Der Abgang der Babyboomer: Folgen für Wirtschaft und Börsen

Demografie, Gewinnersektoren und Aktienquoten für zwei Generationen

Roland Rupprechter[1]

November 2026

Abstract

Diese Arbeit untersucht die Folgen des Abgangs der Babyboomer für die Realwirtschaft und die Kapitalmärkte in Österreich, der Schweiz, Deutschland, den USA und Japan und leitet Empfehlungen für zwei Anlegergenerationen ab. Ausgehend von der Lebenszyklushypothese von Modigliani und Brumberg (1954) zeigen wir, wie ein schrumpfendes Arbeitskräfteangebot und der Übergang der vermögendsten Jahrgänge vom Ansparen zum Entsparen auf Wachstum, Staatsfinanzen, Inflation, Zinsen und Vermögenspreise wirken.

Wir stellen die Literatur zur Asset-Meltdown-Hypothese von Mankiw und Weil (1989) bis Auclert et al. (2021) aktuellen Daten gegenüber: Nach der Federal Reserve halten die Babyboomer 52,5 Prozent des Nettovermögens der US-Haushalte und 54,5 Prozent der Aktien und Fondsanteile. Die Evidenz spricht für geringeres Wachstum, Druck auf die Pensionssysteme und eine allmähliche Verschiebung der Anlagenachfrage, nicht aber für einen Einbruch der Aktienkurse. Studien von Goldman Sachs, UBS, HSBC, Merrill Lynch, Morgan Stanley, der OECD und des IWF sind berücksichtigt.

Für Anleger benennen wir die Sektoren, die von Alterung und Arbeitskräfteknappheit profitieren, vor allem Gesundheit, Robotik, Automatisierung und künstliche Intelligenz, und schlagen altersabhängige Korridore für die Aktienquote vor: 90 bis 100 Prozent des liquiden

[1]Roland Rupprechter, Economic Research, R&B Wealth Management, Kreuzgasse 1a, 6850 Dornbirn; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management. Email: roland.rupprechter@rbvm.at. *Erklärung zum Einsatz von KI-Tools:* Diese Arbeit entstand unter punktuellem Einsatz der KI Claude (Anthropic). Inhaltliche Kernleistungen – darunter die Forschungsfrage, das Ziel, die Methodik, die Datenanalyse, sämtliche Berechnungen sowie das Fachwissen und das Layout – wurden vom Autor komplett eigenständig erbracht. Claude diente unter Anleitung als Assistenzwerkzeug zur Unterstützung bei der Recherche, zur Textkürzung, zur Überprüfung von Herleitungen sowie zum Abgleich von Quellen. Manche KI-generierte Textpassagen wurden vom Autor intensiv geprüft und erst nach Erreichen der inhaltlichen Ziele integriert. Zuletzt wurde das System für das Lektorat (Rechtschreibung und akademischer Stil) genutzt. Der Autor trägt die alleinige Verantwortung für den Inhalt der Arbeit.

Finanzvermögens unter 35 Jahren, 55 bis 70 Prozent beim Übertritt in den Ruhestand und 35 bis 50 Prozent im hohen Alter. Frauen sollten nicht weniger, sondern eher mehr Aktien halten als Männer.

Schlagwörter: Babyboomer · Demografischer Wandel · Lebenszyklushypothese · Asset Meltdown · Pensionskassen · Aktienquote · Renditereihenfolgerisiko.

JEL-Codes: D15, E21, G11, G12, G23, G51, H55, J11, J14, J26.

Nicht-technische Zusammenfassung

Zwischen 1946 und 1964 kamen in den USA, und etwa ein Jahrzehnt später im deutschsprachigen Europa, mehr Kinder zur Welt als je zuvor und je danach. Diese Babyboomer haben sechs Jahrzehnte lang Schulen, Arbeitsmärkte, Immobilienmärkte und Börsen geprägt. Nun scheiden sie aus dem Erwerbsleben aus: In den USA werden täglich mehr als 11.000 Menschen 65 Jahre alt, in Deutschland haben bis 2036 alle noch lebenden Babyboomer, rund 16,5 Millionen Menschen, das Rentenalter erreicht, und in Japan, wo die Entwicklung früher begann, ist bereits fast jeder Dritte 65 Jahre oder älter. Diese Arbeit fragt, was der Abgang dieser Generation für die Wirtschaft und die Börsen bedeutet und was Anleger unterschiedlichen Alters tun sollten.

Die wirtschaftlichen Folgen treten allmählich ein, reichen aber weit. Weniger Menschen im Erwerbsalter müssen das Einkommen für mehr Pensionisten erwirtschaften, Fachkräfte werden knapp, und die Kosten für Pensionen, Gesundheit und Pflege steigen. Internationale Organisationen wie der IWF und die OECD erwarten deshalb ein geringeres Wirtschaftswachstum, sofern die Menschen nicht länger arbeiten, mehr Frauen und Zuwanderer beschäftigt werden und die Produktivität steigt. Dieser letzte Punkt ist der hoffnungsvolle Teil: Alternde Länder investieren mehr in Roboter und Automatisierung, und künstliche Intelligenz kann den Mangel an Arbeitskräften lindern.

An den Börsen ist die Sorge verbreitet, die Babyboomer würden ihre Aktien gleichzeitig verkaufen und die Kurse zum Einsturz bringen. Wir zeigen, warum das unwahrscheinlich ist. Das Vermögen ist sehr ungleich verteilt, und die Haushalte, denen die meisten Aktien gehören, müssen sie nicht verkaufen, um ihren Ruhestand zu finanzieren; sie vererben sie. Pensionisten bauen ihre Ersparnisse zudem viel langsamer ab, als die Theorie erwarten lässt. Wahrscheinlich ist ein langsamer Wandel: Es fließt weniger neues Geld in Aktien, mehr wird in Anleihen und andere verzinste Anlagen umgeschichtet, und einzelne Sektoren gewinnen, andere verlieren. Zu den wahrscheinlichen Gewinnern zählen Gesundheit, Medizintechnik, Robotik, Automatisierung, künstliche Intelligenz und die Vermögensverwaltung.

Daraus folgen unsere Empfehlungen. Babyboomer sollten sich am Tag des Pensionsantritts nicht von Aktien trennen, denn der Ruhestand kann dreißig Jahre dauern; sie sollten eine Reserve für mehrere Jahre an Entnahmen sicher anlegen und etwa die Hälfte ihres liquiden Finanzvermögens in Aktien halten. Jüngere Anleger können sich nicht im selben Maß wie ihre Eltern auf die staatliche Pension verlassen und sollten eine hohe Aktienquote halten, regelmäßig sparen und weltweit streuen. Frauen leben länger und erhalten im Durchschnitt niedrigere Pensionen; sie sollten daher mindestens so viel in Aktien investieren wie Männer, früh beginnen und Anlageentscheidungen nicht anderen überlassen.

Inhaltsverzeichnis

Nicht-technische Zusammenfassung ... 3
1 Einleitung ... 6
2 Die Babyboomer und die demografische Wende ... 8
2.1 Die Babyboom-Jahrgänge in fünf Ländern ... 8
2.2 Von der demografischen Dividende zur Last ... 8
2.3 Der Rahmen: die Lebenszyklushypothese ... 11
3 Folgen für die Realwirtschaft ... 13
3.1 Arbeitsmarkt und Fachkräftemangel ... 13
3.2 Sozialsysteme und Staatsfinanzen ... 15
3.3 Inflation und Zinsentwicklung ... 16
3.4 Produktivität und Innovation ... 17
4 Länderprofile ... 18
4.1 Österreich ... 18
4.2 Schweiz ... 19
4.3 Deutschland ... 19
4.4 USA ... 21
4.5 Japan ... 21
5 Pensionskassen unter Entnahmedruck ... 22
5.1 Kapitaldeckung und Umlageverfahren ... 22
5.2 Liquidität und Anlagestruktur ... 22
5.3 Umverteilung zwischen den Generationen: das Beispiel Schweiz ... 23
6 Kapitalmärkte: Asset Meltdown oder allmähliche Anpassung? ... 24
6.1 Die Asset-Meltdown-Hypothese ... 24
6.2 Die empirische Evidenz ... 25
6.3 Konzentration, Erbschaften und Vermögensübertragung ... 27
6.4 Kapitalflüsse und Umschichtung: warum ein Crash unwahrscheinlich ist ... 28
6.5 Immobilien ... 29
7 Alternative Anlagen und Sammlerobjekte ... 29
8 Gewinner- und Verlierersektoren ... 31
8.1 Nachfrage: Gesundheit, Langlebigkeit und Seniorenwirtschaft ... 31
8.2 Robotik, Automatisierung und künstliche Intelligenz ... 32
8.3 Finanzdienstleistungen und Sektoren mit Gegenwind ... 34
9 Folgerungen für Anleger ... 34
9.1 Lebenszyklustheorie und Aktienquote ... 34
9.2 Babyboomer: Entnahmephase und Rendite reihenfolgerisiko ... 36
9.3 Die jüngere Generation ... 37

9.4 Sollen Frauen anders anlegen als Männer? 38
9.5 Empfohlene Aktienquoten für beide Generationen 39
10 Fazit und Ausblick 40
Literaturverzeichnis 44

1 Einleitung

Der Abgang der Babyboomer aus dem Erwerbsleben ist das am besten vorhersehbare makroökonomische Ereignis der ersten Hälfte des 21. Jahrhunderts. Wer in den nächsten zehn Jahren aus dem Arbeitsmarkt ausscheidet, wurde vor sechzig Jahren geboren; die Zahl dieser Menschen ist bekannt, ebenso die weit kleinere Zahl jener, die nachrücken. In den USA erreichen die Jahrgänge 1946 bis 1964 seit 2011 das Alter von 65 Jahren, und zwischen 2024 und 2027 sind es jährlich mehr als 4,1 Millionen Menschen, so viele wie nie zuvor (Fichtner 2024).[2] In Deutschland, wo der Babyboom rund ein Jahrzehnt später einsetzte, überschreiten bis 2036 rund 12,9 Millionen Erwerbspersonen das gesetzliche Rentenalter, knapp 30 Prozent aller Erwerbspersonen (Destatis 2022). Japan, dessen erste Babyboomer zwischen 1947 und 1949 geboren wurden, ist zwei Jahrzehnte voraus: 29,6 Prozent der Bevölkerung sind 65 Jahre oder älter (Statistics Bureau of Japan 2026).

Die wirtschaftliche Bedeutung dieses Übergangs liegt in der doppelten Rolle der Generation. Als Erwerbstätige stellten die Babyboomer die Arbeitskraft, die den Aufschwung der Industrieländer nach 1970 trug; Bloom, Canning und Sevilla (2003) haben diesen Beitrag als demografische Dividende beschrieben. Als Sparer bauten sie den größten privaten Vermögensbestand der Geschichte auf. Nach den Distributional Financial Accounts der Federal Reserve (2026) entfielen im zweiten Quartal 2026 auf die Babyboomer in den USA 52,5 Prozent des Nettovermögens der Haushalte und 54,5 Prozent der Aktien und Fondsanteile, obwohl sie nur rund ein Fünftel der Bevölkerung stellen. Beide Rollen kehren sich nun um. Die Lebenszyklushypothese von Modigliani und Brumberg (1954) sowie Ando und Modigliani (1963) sagt voraus, dass Haushalte im Erwerbsleben sparen und im Ruhestand entsparen; aus den Modellen überlappender Generationen von Samuelson (1958) und Diamond (1965) folgt, dass das Größenverhältnis zwischen sparenden und entsparenden Jahrgängen den Preis des Kapitals beeinflusst.

Aus diesen Prämissen sind zwei gegensätzliche Erzählungen entstanden. Die erste, die Asset-Meltdown-Hypothese, besagt, dass die Babyboomer die Vermögenspreise in der Ansparphase erhöht haben und sie drücken werden, sobald sie an eine kleinere Generation von Käufern verkaufen. Sie geht auf Mankiw und Weil (1989) zurück, die einen deutlichen Rückgang der realen Hauspreise vorhersagten, und für Finanzanlagen auf Bakshi und Chen (1994) sowie Schieber und Shoven (1997); Siegel (2005) hat sie für ein breites Publikum erörtert. Die zweite Erzählung, formuliert von Poterba (2001, 2004) und gestützt durch die Simulationsstudien von Börsch-Supan, Ludwig und Winter (2006) sowie Krueger und Ludwig (2007), hält die Wirkungen auf die Renditen für gering, weil Pensionisten ihr Vermögen langsam abbauen, weil vorausschauende Märkte ein absehbares Ereignis

[2] Die Alliance for Lifetime Income bezeichnet diese Jahre als „Peak 65“; die Zahl entspricht mehr als 11.200 Personen pro Tag.

vorwegnehmen und weil Kapital international mobil ist.[3] Eine verwandte Debatte betrifft Inflation und Zinsen: Goodhart und Pradhan (2020) erwarten, dass die Alterung beide erhöht, während Auclert et al. (2021) und der IWF (2025) davon ausgehen, dass die hohe Ersparnis älterer Haushalte die Realzinsen niedrig hält.

Die Debatte ist aus drei Gründen von mehr als akademischem Interesse. Erstens ist der Übergang keine Prognose mehr: Die Bevölkerung im Erwerbsalter schrumpft in Japan und Deutschland, und der von der OECD (2025a) beschriebene Arbeitskräftemangel beschränkt die Unternehmen. Zweitens werden die Einrichtungen, über die die Babyboomer gespart haben, von den Schweizer Pensionskassen über die 401(k)-Pläne in den USA bis zu den öffentlichen Pensionsfonds, von Nettokäufern zu Nettoverkäufern von Wertpapieren. Drittens müssen private Anleger beider Generationen jetzt entscheiden, wie viel Aktienrisiko sie tragen: die Babyboomer zu dem Zeitpunkt, zu dem sie Verluste am schlechtesten aufholen können, ihre Kinder in dem Wissen, dass die umlagefinanzierte Pension einen kleineren Teil ihres Einkommens ersetzen wird.

Diese Arbeit leistet vier Beiträge. Erstens stellt sie die demografischen Fakten für Österreich, die Schweiz, Deutschland, die USA und Japan auf vergleichbarer Grundlage zusammen, gestützt auf die World Population Prospects der United Nations (2024), und untersucht die Folgen für Arbeitsmärkte, Sozialsysteme, Inflation, Zinsen und Produktivität. Zweitens sichtet sie die theoretische und empirische Literatur zu Demografie und Vermögenspreisen und stellt sie aktuellen Daten zur Vermögensverteilung, zu den Pensionskassen und zu den Kapitalflüssen gegenüber; dabei werden Studien des IWF und der OECD sowie von Goldman Sachs, UBS, HSBC, Merrill Lynch und Morgan Stanley herangezogen. Drittens benennt sie die Sektoren, die durch Alterung und Arbeitskräfteknappheit gewinnen und verlieren, einschließlich alternativer Anlagen und Sammlerobjekte. Viertens leitet sie Empfehlungen für Babyboomer und für die jüngere Generation ab, schlägt altersabhängige Korridore für die Aktienquote vor und behandelt die Frage, ob Frauen anders anlegen sollen als Männer. Die Korridore der Tabelle 8, die Empfehlungen der Tabelle 9 und das Entnahmebeispiel der Abbildung 8 sind eigene Vorschläge und Berechnungen des Autors; sie sind keine empirischen Ergebnisse und im Text als solche gekennzeichnet.[4]

Die Arbeit ist wie folgt gegliedert. Kapitel 1 (das vorliegende Kapitel) dient als Einleitung, umreißt die Forschungsfrage und sichtet die bisherige Literatur. Kapitel 2 beschreibt die Generation der Babyboomer und die demografische Wende und legt den Rahmen der Lebenszyklushypothese dar. Kapitel 3 analysiert die Folgen für die Realwirtschaft. Kapitel 4 enthält Länderprofile für Österreich, die Schweiz, Deutschland,

[3] Abel (2001, 2003) zeigt, dass im Modell einer geschlossenen Volkswirtschaft weder ein Vererbungsmotiv noch rationale Erwartungen den vorhergesagten Rückgang des Kapitalpreises beseitigen; der Streit ist daher empirischer und nicht rein theoretischer Natur.

[4] Die Daten und Berechnungen zu den Abbildungen, zum Entnahmebeispiel und zum Sparbeispiel sind in einer gesonderten Arbeitsmappe dokumentiert, die dieser Arbeit beiliegt.

die USA und Japan. Kapitel 5 untersucht die Pensionskassen unter Entnahmedruck. Kapitel 6 erörtert die Kapitalmärkte und die Asset-Meltdown-Hypothese. Kapitel 7 wendet sich alternativen Anlagen und Sammlerobjekten zu, Kapitel 8 den Gewinner- und Verlierersektoren. Kapitel 9 leitet die Folgerungen für Anleger ab, einschließlich empfohlener Aktienquoten für beide Generationen und für Frauen, und Kapitel 10 enthält das Fazit und einen Ausblick.

2 Die Babyboomer und die demografische Wende

2.1 Die Babyboom-Jahrgänge in fünf Ländern

Der Begriff Babyboom bezeichnet den anhaltenden Anstieg der Geburtenzahlen in den Industrieländern nach dem Zweiten Weltkrieg. Der zeitliche Verlauf war unterschiedlich. In den USA begann der Boom unmittelbar nach Kriegsende und dauerte von 1946 bis 1964; in diesem Zeitraum wurden rund 76 Millionen Kinder geboren. Japan erlebte zwischen 1947 und 1949 einen kurzen, heftigen ersten Boom mit etwa 2,7 Millionen Geburten pro Jahr, dem von 1971 bis 1974 ein Echo folgte. Im deutschsprachigen Europa kam der Boom später, nach dem Wiederaufbau: In Deutschland wurden die starken Jahrgänge zwischen Mitte der 1950er- und Ende der 1960er-Jahre geboren, mit dem Höchststand von 1,36 Millionen Geburten im Jahr 1964; in Österreich wurde der Höchststand 1963 erreicht, in der Schweiz 1964.[5] Der anschließende Rückgang der Geburtenrate deutlich unter das Bestandserhaltungsniveau von 2,1 Kindern je Frau machte aus einer Ausbuchtung ein dauerhaftes Ungleichgewicht zwischen den Generationen.

Tabelle 1 fasst die Lage der fünf Länder zusammen. Die zeitlichen Unterschiede sind für Anleger von Belang. Japans erste Babyboomer sind inzwischen Ende siebzig, und das Land bietet zwei Jahrzehnte beobachtbarer Erfahrung mit einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung. In den USA erreichen die jüngsten Babyboomer 2026 das Alter von 62 Jahren, sodass die Generation das übliche Pensionsalter bis 2031 vollständig überschritten haben wird. In Deutschland, Österreich und der Schweiz erreichen die stärksten Jahrgänge, geboren um 1964, das Pensionsalter erst zwischen 2027 und 2031; der Höhepunkt des Übergangs steht noch bevor.

2.2 Von der demografischen Dividende zur Last

Die ökonomische Literatur beschreibt die erste Phase des demografischen Übergangs als Dividende. Sinkt die Geburtenrate, so steigt der Anteil der Bevölkerung im Erwerbsalter über mehrere Jahrzehnte, und das Einkommen pro Kopf wächst schneller als die

[5] Die statistischen Ämter grenzen die Jahrgänge unterschiedlich ab. Destatis (2022) verwendet die Geburtsjahre 1957 bis 1969, Deschermeier und Schäfer (2024) verwenden 1954 bis 1969; für die USA folgen wir der Abgrenzung der Federal Reserve (2026), 1946 bis 1964.

