
Demografie – Ein lohnendes Investmentthema?

- > Demografie ist mehr als nur Altersvorsorge und Rentenlücke
- > Einfluss auf die Konjunktur und Börse unterschiedlich stark
- > Wer profitiert von jungen, wer von alternden Bevölkerungen?



Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die in diesem apoFokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem apoFokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.

Der apoFokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung/Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank.

Inhalt

Einleitung	4
Demografische Hauptkennzahlen	5
Demografie und Konjunktur (BIP-Wachstum)	8
Demografie und Kapitalmarkt	18
Zusammenfassung	25

Einleitung

Konsolidierung: Genug Zeit für neue Anlageideen

Wenn der globale Kapitalmarkt - wie gegenwärtig - ins Straucheln gerät, aber nicht zusammenbricht, suchen Börsianer nach Sonderthemen - auch als Investmentideen oder Megatrends bekannt -, um die Flaute zu überbrücken. In „normalen“ Börsenzeiten wird in der klassischen Wertpapieranlage auf die Bewertung, das Sentiment und die Perspektiven geachtet. Nach diesen Kriterien werden die attraktivsten Märkte und Anlageklassen ausgesucht. Diese Vorgehensweise setzt eine gewisse Wiederholbarkeit der Phänomene voraus, welche in der Regel den ökonomischen Zyklen folgt. Der Aktienmarktzyklus eilt z. B. der allgemeinen Konjunkturentwicklung voraus, weil die Börsen wirtschaftliche Ereignisse zeitlich vorwegnehmen. Auch die Renten- und Immobilienmärkte folgen den sich wiederholenden Gesetzmäßigkeiten, deren Erforschung die Aufgabe der Wertpapieranalyse ist.

Modethemen „versus“ neue Trends

Investmentthemen unterscheiden sich von den klassischen Anlagen durch ihren temporären Charakter. Die Frage, ob und wann die fortschreitende Urbanisierung, der Klimawandel, Wassermanagement, alternative Energien oder der Nachfrageschub nach Agrarprodukten zu einem gefragten Investmentthema werden oder nicht, ist dagegen schwerer zu beantworten. Nicht jeder politische, wirtschaftliche oder soziale Trend findet an den Börsen automatisch Beachtung. Es gibt Themen, die zum Dauerbrenner werden und solche, die als „Modethemen“ schnell in Vergessenheit geraten. Zum Modethema wäre zum Beispiel die Neue Markt-Ära zu zählen, während die Emerging Markets zum Langfristtrend hinzuzurechnen sind.

Demografie umfasst einen sehr breiten Themenkomplex

Auch die Demografie ist kein Modethema, sondern eine langfristige Investmentidee, die in Zukunft an Gewicht gewinnen wird. Es geht hier um mehr, als nur um die in Deutschland und anderen alternden Gesellschaften gestellten Fragen nach der Rentenlücke und der privaten Altersversorgung. Sie umfasst Aspekte wie demografisch induziertes Wirtschaftswachstum, die Bedeutung des Humankapitals, neue Migrationsbewegungen oder das durch Demografie veränderte Wirtschafts- und Anlageverhalten. Dabei sind die Auswirkungen in den alternden Industriegesellschaften des Westens im Vergleich zu den jungen Bevölkerungen der Schwellenländer völlig unterschiedlich. Es gibt Länder und Branchen, welche von diesen Veränderungen profitieren und solche, die benachteiligt werden. Der vorliegende Fokus untersucht solche Auswirkungen der Demografie auf die Wirtschaftskonjunktur und den Kapitalmarkt und versucht daraus einige Anlageideen zu formulieren.

Demografische Hauptkennzahlen

Bevölkerungswachstum versus Bevölkerungsrückgang

Die Weltbevölkerung wächst regional sehr unterschiedlich

Nur wenige sozioökonomische Daten verändern sich im Laufe der Zeit so gravierend wie die demografischen. Es gibt schwarzafrikanische und arabische Länder, deren Einwohnerzahl seit Jahrzehnten mit über 3 % p. a wächst. Auf der anderen Seite stagniert heute die Bevölkerung in ganzen Regionen, wie in den westlichen Industriestaaten, oder schrumpft sogar, wie in den Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion. Bereits eine leichte Unter- bzw. Überschreitung einer „kritischen Masse“ kann für einige Länder die Chance, für die anderen eine Bedrohung ihres Entwicklungsstandes bedeuten. Dazu einige Beispiele:

Demografische Barrieren: Eine Entvölkerung kann ...

> Eine weitere Entvölkerung wird Russland wirtschaftlich kaum verkraften. Kasachstan und die Ukraine werden bald ähnliche Probleme bekommen. Einwanderungskonzepte sind notwendig, ansonsten sind die dortigen Ökonomien planmäßig auf „Schrumpfung“ einzustellen. Darauf sind jedoch diese Länder nicht vorbereitet. Die Demografie erweist sich hier als eine klassische Wachstumsbremse. Es geht bei dieser Betrachtung nicht allein um die reinen Besiedlungsdichten. So ist die Lage in den großen Einwanderungsländern (USA, Kanada, Australien) diametral anders, weil diese Staaten ihre Wirtschaften „bevölkerungskongruent“ entwickelt haben. Strittig ist, ob Japan bereits die schmerzlichen demografischen Anpassungen hinter sich hat, sprich die Wirtschaft genügend geschrumpft ist. Neben der Blasenbildung infolge der Konjunkturüberhitzung zu Beginn der 90er Jahre und die folgende Deflationsära machen Experten die schrumpfende Bevölkerung für den wirtschaftlichen Niedergang des Landes der aufgehenden Sonne verantwortlich. Bis 2050 soll die Bevölkerung Japans von heute 127 Millionen Menschen auf 100 Millionen weiter sinken.

... genau so bedrohlich werden wie eine Überbevölkerung

> Demgegenüber drohen einige überbevölkerte Schwellenländer (Pakistan, Bangladesch, Vietnam, zum Teil Indien und Ägypten), die sich bis dato wirtschaftlich prächtig entwickeln haben, an der Bevölkerungsexplosion „zu ersticken“. Bei einer Siedlungsdichte von über 1.000 Menschen pro km² ist dies nicht verwunderlich. Hier wirken gegenläufige Faktoren wie die planlose Urbanisierung, die Energieknappheit, chaotische Zustände im Transportwesen oder die immensen Nahrungsmittelimporte als Wachstumsbremsen. Ohne die teuren, aber notwendigen Infrastrukturprojekte kann die Wachstumsstory in der heutigen wirtschaftlichen Vorzeigeregion

Demografische Hauptkennzahlen

Demografie - Bedingung für den Aufbau eines starken Binnenmarktes

ein schnelles Ende haben.

- > Schließlich kommt der dritten Gruppe, den „neuen Bevölkerungsriesen“ (Mexiko, Indonesien, Nigeria), die die Grenze von 100 Millionen Einwohnern bereits überschritten haben, aber angemessen bevölkert sind, ihre schiere Größe zugute, weil sie nach der Durchführung von marktwirtschaftlichen Reformen funktionierende Binnenwirtschaften aufbauen konnten. Es ist einfacher sich zu entwickeln, wenn der Aufschwung von „internen“ Kräften getragen wird und die Wirtschaft die Früchte der Kostendegression ernten kann. Kleine leistungsfähige Nationen wie z. B. die baltischen Staaten oder die mitteleuropäischen EU-Neulinge (Ungarn, Tschechien) werden dagegen wegen ihrer außenwirtschaftlichen Verflechtungen wohl dauerhaft auf den launischen Weltmarkt angewiesen bleiben.

