnung zwischen 3% bis 5% erbrachte. Der US-Aktienmarkt ist im historischen Vergleich teuer geworden. Allerdings ist auf der anderen Seite der Rentenmarkt, als Veranlagungskonkurrenz zum Aktienmarkt, nicht nur teuer sondern mittlerweile sehr teuer. Die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen liegt derzeit nur bei knapp 2,4%. Obschon wir deutlich geringere Aktienrenditen als in der Vergangenheit (enormes weltweites Bevölkerungswachstum und beispiellose Technologieschübe im 20. Jahrhundert waren wohl wichtige Faktoren für die hohen Aktienrenditen) erwarten, sind Sachwerte wie Aktien dennoch unsere erste Wahl, weil die Alternativen fehlen. Weder Gold noch der Geldmarkt erfüllen die Kriterien für langfristige Investments und dienen bestenfalls der Portfolio-Beimischung. Anleihen sind aufgrund der Rahmenbedingungen (hochpreisig, Verschuldungssituation, Demografie) vermutlich eine deutlich schlechtere Wahl, wenn es um die langfristigen Aussichten im Vergleich zum Aktienmarkt geht.

Fazit

In der Euro-Zone und auch in vielen anderen Ländern außerhalb Europas, wurde über die letzten Jahrzehnte zugelassen, dass die Gesamtverschuldung mittlerweile auf historisch einmalig hohe Raten angestiegen ist. Mit einfachen Rezepten können die Problemstellungen, die daraus erwachsen, nicht mehr gelöst werden. Als Lösungsansätze werden sehr unkonventionelle und noch nie ausprobierte Ansätze wie Negativzinsen diskutiert. Dies würde einen kompletten Paradigmenwechsel darstellen. Anleger sollten dieses Szenario zumindest auf der Rechnung haben und nicht komplett ignorieren. Man sollte unabhängig von möglichen kurzfristigen Aktienmarktschwankungen einen möglichst hohen Anteil an Sachwerten in den Portfolios halten. Immobilieninvestments bergen ein hohes steuerliches Risiko. Rentenportfolios sollten angesichts der Schuldenlage besonders auf beste Bonitäten achten und die Laufzeiten kurz halten. Inflationsgeschützte Anleihen sind besonders interessant. Aus Sicht der Schoellerbank wird es ein ausgesprochen smartes Vermögensmanagement brauchen, um auf diese heute schon absehbaren strukturellen Änderungen richtig zu reagieren.

Impressum – rechtliche Hinweise

Autor:

Christian Fegg

Vorstandsdirektor

Schoellerbank Invest AG

Tel.: +43/662/885511-2670

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA

Pressesprecher

Schoellerbank AG

Tel. +43/1/534 71-2950

1010 Wien, Renngasse 3

marcus.hirschvogel@schoellerbank.at

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 12 Standorten und 315 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 10 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria.

Mehr Informationen unter: www.schoellerbank.at

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

Hinweis:

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

Haftungsbeschränkung:

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.