Produktion je Erwerbstätigen; Bloom, Canning und Sevilla (2003) führen einen erheblichen Teil des ostasiatischen Wachstumswunders darauf zurück, und Mason und Lee (2006) ergänzen eine zweite Dividende, die entsteht, wenn eine Bevölkerung in Erwartung eines längeren Ruhestands mehr Kapital bildet. Die Dividende ist jedoch ein Darlehen, kein Geschenk.[6] Sobald die starken Jahrgänge in den Ruhestand treten, kehrt sich die Rechnung um, worauf Cutler et al. (1990) früh hingewiesen haben. Nach Angaben der OECD (2025a) ist das Verhältnis der Personen ab 65 Jahren zu jenen im Erwerbsalter in ihren Mitgliedsländern von 19 Prozent im Jahr 1980 auf 31 Prozent im Jahr 2023 gestiegen und wird bis 2060 auf 52 Prozent steigen; zugleich schrumpft die Bevölkerung im Erwerbsalter um 8 Prozent, in einem Viertel der Mitgliedsländer um mehr als 30 Prozent.

Abbildung 1 zeigt den Altenquotienten der fünf Länder. In Japan kommen bereits 51 Personen ab 65 Jahren auf 100 Personen im Erwerbsalter, und bis 2050 soll der Wert auf 72 steigen. Deutschland, Österreich und die Schweiz folgen einem gemeinsamen Pfad, von heute 32 bis 38 auf 53 bis 54 im Jahr 2050. Die USA altern langsamer, von 29 auf 38, weil die Geburtenrate in der Vergangenheit höher war und die Zuwanderung anhält. Abbildung 2 ergänzt das Bild um die projizierte Veränderung der Bevölkerung im Erwerbsalter zwischen 2025 und 2050: ein Rückgang um 25 Prozent in Japan, um fast 16 Prozent in Österreich und Deutschland und um 9 Prozent in der Schweiz, dagegen ein leichter Zuwachs in den USA.[7] In Südkorea, Italien und China fällt der Rückgang noch stärker aus, was für weltweit gestreute Portfolios von Belang ist.

[6] Bloom, Canning und Sevilla (2003) betonen, dass sich die Dividende nicht von selbst einstellt; sie setzt voraus, dass die wachsende Bevölkerung im Erwerbsalter produktive Beschäftigung findet.

[7] Die Projektionen hängen stark von der angenommenen Nettozuwanderung ab. In seinen Szenarien erwartet das Schweizer Bundesamt für Statistik, dass die Erwerbsbevölkerung zwischen 2024 und 2055 allein wegen der Zuwanderung um 12,5 Prozent wächst (BFS 2025a).

Tabelle 1: Babyboom-Jahrgänge und demografische Kennzahlen der fünf Länder

Land	Babyboom-Jahrgänge (geburtenstärkstes Jahr)	Anteil der Bevölkerung ab 65 Jahren, 2000 / 2025 / 2050 (in %)	Altenquotient, 2025 / 2050	Bevölkerung im Erwerbsalter: Veränderung 2025–2050 (in %) / Jahr des Höchststands
Österreich	Mitte der 1950er- bis Ende der 1960er-Jahre (1963)	15,4 / 21,1 / 30,8	32,5 / 54,0	−15,8 / 2023
Schweiz	1946–1964 (1964)	15,3 / 20,4 / 30,2	31,5 / 53,1	−8,6 / 2024
Deutschland	Mitte der 1950er-Jahre bis 1969 (1964)	16,5 / 23,7 / 30,2	37,9 / 53,4	−15,5 / 1997
USA	1946–1964 (1957)	12,2 / 18,4 / 23,0	28,5 / 37,8	+3,7 / nach 2050
Japan	1947–1949 (1949); Echo 1971–1974	17,4 / 29,9 / 37,1	50,8 / 71,8	−25,0 / 1995
Welt	–	6,8 / 10,4 / 16,3	16,0 / 25,7	+14,0 / nach 2050

Anmerkungen: Altenquotient: Personen ab 65 Jahren je 100 Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren. Bevölkerung im Erwerbsalter: 15 bis 64 Jahre. Projektionen: mittlere Variante.
Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnungen auf Basis von United Nations (2024); Jahrgänge nach der Abgrenzung der statistischen Ämter.

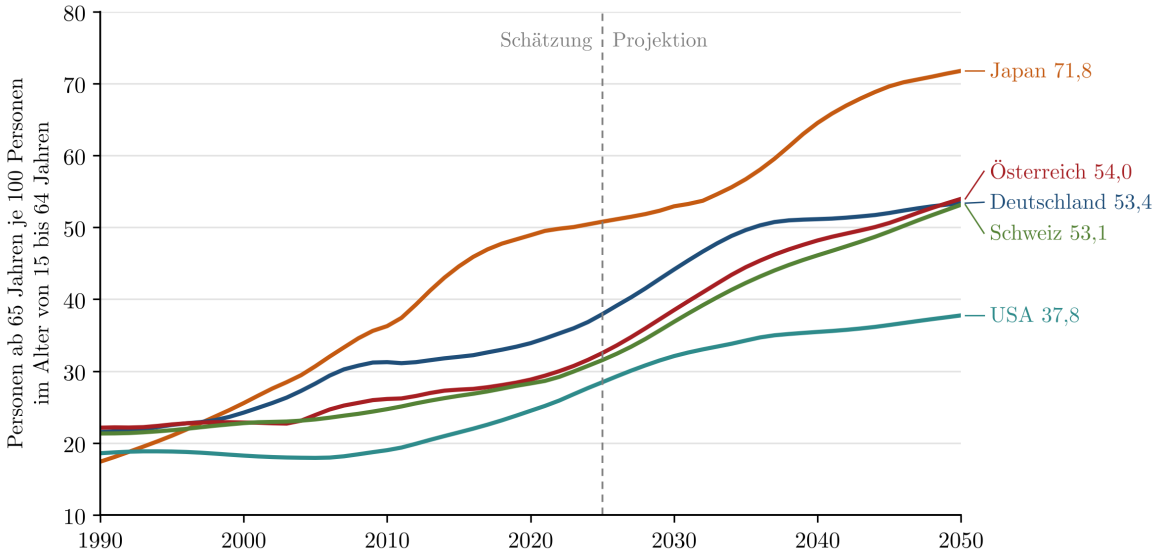


Abbildung 1: Altenquotient in Österreich, der Schweiz, Deutschland, den USA und Japan, 1990 bis 2050
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von United Nations (2024), mittlere Variante.

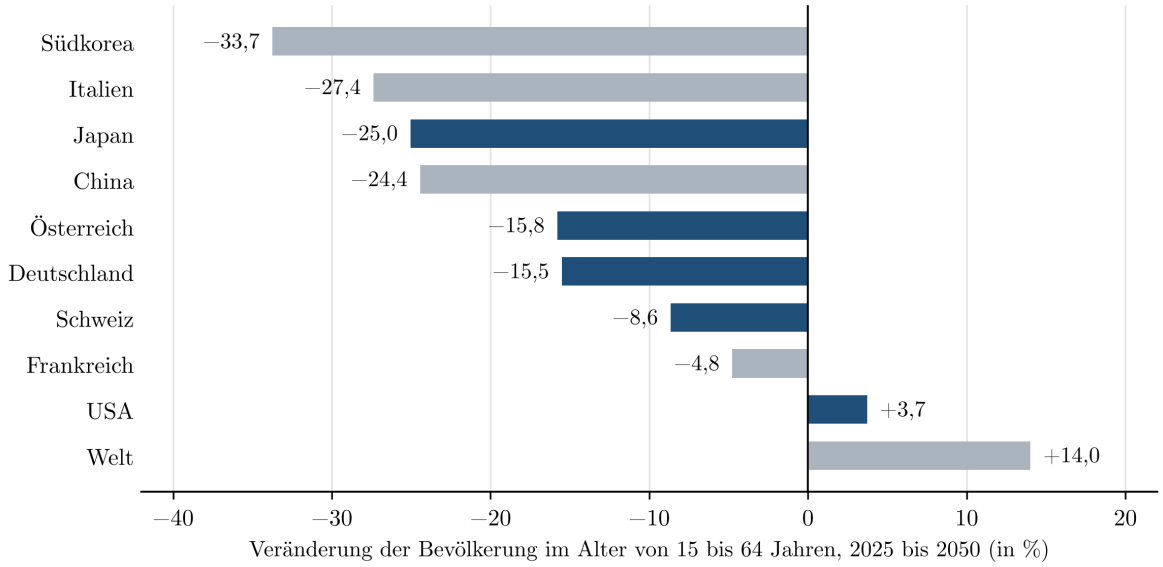


Abbildung 2: Projizierte Veränderung der Bevölkerung im Erwerbsalter, 2025 bis 2050
Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnungen auf Basis von United Nations (2024), mittlere Variante.

Die gesamtwirtschaftliche Folge ist ein langsameres Wachstum. Der IWF (2025) schätzt, dass das Wachstum der Weltwirtschaft zwischen 2025 und 2050 um 1,1 Prozentpunkte niedriger ausfällt als im Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2018 und dass der demografische Wandel rund drei Viertel dieses Rückgangs erklärt.[8] Das McKinsey Global Institute (2025) errechnet, dass die Alterung das Wachstum des BIP pro Kopf in den zuerst betroffenen Ländern bis 2050 um 0,4 Prozentpunkte pro Jahr verringert, sofern Produktivitätswachstum oder Arbeitszeit nicht deutlich steigen. Maestas, Mullen und Powell (2023) nutzen die Unterschiede zwischen den US-Bundesstaaten und zeigen, dass jeder Anstieg des Bevölkerungsanteils der Personen ab 60 Jahren um 10 Prozent das BIP pro Kopf zwischen 1980 und 2010 um 5,5 Prozent verringerte; zwei Drittel davon entfielen auf ein langsameres Wachstum der Arbeitsproduktivität, ein Drittel auf ein langsameres Beschäftigungswachstum.

2.3 Der Rahmen: die Lebenszyklushypothese

Das Bindeglied zwischen Demografie und Kapitalmarkt ist die Lebenszyklushypothese. In der Formulierung von Modigliani und Brumberg (1954) glätten Haushalte ihren Konsum über die Lebenszeit: Sie sparen in jungen Jahren wenig, bilden in den mittleren Jahren, wenn das Einkommen am höchsten ist, Vermögen und zehren es im Ruhestand auf.[9] Abbildung 3 veranschaulicht das stilisierte Profil und markiert die Position der

[8] Nach dem IWF (2025) überschreiten alle fortgeschrittenen und die größten aufstrebenden Volkswirtschaften bis 2035 den demografischen Wendepunkt, ab dem der Anteil der Bevölkerung im Erwerbsalter sinkt.

[9] Ando und Modigliani (1963) haben die gesamtwirtschaftliche Folgerung abgeleitet: Die Sparquote einer Volkswirtschaft hängt vom Wachstum der Bevölkerung und der Produktivität ab, nicht von der Höhe des Einkommens.

Babyboomer im Jahr 2026, die gerade die Schwelle zum Ruhestand überschreiten. In einer Volkswirtschaft mit überlappenden Generationen, wie sie Samuelson (1958) und Diamond (1965) analysiert haben, kaufen die mittleren Jahrgänge den Älteren die Vermögenswerte ab; folgt auf eine große Generation eine kleine, so gibt es mehr Verkäufer als Käufer, und der Preis des Kapitals muss sinken, damit der Markt geräumt wird. Feldstein (1974) hat ergänzt, dass ein umlagefinanziertes Pensionssystem die private Ersparnis verringert; wie stark die Wirkung ausfällt, hängt also von der Ausgestaltung des Pensionssystems ab.

Drei Einschränkungen sind für das Weitere wichtig. Erstens verhalten sich Haushalte nicht so, wie es das einfache Modell vorhersagt. Poterba, Venti und Wise (2011) zeigen, dass US-Haushalte ihr Immobilienvermögen und ihre Vorsorgekonten bis ins hohe Alter erhalten und vor allem nach Einschnitten wie dem Tod des Partners oder dem Eintritt in ein Pflegeheim darauf zurückgreifen; De Nardi, French und Jones (2010) erklären das langsame Entsparen der Älteren mit dem Risiko hoher Gesundheitsausgaben am Lebensende, und schon Yaari (1965) hat gezeigt, dass die Ungewissheit über die Lebensdauer ohne Leibrenten ein Grund zur Vorsicht ist.[10] Zweitens ist das Vermögen konzentriert: Ein großer Teil der Finanzanlagen gehört Haushalten, die sie nie verkaufen müssen und an ihre Erben weitergeben. Drittens sind die Kapitalmärkte global, während die Alterung in den einzelnen Ländern zeitlich versetzt verläuft.[11] Abbildung 4 fasst den Wirkungszusammenhang vom Abgang der Babyboomer bis zu den Fragen zusammen, die Anleger beschäftigen; sie gibt zugleich den Aufbau der folgenden Kapitel vor.

[10] Für Japan zeigt Horioka (2010), dass Haushalte im Ruhestand sehr wohl entsparen und dass das Entsparen im Zeitverlauf zugenommen hat; das Lebenszyklusmodell passt damit besser zu den japanischen Daten, als oft angenommen wird.

[11] Börsch-Supan, Ludwig und Winter (2006) zeigen, dass alternde Länder zunächst Kapital exportieren und es später, wenn sie entsparen, zurückholen.

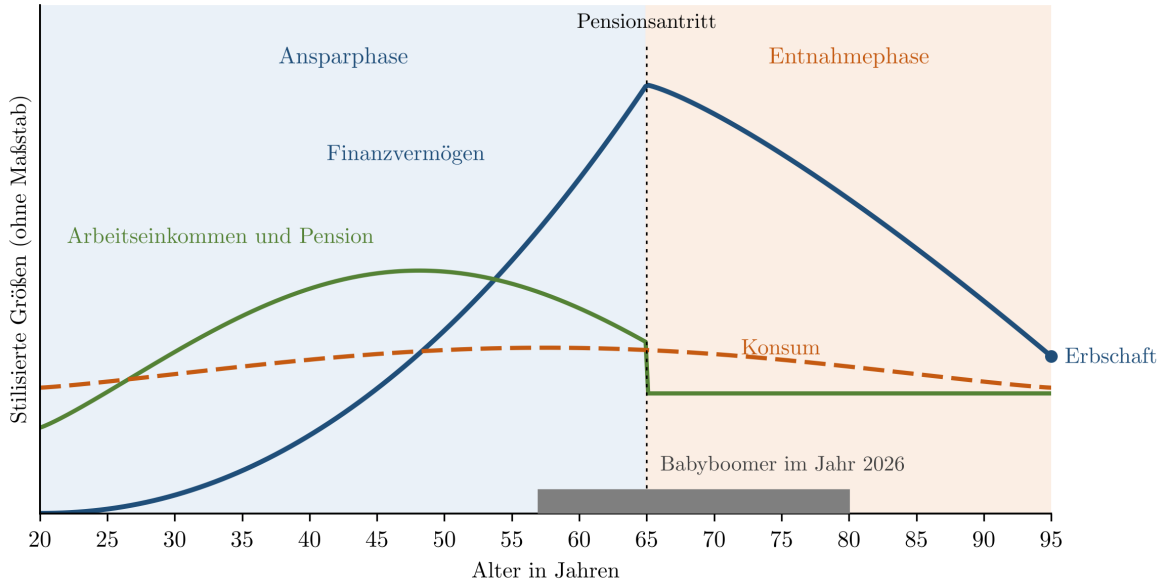


Abbildung 3: Stilisiertes Lebenszyklusprofil von Einkommen, Konsum und Finanzvermögen
Anmerkungen: Schematische Darstellung; die Kurven sind nicht aus Daten geschätzt. Der graue Balken markiert die Altersspanne der Babyboom-Jahrgänge der fünf Länder im Jahr 2026.
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Modigliani und Brumberg (1954).

3 Folgen für die Realwirtschaft

3.1 Arbeitsmarkt und Fachkräftemangel

Die erste und unmittelbarste Folge ist ein Rückgang des Arbeitskräfteangebots. Für Deutschland zählen Deschermeier und Schäfer (2024) für 2022 rund 19,5 Millionen Babyboomer; die bis 2036 noch lebenden rund 16,5 Millionen haben bis dahin alle das Rentenalter erreicht, während im selben Zeitraum nur etwa 12,5 Millionen junge Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten. In Österreich erreichte die Bevölkerung im Alter von 20 bis 64 Jahren 2024 mit 5,57 Millionen ihren Höchststand und wird bis 2040 um 256.000 Personen oder 4,6 Prozent kleiner sein (Statistik Austria 2025). In den USA hat die Pandemie einen Teil der Anpassung vorgezogen: Montes, Smith und Dajon (2022) führen einen erheblichen Teil des Rückgangs der Erwerbsbeteiligung nach 2020 auf Pensionierungen zurück, die über den früheren Trend hinausgingen. Börsch-Supan (2003) hat darauf hingewiesen, dass die Alterung zuerst am Arbeitsmarkt spürbar wird, wo sie die relativen Löhne, die Nachfrage nach Qualifikationen und die Produktionsstruktur verändert.

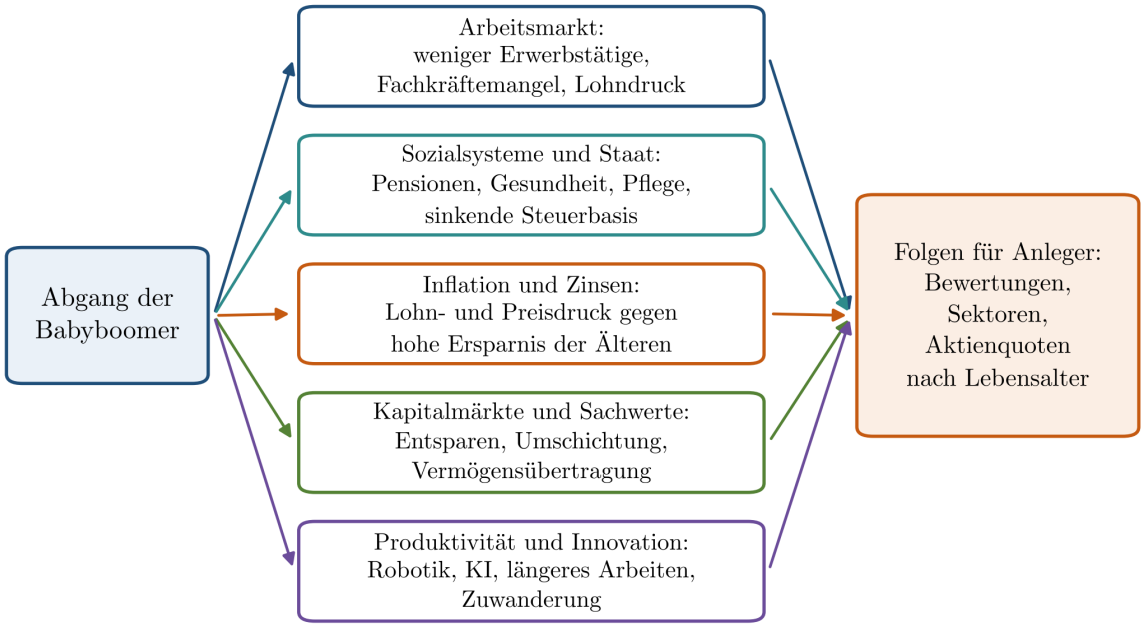


Abbildung 4: Wirkungszusammenhang vom Abgang der Babyboomer zu den Folgerungen für Anleger
Quelle: Eigene Darstellung.