Alters- und andere Strukturkennzahlen in der Demografie

Viele Kennziffern beschreiben die Demografie eines Landes

Neben dem Bevölkerungswachstum ist dessen Alterstruktur (Alterspyramide) das zweite wichtige Merkmal in der Demografie. Entwicklungsländer zeichnen sich durch eine junge günstige Altersstruktur, die Industriestaaten durch eine alternde Gesellschaft aus. Damit ist bei der ersten Gruppe der produktive Kern, also der Prozentsatz der arbeitsfähigen Bevölkerung, im Altersintervall zwischen 15 bis 64 Jahren größer. Es liegen Welten zwischen den Industriestaaten und den jungen Populationen der Schwellenländer. Beträgt das Durchschnittsalter dort 15 bis 18 Jahre (Nigeria, Ägypten), beläuft es sich in Kontinentaleuropa heute auf über 35 Jahre, in Deutschland sogar auf 41 Jahre. In zwanzig Jahren soll es auf dem alten Kontinent auf 50 Jahre ansteigen. Auch alle osteuropäischen Schwellenländer sind von der ungünstigen Bevölkerungspyramide betroffen. Folgende Regel scheint zu gelten: Bevölkerungen, die schrumpfen, veraltern zusätzlich.

Ungünstige Demografie kann mit viel Humankapital oft kompensiert werden!

Hat der beschriebene Alterungs- und Schrumpfungstrend automatisch negative Auswirkungen für die Wirtschaft und Börse? Nicht unbedingt. Solange eine alternde Bevölkerung wirtschaftlich aktiv bleibt, bringt der Prozess keine makroökonomischen Nachteile. Er impliziert allerdings eine Strukturverschiebung am Arbeitsmarkt von der körperlichen in Richtung einer mehr geistig-mentalenen Tätigkeit, die hoch qualifiziert und ebenso hoch bezahlt sein muss. Damit diese realisiert wird, müssen sowohl die Beschäftigungsfähigkeit (Ausbildung) als auch die Beschäftigungsmöglichkeit (Marktnachfrage) vorliegen. Mit anderen Worten brauchen alternde Gesellschaften - wollen sie wirtschaftlich erfolgreich bleiben - viel Humankapital und einen ausgebauten Dienstleistungssektor. Da sie nicht alle hier aufgebauten Kapazitäten für den Eigenbe-

Die Erwerbsquote beschreibt das Arbeitskräftepotenzial

darf verbrauchen dürften, folgt weiter, dass sie auf den Export angewiesen sein werden. Keine leichte Aufgabe angesichts des harten Wettbewerbs!

In der Demografie sind weitere Kennzahlen wie z. B. die Anteile der männlichen und der weiblichen Personen an der Gesamtbevölkerung oder das Verhältnis der städtischen zu der Gesamtbevölkerung (sog. Urbanisierungsgrad) von Bedeutung. Eine für die Wirtschaft besonders wichtige Kennzahl ist die sog. Erwerbsquote, die den Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung angibt. Denn ungeachtet des hohen produktiven Kerns (arbeitsfähige Bevölkerung) kann die Erwerbsquote aus verschiedenen Gründen (Arbeitslosigkeit, lange Ausbildungszeiten, fehlende Arbeitsplätze) viel niedriger ausfallen.

Kapital und Arbeit sind die wichtigsten Wachstumsfaktoren des BIP

Der Qualitätsaspekt in der Demografie (das Humankapital)

Die Demografie besitzt neben der Mengen- und der Struktur- noch die Qualitätskomponente. Diese kann im Wirtschaftsleben entscheidend sein, ist aber wie andere qualitative Phänomene nicht direkt messbar. Die bessere Qualität des demografischen Faktors wird in der Regel mit der höheren Produktivität der Arbeitskräfte gleich gesetzt. Hier ergibt sich ein Trennungsproblem, denn die Outputhöhe hängt ebenso vom eingesetzten Sachkapital (Maschinenpark), einer verbesserten Prozessorganisation oder den verwendeten Betriebsmitteln ab. Also von Faktoren, die nicht direkt auf die Arbeitsqualität zurückzuführen sind. Da die gleichen Arbeitskräfte je nach Einsatzort andere Outputleistungen erbringen, ist dies der beste Beweis dafür, dass der Erfolg viele Väter hat.

Die Qualität des Faktors Arbeit bestimmt deutlich dessen Produktivität

Weil anhand der Outputseite die Leistungsfähigkeit des Arbeitskräfteeinsatzes nicht genau festgestellt werden kann, wird versucht, die Qualität des demografischen Faktors mit verschiedenen Input-Größen zu beschreiben. Diesem Ansatz liegt die Annahme zugrunde, dass sie mit dem Bildungsniveau und den praktischen Erfahrungen stark korreliert. Als die häufigsten Input-Kennziffern sind, neben dem Anteil der Bildungsausgaben am Bruttoinlandsprodukt (BIP) und der Alphabetisierungsrate (Anteil der schreib- und lesekundigen Bevölkerung in % der Gesamtbevölkerung), die durchschnittliche Dauer der Schulbesuche in Jahren sowie die Zahl der Fach- und Hochschulbesuche pro 1.000 Einwohner zu nennen. Kennzahlen, die die „technische Intelligenz“ abbilden, also die Fach- und Ingenieurausbildung beschreiben, sind aussagekräftiger und international besser vergleichbarer. Skeptiker werden auch in diesem Fall anführen, solche Inputs geben noch keinen Aufschluss über das faktische Bildungsniveau (PISA-Studie!) und sind zunächst als Kosten zu betrachten. Sie

Demografie und Konjunktur (BIP-Wachstum)

Die Demografie beeinflusst die Börse entweder direkt oder über lange Umwege!

mögen Recht haben. Es gibt andererseits keine besseren Konzepte zur Qualitätsmessung der Demografie und des Faktors Arbeit. Ungenaue Maßkonzepte mit bekannten Schwächen sind besser als keine.

Fazit:

Die Demografie ist für die Börse zunächst ein neutrales Datum. Es darf nicht einfach unterstellt werden, junge Gesellschaften, dicht besiedelte Staaten oder Bevölkerungen mit einem hohen Urbanisierungsgrad zeichnen sich durch freundlichere Börsen aus als andere Länder. Erst die mit diesen demografischen Merkmalen einhergehenden wirtschaftlichen Trends haben konkrete Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Wie diese wirtschaftlichen Trends wiederum die Börse stimulieren, ist weitgehend bekannt und nicht Thema dieses Fokus. Die Aufgabe des Analysten ist es hier vielmehr, zuerst die Auswirkungen der Demografie auf die Konjunktur (BIP-Wachstum) zu ergründen und eventuelle „Gesetzmäßigkeiten“ zu formulieren. Erst danach wäre ihr direkter Einfluss auf den Kapitalmarkt – ohne Umweg über die Wirtschaft – zu untersuchen.

Demografie und Konjunktur (BIP-Wachstum)

Wachstumsstimulierung durch Angebot und Nachfrage

Von den makroökonomischen Größen interessiert den Kapitalmarkt primär das BIP-Wachstum (Wirtschaftswachstum). Am Aktienmarkt sorgen ein hohes BIP-Wachstum (indirekt) und die Unternehmensgewinne (direkt) für freundliche Kurse. Am Rentenmarkt geht hohes Wirtschaftswachstum mit hohen Zinsen einher, die ein Wesensmerkmal der Konjunkturhause sind.

Nehmen wir konkret den Aktienmarkt unter die Lupe, so stellt sich hier die Frage, ob und wie das BIP, die Unternehmensgewinne, das Bevölkerungswachstum und andere demografische Kennzahlen miteinander zusammenhängen und sich gegenseitig beeinflussen.

Wie wird das BIP „produziert“?

Zur Erklärung reichen einige simple Gleichungen aus. Der Inhalt der sog. Produktionsgleichung des BIP zeigt, wie seine „Herstellung“ erfolgt und welche Rolle die Produktionsfaktoren Kapital (Kapitalstock = K) und Arbeit (Arbeitskräfteeinsatz = A) sowie ihre Produktivitäten (KP und AP) dabei spielen. Danach setzt sich das BIP als Outputgröße aus der Summe der Teile, die durch die beiden Input-Größen, d. h. durch den Faktor Arbeit ($AP * A$) und den Faktor Kapital ($KP * K$) erwirtschaftet werden, zusammen. Die Produktivitäten

hängen ihrerseits beim Kapital vom Technologiestand der Produktionsanlagen - neue Technologien sich leistungsfähiger - und beim Arbeitskräfteeinsatz vom Ausbildungsniveau, der Motivation, der Organisation des Arbeitsprozesses und anderen Faktoren ab. Im realen Wirtschaftsleben bedingen die Arbeits- und Kapitalproduktivität einander. Kann ein moderner Kapitalstock aufgrund des Fachkräftemangels nicht richtig genutzt werden oder bleibt er nicht ausgelastet - was letztendlich vom Faktor Mensch abhängt -, nützt die teuerste Technologie wenig.