Die Knappheit an Arbeitskräften hat drei Wirkungen, die für Anleger von Belang sind. Sie verschiebt die Verhandlungsmacht zu den Beschäftigten und erhöht die Lohnquote, was Goodhart und Pradhan (2020) betonen. Sie senkt das Produktionspotenzial dort, wo offene Stellen nicht besetzt werden können, vor allem in Gesundheit und Pflege, im Handwerk und in den technischen Berufen. Und sie erhöht den Ertrag jeder Investition, die Arbeit einspart; hier setzt die Sektoranalyse in Kapitel 8 an. Die OECD (2025a) erwartet, dass das Wachstum des BIP pro Kopf in ihren Mitgliedsländern bei unveränderter Politik von 1,0 Prozent pro Jahr im Zeitraum 2006 bis 2019 auf 0,6 Prozent pro Jahr zwischen 2024 und 2060 sinkt.[12]

Der Rückgang ist kein Schicksal. Goldman Sachs (2025a) dokumentiert in einer von Kevin Daly geleiteten Studie, dass sich das durchschnittliche Erwerbsleben in den Industrieländern seit 2000 von 34 auf 38 Jahre verlängert hat, selbst in Ländern mit kaum veränderten Pensionsgesetzen. Die Autoren fassen die verbesserte Leistungsfähigkeit älterer Menschen in die Formel, 70 sei das neue 53; sie deckt sich mit dem Ergebnis des IWF (2025), wonach ein 70-Jähriger im Jahr 2022 über die gleichen kognitiven Fähigkeiten verfügte wie ein 53-Jähriger im Jahr 2000. Japan zeigt das Potenzial: 2025 waren 9,4 Millionen Personen ab 65 Jahren erwerbstätig, 13,8 Prozent aller Erwerbstätigen, und von den 65- bis 69-Jährigen arbeitet mehr als die Hälfte (Statistics Bureau of Japan 2026).

[12] Die OECD (2025a) nennt die Mobilisierung älterer Erwerbstätiger, von Frauen und von Zuwanderern sowie ein höheres Produktivitätswachstum als wichtigste Ausgleichsquellen; keine von ihnen gleicht den demografischen Effekt allein aus.

3.2 Sozialsysteme und Staatsfinanzen

Umlagefinanzierte Pensionssysteme, die in Deutschland und Österreich dominieren und in der Schweiz, den USA und Japan die erste Säule bilden, hängen unmittelbar vom Verhältnis der Beitragszahler zu den Leistungsempfängern ab. Aaron (1966) hat gezeigt, dass die implizite Rendite eines solchen Systems der Wachstumsrate der Lohnsumme entspricht, also der Summe aus dem Wachstum der Beschäftigung und dem Wachstum der Löhne je Beschäftigten. Schrumpft die Beschäftigung, sinkt die implizite Rendite, und das System lässt sich nur durch höhere Beiträge, niedrigere Leistungen, ein höheres Pensionsalter oder Zuschüsse aus dem allgemeinen Haushalt im Gleichgewicht halten. Barr und Diamond (2008) betonen, dass auch kapitalgedeckte Systeme nicht immun sind: Pensionisten verbrauchen Güter und Dienstleistungen, die von den jeweils Erwerbstätigen erzeugt werden, und ein kapitalgedeckter Anspruch ist nur so viel wert, wie die nächste Generation für die Vermögenswerte zahlen kann und will.

Die fiskalischen Beträge sind erheblich. Die OECD (2025a) erwartet, dass die Ausgaben für Pensionen und Gesundheit im Durchschnitt der Mitgliedsländer bis 2060 um rund 3 Prozent des BIP steigen. In den USA wird der Treuhandfonds der Alters- und Hinterbliebenenversicherung nach den Projektionen der Treuhänder im vierten Quartal 2032 erschöpft sein; danach würden die laufenden Beiträge 78 Prozent der zugesagten Leistungen decken (Social Security Administration 2026). In Österreich erwartet das Büro des Fiskalrates, dass die Pensionsausgaben zwischen 2023 und 2030 je nach zugrunde gelegter Bevölkerungsprognose um 1,6 bis 1,7 Prozentpunkte des BIP steigen (Fiskalrat 2026). In Deutschland schreibt das im Dezember 2025 beschlossene Rentenpaket das Rentenniveau bis 2031 bei 48 Prozent fest, was die Anpassungslast auf die Beitragszahler und den Bundeshaushalt verlagert.[13]

Für Anleger hat der fiskalische Druck zwei Folgen. Erstens bleibt das Angebot an Staatsanleihen in alternden Volkswirtschaften reichlich, und mit der Verschuldung wächst die Versuchung, den realen Wert der staatlichen Verpflichtungen durch Inflation oder finanzielle Repression zu verringern.[14] Zweitens lässt sich die Großzügigkeit der staatlichen Pensionen nicht fortschreiben. Novy-Marx und Rauh (2011) haben für die Pensionspläne der US-Bundesstaaten gezeigt, dass die Zusagen, zu Marktzinsen bewertet, die ausgewiesenen Verpflichtungen weit übersteigen; dieselbe Logik gilt für die impliziten Verpflichtungen der Umlagesysteme. Für die jüngere Generation gewinnt die private Vorsorge an Bedeutung; davon geht Kapitel 9 aus.

[13] Das Paket weitet außerdem die Anrechnung von Kindererziehungszeiten aus und stellt ab Jänner 2026 bis zu 2.000 Euro Arbeitslohn im Monat steuerfrei, wenn Beschäftigte über die Regelaltersgrenze hinaus arbeiten („Aktivrente“).

[14] Finanzielle Repression bezeichnet Maßnahmen, die die Zinsen unter der Inflationsrate halten, etwa Vorschriften, die institutionelle Anleger zum Halten von Staatsanleihen verpflichten.

3.3 Inflation und Zinsentwicklung

Die Wirkung der Alterung auf Inflation und Zinsen ist der umstrittenste Teil der Debatte. Eine Denkschule hält die Alterung für disinflationär und zinssenkend. Eine Bevölkerung, die einen langen Ruhestand erwartet, spart mehr, und ein langsameres Wachstum der Erwerbsbevölkerung verringert die Investitionsnachfrage; beides senkt den realen Gleichgewichtszins. Carvalho, Ferrero und Nechio (2016) führen einen Rückgang des realen Gleichgewichtszinses um mindestens 1,5 Prozentpunkte zwischen 1990 und 2014 auf demografische Faktoren zurück, Gagnon, Johannsen und López-Salido (2021) einen Rückgang um etwas mehr als einen Prozentpunkt seit den 1980er-Jahren, und Eggertsson, Mehrotra und Robbins (2019) formalisieren die Hypothese der säkularen Stagnation, die Summers (2014) von Hansen (1939) wieder aufgegriffen hat.[15] Japan scheint diese Sicht zu bestätigen: Anderson, Botman und Hunt (2014) zeigen, dass die Alterung dort erheblichen deflationären Druck ausgeübt hat, und Shirakawa (2012), damals Gouverneur der Bank of Japan, hat früh auf den Zusammenhang zwischen demografischem Wandel und schwachem Wachstum hingewiesen.

Die Gegenposition, am prominentesten von Goodhart und Pradhan (2020) vertreten, hält die Vergangenheit für einen schlechten Ratgeber. Die Disinflation der drei Jahrzehnte nach 1990 habe den Eintritt der Babyboomer und der Arbeitskräfte Chinas und Osteuropas in das weltweite Arbeitskräfteangebot gespiegelt. Kehrt sich beides um, werden jene, die konsumieren, ohne zu produzieren, im Verhältnis zu den Erwerbstätigen zahlreicher, die Löhne steigen, und die Ersparnis sinkt, weil die Älteren entsparen, während die Ausgaben für Gesundheit und Pflege kaum auf Preise reagieren. Juselius und Takáts (2018) zeigen mit Daten für 22 Länder ab 1870, dass ein höherer Anteil der Jungen und der Alten mit höherer Inflation einhergeht und ein höherer Anteil der Bevölkerung im Erwerbsalter mit niedrigerer Inflation. Für den Euroraum kommen Bobeica et al. (2017) dagegen zum Ergebnis, dass die Alterung die Inflation dämpft.[16]

Beide Sichtweisen lassen sich teilweise vereinbaren, wenn Phasen unterschieden werden. Solange die Babyboomer in ihren Fünfzigern und frühen Sechzigern sind, ist ihre Ersparnis am höchsten und drückt die Realzinsen; sind sie in ihren Siebzigern und Achtzigern, hängt die Bilanz davon ab, wie schnell sie entsparen. Auclert et al. (2021) projizieren, dass die veränderte Altersstruktur die Vermögen im Verhältnis zum BIP erhöht und die Renditen für den Rest des Jahrhunderts senkt, weil die Älteren weit mehr Vermögen halten als die Jüngeren; der IWF (2025) kommt für die großen Volkswirtschaften zu einem ähnlichen Schluss. Mian, Straub und Sufi (2021) führen den Rückgang des natürlichen Zinses stärker auf die steigende Einkommensungleichheit zurück als auf die

[15] Hansen (1939) befürchtete in seiner Presidential Address vor der American Economic Association, ein langsameres Bevölkerungswachstum werde die Investitionen drücken; der folgende Babyboom widerlegte ihn für eine Generation.
[16] Aksoy et al. (2019) schätzen für 21 OECD-Länder, dass die Alterung Wachstum, Investitionen und Realzinsen senkt, und verbinden in einem theoretischen Modell Altersstruktur, Innovation und Wachstum.

Babyboomer als solche. Wir lesen die Evidenz so, dass die Alterung für sich genommen keine hohe Inflation erzeugt, dass angespannte Arbeitsmärkte und fiskalischer Druck die Inflation aber schwankungsanfälliger machen als in den drei Jahrzehnten vor 2020. Für Portfolios spricht das für Sachwerte und für Anleihen mittlerer Laufzeit, nicht für eine Wette auf eines der beiden Extreme.

3.4 Produktivität und Innovation

Ob die Alterung den Lebensstandard senkt, hängt von der Produktivität ab. Die pessimistische Sicht stützt sich auf zwei Beobachtungen. Feyrer (2007) zeigt, dass ein hoher Anteil der 40- bis 49-Jährigen an den Erwerbstätigen mit höherem Produktivitätswachstum einhergeht, eine alternde Belegschaft ihre produktivsten Jahre also hinter sich lässt; Jones (2022) zeigt in einem Wachstumsmodell, dass bei schrumpfender Bevölkerung das Wachstum des Wissens selbst zum Stillstand kommen kann, weil Ideen von Menschen hervorgebracht werden. Die optimistische Sicht stützt sich auf die Reaktion der Unternehmen. Acemoglu und Restrepo (2017) stellen im Ländervergleich keinen negativen Zusammenhang zwischen Alterung und dem Wachstum des BIP pro Kopf fest und erklären dies mit der rascheren Automatisierung in alternden Gesellschaften; in Acemoglu und Restrepo (2022) zeigen sie, dass der demografische Wandel einen großen Teil der internationalen Unterschiede im Einsatz von Industrierobotern erklärt. Graetz und Michaels (2018) schätzen, dass Roboter das jährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität in 17 Ländern zwischen 1993 und 2007 um 0,36 Prozentpunkte erhöht haben.[17]

Künstliche Intelligenz weitet diese Logik von manuellen auf kognitive Tätigkeiten aus. Brynjolfsson, Li und Raymond (2025) dokumentieren einen Produktivitätsgewinn von durchschnittlich 15 Prozent bei Beschäftigten im Kundendienst, denen ein Assistent auf Basis generativer KI zur Verfügung stand; am meisten gewannen die Unerfahrenen. Briggs und Kodnani (2023) von Goldman Sachs schätzen, dass generative KI das jährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität über zehn Jahre um rund 1,5 Prozentpunkte erhöhen könnte, während Acemoglu (2025) einen Zuwachs der totalen Faktorproduktivität von weniger als 0,7 Prozent über zehn Jahre errechnet. Die Spannweite der Schätzungen ist groß, und Rupprechter (2026) hat für das Asset Management gezeigt, wie weit der messbare Nutzen noch hinter der Verbreitung zurückbleibt.[18] Tabelle 2 fasst die fünf Felder dieses Kapitels zusammen.

[17] Acemoglu und Restrepo (2022) messen die Alterung am Verhältnis der Erwerbstätigen ab 56 Jahren zu jenen im Alter von 21 bis 55 Jahren.

[18] Längeres Arbeiten und Zuwanderung ergänzen die Technik. Der IWF (2025) schätzt, dass gesünderes Altern allein das jährliche Wachstum der Weltwirtschaft zwischen 2025 und 2050 um rund 0,4 Prozentpunkte erhöht; ein Maßnahmenpaket, das auch die Erwerbsbeteiligung der Frauen erhöht, bringt 0,6 Punkte.

Tabelle 2: Folgen des Abgangs der Babyboomer für die Realwirtschaft und für Anleger

Feld	Wirkungsweise	Evidenz	Bedeutung für Anleger
Arbeitsmarkt	Weniger Erwerbstätige, Fachkräftemangel, höhere Lohnquote	OECD (2025a); Deschermeier und Schäfer (2024); Maestas, Mullen und Powell (2023)	Druck auf die Margen arbeitsintensiver Branchen; Aufschlag für arbeitssparende Technik
Sozialsysteme und Staatsfinanzen	Weniger Beitragszahler je Pensionist; steigende Ausgaben für Pensionen, Gesundheit und Pflege	Aaron (1966); Barr und Diamond (2008); OECD (2025a)	Reichliches Angebot an Staatsanleihen; niedrigere staatliche Pensionen für die Jüngeren
Inflation und Zinsen	Hohe Ersparnis vor dem Ruhestand; Entsparen und Lohndruck danach	Goodhart und Pradhan (2020); Auclert et al. (2021); Juselius und Takáts (2018)	Schwankungsanfälligere Inflation; Sachwerte und Anleihen mittlerer Laufzeit
Kapitalmärkte und Sachwerte	Übergang vom Ansparen zum Entsparen; Umschichtung und Erbschaften	Poterba (2001); Abel (2003); Kopecky und Taylor (2022)	Geringere Zuflüsse, höhere Nachfrage nach laufenden Erträgen; kein Verkaufszwang (Kapitel 6)
Produktivität und Innovation	Automatisierung, künstliche Intelligenz, längeres Arbeiten, Zuwanderung	Acemoglu und Restrepo (2022); Brynjolfsson, Li und Raymond (2025); IWF (2025)	Strukturelle Nachfrage nach Robotik, Automatisierung und künstlicher Intelligenz (Kapitel 8)

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der zitierten Studien.

4 Länderprofile

Die fünf Länder teilen die demografische Richtung, unterscheiden sich aber im zeitlichen Verlauf, in der Ausgestaltung ihrer Pensionssysteme und in der Rolle, die Aktien im Vermögen der Haushalte spielen. Tabelle 3 fasst die Profile zusammen, die im Folgenden der Reihe nach beschrieben werden.

4.1 Österreich

Österreich altert auf dem mitteleuropäischen Pfad.[19] Nach Statistik Austria (2025) steigt der Anteil der Bevölkerung ab 65 Jahren von 20,5 Prozent im Jahr 2025 auf 26,2 Prozent im Jahr 2040 und 27,3 Prozent im Jahr 2050. Die Altersvorsorge ruht fast vollständig auf dem staatlichen Umlagesystem, das hohe Ersatzraten bietet und aus dem Bundeshaushalt mitfinanziert wird; betriebliche und private kapitalgedeckte Pensionen spielen eine geringe Rolle. Die 2026 in Kraft getretenen Reformen heben das Antrittsalter der Korridorpension schrittweise von 62 auf 63 Jahre und die erforderliche Versicherungszeit von 40 auf 42 Jahre an, führen eine Teilpension ein und sehen ab 2030 einen Nachhaltigkeitsmechanismus vor; das gesetzliche Pensionsalter der Frauen steigt bis 2033 von 60 auf 65 Jahre.[20]

[19] Nach United Nations (2024) steigt der Altenquotient Österreichs von 32,5 im Jahr 2025 auf 54,0 im Jahr 2050 (Tabelle 1).

[20] Die Pensionslücke der Frauen zählt zu den größten in der OECD: über 35 Prozent nach OECD (2025b), 39,4 Prozent nach der nationalen Berechnung zum Equal Pension Day 2026 (Sozialministerium 2026).

Für den Kapitalmarkt ist Österreich ein Fall versäumter Vermögensbildung. Weil die Babyboomer wenig in Wertpapieren gespart haben, löst ihr Abgang keine nennenswerten Aktienverkäufe aus; die Last trifft stattdessen den Staatshaushalt. Nur etwa 31 Prozent der Bevölkerung ab 16 Jahren besitzen Wertpapiere, 24 Prozent Fonds oder börsengehandelte Fonds und 18 Prozent Aktien (Wiener Börse 2026).[21] Die jüngere Generation, deren staatliche Pension dem Nachhaltigkeitsmechanismus unterliegen wird, hat daher am meisten davon, eigenes Aktienvermögen aufzubauen.

4.2 Schweiz

Die Schweiz verbindet eine umlagefinanzierte erste Säule (AHV) mit einer obligatorischen kapitalgedeckten zweiten Säule (BVG) und steuerbegünstigtem privatem Sparen. Das Bundesamt für Statistik erwartet, dass die Zahl der Personen ab 65 Jahren von 1,8 Millionen im Jahr 2025 auf 2,2 Millionen im Jahr 2035 und rund 2,7 Millionen im Jahr 2055 steigt und der Altenquotient von 33,0 auf 44,9 (BFS 2025a). Die Stimmberechtigten haben im März 2024 eine 13. AHV-Rente angenommen, die im Dezember 2026 erstmals ausbezahlt wird und mehr als 4 Mrd. CHF pro Jahr kostet, und im September 2024 die Reform der beruflichen Vorsorge abgelehnt. Die zweite Säule ist finanziell solide, mit einem durchschnittlichen Deckungsgrad von 117,1 Prozent Ende 2025 (OAK BV 2026), doch ihre Leistungen sind gesunken: Die Umwandlungssätze der Kassen dürften sich bis 2031 bei rund 5,2 Prozent stabilisieren, weit unter dem gesetzlichen Mindestsatz von 6,8 Prozent im obligatorischen Teil (Swisscanto 2026), und das VZ VermögensZentrum (2026) errechnet, dass die aus erster und zweiter Säule zusammen zu erwartenden Renten um 16 Prozent niedriger sind als 2002.

Das Schweizer Beispiel zeigt, dass die Kapitaldeckung die demografische Anpassung vom Staatshaushalt auf den Kapitalmarkt und die Versicherten verlagert. Inzwischen wird die Hälfte der Vorsorgeguthaben als Kapital und nicht als Rente bezogen (Swisscanto 2026); damit gehen Anlage- und Langlebigkeitsrisiko genau dann auf die Haushalte über, wenn ihre Risikotragfähigkeit abnimmt.[22]

4.3 Deutschland

Deutschland steht wie Österreich vor einem Rückgang der Bevölkerung im Erwerbsalter um rund 16 Prozent bis 2050 (Tabelle 1). Die 16. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung erwartet, dass die Zahl der Personen ab 67 Jahren bis 2038 um 4 bis 4,5 Millionen auf 20,5 bis 21,3 Millionen steigt (Destatis 2025). Die gesetzliche Rente wird im Umlageverfahren finanziert; das Rentenpaket vom Dezember 2025

[21] Die Umfrage wurde im Jänner 2026 unter 2.002 Personen durchgeführt.