Produktionsgleichung des BIP

$$\text{BIP} = (\text{AP} \times \text{A}) + (\text{KP} \times \text{K})$$

$$\text{wBIP} = (\text{wAP} + \text{wA}) + (\text{wKP} + \text{wK})$$

w = Wachstumsraten

Wachstum impliziert mehr und bessere Beschäftigung...

Unter sonst gleich bleibenden Bedingungen hängt also das BIP von der Höhe des Arbeitskräfteeinsatzes und seiner Arbeitsproduktivität proportional ab. Beides sind demografische Faktoren. Der Arbeitskräfteeinsatz wird z. B. durch die Bevölkerungshöhe, die Erwerbsquote und den Arbeitskräfteeinput (geleistete Arbeitszeit pro Jahr) determiniert. Auf die Bestimmungsfaktoren der Arbeitsproduktivität wurde bereits eingegangen (Motivation, Ausbildung, Organisation).

Damit wird verdeutlicht, wie die Demografie das Wirtschaftswachstum von der Angebotsseite bestimmt. Wie beeinflusst aber die Demografie das BIP von der Nachfrageseite?

...aber auch mehr Nachfrage

Jeder Laie weiß, dass, um Güter zu erwerben, nicht nur der Bedarf, sondern auch finanzielle Mittel vorhanden sein müssen. Ein noch so hoher „Nachholbedarf“ generiert kein BIP-Wachstum, wie viele euphorische Investmentbanken in ihren Emerging Markets-Studien undifferenziert behaupten. Was nützt ein solcher Bedarf, wenn die Länder keine Mittel haben, diesen durch Eigenproduktion oder Importe zu befriedigen? Anders formuliert: ein demografisch bedingtes Wirtschaftswachstum ist erst dann gesichert, wenn die Bevölkerungszahl wächst und die neu geborenen Bürger darüber hinaus über regelmäßiges Einkommen verfügen und dieses ausgeben. In den Modellen wird daher unterstellt, dass für den „Nachwuchs“ rechtzeitig genügend Arbeitsplätze durch Investitionen geschaffen wurden und sie dort Einkünfte erzielen können. Wenn ein Schwellenland zu wenig Eigenkapital für Investitionen hat, mit dem produziert und Einkommen erzielt wird, ist dies nicht unbedingt eine

Demografie und Konjunktur (BIP-Wachstum)

Neben Angebot und Nachfrage ist beim Wachstumsprozess auch Leistungswille notwendig!

Wachstumsbarriere. Es kann diese mit Krediten internationaler Geldgeber oder mit dem Kapital ausländischer Investoren fremd finanzieren. Erst wenn die Bürger Einkommen erzielen, kaufen sie Verbrauchs- und Gebrauchsgüter und nehmen mehr Energie- und Infrastrukturleistungen in Anspruch. Selbst wenn nur ein Teil dieser Zusatznachfrage befriedigt wird, kann der Wachstumsmotor der Konjunktur in Gang gesetzt werden.

Wie gezeigt, ist letztendlich die Demografie nur dann wachstumsrelevant, wenn sie gleichzeitig das Arbeitskräfteangebot und die kaufkräftige Nachfrage signifikant erhöht. Was noch fehlt, damit die Initialzündung zum Wirtschaftswachstum gelingt, ist ein entsprechender Leistungswille aller Wirtschaftssakteure. Was den Leistungswillen anbelangt, zählt gerade dieses Attribut zu dem wichtigsten Aktivposten der „aufstrebenden“ Länder (daher Bezeichnung: Emerging Markets). So viel die Theorie.

Das absolute BIP und das BIP-Pro-Kopf

Weitere einfache Gleichungen zeigen, dass das (absolute) BIP eines Landes sich aus der Multiplikation des durchschnittlichen BIP-Pro-Kopf mit der Bevölkerungszahl ergibt. Bei Wachstumsraten gilt entsprechend die Addition.

$$\text{BIP} = \text{BIP/Pro-Kopf} \times \text{Bevölkerungszahl}$$

$$\text{wBIP} = \text{wBIP/Pro-Kopf} + \text{wBevölkerungszahl}$$

w = Wachstumsraten

Besteht eine Kausalität zwischen den einzelnen Aggregaten? Ist die Demografie per se ein selbstständiger Wachstumsfaktor? Was sagen dazu die Statistiken ausgewählter Schwellenländer (Stand 2007)?

Land	Bevölkerungszuwachs 1990-2005	BIP-Wachstum 1980-2005	Einwohner 2005 in Mio.
Ägypten	1,9 %	4,9 % *	74
Chile	1,4 %	4,7 % *	16
Indonesien	1,4 %	7,8 %	221
Kasachstan	-0,7 %	3,2 % *	15
Mexiko	1,6 %	5,5 %	104
Nigeria	2,5 %	3,5 % *	132
Pakistan	2,3 %	5,2 % *	156
Polen	0,1 %	5,0 %	38
Rumänien	-0,4 %	3,1 % *	22
Südafrika	1,7 %	5,1 %	47
Tschechien	-0,1 %	3,3 % *	10
Türkei	1,6 %	7,4 %	72
Ukraine	-0,7 %	3,8 % *	47
Vietnam	1,6 %	6,7 % *	83
Summe			1.037
Welt			6.438
Anteil Schwellenländer in %			24,2

* 1997-2007

Quelle: *bfi, Fischer: Weltatmanach 2008, WTO*

Das absolute BIP-Wachstum generell höher als das Bevölkerungswachstum

Wie erwartet, sind in den jungen Gesellschaften (Indonesien, Nigeria, Türkei, Mexiko) zwischen 25 % und 40 % des Wirtschaftswachstums auf die demografische Komponente zurückzuführen. Wenn Nigeria 2007 um 6,3 % wuchs, entfielen davon allein 2,5 % auf die Demografie! Dagegen wird in den alternenden Gesellschaften der Transformationsländer Osteuropas das Wirtschaftswachstum mit nicht demografischen Faktoren (mehr Sachkapitaleinsatz, höhere Produktivitäten) generiert. Ein demografisch bedingtes Wirtschaftswachstum ist kein Alleinstellungsmerkmal der Schwellenländer, sondern es kommt auch in einigen Industrieländern vor. Die USA generieren z. B. seit Jahrzehnten etwa 0,6 % ihres BIP-Wachstums aus der Zuwanderung, vor allem aus Lateinamerika. 2 % bis 3 % des BIP-Wachstums sind dagegen im Schnitt „operativen“ Ursprungs.

Malthus „Bevölkerungsfalle“ erwies sich als Irrtum

Es gibt andererseits zahlreiche Gegenbeispiele, in denen die Demografie das Wachstum hemmt. Einigen Schwellenländern ist es trotz des hohen Bevölkerungswachstums nicht gelungen, den „Teufelskreis aus Armut und Unterentwicklung“ zu durchbrechen. Das Phänomen, bei dem das Wirtschaftswachstum im gleichen Tempo oder langsamer als die Bevölkerung ansteigt, ist seit Jahrhunderten bekannt. Nach der Bevölkerungslehre des englischen Ökonomen Thomas Robert Malthus (1766 - 1834) steigt die Bevölkerung exponentiell, die Nahrungsmittelproduktion aber nur linear an. Die Menschheit gleite unweigerlich in eine „Bevölkerungsfalle“. Dieser naive Erklärungsversuch für die Armut in der Dritten Welt gilt heute als überholt. Denn an der Bevölkerungszunahme kann es allein nicht liegen, behaupten Kritiker, wenn gewisse Länder in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung nicht vorankommen. Wie gezeigt

Demografie und Konjunktur (BIP-Wachstum)

wurde, verbessert die günstige Demografie eher die Wirtschaftsaussichten eines Landes. Vielmehr müssen die Schwellen- und Entwicklungsländer eine marktwirtschaftliche Ordnung schaffen und die Industrieländer ihnen notfalls dabei helfen, damit der Wachstumsmotor anspringt. Gerade aber bei marktwirtschaftlichen Reformen tun sich viele dieser – noch autokratisch regierten – Länder schwer.

Steigt das BIP, steigen auch die Unternehmensgewinne, falls das eventuelle Lohnwachstum nicht den ganzen Zuwachs für sich beansprucht. Was passiert aber mit den Unternehmensgewinnen, wenn das Pro-Kopf-Einkommen stagniert oder rückläufig ist? Werden diese ebenfalls stagnieren und die Börsenkurse belasten?

Höhere Gewinne bei weniger Pro-Kopf-Einkommen

Ein klares Nein ist die Antwort. Wenn BIP-Wachstum vorliegt, die Anzahl der Produzenten gleich bleibt und die Konsumgewohnheiten sich nicht ändern, wird deren Gewinn steigen, egal, wie sich die Bevölkerung und das Pro-Kopf-Einkommen verändern. Weist ein Land z. B. ein Bevölkerungs- und ein BIP-Wachstum von 10 % aus, erhöht sich das Pro-Kopf-Einkommen nicht. Gibt es in diesem Land aber nur einen Schuhproduzenten, kann dieser seinen Gewinn um 10 % erhöhen. Bevor die bevölkerungsbedingte Nachfragesteigerung sich nicht als nachhaltig erweist, wird dieser Produzent so schnell keinen Konkurrenten bekommen. Diese Elementarerkenntnisse sind wichtig für die Aktienkurse. Analysten schlagen oft falschen Alarm, wenn die Statistiken sinkendes Pro-Kopf-Einkommen registrieren.

Fazit:

Produktivität kann fehlendes Bevölkerungswachstum kompensieren

Generell stimuliert das Bevölkerungswachstum auch das Wirtschaftswachstum, steht aber mit diesem nicht in kausaler Beziehung. Ob nun trotz des Wirtschaftswachstums die einzelnen Einwohner reicher oder ärmer werden, ist für die Börse irrelevant. In der Realität der Schwellenländer steigen meistens alle vier Größen – die Bevölkerung, das BIP, die Unternehmensgewinne und das Pro-Kopf-Einkommen – gleichzeitig. Dieses Phänomen ist wichtig. So lange Wirtschaftswachstum vorliegt, steigen die Unternehmensgewinne, selbst wenn das Pro-Kopf-Einkommen sinkt. In den Industrieländern schrumpft im Wirtschaftsprozess dagegen in der Regel die Bevölkerung, während die drei anderen Faktoren grundsätzlich steigen.

Humankapital als eigenständiger Produktionsfaktor?

Was ist Humankapital?

Die Definition des Humankapitals ist nicht eindeutig und die Abgrenzungen zu den Begriffen Wissen, Fachkenntnisse, Leistungsvermögen oder Know-how

strittig. Vereinfacht ausgedrückt, stellt es den dritten Produktionsfaktor dar, der auch unter der Bezeichnung „Wissen“ oder „Technischer Fortschritt“ als eine weitere erklärende Variable in vielen BIP-Produktionsgleichungen vorkommt. Das Humankapital ist mobiler als das Sachkapital, wenngleich wiederum nicht so mobil wie das Finanzkapital. Es besitzt den Vorteil, einfacher übertragbar und vermehrbar zu sein. Materiell betrachtet, besteht das Humankapital einer Nation aus dem kumulierten Wissen (Grundlagenwissen, technisches Wissen) und den wirtschaftlichen und fachlichen Erfahrungen (Technologie, Prozessorganisation, Handelstalent) im Wirtschaftsprozess.

Wenn Humankapital demnach mehr Wachstum generieren kann, gilt zu fragen, wie es entsteht und ob sich einige Länder durch seinen „schnellen Aufbau“ Vorteile verschaffen können. Im realen Wirtschaftsleben bestehen diesbezüglich folgende Restriktionen und Besonderheiten:

Wie kann Humankapital generiert werden?

> Der Transfer des Grundlagenwissens kennt in der Globalisierungsära keine Grenzen und steht als „Weltwissen“ jedermann zur Verfügung. Sein Besitz bringt aber keinen ersichtlichen Vorteil, wenn es nicht im Produktionsprozess genutzt wird. Hierfür müssen wiederum erst Produktionsanlagen errichtet werden. Eine andere Situation liegt vor, wenn Wissen als Dienstleistung exportiert wird, die Produktionsanlage sich jedoch im Ausland befindet. Aber auch hier sind im Vorfeld teure Bildungsinvestitionen in das „Exportgut Wissen“ aufzubringen. Wie man es auch nimmt, Humankapital ist nicht kostenlos zu haben.

„Technologiediebstahl“ als Know-how-Gewinn wird wohl die Ausnahme bleiben

> Heute, wie vor Jahrhunderten, werden Technologien weiter einfach gestohlen, am liebsten an Ort und Stelle vom eigenen Joint-Venture-Partner. Rot-China soll auf diesem Gebiet besonders einfallsreich sein. Es ist denkbar, dass große Schwellenländer wie Mexiko oder Indonesien, sobald sie wirtschaftlich weiter an Gewicht gewinnen, diesem Beispiel folgen werden. Dennoch wird dieser Weg wohl eher die Ausnahme als die Regel sein.

Positive Wirtschaftsgesinnung als der „unsichtbare“ Wachstumstreiber?

> Skeptiker behaupten, Humankapital kann nur langfristig entstehen, weil es mit der Wirtschaftsgesinnung zusammen hängt. Generell ist hierunter eine moderne Denk- und Handlungsweise zu verstehen, die Werte wie Leistungsprinzip, Privateigentum und Marktwirtschaft bejaht. Hinderlich für eine positive Wirtschaftsgesinnung sind feudale Strukturen, religiöse Schranken, Stammes- und Sippen gesellschaften und alle Arten von Diskriminierung. Weil mit ihm konkrete Wertungen verbunden sind, ist die Anwendung dieses Kriteriums in der Analyse nicht unproblematisch. Der Analyst darf nicht bestimmten Gruppen geschweige denn ganzen Nationen

Demografie und Konjunktur (BIP-Wachstum)

einfach das Prädikat „bedingt leistungsfähig“ oder eine andere abwertende Beurteilung ausdrücken. Andererseits muss er die Realität beschreiben. (Anleger dürfen dagegen in ihrem Anlageverhalten offene Zurückhaltung üben und ihre Vorurteile laut aussprechen.) Wie die in vielen Schwellenländern gemachten Erfahrungen zeigen, liegt die Leistungsschwäche mancher Völker nicht so sehr im fehlenden Willen, sondern vielmehr in der unverschuldeten Unfähigkeit, modern zu wirtschaften. Die Wirtschaftsmentalität ist nicht von heute auf morgen zu erlernen. Das Scheitern der Entwicklungshilfe wird in so manchem Land südlich des Äquators an solchen Ursachen ausgemacht. Umgekehrt gibt es zahlreiche, von der Psychologie und der Ethik erarbeitete Erklärungsversuche für mutmaßliche Begabungen (Leistung, Handels- und Erfindungssinn, Intelligenz, Risikobereitschaft, hohe Lernfähigkeit) bestimmter Religionsgruppen (Juden, Protestanten) oder Nationen (Deutsche, Chinesen, Inder). Es leuchtet ein, dass sich die positive Wirtschaftsgesinnung fördernd auf die Arbeitsproduktivität auswirkt.

Fazit:

Die Begünstigung des Wirtschaftswachstums durch das Humankapital ist evident, wenngleich schwer zu messen. Die Wirtschaftsgesinnung ist ein wichtiger Bestandteil des Humankapitals. Aussagen hierzu können politisch brisant werden. Analysten, die diplomatisch vorgehen, werden in ihren Analysen nicht auf die mangelnde Wirtschaftsgesinnung, sondern umgekehrt auf bestimmte besonders leistungsfähige Gruppen oder Minderheiten als Wirtschaftsfaktor hinweisen müssen. Zu beachten bleibt, dass grundsätzlich eine vom Ausland kommende Kritik an der Wirtschaftspolitik eines Landes schnell zum Politikum werden kann! Die Wirtschaftsgesinnung stellt hier keine Ausnahme dar.