[22] Neue Renten der beruflichen Vorsorge beliefen sich 2024 bei Frauen auf 1.227 CHF im Monat, bei Männern auf 2.042 CHF (BFS 2025b); der Unterschied spiegelt Teilzeitarbeit und Erwerbsunterbrechungen.

stabilisiert das Rentenniveau und schiebt die Anpassung damit auf, während eine Kommission Vorschläge für die Zeit nach 2031 erarbeiten soll.[23]

Tabelle 3: Altersvorsorge und die Rolle der Aktie in den fünf Ländern

Land	Pensionssystem	Jüngste Reformen und Ausblick	Haushalte und Aktien
Österreich	Staatliches Umlagesystem mit hohen Ersatzraten; kleine kapitalgedeckte Säulen	Korridorpension mit 63 nach 42 Versicherungsjahren; Teilpension; Nachhaltigkeitsmechanismus ab 2030; Pensionsalter der Frauen 65 bis 2033	Rund 31 Prozent besitzen Wertpapiere; Fonds und ETFs 24 Prozent, Aktien 18 Prozent
Schweiz	Drei Säulen: AHV (Umlage), BVG (kapitalgedeckt, obligatorisch), privates Sparen	13. AHV-Rente ab Dezember 2026; BVG-Reform 2024 abgelehnt; Rentenalter der Frauen 65 bis 2028	Deckungsgrad 117,1 Prozent; Umwandlungssätze um 5,2 Prozent bis 2031; Hälfte der Vorsorgeguthaben als Kapital bezogen
Deutschland	Staatliches Umlagesystem; betriebliche und private Vorsorge als Ergänzung	Rentenniveau von 48 Prozent bis 2031; „Aktivrente“ ab 2026; „Frühstart-Rente“ geplant	14,1 Millionen Besitzer von Aktien, Fonds oder ETFs, davon 4,9 Millionen unter 40 Jahren
USA	Social Security (Umlage); kapitalgedeckte 401(k)-Pläne, individuelle Vorsorgekonten und öffentliche Pensionspläne	Treuhandfonds nach den Projektionen 2032 (Alters- und Hinterbliebenenversicherung) bzw. 2034 (zusammen) erschöpft	Vorsorgevermögen von 51,2 Billionen USD; Babyboomer halten 54,5 Prozent der Aktien und Fondsanteile
Japan	Staatliche Umlagepension mit Reservefonds (GPIF); Betriebspensionen	Beschäftigung bis 65 zu sichern, bis 70 anzustreben; erweiterte steuerbefreite Anlagekonten (NISA) seit 2024	Bargeld und Einlagen 47,2 Prozent des Finanzvermögens der Haushalte; Ziel von 40 Prozent Wertpapieren bis 2040

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der in Kapitel 4 zitierten Quellen.

Das Vermögen der Haushalte in Deutschland besteht überwiegend aus Immobilien, Bankeinlagen und Versicherungsansprüchen, sodass der Abgang der Babyboomer den Aktienmarkt wie in Österreich kaum unmittelbar trifft. Die Aktienkultur wandelt sich jedoch. 2025 erreichte die Zahl der Personen, die Aktien, Aktienfonds oder börsengehandelte Fonds besitzen, mit 14,1 Millionen einen Höchststand; 4,9 Millionen von ihnen waren jünger als 40 Jahre (Deutsches Aktieninstitut 2026). Die demografische Last trifft also auf eine Generation, die zu investieren begonnen hat. Die Lücke bei den Alterseinkünften zwischen Frauen und Männern lag 2023 bei 27,1 Prozent, ohne Hinterbliebenenrenten 39,4 Prozent (Destatis 2024).

[23] Als erstes Element kapitalgedeckter Vorsorge im staatlichen System ist ein gefördertes Sparkonto für Kinder und Jugendliche von 6 bis 17 Jahren geplant („Frühstart-Rente“, 10 Euro im Monat).

4.4 USA

Die USA sind das Land, in dem der Abgang der Babyboomer und der Aktienmarkt am engsten verbunden sind, weil die Altersvorsorge weitgehend kapitalgedeckt und in Aktien angelegt ist. Das gesamte Vorsorgevermögen belief sich Mitte 2026 auf 51,2 Billionen USD, davon 19,9 Billionen USD in individuellen Vorsorgekonten (IRAs) und 15,0 Billionen USD in beitragsorientierten Plänen (ICI 2026). Morgan Stanley (2025b) schätzt, dass Amerikaner ab 55 Jahren über rund 124 Billionen USD verfügen, 73 Prozent des Vermögens der US-Haushalte. Zugleich steht das staatliche System unter Druck: Nach den Projektionen der Treuhänder sind die Treuhandfonds der Sozialversicherung zusammen im Jahr 2034 erschöpft; dann könnten 83 Prozent der zugesagten Leistungen bezahlt werden (Social Security Administration 2026).

Demografisch stehen die USA besser da als die vier anderen Länder. Die Bevölkerung im Erwerbsalter wächst noch leicht, und der Altenquotient wird 2050 nicht höher sein als jener Deutschlands heute. Das Anpassungsproblem ist eines der Verteilung. HSBC (2026) berichtet aus einer Befragung von fast 10.000 wohlhabenden Anlegern in zehn Märkten, dass die Befragten in den USA 2,6 Mio. USD für einen komfortablen Ruhestand für nötig halten und dass die Babyboomer 74 Prozent ihres Ziels angespart haben, die Generation X 55 Prozent und die Millennials 42 Prozent.[24]

4.5 Japan

Japan ist das Labor der Alterung. Die Bevölkerung im Erwerbsalter erreichte 1995 ihren Höchststand, und Personen ab 65 Jahren stellen 29,6 Prozent der Bevölkerung, ein Anteil, der nach den nationalen Projektionen bis 2045 auf 36,3 Prozent steigen soll (Statistics Bureau of Japan 2026; IPSS 2023). Drei Beobachtungen sind lehrreich. Erstens ist die Sparquote der Haushalte mit der Alterung gesunken, was Braun, Ikeda und Joines (2009) in einem Lebenszyklusmodell erklären; dennoch ist der Bestand an Finanzvermögen weiter gewachsen, auf 2.386 Billionen JPY im März 2026 (Bank of Japan 2026). Zweitens haben die Haushalte keine Aktien verkauft, weil sie kaum welche besaßen: Bargeld und Einlagen machen 47,2 Prozent ihres Finanzvermögens aus, gegenüber 10,7 Prozent in den USA und 31,1 Prozent im Euroraum. Drittens waren die Folgen der Alterung am deutlichsten bei Immobilien außerhalb der Ballungsräume zu sehen: Nach der Wohnungs- und Grundstückserhebung 2023 (Statistics Bureau of Japan 2024) standen 9,0 Millionen Wohnungen leer, 13,8 Prozent des Bestands.

Der japanische Aktienmarkt wird oft als Beleg für die Asset-Meltdown-Hypothese angeführt, weil der Nikkei 225 seinen Höchststand vom Dezember 1989 erst nach 34 Jahren

[24] Über alle Märkte stiegen die erwarteten Kosten des Ruhestands binnen eines Jahres um ein Fünftel auf 1,26 Mio. USD; davon hatten die Befragten 49 Prozent angespart. 77 Prozent erwarten, schrittweise aus dem Erwerbsleben auszuscheiden (HSBC 2026).

wieder erreichte. Der Schluss ist schwach begründet. Der Rückgang nach 1989 war das Platzen einer Bewertungsblase, und die Erholung nach 2012 fand bei schrumpfender Bevölkerung statt. Für europäische Anleger ist die Reaktion der Politik aufschlussreicher: Mit der Ausweitung der steuerbefreiten Anlagekonten (NISA) im Jahr 2024 will die Regierung die Ersparnisse der Haushalte von Einlagen in Wertpapiere lenken.[25]

5 Pensionskassen unter Entnahmedruck

5.1 Kapitaldeckung und Umlageverfahren

Pensionskassen sind die Einrichtungen, über die die Ersparnis der Babyboomer an den Kapitalmarkt gelangt ist, und bei ihnen wird das Entsparen zuerst sichtbar. Scharfstein (2018) argumentiert, dass eine Politik, die das Pensionssparen fördert, auch die Entwicklung der Kapitalmärkte fördert, und legt Fakten vor, die mit dieser Sicht weitgehend vereinbar sind. Tabelle 4 vergleicht die Systeme der fünf Länder. Im Umlageverfahren zeigt sich der Abgang eines starken Jahrgangs im Staatshaushalt und in den Beitragssätzen, bei Kapitaldeckung im Zahlungsstrom der Kassen. Eine Kasse mit jungen Versicherten nimmt mehr Beiträge ein, als sie auszahlt, und ist Nettokäuferin von Wertpapieren; eine reife Kasse zahlt mehr aus, als sie einnimmt, und muss die Differenz aus laufenden Erträgen, fälligen Anleihen oder Verkäufen decken.

Schieber und Shoven (1997) haben in den 1990er-Jahren projiziert, dass das private Pensionssystem der USA in den 2020er-Jahren aufhören werde, zur gesamtwirtschaftlichen Ersparnis beizutragen. Die öffentlichen Pensionspläne haben diesen Punkt bereits erreicht. Die öffentlichen Pensionspläne der USA weisen negative Nettozahlungsströme von rund 2 Prozent des Vermögens pro Jahr aus (Center for Retirement Research 2025), und Milliman (2026) schätzt den Deckungsgrad der 100 größten Pläne Mitte 2026 auf 88,7 Prozent.[26]

5.2 Liquidität und Anlagestruktur

Eine Kasse in der Entnahmephase braucht Liquidität und hat grundsätzlich einen kürzeren Anlagehorizont; beides spricht für einen höheren Anleihenanteil. Die privaten leistungsorientierten Pläne in den USA und in Großbritannien sind dieser Logik weitgehend gefolgt und haben ihre Anlagen auf ihre Verpflichtungen abgestimmt; Greenwood und Vissing-Jorgensen (2018) zeigen, dass die Nachfrage von Pensionskassen und Versicherern nach lang laufenden Anleihen groß genug ist, um in Ländern mit großen kapitalgedeckten

[25] Die Finanzstrategie der Regierung will den Anteil von Aktien, Investmentfonds und Anleihen am Finanzvermögen der Haushalte von 23 Prozent im März 2025 bis 2040 auf 40 Prozent erhöhen (Jiji Press 2026). Der staatliche Pensionsfonds GPIF hält seit 2020 die Hälfte seines Portfolios in in- und ausländischen Aktien.

[26] Das Center for Retirement Research (2025) weist auf breiterer Datenbasis und mit geglätteten Vermögenswerten für das Haushaltsjahr 2025 einen Deckungsgrad von 77,7 Prozent aus. Novy-Marx und Rauh (2011) zeigen, dass er weit niedriger ist, wenn die Verpflichtungen zu Marktzinsen abgezinst werden.

Systemen die Zinskurve abzuflachen. Die öffentlichen Pläne der USA sind den umgekehrten Weg gegangen. Andonov, Bauer und Cremers (2017) zeigen, dass öffentliche US-Pensionsfonds mit höherer Unterdeckung je Versichertem mehr Risiko eingehen, weil ihre Bilanzierungsregeln den Abzinsungssatz der Verpflichtungen an die erwartete Rendite der Anlagen knüpfen. Der Verwaltungsrat von CalPERS, dem größten dieser Fonds, hat befürwortet, den Anteil der Privatmärkte von 33 auf 40 Prozent anzuheben (Van Bramer 2026).[27]

In beitragsorientierten Systemen nehmen die Haushalte oder Standardprodukte die Umschichtung vor. Zielfonds (Target-Date-Fonds) verringern die Aktienquote nach einem festen Plan, je näher das geplante Pensionsjahr rückt; überschreiten die Babyboomer diesen Punkt, entsteht ein stetiger Strom von Aktien in Anleihen, der von den Bewertungen unabhängig ist. Gedämpft wird er dadurch, dass jüngere Sparer mehr Aktien halten als ihre Vorgänger: Nach Goldman Sachs (2025b) ist die Aktienquote in den 401(k)-Plänen von 66 Prozent im Jahr 2013 auf 71 Prozent im Jahr 2022 gestiegen. Hinzu kommt, dass Entnahmen aus steuerbegünstigten Konten in den USA ab dem Alter von 73 Jahren verpflichtend sind,[28] unabhängig vom Willen des Inhabers. Morgan Stanley (2024) schätzt, dass der Übergang vom Ansparen zum Entsparen den Vermögensverwaltern und Asset Managern bis 2028 zusätzliche Erträge von 400 Mrd. USD eröffnet, weil Pensionisten Beratung, Ertragsprodukte und Leibrenten benötigen.

5.3 Umverteilung zwischen den Generationen: das Beispiel Schweiz

Auch kapitalgedeckte Systeme sind nicht frei von Umverteilung zwischen den Generationen. In der Schweiz liegt der gesetzliche Mindestumwandlungssatz von 6,8 Prozent im obligatorischen Teil der zweiten Säule über dem Satz, der bei heutiger Lebenserwartung und heutigen Zinsen versicherungsmathematisch korrekt wäre. Jahrelang haben die Pensionskassen die daraus entstehenden Pensionierungsverluste aus den Erträgen auf dem Kapital der aktiven Versicherten gedeckt. Die Oberaufsichtskommission schätzt diese Umverteilung von den aktiven Versicherten zu den Rentnern für die Jahre 2014 bis 2023 auf 44,8 Mrd. CHF, im Durchschnitt 4,5 Mrd. CHF pro Jahr (OAK BV 2026 und frühere Berichte). Mit dem Zinsanstieg nach 2021 und der Senkung der Umwandlungssätze im überobligatorischen Teil kam die Umverteilung zum Stillstand; seit 2022 ist sie leicht negativ.[29]

[27] Ein illiquides Portfolio bei negativem Zahlungsstrom erhöht das Risiko erzwungener Verkäufe im Abschwung; das Virginia Retirement System etwa hat seine Zielquote für liquide Mittel von 1 auf 2 Prozent angehoben.
[28] Das Alter wurde 2023 von 72 auf 73 Jahre angehoben und steigt 2033 auf 75 Jahre (SECURE 2.0 Act).
[29] 2025 haben die Kassen die Altersguthaben der aktiven Versicherten im Durchschnitt mit 4,33 Prozent verzinst, nach 3,76 Prozent im Vorjahr (OAK BV 2026); Swisscanto (2026) weist für seine Stichprobe 4,7 Prozent aus.

Tabelle 4: Pensionssysteme, Wirkung des Abgangs der Babyboomer und Folgen für die Kapitalmärkte

System	Finanzierung und Anlage	Wirkung des Abgangs der Babyboomer	Folge für die Kapitalmärkte
Schweiz: berufliche Vorsorge (BVG)	Kapitalgedeckt; kollektive Anlage durch Pensionskassen; Deckungsgrad 117,1 Prozent	Mehr Rentner je aktiven Versicherten; Hälfte der Guthaben als Kapital bezogen; Umverteilung seit 2022 gestoppt	Höherer Liquiditätsbedarf; Kapital wandert von den Kassen in private Portfolios
USA: 401(k)-Pläne und individuelle Vorsorgekonten	Kapitalgedeckt; individuelle Konten; Aktienquote rund 71 Prozent	Steigende Entnahmen; Pflichtentnahmen ab 73 Jahren; Zielfonds bauen Aktien ab	Stetige Umschichtung von Aktien in Anleihen; Nachfrage nach Ertragsprodukten und Beratung
USA: öffentliche Pensionspläne	Teilweise kapitalgedeckt; Deckungsgrad 78 bis 89 Prozent; hoher Anteil riskanter Anlagen	Negativer Nettozahlungsstrom von rund 2 Prozent des Vermögens pro Jahr	Verkäufe liquider Anlagen; steigender Anteil der Privatmärkte; Liquiditätsrisiko
Deutschland und Österreich: gesetzliche Pension	Umlageverfahren; kein nennenswerter Kapitalstock	Weniger Beitragszahler je Pensionist; steigende Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt	Keine unmittelbaren Wertpapierverkäufe; höhere Staatsverschuldung; mehr private Ersparnis der Jüngeren
Japan: staatliche Pension mit Reservefonds	Umlageverfahren mit großer Reserve (GPIF), zur Hälfte in Aktien	Reserve wird über Jahrzehnte allmählich abgebaut	Regelgebundene Umschichtungen dämpfen die Marktbewegungen

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von OAK BV (2026), Swisscanto (2026), ICI (2026), Goldman Sachs (2025b), Milliman (2026) und Center for Retirement Research (2025).

Die Lehre reicht über die Schweiz hinaus: Wo garantierte Leistungen gesetzlich festgeschrieben sind und nur verzögert angepasst werden, trägt die aktive Generation die Kosten der Langlebigkeit. Jüngere Versicherte eines kollektiven Systems sollten ihre Ansprüche daher als politisch und demografisch gefährdet betrachten und sie durch eigenes Vermögen ergänzen.[30]

6 Kapitalmärkte: Asset Meltdown oder allmähliche Anpassung?

6.1 Die Asset-Meltdown-Hypothese

Die Hypothese, der Abgang der Babyboomer werde die Vermögenspreise drücken, hat eine klare theoretische Grundlage. Bakshi und Chen (1994) haben zwei Fassungen formuliert. Nach der Lebenszyklus-Anlagehypothese legen Haushalte in jungen Jahren mehr Vermögen in Wohneigentum an und mit zunehmendem Alter mehr in Finanzanlagen; nach der

[30] Dasselbe gilt für die im Umlageverfahren zugesagten Leistungen in Deutschland und Österreich; dort tragen Beitragszahler und Bundeshaushalt die Last (Kapitel 3.2).

Lebenszyklus-Risikoaversionshypothese nimmt die Risikoaversion mit dem Alter zu, sodass eine ältere Bevölkerung eine höhere Aktienrisikoprämie verlangt. Beide fanden in den US-Daten Bestätigung. Yoo (1994) berichtet einen negativen Zusammenhang zwischen dem Bevölkerungsanteil der 45- bis 54-Jährigen und den Renditen von Finanzanlagen, was zum Preisdruck des Jahrgangs passt, der am meisten spart. Abel (2003) leitet in einem Modell mit rationalen Erwartungen ab, dass ein Babyboom den Preis des Kapitals erhöht und dieser anschließend zurückfällt, und Brooks (2002) untersucht, wie der Babyboom und eine Reform der Sozialversicherung auf die Vermögensmärkte wirken.