Dienstleistungssektor – leider kein zuverlässiger Indikator für den Entwicklungsstand eines Landes

Volkswirtschaften, die viel Humankapital einsetzen, müssten einen stark ausgebauten Dienstleistungssektor ausweisen. Zu ihnen zählen – wie oben ausgeführt – in erster Linie die alternden Industrienationen, die zur Humankapitalbildung wenig Alternativen haben. Ein Anleger, der auf das Thema Demografie setzt, wäre gut beraten, sich in dienstleistungsstarken Ländern zu engagieren. Was sagt die Empirie zu dieser Investmentidee? Kann tatsächlich erwartet werden, dass die Industrienationen hier einen Vorteil gegenüber den Schwellenländern haben werden?

Externe Kritik an der Wirtschaftsgesinnung birgt politischen Sprengstoff!

Verfügen Industriestaaten über mehr Humankapital?

Die Wirtschaftsgeschichte kennt drei „klassische“ Entwicklungsstufen

Bis zur Gegenwart durchliefen alle führenden Wirtschaftsnationen drei klassische „Entwicklungsstufen“. Begonnen haben sie als Agrarländer (primärer Sektor) und erreichten nach Jahrhunderten des Industriebaus (sekundärer Sektor) das Stadium der Dienstleistungsgesellschaft (tertiärer Sektor). Wenn heute von den führenden Ländern der Erde, also von Industriestaaten, gesprochen wird, ist dies insofern nicht korrekt, da diese klare Dienstleistungsländer sind. Was erstaunt: diesen Status genießen nicht nur sie allein. Die Dominanz des tertiären Sektors in der BIP-Struktur lässt sich ebenso gut in zahlreichen Schwellenländern feststellen. Es wird in diesem Zusammenhang von der „globalen Tertiarisierung“ gesprochen. Wie ist es möglich, dass sowohl die „reichen“ Industrieländer als auch die „armen“ Entwicklungs- und Schwellenländer die gleiche BIP-Struktur aufweisen?

Nach der allgemeinen Vorstellung besitzen die Industrieländer in der Breite mehr Humankapital/Know-how als die Schwellenländer, in denen dieses nur in wenigen geförderten Sonderwirtschaftszonen („Fortschrittsinseln“) anzutreffen ist. Industrieländer müssten demnach über einen stärker ausgebauten Dienstleistungssektor verfügen.

Dienstleistungssektor gleich stark in Schwellen- wie in den Industrieländern?

Der vermeintliche Widerspruch ist in der ungenügenden Entwicklungstiefe einzelner Sektoren in den Schwellenländern zu suchen. Diese haben de facto keinen von ihnen – Landwirtschaft, Industrie, Dienstleistungen – modern entwickelt. Wenn in den Volkswirtschaften der USA und der Ukraine die Landwirtschaft einen gleichen BIP-Anteil besitzt, wird es dennoch gravierende Unterschiede zwischen beiden Ländern geben, die sich z. B. in den Ernteträgern pro Hektar und anderen Ertragszahlen äußern werden.

Schwellenländer bei Exporten von Dienstleistungen oft sehr konkurrenzfähig, weil ...

In Ländern, die über wettbewerbsfähiges Humankapital verfügen, es aber aus verschiedenen Gründen im Inland (keine Nachfrage, unterentwickelte Produktionsbasis) nicht nutzen können, besteht die Möglichkeit, dieses zu exportieren. Dienstleistungen können in ehrgeizigen Schwellenländern zum Exportschlager werden. Vor diesem Hintergrund haben besonders die rohstoffarmen „Habenichtse“ in der Förderung des „exportfähigen Humankapitals“ ihre Chance erkannt, etablierten Industriestaaten auf Weltmärkten Paroli zu bieten.

... dazu wenig Kapital und kein Standortwechsel notwendig ist

Damit muss nicht einmal ein Standortwechsel eingehen. Heute benötigen Dienstleistungsanbieter oft nur eine geringe Kapitalbasis und können ihr Angebot von jedem beliebigen Teil der Erde anbieten (Call-Center, Analysten- und Ingenieurbüros, medizinische Dienstleistungen, Abrechnungsstellen, Verlage, Research, Forschungslabors). Englisch sprechende Spezialisten

lassen sich in der Globalisierungsära weltweit einsetzen. Sie sind selbstbewusst und suchen sich wirtschaftlich potente und gesetzgeberisch flexible Länder als Arbeitsstandorte aus. Dazu ein lehrreiches Beispiel: Während für die US-Greencard jedes Jahr tausende Kandidaten Schlange stehen, haben sich vor 10 Jahren für das bescheidene deutsche Kontingent von zehntausend IT-Spezialisten aus Nicht-EU-Ländern kaum Interessenten gemeldet. Das Projekt wurde im Vorfeld zerredet, kein Fachmann aus dem „unterbezahlten Ausland“ wollte im überbürokratisierten Deutschland arbeiten.

In der Praxis gibt es drei Formen des Dienstleistungstransfers

Gastarbeiter sind ein wichtiger Wirtschaftsfaktor

1. Im Mittelpunkt steht der „Export“ (aus der Sicht der Schwellenländer) von Fach- und Arbeitskräften, der Massencharakter annehmen kann. Gastarbeiter aus den Entwicklungsländern bedeuten für ihre Heimatländer einen doppelten Segen. Laut Weltbank arbeiteten 2005 etwa 70 Millionen Menschen in der Fremde und überwiesen 232 Mrd. USD nach Hause, was dem damaligen BIP Südafrikas entsprach. Von dieser Summe entfielen gut 70 % auf die Schwellen- und Entwicklungsländer. Heute machen die regulären Geldüberweisungen der Türken, Vietnamesen, Pakistanis oder Mexikaner 4 % bis 8 % des jährlichen BIP dieser Länder aus. Bedeutsamer als die jährlichen Dotierungen sind das Kapital und das Know-how, welches Rückkehrer ins Land mitbringen. Solche Geldspritzen lassen sich gut mit Konjunkturprogrammen mittlerer Größenordnung vergleichen. Migrationsbewegungen werden in Zukunft noch zunehmen. Mit der Öffnung der EU-Arbeitsmärkte dürfte es ab 2012 zu einer Westverschiebung am europäischen Arbeitsmarkt kommen. Fachkräfte aus Mitteleuropa (Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei) werden in den Westen strömen, die aus Südeuropa dagegen die entstandene Lücke in Mitteleuropa füllen. Die Dimension könnte signifikant ausfallen. Auch dazu ein überzeugender Vergleich: In den letzten fünf Jahren waren in Großbritannien und Irland über 800 Tausend Osteuropäer – davon 500 Tausend Polen – beschäftigt!

Migrationswellen werden bald an Bedeutung gewinnen

2. Von den temporären Beschäftigungsverhältnissen sind dauerhafte Migrationsbewegungen zu unterscheiden. Die typischen Einwanderungsregionen (USA, Kanada, Australien, Südamerika) verdanken ihren beispiellosen wirtschaftlichen Aufstieg in erster Linie den Zuwanderern. Heute gelten in Europa Spanien und Großbritannien als die beliebten Einwanderungsländer. Bis vor den letzten Unruhen genoss auch Südafrika diesen Status. Deutschland bleibt dagegen für qualifizierte Einwanderer wenig attraktiv. Im Gegenteil, seit 2001 wanderten etwa 800 Tausend Deutsche aus. Wie

Outsourcing nur in Länder mit qualifiziertem Humankapital

vor Jahrhunderten dürften im vereinten Europa vor allem die östlichen Länder (in Zukunft wahrscheinlich auch Russland) von der Migration profitieren.