Die konkreteste Vorhersage stammt von Geanakoplos, Magill und Quinzii (2004). In ihrem Modell überlappender Generationen bestimmt das Verhältnis der mittleren zu den jungen Erwachsenen das Kurs-Gewinn-Verhältnis in langen Zyklen, und die Autoren zeigen, dass dieses Verhältnis die Bewertung des US-Marktes im 20. Jahrhundert nachzeichnet. Liu und Spiegel (2011) von der Federal Reserve Bank of San Francisco verwendeten ein verwandtes Maß, das Verhältnis der 40- bis 49-Jährigen zu den 60- bis 69-Jährigen, und projizierten, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis des US-Marktes von rund 15 im Jahr 2010 auf 8,3 im Jahr 2025 fallen werde. Diese Prognose hat sich deutlich nicht erfüllt: 2025 wurde der US-Markt mit weit mehr als dem Doppelten des vorhergesagten Vielfachen bewertet.[31]

6.2 Die empirische Evidenz

Tabelle 5 versammelt die wichtigsten Studien. Den ersten systematischen Test hat Poterba (2001) vorgelegt; er fand keinen robusten Zusammenhang zwischen der Altersstruktur der US-Bevölkerung und den Renditen von Aktien, Anleihen oder Geldmarktpapieren und zeigte mit Haushaltsdaten, dass die Vermögensbestände nach dem Pensionsantritt nur allmählich sinken. Sein Schluss, in Poterba (2004) bekräftigt, lautet, dass die Wirkung des Abgangs der Babyboomer auf die Renditen gering sein dürfte. Der US-Rechnungshof kam zum selben Urteil (GAO 2006). Die internationale Evidenz spricht etwas stärker für eine demografische Wirkung. Ang und Maddaloni (2005) zeigen für ein Länderpanel, dass auf ein rascheres Wachstum des Anteils der Pensionisten niedrigere Überrenditen folgen; Goyal (2004) zeigt, dass die Abflüsse aus dem Aktienmarkt mit dem Bevölkerungsanteil der Personen ab 65 Jahren steigen; Arnott und Chaves (2012) stellen mit Daten für 22 Länder fest, dass ein wachsender Anteil der mittleren Jahrgänge die Aktienrenditen begünstigt, ein wachsender Anteil der Pensionisten sie dagegen belastet.

[31] Dass eine Punktprognose verfehlt wird, widerlegt den Zusammenhang nicht. Es zeigt, dass demografische Größen, die sich langsam bewegen, über zehn bis fünfzehn Jahre von Gewinnwachstum, Zinsen und der Zusammensetzung des Index überlagert werden.

Tabelle 5: Ausgewählte Studien zu demografischem Wandel und Vermögenspreisen

Studie	Daten und Vorgehen	Hauptergebnis
Mankiw und Weil (1989)	Wohnungsnachfrage nach Alter, US-Volkszählungsdaten	Deutlicher Rückgang der realen Hauspreise nach 1990 vorhergesagt; nicht eingetreten
Bakshi und Chen (1994)	USA; konsumbasiertes Modell mit Durchschnittsalter	Steigendes Durchschnittsalter erhöht die Nachfrage nach Finanzanlagen und die Risikoprämie
Poterba (2001)	Renditen in den USA; Haushaltsdaten	Kein robuster Zusammenhang zwischen Altersstruktur und Renditen; langsames Entsparen
Geanakoplos, Magill und Quinzii (2004)	Modell überlappender Generationen; USA und internationale Daten	Verhältnis der mittleren zu den jungen Erwachsenen erklärt lange Bewertungszyklen
Ang und Maddaloni (2005)	Langfristige Daten für fünf Länder und Panel von fünfzehn Ländern	Rascheres Wachstum des Anteils der Pensionisten senkt die Überrenditen
Krueger und Ludwig (2007)	Mehrländermodell überlappender Generationen	Kapitalrendite sinkt bis 2080 um rund 0,9 Prozentpunkte
Liu und Spiegel (2011)	Verhältnis der 40- bis 49-Jährigen zu den 60- bis 69-Jährigen, USA, 1954–2010	Kurs-Gewinn-Verhältnis von 8,3 für 2025 projiziert; nicht eingetreten
Arnott und Chaves (2012)	22 Länder, 60 Jahre	Mittlere Jahrgänge begünstigen Aktienrenditen; Pensionisten belasten sie
Auclert et al. (2021)	Haushaltsdaten aus 25 Ländern; Projektion bis zum Ende des Jahrhunderts	Alterung senkt die Vermögensrenditen und erhöht das Vermögen im Verhältnis zum BIP
Kopecky und Taylor (2022)	Lebenszyklusmodell mit Portfoliowahl, USA	Alterung senkt den sicheren Zins und erhöht die Aktienrisikoprämie

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der zitierten Studien.

Strukturmodelle mit internationaler Kapitalmobilität kommen zu kleinen Zahlen. Börsch-Supan, Ludwig und Winter (2006) zeigen, dass die Kapitalrendite nur wenig sinkt, wenn alternde Länder im Ausland anlegen können, und Krueger und Ludwig (2007) beziffern den Rückgang der Kapitalrendite für die USA als offene Volkswirtschaft zwischen 2005 und 2080 auf rund 0,9 Prozentpunkte. Favero, Gozluklu und Tamoni (2011) zeigen, dass die demografische Größe von Geanakoplos, Magill und Quinzii (2004) über die Dividendenrendite hilft, langfristige Renditen vorherzusagen; die Demografie wirkt demnach über Jahrzehnte, nicht über Jahre. Die jüngere Literatur verlagert die Frage von der Höhe der Preise auf die Zusammensetzung der Nachfrage. Kopecky und Taylor (2022) zeigen in einem Lebenszyklusmodell, dass die Alterung den sicheren Zins senkt und die Aktienrisikoprämie erhöht, weil ältere Haushalte sichere Anlagen bevorzugen; Auclert et al. (2021) projizieren, dass die Alterung im 21. Jahrhundert die Vermögensrenditen senkt, das Vermögen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung aber erhöht; nach unserer Lesart spricht das gegen einen Einbruch der Vermögenswerte.[32]

[32] DellaVigna und Pollet (2007) zeigen, dass Nachfrageveränderungen, die sich fünf bis zehn Jahre im Voraus absehen lassen, die jährlichen Branchenrenditen vorhersagen, obwohl die Information öffentlich ist; sie erklären das mit mangelnder Aufmerksamkeit für die fernere Zukunft.

6.3 Konzentration, Erbschaften und Vermögensübertragung

Warum ist der Meltdown ausgeblieben, obwohl die ersten Babyboomer vor fünfzehn Jahren in den Ruhestand getreten sind? Die Antwort liegt in der Verteilung des Eigentums. Abbildung 5 zeigt die Anteile der Generationen und Altersgruppen am Nettovermögen der US-Haushalte und an ihrem Bestand an Aktien und Fondsanteilen.[33] Die Babyboomer halten 52,5 Prozent des Nettovermögens, 97,4 Billionen USD, und 54,5 Prozent der Aktien und Fondsanteile; Haushalte mit einer Bezugsperson ab 70 Jahren halten 40,5 Prozent aller Aktien. Der Anteil der Babyboomer am Nettovermögen ist seit dem Höchststand von 57,6 Prozent im Jahr 2016 nur mäßig gesunken. Entscheidend ist die Konzentration innerhalb der Generation: Den vermögendsten 10 Prozent der US-Haushalte gehören 88,0 Prozent der Aktien und Fondsanteile (Federal Reserve 2026). Für diese Haushalte sind Aktien keine Quelle von Ruhestandseinkommen, die aufzulösen wäre, sondern Vermögen, das weitergegeben wird.

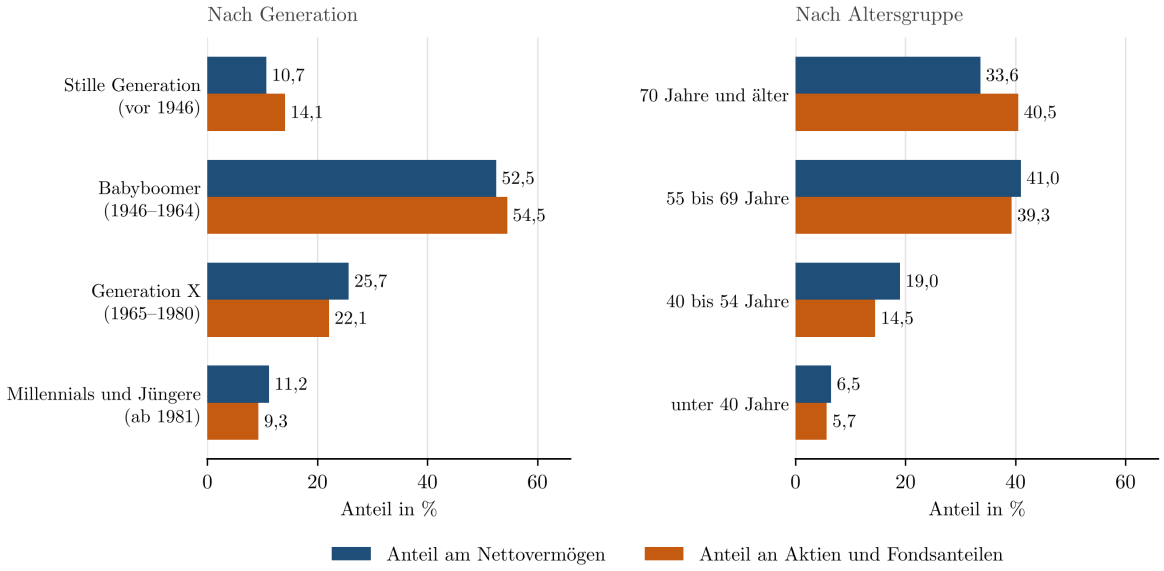


Abbildung 5: Anteile der Generationen und Altersgruppen am Nettovermögen und am Aktienbestand der US-Haushalte, zweites Quartal 2026
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Federal Reserve (2026).

Das von Poterba, Venti und Wise (2011) sowie De Nardi, French und Jones (2010) belegte langsame Entsparen hat somit eine einfache Ergänzung: Ein großer Teil des Vermögens der Babyboomer wird nicht verbraucht, sondern vererbt. UBS (2025a) schätzt, dass in den nächsten 20 bis 25 Jahren weltweit mehr als 83 Billionen USD übertragen werden, davon 9 Billionen USD zwischen Ehepartnern und 74 Billionen USD zwischen den Generationen; allein auf die USA entfallen mehr als 29 Billionen USD. Eine Übertragung ist kein Verkauf. Ob geerbte Aktien verkauft werden, hängt von den Vorlieben der Erben ab, und hier deutet

[33] Die Distributional Financial Accounts gliedern die Haushalte nach dem Geburtsjahr der Bezugsperson: vor 1946 (Stille Generation und früher), 1946 bis 1964 (Babyboomer), 1965 bis 1980 (Generation X), ab 1981 (Millennials und Jüngere).

die Evidenz auf eine veränderte Zusammensetzung, nicht auf eine Auflösung: Nach der Bank of America Private Bank (2024) bezweifeln fast drei Viertel der vermögenden Anleger im Alter von 21 bis 43 Jahren, dass sich mit Aktien und Anleihen allein überdurchschnittliche Renditen erzielen lassen, und zeigen größeres Interesse an alternativen Anlagen.[34]

6.4 Kapitalflüsse und Umschichtung: warum ein Crash unwahrscheinlich ist

Zu erwarten ist eine Veränderung der Kapitalflüsse. Die Haushalte sind mit einem direkten Anteil von 38 Prozent die größten Eigentümer von US-Aktien, und Goldman Sachs (2025b) erwartete für 2025 Käufe im Umfang von 425 Mrd. USD; der Abgang der Babyboomer hat die Haushalte bisher offenkundig nicht zu Nettoverkäufern gemacht. Mit zunehmendem Alter der Generation verringern drei Wirkungen die Nettonachfrage nach Aktien: Die Beiträge zu den Vorsorgeplänen enden, Zielfonds und Berater schichten in Anleihen um, und Pflichtentnahmen erzwingen Abflüsse. Fagereng, Gottlieb und Guiso (2017) belegen mit norwegischen Registerdaten, dass Haushalte ihre Aktienquote schon deutlich vor dem Pensionsantritt zu senken beginnen und dass viele den Aktienmarkt danach ganz verlassen.[35] Die Vorliebe älterer Anleger für regelmäßige Erträge verändert auch die Art der nachgefragten Aktien, zugunsten dividendenstarker Unternehmen mit stabilen Zahlungsströmen.

Fünf Gründe sprechen gegen einen plötzlichen Einbruch. Erstens ist das Ereignis absehbar und erstreckt sich über zwei Jahrzehnte; ein effizienter Markt wartet mit der Preisanpassung nicht, bis die Verkäufe stattfinden. Zweitens ist das Eigentum bei Haushalten konzentriert, die auf die Erlöse nicht angewiesen sind. Drittens verläuft das Entsparen langsam und wird teilweise durch Erbschaften ersetzt. Viertens gibt es Käufer außerhalb der alternden Volkswirtschaften und außerhalb des Haushaltssektors: Siegel (2005) hat argumentiert, dass Anleger aus jüngeren, schneller wachsenden Ländern die Vermögenswerte der Babyboomer aufnehmen, und die Unternehmen selbst ziehen über Rückkäufe in großem Umfang Aktien ein. Fünftens ist der Kurs einer Aktie der Barwert der Zahlungsströme des Unternehmens, die weltweit erwirtschaftet werden und von der Produktivität abhängen, nicht vom Alter der Aktionäre. Realistisch ist daher ein Szenario mit geringeren Zuflüssen, einer allmählichen Umschichtung von Aktien in Anleihen und

[34] Weil Frauen länger leben als Männer, geht ein großer Teil des Vermögens zunächst an Witwen. Diese Übertragung zwischen Ehepartnern ist ein Grund, warum die Anlageentscheidungen von Frauen an Gewicht gewinnen (Kapitel 9.4).

[35] Kopecky und Taylor (2022) sehen in dieser Umschichtung in sichere Anlagen den Grund für eine steigende Risikoprämie in alternden Volkswirtschaften: Aktien müssen eine höhere erwartete Rendite bieten, damit eine vorsichtiger gewordene Bevölkerung sie hält.

etwas niedrigeren erwarteten Renditen, wie bei Krueger und Ludwig (2007), begleitet von Verschiebungen zwischen den Sektoren.[36]

6.5 Immobilien

Wohnimmobilien sind die Anlageklasse, für die die Meltdown-Hypothese zuerst formuliert wurde und für die sie örtlich am ehesten zutrifft. Mankiw und Weil (1989) sagten voraus, dass die realen Hauspreise in den USA deutlich fallen würden, sobald die schwächeren Jahrgänge nach dem Babyboom das Alter der Haushaltsgründung erreichten; die Vorhersage traf nicht ein, weil Einkommen, Kreditbedingungen und die Knappheit von Boden in wachsenden Regionen die demografische Wirkung überwogen. Takáts (2012) schätzt mit einem Panel von 22 fortgeschrittenen Volkswirtschaften, dass die Alterung das Wachstum der realen Hauspreise in den folgenden vier Jahrzehnten um rund 0,8 Prozentpunkte pro Jahr verringert, ein Gegenwind und kein Einbruch. Jordà et al. (2019) zeigen, dass Wohnimmobilien langfristig ähnliche Renditen erzielt haben wie Aktien, bei geringeren Schwankungen.

Die demografische Wirkung auf Immobilien unterscheidet sich nach Lage und Art. Schrumpfende Regionen mit alternder Bevölkerung erleben fallende Preise und Leerstand, wie das ländliche Japan zeigt, während Ballungsräume weiterhin Junge und Zuwanderer anziehen. Die Nachfrage älterer Haushalte verlagert sich zu kleineren, barrierefreien Wohnungen in der Nähe medizinischer Versorgung sowie zu betreutem Wohnen und Pflegeimmobilien. Babyboomer, die einen großen Teil ihres Vermögens in einem zu groß gewordenen Eigenheim halten, tragen ein Klumpenrisiko; ein rechtzeitiger Wechsel in eine kleinere Wohnung setzt Kapital frei und senkt die Erhaltungskosten, auch wenn Poterba, Venti und Wise (2011) zeigen, dass nur wenige Haushalte diesen Schritt freiwillig gehen.[37]

7 Alternative Anlagen und Sammlerobjekte

Die Babyboomer sind nicht nur die größten Wertpapierbesitzer; ihnen gehört auch der Großteil der Sammlerobjekte, die inzwischen als eigene Anlageklasse gelten: Oldtimer, Kunst und Antiquitäten, Uhren, Wein und Schmuck. Dimson und Spaenjers (2014) nennen sie emotionale Vermögenswerte, weil ein Teil ihres Ertrags in der Freude am Besitz besteht. Der finanzielle Ertrag ist niedriger und unsicherer, als Indexreihen nahelegen. Baumol (1986) errechnete für Gemälde über drei Jahrhunderte eine reale Rendite von wenig mehr als einem halben Prozent pro Jahr; Renneboog und Spaenjers (2013) schätzen die reale

[36] Risiken für dieses Szenario sind ein gleichzeitiger Liquiditätsbedarf von Pensionskassen und Haushalten in einem schweren Abschwung sowie eine Steuer- oder Pensionsreform, die den Anreiz verändert, Vermögen bis zum Tod zu halten.

[37] Umkehrhypotheken und der Verkauf des Eigenheims gegen eine Leibrente erlauben es, Immobilienvermögen zu verbrauchen, ohne umzuziehen; diese Märkte sind in Kontinentaleuropa klein geblieben.

Rendite von Kunst zwischen 1957 und 2007 auf rund 4 Prozent pro Jahr, weniger als bei Aktien, und Korteweg, Kräussl und Verwijmeren (2016) zeigen, dass Auktionsindizes die Renditen überzeichnen, weil erfolgreiche Werke häufiger verkauft werden. Für Wein ermitteln Dimson, Rousseau und Spaenjers (2015) eine reale Rendite von 4,1 Prozent pro Jahr zwischen 1900 und 2012. Die Kosten für Transaktion, Lagerung und Versicherung sind durchwegs hoch.

Tabelle 6: Sammlerobjekte: Favoriten der Babyboomer und Trends bei jüngeren Sammlern

Segment	Favoriten der Babyboomer	Trends bei jüngeren Sammlern	Einschätzung für Anleger
Oldtimer	Vorkriegsfahrzeuge und Sportwagen der 1950er- und 1960er-Jahre	Fahrzeuge der 1980er- und 1990er-Jahre, die im Alltag nutzbar sind	Großes Angebot aus Nachlässen zu erwarten; Preisdruck bei Modellen ohne jüngere Liebhaber
Kunst und Antiquitäten	Alte Meister, klassische Moderne, Stilmöbel, Silber, Porzellan	Zeitgenössische Kunst, Design, Fotografie, Editionen; Kauf über das Internet	Selektiv; Möbel und Antiquitäten strukturell schwach, Werke höchster Qualität bleiben knapp
Uhren, Wein und neue Nischen	Armbanduhren etablierter Marken; Bordeaux und Burgund	Unabhängige Uhrmacher, Whisky, Sneaker, Sammelkarten, Handtaschen	Hohe Kosten und Abhängigkeit von Moden; Indizes überzeichnen die erzielbaren Renditen

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bank of America Private Bank (2024), Knight Frank (2026), Art Basel und UBS (2026) sowie Dimson und Spaenjers (2014).

Die Demografie wirkt auf diese Märkte unmittelbarer als auf Aktien, weil der Kreis der Käufer klein ist und der Geschmack an Generationen gebunden ist. Eine in der Vermögensverwaltung verbreitete Schätzung beziffert die Zahl der Oldtimer, die in den USA in den nächsten fünfzehn Jahren den Besitzer wechseln, auf 12 Millionen und ihren Wert auf 570 Mrd. USD (RBC Wealth Management 2026).[38] Was die nächste Generation besitzen will, unterscheidet sich von dem, was sie erbt. Fahrzeuge der 1950er- und 1960er-Jahre und klassische Antiquitäten finden weniger Käufer, während Fahrzeuge der 1980er- und 1990er-Jahre, zeitgenössische Kunst, Uhren und neue Kategorien wie Sneaker oder Sammelkarten jüngere Sammler anziehen. Nach der Bank of America Private Bank (2024) interessieren sich rund 94 Prozent der vermögenden Angehörigen der Generation Z und der Millennials für Sammlerobjekte, gegenüber 57 Prozent der Babyboomer. Tabelle 6 stellt die Vorlieben der Generationen gegenüber.

Die jüngsten Marktdaten passen zu einer nüchternen Sicht. Der Knight Frank Luxury Investment Index sank 2025 nach zwei Verlustjahren um 0,4 Prozent, liegt aber noch 38,6 Prozent über dem Stand von vor zehn Jahren (Knight Frank 2026); der weltweite Kunstumsatz stieg 2025 um 4 Prozent auf 59,6 Mrd. USD, wobei der Zuwachs von Alten

[38] Die Schätzung wird häufig dem Versicherer Hagerty zugeschrieben, der den Bestand an Sammlerfahrzeugen in den USA auf rund 43 Millionen mit einem Versicherungswert von rund 1 Billion USD beziffert (Hagerty 2023); eine Primärquelle für die Übertragungszahl konnten wir nicht auffinden und zitieren die Sekundärquelle.

Meistern und der Moderne kam und nicht von zeitgenössischen Werken (Art Basel und UBS 2026). Für Anleger folgt daraus, dass Sammlerobjekte Konsum mit Restwert sind und kein Ersatz für ein gestreutes Portfolio. Babyboomer, die verkaufen wollen, sollten nicht davon ausgehen, dass die Nachfrage nach ihren Favoriten anhält; Erben sollten Herkunft, Zustand und Verkäuflichkeit prüfen, bevor sie eine geerbte Sammlung als Vermögen betrachten.[39]

8 Gewinner- und Verliererersektoren

Die Demografie ist eine der wenigen Quellen vorhersehbarer Nachfrageveränderungen. DellaVigna und Pollet (2007) haben gezeigt, dass sich aus dem Altersprofil des Konsums die Nachfrage nach Gütern wie Spielzeug, Autos oder Pflegeheimen Jahre im Voraus vorhersagen lässt und dass diese absehbaren Veränderungen erst in die Aktienkurse eingehen, wenn sie nahe rücken. Diese Unaufmerksamkeit ist der Grund, die Demografie in der Sektorallokation zu berücksichtigen. Wir unterscheiden Sektoren, die von der Nachfrage einer älteren Bevölkerung profitieren, Sektoren, die von der Knappheit an Arbeitskräften profitieren, und Sektoren mit Gegenwind; Tabelle 7 fasst die Einschätzung zusammen.

8.1 Nachfrage: Gesundheit, Langlebigkeit und Seniorenwirtschaft

Der Gesundheitssektor profitiert am unmittelbarsten. Die Gesundheitsausgaben steigen mit dem Alter steil an, und Hall und Jones (2007) zeigen, dass der steigende Anteil der Gesundheit an den Gesamtausgaben das ist, was von einer Gesellschaft zu erwarten ist, die reicher wird und zusätzliche Lebensjahre schätzt.[40] Goldman Sachs (2026) erwartet in seiner Studie zur demografischen Nachfrage, dass die Zahl der Pensionisten in den Industrieländern um 4 Millionen pro Jahr wächst, und nennt Gesundheit, Pharma und Biotechnologie sowie Medizintechnik als die Sektoren mit dem stärksten demografischen Rückenwind; Haushalte ab 65 Jahren geben das 1,54-Fache des Durchschnitts für Gesundheit und das 1,92-Fache für Renovierung und Ausbau der Wohnung aus, aber nur das 0,82-Fache für Fahrzeuge und das 0,24-Fache für Bildung. Das McKinsey Global Institute (2025) erwartet, dass auf Senioren bis 2050 ein Viertel des weltweiten Konsums entfällt, doppelt so viel wie 1997.

[39] UBS (2025b) schätzt den Markt für Produkte und Dienstleistungen rund um die Langlebigkeit auf 5,3 Billionen USD im Jahr 2023 und 8 Billionen USD im Jahr 2030; anders als der Markt für Sammlerobjekte wächst er mit der Zahl der Älteren.

[40] Hall und Jones (2007) projizieren, dass der Anteil der Gesundheitsausgaben am BIP der USA bis zur Mitte des Jahrhunderts 30 Prozent übersteigen könnte.

Tabelle 7: Sektoren und der Abgang der Babyboomer: demografischer Einfluss und Einschätzung

Sektor	Demografischer Einfluss	Einschätzung
Gesundheit, Pharma, Biotechnologie	Gesundheitsausgaben steigen mit dem Alter steil an	Stärkster struktureller Rückenwind; Regulierungs- und Preisrisiko
Medizintechnik, Pflege und betreutes Wohnen	Mehr Hochbetagte; Mangel an Pflegepersonal	Wachstum bei Kostendruck; Technik ersetzt knappe Arbeitskraft
Robotik und Automatisierung	Schrumpfende Erwerbsbevölkerung; steigende Löhne	Strukturelle Nachfrage in alternden Industrieländern; zyklisch
Künstliche Intelligenz, Software, Halbleiter	Produktivitätsgewinne bei kognitiven Tätigkeiten	Hohes Potenzial, große Spannweite der Schätzungen, anspruchsvolle Bewertungen
Vermögensverwaltung, Versicherung, Asset Management	Entsparen, Beratungsbedarf, Vermögensübertragung	Steigende Nachfrage nach Ertrags- und Rentenprodukten
Freizeit, Reisen, Heimtierbedarf, Renovierung	Kaufkraft und Zeit gesunder Pensionisten	Günstig, solange Pensionen und Vermögenswerte halten
Versorger, Lebensmittelhandel, Dividendenaktien	Nachfrage älterer Anleger nach stabilen Erträgen	Defensiver Teil des Portfolios; zinsempfindlich
Bekleidung, Autos, Bildung, Unterhaltungselektronik	Geringere Ausgaben pro Kopf im Alter	Struktureller Gegenwind in alternden Märkten
Wohnimmobilien in schrumpfenden Regionen	Weniger Haushalte; Leerstand	Meiden; Vorzug für Ballungsräume und altersgerechtes Wohnen

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Goldman Sachs (2026), UBS (2025b), Morgan Stanley (2024, 2025a) sowie DellaVigna und Pollet (2007).

Über die Gesundheit im engeren Sinn hinaus zählen Anbieter von Pflege und betreutem Wohnen, Freizeit und Reisen einschließlich Kreuzfahrten, Heimtierbedarf, Renovierung und, als stabile Ertragsquellen, Versorger und der Lebensmittelhandel zu den Begünstigten (Goldman Sachs 2026). UBS (2025b) fasst sie unter dem Begriff Langlebigkeit zusammen und sieht Gesundheit, ausgewählte Konsumunternehmen, Finanzdienstleister und Spezialimmobilien als Hauptbegünstigte. Zwei Vorbehalte gelten. Ein großer Teil der Gesundheitsleistungen wird aus öffentlichen Haushalten finanziert, die selbst unter demografischem Druck stehen, sodass Mengenwachstum mit Preisregulierung einhergeht; und Baumol (1967) hat erklärt, warum arbeitsintensive Dienstleistungen wie die Pflege unter steigenden relativen Kosten leiden, was die Margen begrenzt, solange die Technik die Produktivität nicht erhöht.[41]

8.2 Robotik, Automatisierung und künstliche Intelligenz

Die zweite Gruppe der Begünstigten liefert, was alternden Volkswirtschaften fehlt: Arbeitskraft. Abbildung 6 zeigt die Dichte der Industrieroboter im verarbeitenden

[41] Die Bewertung des Sektors ist ebenso wichtig wie sein Wachstum. Ein demografischer Vorteil, der allgemein bekannt ist, ist zumindest teilweise in den Kursen enthalten; die Übergewichtung sollte daher maßvoll und über Teilsektoren und Regionen gestreut sein.

Gewerbe. Südkorea, Singapur, Deutschland und Japan, die alle rasch altern, führen die Rangliste an, mit 1.066, 873, 469 und 452 Robotern je 10.000 Beschäftigte, bei einem weltweiten Durchschnitt von 152 (IFR 2026).[42] Das ist das Muster, das Acemoglu und Restrepo (2022) beschrieben haben: Wo Erwerbstätige mittleren Alters knapp werden, automatisieren die Unternehmen, und die betroffenen Länder entwickeln eine Exportindustrie für Automatisierungstechnik. Die weltweiten Installationen von Industrierobotern stiegen 2025 um 11 Prozent auf 603.307 Einheiten, und der Bestand überschritt 5 Millionen Einheiten.

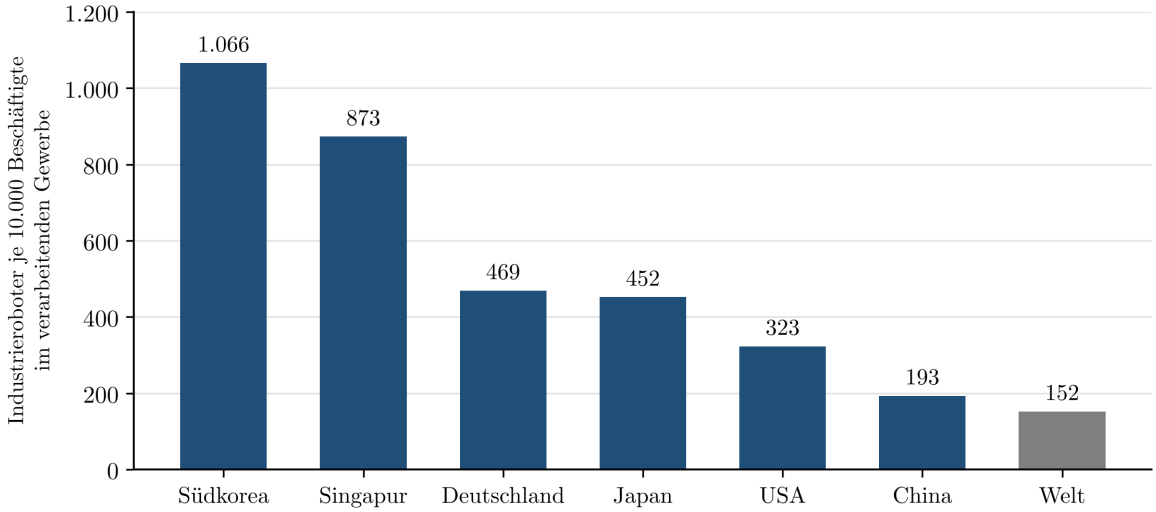


Abbildung 6: Roboterdichte im verarbeitenden Gewerbe, 2025
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von IFR (2026).

Die Entwicklung verlagert sich von der Fabrik in die Dienstleistungen. Morgan Stanley (2025a) schätzt, dass der Markt für humanoide Roboter bis 2050 ein Volumen von 5 Billionen USD erreichen könnte, bei mehr als einer Milliarde eingesetzter Einheiten, die meisten davon in Industrie und Gewerbe; so weitreichende Schätzungen sind sehr unsicher, zeigen aber, wo der Mangel an Arbeitskräften in Logistik, Pflege und Bau Nachfrage schafft. Künstliche Intelligenz ergänzt die Robotik bei kognitiven Tätigkeiten, wie in Kapitel 3.4 erörtert. Für Anleger umfasst das Anlageuniversum Hersteller von Robotern und Automatisierungstechnik, Industriesoftware, Halbleiter, Anbieter von KI-Infrastruktur und KI-Anwendungen sowie Medizintechnik, die knappes Pflegepersonal durch Kapital ersetzt. Betroffen ist die gesamte Wertschöpfungskette, von Sensoren und Antrieben bis zu den Integratoren, die die Anlagen installieren.[43]

[42] Die Roboterdichte ist die Zahl der eingesetzten Industrieroboter je 10.000 Beschäftigte im verarbeitenden Gewerbe.
[43] Der Sektor ist zyklisch, und seine Bewertungen spiegeln hohe Erwartungen; die Größe der Positionen sollte dem Rechnung tragen.

8.3 Finanzdienstleistungen und Sektoren mit Gegenwind

Eine dritte Gruppe profitiert von der finanziellen Seite des Übergangs. Vermögensverwalter, Privatbanken, Versicherer und Asset Manager mit Produkten für die Entnahmephase gewinnen durch den Bedarf der Pensionisten an Beratung, laufenden Erträgen und Absicherung des Langlebigkeitsrisikos sowie durch die Vermögensübertragung zwischen den Generationen (Morgan Stanley 2024; UBS 2025a).[44] Auf der anderen Seite nennt Goldman Sachs (2026) Bekleidung und Schuhe, Autos, Bildung, Unterhaltungselektronik und Gastronomie als Sektoren, deren Nachfrage mit der Alterung der Bevölkerung nachlässt. Der Wohnbau in schrumpfenden Regionen und Händler, die von jungen Familien abhängen, gehören zur selben Gruppe. Die Einschätzung in Tabelle 7 beschreibt Richtungen der Nachfrage, keine Kursziele: Die Sektoren, die von der Alterung profitieren, sind bekannt, und belohnt wird der Anleger nur dort, wo das Wachstum die Erwartungen übertrifft.

9 Folgerungen für Anleger

9.1 Lebenszyklustheorie und Aktienquote

Wie hoch die Aktienquote in welchem Alter sein soll, ist eine der ältesten Fragen der Finanzökonomie. Markowitz (1952) hat die effiziente Mischung riskanter Anlagen für eine Periode abgeleitet; Samuelson (1969) und Merton (1969) haben die Analyse auf viele Perioden erweitert und sind zu einem Ergebnis gelangt, das dem landläufigen Rat widerspricht: Ein Anleger mit konstanter relativer Risikoaversion, dessen Renditen im Zeitverlauf unabhängig sind, sollte in jedem Alter dieselbe Aktienquote halten. Das Alter zählt nur über das Humankapital. Bodie, Merton und Samuelson (1992) haben gezeigt, dass der Barwert des künftigen Arbeitseinkommens für die meisten Beschäftigten einer Anleihe ähnelt und dass die Jungen, die viel davon besitzen und ihr Arbeitsangebot nach Verlusten anpassen können, in ihrem Finanzportfolio deshalb mehr Aktien halten sollten. Jagannathan und Kocherlakota (1996) folgern, dass dies der einzige stichhaltige Grund ist, die Aktienquote mit dem Alter zu senken.[45]

[44] Morgan Stanley (2024) stellt fest, dass Produkte für die Entnahmephase weit weniger entwickelt sind als jene für die Ansparphase.

[45] Ein weiteres Argument ist die von Campbell und Viceira (2002) erörterte Rückkehr der Aktienrenditen zum Mittelwert: Sie macht Aktien über lange Anlagehorizonte weniger riskant und stützt damit eine hohe Aktienquote der Jungen.

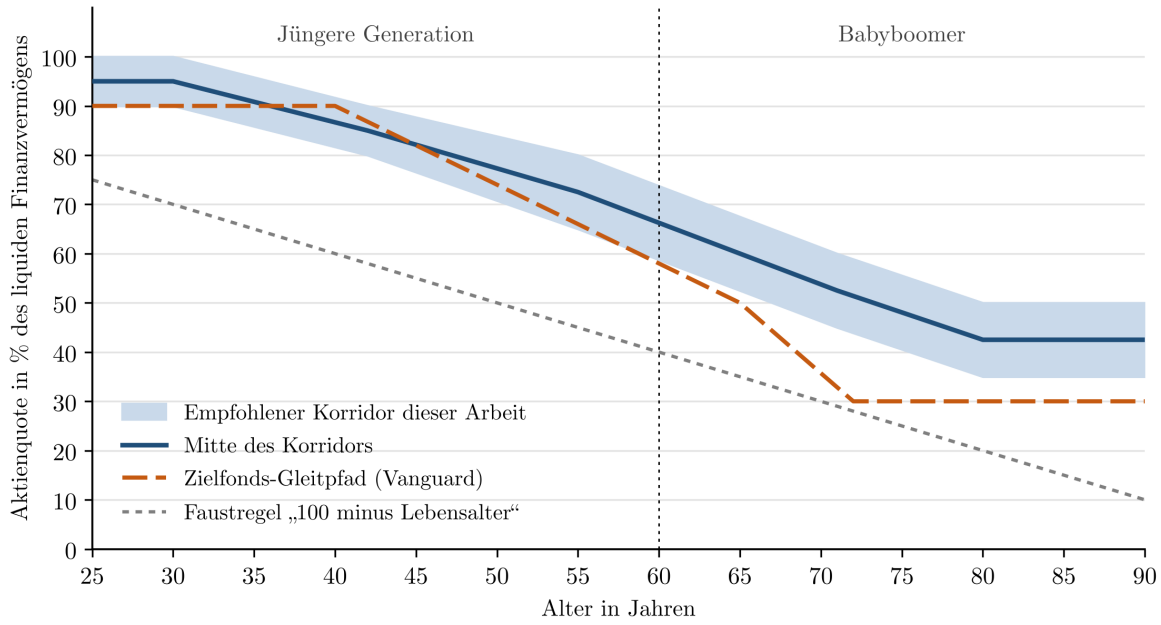


Abbildung 7: Aktienquote nach Lebensalter: herkömmliche Regeln und der in dieser Arbeit vorgeschlagene Korridor

Anmerkungen: Anteil am liquiden Finanzvermögen. Zielfonds-Gleitpfad stilisiert nach Vanguard (2026). Der Korridor ist ein eigener Vorschlag des Autors und verbindet die Werte der Tabelle 8 in der Mitte der Altersgruppen.

Quelle: Eigene Darstellung.

Die quantitativen Lebenszyklusmodelle von Viceira (2001), Campbell und Viceira (2002) sowie Cocco, Gomes und Maenhout (2005) bestätigen, dass die optimale Aktienquote in jungen Jahren hoch ist und zum Pensionsantritt hin sinkt, weil Humankapital in Finanzvermögen umgewandelt wird. Zielfonds setzen dieses Ergebnis um. Der Gleitpfad der Vanguard-Fonds etwa hält bis zum Alter von rund 40 Jahren 90 Prozent Aktien, senkt die Quote bis 65 auf 50 Prozent und erreicht mit 72 Jahren 30 Prozent (Vanguard 2026). Abbildung 7 vergleicht diesen Pfad mit der traditionellen Faustregel „100 minus Lebensalter“ und mit dem in dieser Arbeit vorgeschlagenen Korridor.[46]

Die jüngere Forschung fragt, ob die herkömmlichen Gleitpfade zu vorsichtig sind. Arnott, Sherrerd und Wu (2013) und Estrada (2014) zeigen mit US-amerikanischen und internationalen Daten, dass ein Pfad, der mit Anleihen beginnt und mit Aktien endet, ein höheres Endvermögen erbracht hätte als der herkömmliche, weil die Aktienquote dann am höchsten ist, wenn das Portfolio am größten ist. Anarkulova, Cederburg und O’Doherty (2024) stellen mit Renditedaten für 39 Industrieländer seit 1890 fest, dass eine konstante Aufteilung von einem Drittel inländischen und zwei Dritteln internationalen Aktien den Zielfonds-Strategien beim Vermögensaufbau und bei der Ruinwahrscheinlichkeit überlegen ist, um den Preis größerer zwischenzeitlicher Verluste. Ayres und Nalebuff (2010) empfehlen den Jungen sogar, auf Kredit zu investieren. So weit gehen wir nicht, doch die

[46] Ameriks und Zeldes (2004) zeigen, dass Haushalte ihre Aktienquote mit dem Alter kaum verändern; viele halten entweder gar keine Aktien oder eine konstante Quote. Beratung und Standardprodukte zählen also mehr, als die Theorie optimalen Verhaltens nahelegt.