3. Schließlich hat das Outsourcing ganzer Produktionsstätten und Sektoren oft einen demografischen Hintergrund. In den Billiglohnländern Rumänien und Bulgarien sind heute bei einem guten Fachangebot die Arbeitskosten mit etwa 3 Euro / Arbeitsstunde nur halb so hoch wie in Polen oder Tschechien und zehnmal niedriger als in Deutschland. In der Ukraine ist die Arbeitskraft noch billiger. Die zitierten Länder dürfen mit Recht hoffen, dass sich die Auslandsinvestoren mit beträchtlichen Direktinvestitionen in diesem „Eldorado“ für Kostensparer weiter niederlassen werden. Dennoch darf die „Outsourcingfantasie“ nicht überschätzt werden. Gerade das Beispiel Indiens mahnt zur Bescheidenheit: Das als „Büro der Welt“ bekannte Land erwirtschaftet gegenwärtig gerade 2 % des globalen Wertes an Dienstleistungen mit den Outsourcing-Aufträgen, obwohl etwa 20 % der Inder in diesem Sektor beschäftigt sind. Der Grund für dieses Ungleichgewicht liegt im internationalen Preisgefüge. Ein einfacher Angestellter einer westlichen Consulting-Firma dürfte im Jahr so viel verdienen, wie zwanzig Inder in einem Call-Center zusammen. Dennoch zählen beide Gruppen zu den Beschäftigten im Dienstleistungssektor.

Themen „Humankapital & Co.“ können schnell zu einer Anlagefalle werden!

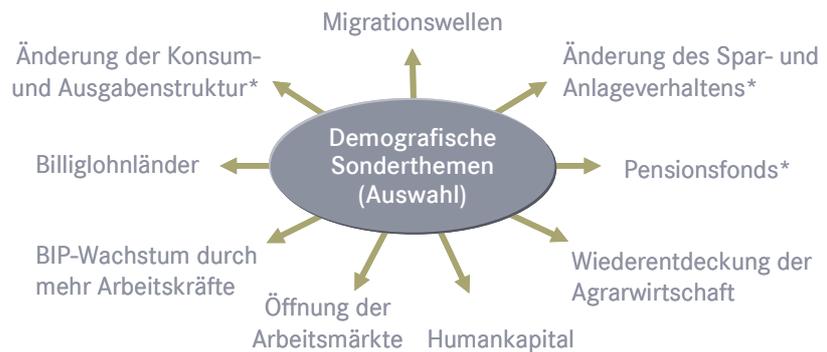
Fazit:

So viel versprechend die Idee klingen mag, sich mit Wissens- und Humankapitalexport einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil auf dem Weltmarkt zu schaffen, so stößt die Idee schnell an Grenzen. Der vorsichtige Investor sollte hier keine Wunder erwarten und seine Anlage nicht allein auf die Themen Humankapital, Dienstleistung oder Tertiarisierung abstellen. Denn an der Börse sind diese Konzepte keinesfalls ein Novum. Es müssen schon neue überzeugende Anlageargumente gefunden werden, wenn hierin erneut Kurschancen gesehen werden sollen. Generell formuliert, lässt sich die Thematik Humankapital & Co. nur in Verbindung mit anderen demografischen und nicht demografischen Aspekten zu einer Anlageidee bündeln.

Demografie und Kapitalmarkt

Der Anleger sollte sich im Klaren sein, dass der Katalog von Investmentthemen mit Demografiebezug sehr umfangreich ist. Letztendlich wird alles, was mit der Wirtschaft und der Konjunktur irgendwie zu tun hat, von ihr abhängen und diese vice versa beeinflussen. Dieser Fokus kann nicht auf alle Details eingehen. Die Auswahl beschränkt sich daher auf die wichtigsten Aspekte, von denen viele bereits andiskutiert wurden. Die mit „*“ gekennzeichneten Punkte werden etwas genauer untersucht.

Ein breiter Katalog von demografischen Investmentideen



Regionale Demografiegewinner sind Lateinamerika und Osteuropa

Ins Depot sollten Länder gewählt werden, auf die mehrere Anlagekriterien zugleich zutreffen. Konkret würden hier indirekte Anlagen (Zertifikate, Fonds) zum Thema „Osteuropa“ oder „Lateinamerika“ in Frage kommen, die vor allem als große Flächenländer zukünftig stärker von der Renaissance der Landwirtschaft profitieren werden. Denn auch die Themen Migration, Billiglohnländer und Pensionsfonds treffen auf diese Region verstärkt zu. Dagegen dürfte es auf der Ebene der Branchen und der Einzelunternehmen schwierig sein, konkrete Favoriten zu finden.

Sparverhalten weist viele demografische und ...

Demografie versus Spar- und Anlageverhalten

Es wird oft geltend gemacht, Konsumenten in den Industrieländern würden mit 50 Jahren ihren Konsumhöhepunkt überschritten haben. Ebenso wird behauptet, Personen mit einer höheren Ausbildung würden mehr sparen, was genauso auf Single mehr zutreffen soll als auf Familienväter. Schließlich belegen Statistiken, dass bestimmte Nationen mehr sparen als andere. Die sparsamen Deutschen wurden in Europa zuletzt auf diesem Gebiet von den Italienern, Spaniern und Belgiern überholt. Während die Ostasiaten Sparweltmeister sind, zählen die US-Amerikaner zu den größten Sparmuffeln auf diesem Planet. Zudem sind Zinsen in islamischen Ländern unüblich, womit

dem Sparen dort ein wichtiges Motiv genommen wird. Wie die ausgewählten Beispiele zeigen, haben demografische Ausprägungen und regionale Besonderheiten durchaus einen Einfluss auf das Sparverhalten der Wirtschaftssubjekte.



... nicht demografische Besonderheiten aus

Auf der anderen Seite determinieren nichtdemografische Faktoren wie die Einkommenshöhe (finanzielle Freiräume sind notwendig), die Konjunkturphase (konsumieren in der Hausse, sparen in der Baisse) oder die Wirtschaftspolitik (bei negativen Realzins wird nicht gespart) ebenso das Sparverhalten. Summa summarum lässt sich nicht definitiv feststellen, wovon das Sparverhalten konkret und am stärksten abhängt. Die Demografie wird dabei eine - je nach Land und Untersuchungszeitraum -, aber nicht unbedingt die wichtigste Rolle spielen.

Auch das Anlageverhalten basiert auf individuellen Präferenzen

Ähnliche Restriktionen sind beim Anlageverhalten anzutreffen. Ständen beim Sparen die Fragen „Wer?“ und „Wie viel?“ im Vordergrund, kommen hier weitere Frage nach der Art „In welchen Asset Klassen wird angelegt?“ und/oder „Welche Anlagestile soll das Investment verfolgen?“ hinzu.

Es ließen sich detaillierte Einzeluntersuchungen zum demografisch bedingten Anlageverhalten durchführen. Deren Nutzen ist allerdings zu bezweifeln. In der Vergangenheit ergaben diesbezügliche Studien kein eindeutiges Bild. Bereits beim Kriterium „Anlageverhalten in den einzelnen Ländern“ sind die Unterschiede enorm. Zwei Beispiele mögen diesen Sachverhalt verdeutlichen:

Beispiel 1: Spar- und Anlageverhalten der Deutschen:

Erkenntnisreich hierzu ist die Studie von der Allianz/Dresdner Bank zu den „Vier Anlagesünden der Deutschen“, in der gezeigt wird, wie diese zu einer im internationalen Bereich nur bescheidenen Rendite führen.



Die „Anlagesünden“ der Deutschen sind der Grund für die schlechte Rendite

Die Deutschen sind ungeschickt – so wird behauptet – in ihrem Anlageverhalten und ausgesprochene Aktienmuffel. Je nach Abgrenzung beträgt die Aktienquote hierzulande schon seit Jahrzehnten knappe 10 % bis 15 %. Andere Nationen, die wesentlich höhere Aktienquoten (bis 50 %) haben, freuen sich über deutlich bessere Anlagerenditen.

Beispiel 2: Spar- und Anlageverhalten in ausgewählten Schwellenländern

Sparquote ist nicht vom Einkommen abhängig

Interessant gestaltet sich z. B. das Sparverhalten in anderen Ländern, das keinesfalls von der Einkommenshöhe oder der Arbeitslosenquote abhängt.

Land	BIP-Pro-Kopf (in USD)	Sparquote des BIP	Arbeitslosenquote
Ägypten	1.440	16 %	10,5 % *
Indonesien	1.850	26 %	11,0 %
Kasachstan	6.050	33 %	7,8 %
Mexiko	5.900	20 %	3,6 % *
Nigeria	1.270	40 %	20,0 %
Polen	10.060	18 %	14,9 %
Rumänien	5.300	15 %	7,3 %
Südafrika	5.670	17 %	26,0 %
Türkei	8.300	20 %	9,9 %

* = starke Unterbeschäftigung

Quelle: bfa, Fischer: Weltalmanach 2008, WTO

Neben günstiger Demografie oft attraktive Aktienmärkte ...

Wird auf das Anlageverhalten im Ausland geschaut, erweist sich besonders lohnend ein Blick auf die Kapitalmärkte der Schwellenländer. Nach den sog. BRIC-Ländern (Brasilien, Russland, Indien, China) und den ostasiatischen Tiger-Staaten (Südkorea, Taiwan, Hongkong, Malaysia) dürften bald die „Schwellenländer der zweiten Reihe“, die heute ca. 18 % des weltweiten BIP auf sich vereinen, an Bedeutung gewinnen. Im Verhältnis zu ihrer Wirtschaftskraft besitzen viele dieser Newcomer noch sehr kleine, wenngleich agile und hoch moderne Aktienmärkte, was an der Stellung der Börse als makroökonomische Finanzierungsquelle (sog. Durchdringungskoeffizient) und der Stärke der Handelsaktivitäten der Börsianer an den Heimatbörsen (sog. Rotationskoeffizient) abzulesen ist. Daran gemessen sind die Aktienbörsen Chiles, Tschechiens, Südafrikas, Kasachstans und Ägyptens (relativ) weiter entwickelt als

... aber noch unterentwickelte Rentenmärkte in vielen Schwellenländern

in vielen Industrieländer, z. B. in Deutschland oder den USA. Auch die Börsenkapitalisierung der Aktienmärkte und die Anzahl der gehandelten Titel bieten dem Anleger genügend Anlageauswahl.

Die Rentenmärkte in der Region sind dagegen noch stark unterentwickelt und mit Blick auf die hohen Inflationsraten wenig interessant. Oft sind hier keine positiven Realzinsen zu erzielen. Kein Wunder, wenn gerade das „anleiheorientierte“ Kapital aus diesen Ländern nach sicheren Anlagen in den westlichen Industriestaaten sucht und dabei zum Großteil die dortigen Haushaltsdefizite finanziert. Anders ausgedrückt finanzieren die Sparer aus den „jungen Schwellenländer“ die defizitären Sozialsysteme in den „alten Industriestaaten“. Das ist ebenfalls ein unerwarteter Aspekt der globalen Demografie.

Land	Börsenwert zu BIP (2006)	Börsenumsätze zu BIP (04/2008)	börsennotierte Aktien (04/2008)
Ägypten	136 %	71 %	400
Chile	149 %	59 %	239
Indonesien	50 %	74 %	388
Kasachstan	106 %	48 %	72
Mexiko	48 %	30 %	357
Nigeria	73 %	30 %	212
Pakistan	53 %	165 %	680
Polen	57 %	41 %	408
Rumänien	31 %	18 %	65
Südafrika	292 %	57 %	414
Tschechien	45 %	120 %	36
Türkei	52 %	130 %	319
Ukraine	36 %	> 10 %	960
Vietnam	39 %	> 50 %	115

Quelle: World of Federation of Exchanges, WTO

Die Schwellenländer dürften in Zukunft den globalen Aktienmarkt stützen

Wenn sich in Zukunft der wirtschaftliche Fokus auf die Schwellenländer verschieben sollte, wird dieser Trend auch in den Industriestaaten zur Stärkung der Aktie führen. Denn einerseits dürfte sich – wie ausgeführt – weltweit der Anlagezins ermäßigen, was die Anleihen unattraktiver macht. Andererseits erwirtschaften gerade diese Länder immer höhere Handelsbilanzüberschüsse mit dem Westen. Drei Viertel der weltweiten Devisenreserven der Zentralbanken entfallen mittlerweile auf diese Region. In den letzten Monaten versuchten sie, ihre Überschüsse - z. T. über die Staatsfonds - in westlichen Beteiligungen „offensiver“ anzulegen. Die neue Strategie impliziert eine geringere Anlage in Staatsanleihen und eine höhere in Aktien. Ihr letztes Engagement in den in Not geratenen Banken bestätigt deutlich diese Vermutung. Dieser Trend wird sich in Zukunft verstärken.

Demografie und Kapitalmarkt

Bleiben langfristig die globalen Zinsen niedrig?

Wenngleich im Einfluss der Demografie auf dem globalen Kapitalmarkt in erster Linie länderspezifische Sondersituationen vorzufinden sind, soll es dennoch einige global gültige Trends geben. In Anlehnung an das Beispiel Japans – dort liegt der Zinssatz für 10jährige Staatsanleihen derzeit bei 1,6 % – wird angenommen, dass in den alternden Gesellschaften die Zinsen generell fallen werden. Die These wird dabei folgendermaßen begründet: Einerseits brauchen die „reichen“ Industriestaaten konjunkturbedingt immer weniger Geld, weil weniger konsumiert, kreditiert und produziert wird. Andererseits werden die sparsamen Schwellenländer immer höhere Überschüsse erwirtschaften und nach sicheren Anlagen suchen. Denn größere Beteiligungs- und Aktienkäufe sind aufgrund der Restriktionen westlicher Staaten noch begrenzt. Weil damit die Schere zwischen Angebot und Nachfrage auseinander geht, fällt der Preis des Geldes, der Zins.

Genauso wie von der Nationalität ließe sich das Anlageverhalten in Abhängigkeit von anderen demografischen Faktoren (Alter, Geschlecht, Ausbildung) darstellen. Aus Platzgründen können Detailfragen hier nicht diskutiert werden.

Fazit:

Es ist problematisch eine Anlagestrategie ausschließlich auf den demografischen Kriterien aufbauen zu wollen. Dennoch können diese Kriterien als eine wichtige Ergänzung im Investmentprozess angesehen werden, solange die anderen Relationen (z. B. Bewertung, Sentiment) stimmen. Aus den demografisch bedingten Verschiebungen im globalen Spar- und Anlageverhalten lassen sich zwei Haupttrends ableiten, die sich gegenseitig verstärken. Zum einen dürften die Aktienmärkte weltweit begünstigt werden, zum anderen dürften die Anlagezinsen niedrig bleiben oder sogar fallen.

Welche Branchen profitieren von wachsenden/schrumpfenden, welche von jungen/ alternden Gesellschaften

Demografische Niveau- und Strukturveränderungen

Es gilt in der Demografie zwischen den wachsenden/schrumpfenden und jungen/alternden Gesellschaften zu unterscheiden. Im ersten Fall wird von einer Niveau-, im zweiten von einer Strukturverschiebung gesprochen. Die demografischen Veränderungen verlaufen nicht konfliktfrei. Die im Falle schrumpfender Gesellschaften anzutreffenden Schlagzeilen wie „Krieg der Generationen“, „Methusalem-Komplott“, „Zivilisation der Euthanasie“ oder „Demografische Zeitenwende“ klingen schon etwas gespenstig!

Während die Thesen über die ökonomischen Auswirkungen demografischer

Niveaushiftungen relativ unkompliziert sind – der US-Ökonom Harry S. Dent Jr. konnte vor 150 Jahren eine enge Korrelation zwischen den demografischen und den Konsumzyklen nachweisen – wird die Aufdeckung „struktureller Gesetzmäßigkeiten“ komplizierter. Sie sind auch weniger „eindimensional“ als die obigen Schlagzeilen. Denn in struktureller Hinsicht gibt es in der Demografie sowohl Gewinner als auch Verlierer.