Richtung der Evidenz ist eindeutig: Anleger mit langer Lebenserwartung und gesichertem Pensionseinkommen halten häufiger zu wenig als zu viel in Aktien.

9.2 Babyboomer: Entnahmephase und Renditereihenfolgerisiko

Für die Babyboomer hat sich die Aufgabe vom Aufbau zum Verzehr des Vermögens gewandelt. Die klassische Referenz ist Bengen (1994); er stellte mit US-Daten seit 1926 fest, dass eine anfängliche Entnahme von rund 4 Prozent des Portfolios, die anschließend an die Inflation angepasst wird, in jedem historischen Zeitraum mindestens dreißig Jahre gereicht hätte, sofern das Portfolio zwischen 50 und 75 Prozent Aktien enthielt; Cooley, Hubbard und Walz (1998) haben das Ergebnis bestätigt.[47] Zwei Punkte werden oft übersehen. Die Regel setzt eine erhebliche Aktienquote voraus, kein Anleihenportfolio, und sie wurde aus US-Renditen abgeleitet, die im 20. Jahrhundert zu den höchsten der Welt zählten. Anarkulova, Cederburg und O'Doherty (2024) berichten für die 4-Prozent-Regel eine beträchtliche Ruinwahrscheinlichkeit, wenn sie mit internationalen Daten bewertet wird. Nach unserer Einschätzung ist für europäische Anleger eine anfängliche Entnahme von 3 bis 3,5 Prozent die vorsichtigere Planungsannahme.

Die Hauptgefahr in den ersten Jahren des Ruhestands ist das Renditereihenfolgerisiko: Verluste zu Beginn der Entnahmephase wiegen weit schwerer als Verluste am Ende, weil die Entnahmen dann aus einem geschrumpften Portfolio erfolgen. Abbildung 8 zeigt unsere eigene Berechnung für ein Depot von 500.000 Euro, aus dem jährlich real 20.000 Euro entnommen werden. Die drei Verläufe haben über dreißig Jahre dieselbe Durchschnittsrendite und unterscheiden sich nur im Zeitpunkt dreier Verlustjahre von 25, 15 und 10 Prozent. Treten die Verluste am Anfang auf, ist das Depot im 21. Jahr aufgebraucht; treten sie am Ende auf, bleiben 373.000 Euro; bei gleichmäßiger Rendite in Höhe des geometrischen Mittels von 2,57 Prozent bleiben 160.000 Euro.[48]

Daraus folgen drei praktische Regeln. Erstens sollte eine Liquiditätsreserve für drei bis fünf Jahre an Entnahmen in Geldmarktanlagen und kurz laufenden Anleihen hoher Bonität gehalten werden, damit nach einem Kursrückgang keine Aktien verkauft werden müssen.[49] Zweitens sollte die Aktienquote vor dem Pensionsantritt gesenkt werden, nicht am Tag des Pensionsantritts, und sie muss danach nicht weiter sinken: Pfau und Kitces (2014) zeigen, dass eine Aktienquote, die zu Beginn des Ruhestands am niedrigsten ist und später wieder steigt, die Wahrscheinlichkeit verringern kann, dass das Geld ausgeht. Drittens sollte das Langlebigkeitsrisiko versichert werden, soweit staatliche und betriebliche Pensionen die Grundausgaben nicht decken; Yaari (1965) hat gezeigt, dass Leibrenten dafür das effiziente

[47] Ihre Studie, oft Trinity-Studie genannt, umfasst die Jahre 1926 bis 1995 und Entnahmezeiträume von 15 bis 30 Jahren.

[48] Die Berechnung unterstellt in jedem der 27 übrigen Jahre eine reale Rendite von 5 Prozent und Entnahmen am Jahresanfang. Sie veranschaulicht den Zusammenhang und ist keine Renditeprognose.

[49] Bei Entnahmen von 3,5 Prozent pro Jahr entspricht eine Reserve für vier Jahre 14 Prozent des Portfolios.

Instrument sind, und die in Kapitel 4.2 erwähnte verbreitete Vorliebe für den Kapitalbezug ist mit seinem Ergebnis schwer vereinbar. Innerhalb der Aktien sollten Babyboomer Qualität und verlässliche Dividenden der Konzentration auf Einzeltitel oder auf den Heimmarkt vorziehen, und sie sollten die Weitergabe des Vermögens planen, solange sie diese selbst gestalten können.

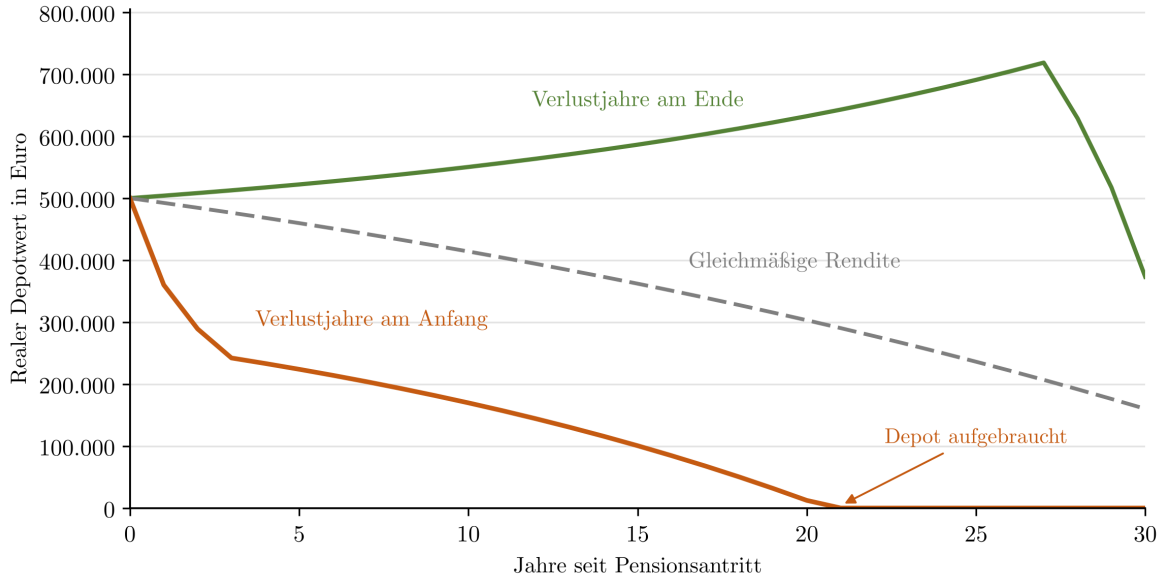


Abbildung 8: Rendite reihenfolgerisiko: realer Wert eines Entnahmedepots bei gleicher Durchschnittsrendite und unterschiedlichem Zeitpunkt der Verluste
Quelle: Eigene Berechnungen.

9.3 Die jüngere Generation

Die Lage der jüngeren Generation ist das Spiegelbild. Ihr Humankapital ist groß, ihr Finanzvermögen klein, und ihr Anlagehorizont erstreckt sich über mehrere Jahrzehnte; alle drei Umstände sprechen für eine hohe Aktienquote. Der demografische Übergang fügt ein viertes Argument hinzu. Die umlagefinanzierte Pension wird einen kleineren Teil des Einkommens ersetzen, und die Anpassungsregeln, die in Österreich eingeführt und in Deutschland und der Schweiz diskutiert werden, legen das verbleibende Risiko auf die aktive Generation. HSBC (2026) stellt fest, dass die Millennials in den USA 42 Prozent dessen angespart haben, was sie für den Ruhestand für nötig halten; die Jungen kennen die Lücke, haben sie aber noch nicht geschlossen. Langfristig waren Aktien die Anlageklasse mit der höchsten realen Rendite, weltweit rund 5 Prozent pro Jahr seit 1900 gegenüber weniger als 2 Prozent bei Staatsanleihen (Dimson, Marsh und Staunton 2025).[50]

[50] Annualisierte reale Renditen des Weltindex 1900 bis 2024: Aktien 5,2 Prozent, Anleihen 1,7 Prozent. Die USA erzielten eine höhere Rendite als der weltweite Durchschnitt; das ist ein Grund, US-Erfahrungen nur mit Vorsicht auf andere Märkte zu übertragen.

Der demografische Gegenwind mag die künftigen Renditen etwas senken, wie die Modelle in Kapitel 6 nahelegen, doch er verändert die Rangfolge der Anlageklassen nicht, und er trifft Anleihen und umlagefinanzierte Ansprüche mindestens ebenso wie Aktien. Für Anleger unter 35 Jahren halten wir deshalb eine Aktienquote von 90 bis 100 Prozent des liquiden Finanzvermögens für angemessen, sofern eine Barreserve für Notfälle besteht und das Geld nicht in wenigen Jahren für den Kauf eines Eigenheims gebraucht wird. Die Regeln sind einfach und gut belegt: früh beginnen, regelmäßig investieren, weltweit und nicht nur im alternden Heimmarkt streuen, die Kosten niedrig halten und in Abschwüngen investiert bleiben. Themenpositionen in den Sektoren des Kapitels 8 können einen weltweiten Kern ergänzen, sollten ihn aber nicht ersetzen.[51]

Ein Teil der jüngeren Generation wird erben. Die in Kapitel 6.3 beschriebene Übertragung ist insgesamt groß, aber sehr ungleich verteilt, und sie trifft meist erst ein, wenn die Erben selbst in ihren Fünfzigern oder Sechzigern sind; sie ersetzt das Sparen nicht. Erben sollten geerbte Portfolios auf Konzentration in Einzeltiteln und im Heimmarkt prüfen.

9.4 Sollen Frauen anders anlegen als Männer?

Die Frage, ob Frauen anders anlegen sollen als Männer, hat einen empirischen und einen normativen Teil. Empirisch halten Frauen im Durchschnitt weniger riskante Portfolios. Jianakoplos und Bernasek (1998) sowie Sundén und Surette (1998) haben dies für US-Haushalte und Pensionspläne belegt, und Croson und Gneezy (2009) folgern aus der experimentellen Literatur, dass Frauen risikoscheuer sind als Männer. Ein Teil des Unterschieds geht auf Wissen und Selbstvertrauen zurück, nicht auf Präferenzen. Lusardi und Mitchell (2008) stellten fest, dass ältere Frauen in den USA über weniger Finanzwissen verfügen und seltener für den Ruhestand planen; Almenberg und Dreber (2015) zeigen, dass der Unterschied in der Aktienmarktteilnahme deutlich schrumpft, sobald das Finanzwissen berücksichtigt wird, und Bucher-Koenen et al. (2025) führen rund ein Drittel der gemessenen Lücke im Finanzwissen auf geringeres Selbstvertrauen zurück, nicht auf geringeres Wissen.

Wenn Frauen anlegen, sind ihre Ergebnisse nicht schlechter als jene der Männer. Barber und Odean (2001) zeigten mit den Konten eines US-Discountbrokers, dass Männer um 45 Prozent häufiger handeln als Frauen und ihre Nettorendite dadurch um 2,65 Prozentpunkte pro Jahr schmälern, Frauen um 1,72 Punkte.[52] Fidelity Investments (2021) wertete 5,2 Millionen Konten der Jahre 2011 bis 2020 aus und stellte fest, dass Frauen eine um 0,4 Prozentpunkte pro Jahr höhere Rendite erzielten als Männer. Der Rückstand liegt

[51] Wer 40 Jahre lang monatlich 300 Euro bei einer realen Rendite von 4 Prozent pro Jahr spart, erreicht rund 348.000 Euro in heutiger Kaufkraft; beginnt er zehn Jahre später, sind es rund 206.000 Euro (eigene Berechnung).

[52] Die Stichprobe umfasst rund 35.000 Haushalte mit Konten bei einem großen Discountbroker zwischen 1991 und 1997.

in der Beteiligung, nicht in der Fähigkeit. Merrill Lynch und Age Wave (2018) berichten, dass sich nur 52 Prozent der befragten Frauen bei der Verwaltung von Geldanlagen sicher fühlen, gegenüber 68 Prozent der Männer, dass 41 Prozent bedauern, nicht mehr investiert zu haben, und dass eine Frau das Pensionsalter mit einem kumulierten finanziellen Rückstand von mehr als 1 Mio. USD gegenüber einem Mann erreichen kann.

Normativ sprechen die Lebensumstände von Frauen für mehr Aktien, nicht für weniger. Frauen leben länger, sodass ihr Anlagehorizont im Ruhestand länger und ihr Langlebigkeitsrisiko größer ist; sie erhalten niedrigere Pensionen, mit einer Lücke von durchschnittlich 23 Prozent in der OECD, mehr als 35 Prozent in Österreich und 47 Prozent in Japan (OECD 2025b); und sie verbringen die letzten Lebensjahre häufiger allein und verwalten als Witwen das Vermögen des Paares. Eine niedrigere Pension bedeutet weniger anleihenähnliches Einkommen, und ein längeres Leben bedeutet mehr Jahre, in denen die Inflation nominale Anlagen entwertet. Unsere Antwort lautet daher, dass Frauen denselben Grundsätzen folgen sollten wie Männer, sie aber entschlossener anwenden sollten. Daraus folgen fünf Empfehlungen: früh mit dem Anlegen beginnen und es in Erwerbspausen fortsetzen, nach Möglichkeit mit Beiträgen des Partners; die Aktienquote in der oberen Hälfte der Korridore der Tabelle 8 wählen; eine eigene Liquiditätsreserve halten; an allen finanziellen Entscheidungen des Haushalts mitwirken und die Vermögenswerte, Verträge und Ansprüche beider Partner kennen; und Pensionsansprüche und Vermögen für den Fall der Trennung oder des Todes vertraglich absichern.[53]

9.5 Empfohlene Aktienquoten für beide Generationen

Tabelle 8 enthält die Korridore für die Aktienquote, die wir für angemessen halten. Sie sind ein eigener Vorschlag des Autors und verbinden drei Überlegungen: das theoretische Argument für eine sinkende Quote, wenn Humankapital aufgezehrt wird, die Evidenz, dass herkömmliche Gleitpfade für Anleger mit langer Lebenserwartung und gesichertem Pensionseinkommen zu vorsichtig sind, und die Notwendigkeit, das Renditereihenfolgerisiko rund um den Pensionsantritt zu begrenzen. Die Quoten beziehen sich auf das liquide Finanzvermögen, also auf Wertpapiere und Einlagen einschließlich der Liquiditätsreserve, aber ohne selbst genutztes Wohneigentum und Pensionsansprüche. Innerhalb jedes Korridors eignet sich die obere Hälfte für Anleger mit gesichertem Pensionseinkommen, hoher Schwankungstoleranz und Vererbungsabsicht, die untere Hälfte für Anleger, die für ihre Grundausgaben auf das Portfolio angewiesen sind.

[53] Die Pensionslücke spiegelt Teilzeitarbeit, Erwerbsunterbrechungen und niedrigere Entgelte. Die Angleichung des Pensionsalters, wie in Österreich bis 2033, verringert sie nur langsam; für die betroffenen Jahrgänge bleibt die private Vorsorge entscheidend.

Tabelle 8: Empfohlene Korridore für die Aktienquote nach Lebensalter (Anteil am liquiden Finanzvermögen)

Alter	Phase	Aktienquote	Begründung
Unter 35 Jahre	Frühe Ansparphase	90 bis 100 Prozent	Großes Humankapital; Jahrzehnte bis zum Ruhestand; Verluste lassen sich durch Sparen aufholen
35 bis 49 Jahre	Ansparphase	80 bis 90 Prozent	Hohe Sparfähigkeit; Verpflichtungen für Familie und Eigenheim verlangen etwas Stabilität
50 bis 59 Jahre	Späte Ansparphase	65 bis 80 Prozent	Vermögen ist groß im Verhältnis zu den verbleibenden Beiträgen; Risiko wird allmählich verringert
60 bis 66 Jahre	Übertritt in den Ruhestand	55 bis 70 Prozent	Höchstes Rendite reihenfolgerisiko; Liquiditätsreserve wird aufgebaut
67 bis 75 Jahre	Früher Ruhestand	45 bis 60 Prozent	Der Ruhestand kann 25 bis 30 Jahre dauern; Schutz vor Inflation ist nötig
Ab 76 Jahren	Hohes Alter	35 bis 50 Prozent	Kürzerer verbleibender Anlagehorizont; höhere Quote, wenn das Vermögen für die Erben bestimmt ist

Anmerkungen: Frauen: obere Hälfte jedes Korridors; ab 60 Jahren rund fünf Prozentpunkte über dem Wert, den ein Mann mit gleichem Vermögen und gleichem Pensionseinkommen wählt. Die Korridore sind ein eigener Vorschlag des Autors und ersetzen keine individuelle Beratung.
Quelle: Eigene Darstellung.

Im Vergleich zu einem typischen Zielfonds-Gleitpfad sind die Korridore bis Mitte fünfzig ähnlich und danach höher, aus drei Gründen, die sich aus dieser Arbeit ergeben: Der Ruhestand dauert länger als zu der Zeit, als die herkömmlichen Regeln formuliert wurden, die staatliche Pension bietet ein anleihenähnliches Grundeinkommen, und das Inflationsrisiko der kommenden Jahrzehnte spricht gegen große Bestände an nominalen Anlagen.[54] Die Korridore liegen unter der konstanten reinen Aktienanlage von Anarkulova, Cederburg und O'Doherty (2024), weil nur wenige Anleger im Ruhestand zwischenzeitliche Verluste von fast der Hälfte ihres Vermögens ertragen.

10 Fazit und Ausblick

Diese Arbeit hat untersucht, was der Abgang der Babyboomer für die Wirtschaft und die Kapitalmärkte bedeutet und was Anleger zweier Generationen daraus folgern sollten. Die demografischen Fakten sind unstrittig. In allen fünf Ländern steigt das Verhältnis der Älteren zu den Personen im Erwerbsalter bis 2050 steil an, und in vier von ihnen schrumpft die Bevölkerung im Erwerbsalter, um 9 bis 25 Prozent.[55] Die Folgen für die Realwirtschaft

[54] Beispiel: Eine Anlegerin im Alter von 62 Jahren mit einem liquiden Finanzvermögen von 600.000 Euro, die jährlich 24.000 Euro entnehmen will, hält 96.000 Euro als Reserve für vier Jahre, 330.000 bis 420.000 Euro in Aktien und den Rest in Anleihen.

[55] Schweiz 8,6 Prozent, Deutschland 15,5 Prozent, Österreich 15,8 Prozent und Japan 25,0 Prozent zwischen 2025 und 2050; in den USA wächst die Bevölkerung im Erwerbsalter um 3,7 Prozent (Tabelle 1).

sind langsameres Wachstum, knappe Arbeitskräfte und steigende Ausgaben für Pensionen, Gesundheit und Pflege; OECD (2025a) und IWF (2025) beziffern den Verlust beim jährlichen Wachstum des BIP pro Kopf ohne politische Gegenmaßnahmen auf 0,4 bzw. 0,6 Prozentpunkte. Die Wirkung auf Inflation und Zinsen ist im Vorzeichen offen, doch die Evidenz von Auclert et al. (2021) und anderen legt nahe, dass das hohe Vermögen älterer Haushalte die Realzinsen niedrig hält, während angespannte Arbeitsmärkte die Inflation schwankungsanfälliger machen.