Die Ergebnisse lassen sich an einigen Beispielen exemplarisch demonstrieren:

Demografische Strukturtrends und ihre Branchenauswirkung

- > Jüngere Gesellschaften sind grundsätzlich mobiler. Diese Aussage impliziert, dass „ortshindernde“ Anschaffungen wie Wohnimmobilien und/oder langlebige Gebrauchsgüter (Möbelindustrie) tendenziell weniger nachgefragt werden.
- > Die Planungshorizonte fallen bei jüngeren Populationen kürzer aus. Dadurch stehen z. B. Finanzprodukte wie Lebensversicherungen und Sparprodukte weniger im Anlagefokus.
- > Junge Populationen sind grundsätzlich risikoreicher als ältere, mit der Folge, dass mehr auf Kredit gekauft und konsumiert wird. Profiteure sind alle Teilzahlungsbanken sowie Kreditkartenanbieter.
- > Der Trend zu Ein- und Wenig-Personen-Haushalten wird aufgrund der Bevölkerungsverjüngung zunehmen. Davon profitieren wiederum Betreuungsdienstleister, Sicherheitsdienste, Tourismus- und Freizeitkonzerne (Medien, Elektronik).
- > Alternde Industrienationen, die aus genannten Gründen das Humankapital fördern müssen, werden Technologiebranchen entwickeln müssen, die grundsätzlich als „Zulieferer“ der Sektoren Forschung und Entwicklung fungieren.
- > Alternde Gesellschaften dürften sich ebenso durch eine stärker ungleichgewichtige Einkommensverteilung auszeichnen, die aus längeren Ansparszeiten resultiert. Wer mehr besitzt, kann auch mehr ausgeben, wovon wiederum bestimmte Bereiche der Luxusgüterindustrie Vorteile haben.
- > Es ist unstrittig, dass in alternden Gesellschaften der Industriestaaten die Ausgaben für Bildung, Gesundheitspflege und Pharmaprodukte tendenziell zunehmen werden. Skeptiker warnen hierbei allerdings vor „Anlagefallen“. Bei diesen vermeintlichen Demografiegewinnern steht den Chancen das Risiko einer Sozialisierung infolge der Kostenexplosion gegenüber. In „sozialisierten Systemen“ bleibt wegen ideologischer Schranken wenig Spielraum für die Gewinne der Anbieter.

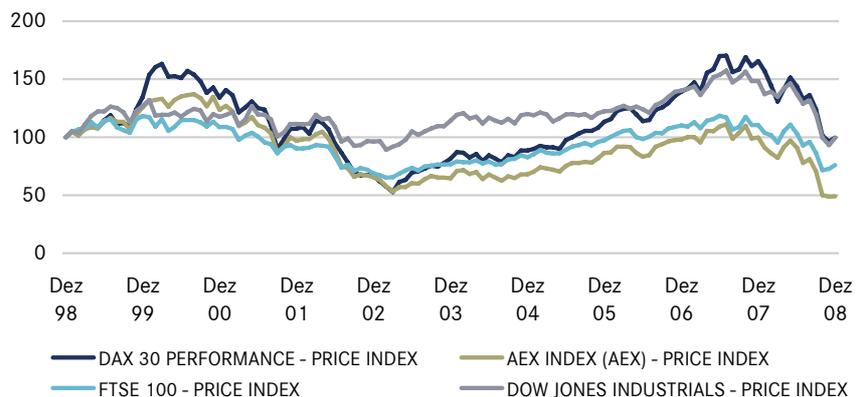
Kapitalgedeckte versus umlagefinanzierte Rente

Demografie, Pensionsfonds und Börse

In einem auf Kapitaldeckung basierendem Rentensystem bilden die Pensionsfonds das direkte Bindeglied zwischen der Demografie und der Börse. Je älter eine Gesellschaft, umso höher die aufgrund von langen Beitragszeiten kumulierten Mittel der Pensionsfonds, welche das Kapital der Versicherten verwalten. Die Pensionsfonds zeichnen sich durch einen eher risikofreudigen Anlagestil aus, d. h. sie legen ihre Mittel grundsätzlich längerfristig und stärker in Aktien an. Die langen Anlagehorizonte ermöglichen ihnen, schlechte Börsenzeiten besser zu überstehen.

Pensionsfonds in Osteuropa und Lateinamerika populär

Einige lateinamerikanische und osteuropäische Länder haben bereits vor Jahrzehnten ihre staatlichen Rentensysteme auf die Kapitaldeckung und Pensionsfonds umgestellt. In den Industriestaaten des Westens sind diese Formen dagegen weniger verbreitet. Hier dominiert neben der betrieblichen Altersversorgung immer noch das Umverteilungssystem. Nur die freiwillige Altersversorgung wird größtenteils über Pensionsfonds abgewickelt. Da in diesen Ländern die Beiträge zur den gesetzlichen (umverteilten) Renten ohnehin eine zu hohe Belastung der Beitragszahler darstellen, fallen die Mittel zur „freien“ Altersvorsorge entsprechend gering aus. Die Pensionsfonds sind deswegen – so u. a. in Deutschland – erst im Aufbau.



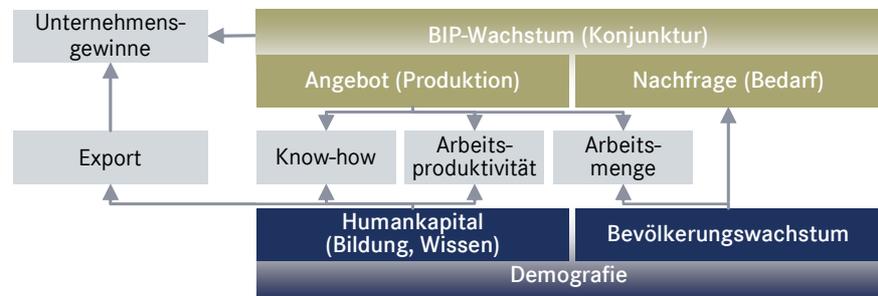
Quelle: Datastream

Pensionsfonds stabilisieren die Aktienmärkte

Ungeachtet dessen kann die stabilisierende Wirkung der regulär in diese Fonds fließenden Beiträge statistisch belegt werden. Länder wie die USA, Großbritannien oder die Niederlande verzeichnen eine geringere Volatilität ihrer Aktienmärkte.

Zusammenfassung

Die Demografie tangiert die Konjunktur über das Bevölkerungswachstum und das Humankapital, was die vereinfachte Grafik verdeutlicht:



Die konjunkturellen Impulse haben ihrerseits Auswirkungen auf die Börse, wobei die Demografie diese auch direkt beeinflussen kann (Pensionsfonds).

Ein Zertifikat und/oder
Regionalfonds auf
Lateinamerika/Osteuropa
hätte gute Chancen

Die regionalen Börsengewinner der sich hieraus ergebenden demografischen Trends sind Lateinamerika und Osteuropa, die sektoralen die Land- und Medienwirtschaft sowie die Technologiebranche. Der Anleger sollte daher in Finanzprodukte investieren, die diese beiden Aspekte am breitesten abdecken. Dagegen darf die Bedeutung der bis dato angepriesenen Branchen Pharma, Touristik, Finanzdienstleistungen und der „Freizeitindustrie“ als Profiteure der Demografie nicht überbewertet werden. Die darauf aufbauenden Konzepte berücksichtigen in ihrer Allokationsstrategie fast ausschließlich die Bevölkerungsstagnation und die Alterung in den „reichen“ Industrieländern. Daraus werden die wahrscheinlichen konjunkturellen Auswirkungen (gebremstes Wirtschaftswachstum, verändertes Konsum-, Spar- und Anlageverhalten) abgeleitet. Wenngleich dieser Ansatz im Prinzip richtig bleibt, ist er u. E. zu kurz gefasst. Denn die Demografie sollte als ein breiter gefasstes globales „Megathema“ angesehen werden, das zusätzlich solche Phänomene wie Migrationswellen, Humankapital, Arbeitskräftewanderungen, Investitionen in Billiglohnländer und andere berücksichtigt. Hieraus lässt sich ein deutlich breiteres Spektrum an Investmentthemen gewinnen.

apoFokus

apoResearch Anlageinformation

Deutsche Apotheker- und Ärztebank
Hauptverwaltung

apoResearch
Richard-Oskar-Mattern-Straße 6
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0
Internet: <http://www.apobank.de>

V.i.S.d.P.:
Uwe Zeidler

Layout und Produktion:
AMPK Publikationsmanagement

Druck:
Service-Druck Kleinherne GmbH & Co. KG
Bussardweg 5
.....