Für die Kapitalmärkte lautet das zentrale Ergebnis, dass die Evidenz die Erwartung eines Asset Meltdown nicht stützt. Die Prognosen von Mankiw und Weil (1989) für Wohnimmobilien und von Liu und Spiegel (2011) für die Aktienbewertung sind nicht eingetreten; die empirischen Arbeiten von Poterba (2001) bis Arnott und Chaves (2012) finden Wirkungen, die gering und langsam sind; und die Daten der Federal Reserve (2026) zeigen, dass die Aktien der Babyboomer bei Haushalten konzentriert sind, die sie vererben und nicht verkaufen werden.[56] Im Gang ist eine allmähliche Veränderung der Zusammensetzung der Nachfrage: geringere Nettozuflüsse in Aktien, eine Verschiebung zu Anleihen und laufenden Erträgen, Liquiditätsbedarf von Pensionskassen mit negativ gewordenem Zahlungsstrom und eine Übertragung von mehr als 80 Billionen USD an Erben mit anderen Vorlieben (UBS 2025a).

[56] Die Aussage bezieht sich auf den Gesamtmarkt. Einzelne Vermögenswerte mit engem Käuferkreis können sehr wohl im Preis fallen, wie Wohnimmobilien in schrumpfenden Regionen und manche Sammlerobjekte zeigen.

Tabelle 9: Empfehlungen für Babyboomer und für die jüngere Generation

Dimension	Babyboomer	Jüngere Generation
Ziel	Gesichertes Einkommen für 25 bis 30 Jahre; Kaufkraft erhalten; Weitergabe des Vermögens planen	Vermögen aufbauen; Pensionslücke schließen
Aktienquote	55 bis 70 Prozent beim Übertritt in den Ruhestand, danach 45 bis 60 Prozent, im hohen Alter 35 bis 50 Prozent	80 bis 100 Prozent, je nach Alter
Liquidität	Reserve für drei bis fünf Jahre an Entnahmen	Notreserve für drei bis sechs Monate an Ausgaben
Anleihen und Leibrenten	Anleihen hoher Bonität mit kurzer bis mittlerer Laufzeit; Leibrente für die Grundausgaben	Geringe Rolle bis zum Alter von etwa 50 Jahren
Aktienauswahl	Qualität, verlässliche Dividenden, weltweite Streuung; keine Konzentration auf Einzeltitel	Weltweiter Kern; ergänzende Positionen in Gesundheit, Robotik, Automatisierung und künstlicher Intelligenz
Immobilien und Sammlerobjekte	Klumpenrisiko im Eigenheim verringern; Sammlungen realistisch bewerten	Wohneigentum als Konsumentscheidung; Sammlerobjekte sind keine Altersvorsorge
Verhalten	Fester Entnahmeplan; keine Verkäufe nach einem Kursrückgang; Nachlassplanung	Regelmäßig sparen; niedrige Kosten; in Abschwüngen investiert bleiben
Frauen	Eigene Reserve; Kenntnis aller Vermögenswerte des Haushalts; obere Hälfte des Korridors	In Erwerbspausen weiter anlegen; obere Hälfte des Korridors

Quelle: Eigene Darstellung.

Für Anleger ziehen wir vier Schlüsse. Erstens ist die Demografie ein Grund, jene Sektoren höher zu gewichten, die eine ältere Bevölkerung versorgen oder knappe Arbeitskraft ersetzen, also Gesundheit, Medizintechnik, Robotik, Automatisierung, künstliche Intelligenz und Vermögensverwaltung, aber kein Grund, den Aktienmarkt zu verlassen. Zweitens sollten Babyboomer das Renditereihenfolgerisiko mit einer Liquiditätsreserve und einer maßvollen Senkung der Aktienquote vor dem Pensionsantritt begrenzen und danach 45 bis 60 Prozent in Aktien halten, weil der Ruhestand drei Jahrzehnte dauern kann. Drittens sollte die jüngere Generation, deren staatliche Pension weniger großzügig ausfallen wird, 80 bis 100 Prozent in weltweit gestreuten Aktien halten und regelmäßig sparen. Viertens sollten Frauen nicht vorsichtiger anlegen als Männer; das längere Leben und die niedrigeren Pensionen sprechen für die obere Hälfte jedes Korridors und für eine aktive Rolle bei allen finanziellen Entscheidungen. Tabelle 9 stellt die Empfehlungen für die beiden Generationen nebeneinander.

Der Ausblick hat drei Dimensionen. Demografisch bringen die kommenden fünf Jahre den Höhepunkt des Übergangs im deutschsprachigen Europa, wenn die um 1964 Geborenen in den Ruhestand treten, während Japan und später China und Südkorea zeigen, wie Gesellschaften mit schrumpfender Bevölkerung funktionieren. Technisch ist die entscheidende Frage, ob Robotik und künstliche Intelligenz die Produktivität stark genug erhöhen, um den Rückgang der Arbeitsstunden auszugleichen, wie es die optimistischen

Schätzungen von Briggs und Kodnani (2023) nahelegen und jene von Acemoglu (2025) nicht. Politisch entscheiden die Pensionsreformen darüber, wie die Last zwischen den Generationen verteilt wird; der Nachhaltigkeitsmechanismus in Österreich, die Finanzierung der 13. AHV-Rente in der Schweiz, die Arbeit der Rentenkommission in Deutschland und die nahende Erschöpfung der Treuhandfonds in den USA verlangen allesamt Entscheidungen vor 2035.[57] Für den Anleger ist die angemessene Antwort auf ein Ereignis, das in seiner Richtung sicher und in seinen Folgen unsicher ist, weder Alarm noch Sorglosigkeit, sondern ein Portfolio, das über Regionen und Technologien gestreut ist, eine Aktienquote, die zu Alter und Pensionseinkommen passt, und die Geduld, sie zu halten.

[57] Drei Fragen bleiben für die weitere Forschung offen: das Spar- und Anlageverhalten der Erben, das Liquiditätsmanagement reifer Pensionskassen in einem längeren Abschwung und der messbare Beitrag der KI zur Produktivität alternder Volkswirtschaften.

Literaturverzeichnis

Aaron, H. (1966). The social insurance paradox. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 32(3), 371–374.

Abel, A.B. (2001). Will bequests attenuate the predicted meltdown in stock prices when baby boomers retire? *Review of Economics and Statistics*, 83(4), 589–595.

Abel, A.B. (2003). The effects of a baby boom on stock prices and capital accumulation in the presence of social security. *Econometrica*, 71(2), 551–578.

Acemoglu, D. (2025). The simple macroeconomics of AI. *Economic Policy*, 40(121), 13–58.

Acemoglu, D., & Restrepo, P. (2017). Secular stagnation? The effect of aging on economic growth in the age of automation. *American Economic Review*, 107(5), 174–179.

Acemoglu, D., & Restrepo, P. (2022). Demographics and automation. *Review of Economic Studies*, 89(1), 1–44.

Aksoy, Y., Basso, H.S., Smith, R.P., & Grasl, T. (2019). Demographic structure and macroeconomic trends. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 193–222.

Almenberg, J., & Dreber, A. (2015). Gender, stock market participation and financial literacy. *Economics Letters*, 137, 140–142.

Ameriks, J., & Zeldes, S.P. (2004). How do household portfolio shares vary with age? Working Paper, Columbia University.

Anarkulova, A., Cederburg, S., & O'Doherty, M.S. (2024). Beyond the status quo: A critical assessment of lifecycle investment advice. Working Paper, SSRN, Dezember 2024.

Anderson, D., Botman, D., & Hunt, B. (2014). Is Japan's population aging deflationary? IMF Working Paper 14/139.

Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The "life cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53(1), 55–84.

Andonov, A., Bauer, R.M.M.J., & Cremers, K.J.M. (2017). Pension fund asset allocation and liability discount rates. *Review of Financial Studies*, 30(8), 2555–2595.

Ang, A., & Maddaloni, A. (2005). Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data. *Journal of Business*, 78(1), 341–380.

Arnott, R.D., & Chaves, D.B. (2012). Demographic changes, financial markets, and the economy. *Financial Analysts Journal*, 68(1), 23–46.

Arnott, R.D., Sherrerd, K.F., & Wu, L. (2013). The glidepath illusion ... and potential solutions. *Journal of Retirement*, 1(2), 13–28.

Art Basel und UBS (2026). The Art Basel and UBS Global Art Market Report 2026. Basel und Zürich.

Auclert, A., Malmberg, H., Martenet, F., & Rognlie, M. (2021). Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century. NBER Working Paper 29161.

Ayres, I., & Nalebuff, B. (2010). *Lifecycle Investing: A New, Safe, and Audacious Way to Improve the Performance of Your Retirement Portfolio*. Basic Books, New York.

Bakshi, G.S., & Chen, Z. (1994). Baby boom, population aging, and capital markets. *Journal of Business*, 67(2), 165–202.

Bank of America Private Bank (2024). 2024 Bank of America Private Bank Study of Wealthy Americans. Bank of America Corporation, Juni 2024.

Bank of Japan (2026). Flow of funds: Overview of Japan, the United States, and the euro area. Research and Statistics Department, Tokyo, August 2026.

Barber, B.M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

Barr, N., & Diamond, P. (2008). *Reforming Pensions: Principles and Policy Choices*. Oxford University Press, Oxford.

Baumol, W.J. (1967). Macroeconomics of unbalanced growth: The anatomy of urban crisis. *American Economic Review*, 57(3), 415–426.

Baumol, W.J. (1986). Unnatural value: Or art investment as floating crap game. *American Economic Review*, 76(2), 10–14.

Bengen, W.P. (1994). Determining withdrawal rates using historical data. *Journal of Financial Planning*, 7(4), 171–180.

BFS (2025a). Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz und der Kantone 2025–2055. Bundesamt für Statistik, Neuchâtel, April 2025.

BFS (2025b). Neurentenstatistik 2024. Bundesamt für Statistik, Neuchâtel.

Bloom, D.E., Canning, D., & Sevilla, J. (2003). *The Demographic Dividend: A New Perspective on the Economic Consequences of Population Change*. RAND, Santa Monica.

Bobeica, E., Lis, E., Nickel, C., & Sun, Y. (2017). Demographics and inflation. ECB Working Paper 2006.

Bodie, Z., Merton, R.C., & Samuelson, W.F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3–4), 427–449.

Börsch-Supan, A. (2003). Labor market effects of population aging. *Labour*, 17(s1), 5–44.

Börsch-Supan, A., Ludwig, A., & Winter, J. (2006). Ageing, pension reform and capital flows: A multi-country simulation model. *Economica*, 73(292), 625–658.

Braun, R.A., Ikeda, D., & Joines, D.H. (2009). The saving rate in Japan: Why it has fallen and why it will remain low. *International Economic Review*, 50(1), 291–321.

Briggs, J., & Kodnani, D. (2023). The potentially large effects of artificial intelligence on economic growth. Global Economics Analyst, Goldman Sachs, 26. März 2023.

Brooks, R. (2002). Asset-market effects of the baby boom and social-security reform. *American Economic Review*, 92(2), 402–406.

Brynjolfsson, E., Li, D., & Raymond, L. (2025). Generative AI at work. *Quarterly Journal of Economics*, 140(2), 889–942.

Bucher-Koenen, T., Alessie, R., Lusardi, A., & van Rooij, M. (2025). Fearless woman: Financial literacy, confidence, and stock market participation. *Management Science*, 71(9), 7414–7430.

Campbell, J.Y., & Viceira, L.M. (2002). *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford University Press, Oxford.

Carvalho, C., Ferrero, A., & Nechio, F. (2016). Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *European Economic Review*, 88, 208–226.

Center for Retirement Research (2025). The funded status of public plans keeps improving – albeit modestly (J.-P. Aubry & A.H. Munnell). Issue in Brief 25-15, Center for Retirement Research at Boston College, Chestnut Hill, 22. Juli 2025.

Cocco, J.F., Gomes, F.J., & Maenhout, P.J. (2005). Consumption and portfolio choice over the life cycle. *Review of Financial Studies*, 18(2), 491–533.

Cooley, P.L., Hubbard, C.M., & Walz, D.T. (1998). Retirement savings: Choosing a withdrawal rate that is sustainable. *AAII Journal*, 20(2), 16–21.

Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474.

Cutler, D.M., Poterba, J.M., Sheiner, L.M., & Summers, L.H. (1990). An aging society: Opportunity or challenge? *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990(1), 1–73.

DellaVigna, S., & Pollet, J.M. (2007). Demographics and industry returns. *American Economic Review*, 97(5), 1667–1702.

De Nardi, M., French, E., & Jones, J.B. (2010). Why do the elderly save? The role of medical expenses. *Journal of Political Economy*, 118(1), 39–75.

Deschermeier, P., & Schäfer, H. (2024). Die Babyboomer gehen in Rente. IW-Kurzbericht 78/2024, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln, 14. Oktober 2024.

Destatis (2022). 12,9 Millionen Erwerbspersonen erreichen in den nächsten 15 Jahren das gesetzliche Rentenalter. Pressemitteilung Nr. 330, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden, 4. August 2022.

Destatis (2024). Gender Pension Gap 2023. Pressemitteilung, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden, 24. April 2024.

Destatis (2025). 16. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung. Statistisches Bundesamt, Wiesbaden, 11. Dezember 2025.

Deutsches Aktieninstitut (2026). Aktionärszahlen 2025: Aktienanlage weiter im Aufwind. Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 13. Januar 2026.

Diamond, P.A. (1965). National debt in a neoclassical growth model. *American Economic Review*, 55(5), 1126–1150.

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2025). UBS Global Investment Returns Yearbook 2025. UBS, Zürich.

Dimson, E., Rousseau, P.L., & Spaenjers, C. (2015). The price of wine. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 431–449.

Dimson, E., & Spaenjers, C. (2014). Investing in emotional assets. *Financial Analysts Journal*, 70(2), 20–25.

Eggertsson, G.B., Mehrotra, N.R., & Robbins, J.A. (2019). A model of secular stagnation: Theory and quantitative evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 1–48.

Estrada, J. (2014). The glidepath illusion: An international perspective. *Journal of Portfolio Management*, 40(4), 52–64.

Fagereng, A., Gottlieb, C., & Guiso, L. (2017). Asset market participation and portfolio choice over the life-cycle. *Journal of Finance*, 72(2), 705–750.

Favero, C.A., Gozluklu, A.E., & Tamoni, A. (2011). Demographic trends, the dividend-price ratio, and the predictability of long-run stock market returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1493–1520.

Federal Reserve (2026). Distributional Financial Accounts of the United States, 2026:Q2. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

Feldstein, M. (1974). Social security, induced retirement, and aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economy*, 82(5), 905–926.

Feyrer, J. (2007). Demographics and productivity. *Review of Economics and Statistics*, 89(1), 100–109.

Fichtner, J.J. (2024). The Peak 65 zone is here: Creating a new framework for America's retirement security. Retirement Income Institute, Alliance for Lifetime Income, Januar 2024.

Fidelity Investments (2021). 2021 Women and Investing Study. Fidelity Investments, Boston.

Fiskalrat (2026). Deutlich revidierte Einschätzung der demografischen Entwicklung Österreichs durch die Bevölkerungsprognose 2025 von Statistik Austria. Information des Büros des Fiskalrates (P. Schuster), Wien, 11. Februar 2026.

Gagnon, E., Johannsen, B.K., & López-Salido, D. (2021). Understanding the new normal: The role of demographics. *IMF Economic Review*, 69(2), 357–390.

GAO (2006). Baby boom generation: Retirement of baby boomers is unlikely to precipitate dramatic decline in market returns, but broader risks threaten retirement security. GAO-06-718, US Government Accountability Office, Washington, DC.

Geanakoplos, J., Magill, M., & Quinzii, M. (2004). Demography and the long-run predictability of the stock market. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2004(1), 241–325.

Goldman Sachs (2025a). The path to 2075: The positive story of global aging. Goldman Sachs Global Investment Research, 27. Mai 2025.

Goldman Sachs (2025b). Ausblick des Portfoliostrategie-Teams (D. Kostin) auf die Aktiennachfrage in den USA, wiedergegeben von MarketWatch, 16. Juni 2025.

Goldman Sachs (2026). GS SUSTAIN: Demographics to demand. Goldman Sachs Global Investment Research, 22. Juni 2026.

Goodhart, C., & Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. Palgrave Macmillan, Cham.

Goyal, A. (2004). Demographics, stock market flows, and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(1), 115–142.

Graetz, G., & Michaels, G. (2018). Robots at work. *Review of Economics and Statistics*, 100(5), 753–768.

Greenwood, R., & Vissing-Jorgensen, A. (2018). The impact of pensions and insurance on global yield curves. Working Paper 18-109, Harvard Business School.

Hagerty (2023). The collector car market: By the numbers. Hagerty Insights, Traverse City, 30. Juni 2023.

Hall, R.E., & Jones, C.I. (2007). The value of life and the rise in health spending. *Quarterly Journal of Economics*, 122(1), 39–72.

Hansen, A.H. (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29(1), 1–15.

Horioka, C.Y. (2010). The (dis)saving behavior of the aged in Japan. *Japan and the World Economy*, 22(3), 151–158.

HSBC (2026). Quality of Life Report 2026: Retirement targets jump 20% as affluent individuals plan for several futures at once. Medienmitteilung, HSBC Holdings, London, Oktober 2026.

ICI (2026). Quarterly retirement market data, second quarter 2026. Investment Company Institute, Washington, DC.

IFR (2026). World Robotics 2026: Industrial Robots. International Federation of Robotics, Frankfurt am Main.

IPSS (2023). Population projections for Japan (2023 revision): 2021 to 2070. National Institute of Population and Social Security Research, Tokyo.

IWF (2025). The rise of the silver economy: Global implications of population aging. *World Economic Outlook*, April 2025, Kapitel 2. Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

Jagannathan, R., & Kocherlakota, N.R. (1996). Why should older people invest less in stocks than younger people? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 20(3), 11–23.

Jianakoplos, N.A., & Bernasek, A. (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, 36(4), 620–630.

Jiji Press (2026). Japan aims to boost stocks, bonds in household assets. Jiji Press, Tokyo, 21. Juli 2026; englische Fassung über Adnkronos.

Jones, C.I. (2022). The end of economic growth? Unintended consequences of a declining population. *American Economic Review*, 112(11), 3489–3527.

Jordà, Ò., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M., & Taylor, A.M. (2019). The rate of return on everything, 1870–2015. *Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1225–1298.

Juselius, M., & Takáts, E. (2018). The enduring link between demography and inflation. BIS Working Papers 722.

Knight Frank (2026). Knight Frank Luxury Investment Index. In: *The Wealth Report 2026*. Knight Frank, London.

Kopecky, J., & Taylor, A.M. (2022). The savings glut of the old: Population aging, the risk premium, and the murder-suicide of the rentier. NBER Working Paper 29944.

Korteweg, A., Kräussl, R., & Verwijmeren, P. (2016). Does it pay to invest in art? A selection-corrected returns perspective. *Review of Financial Studies*, 29(4), 1007–1038.

Krueger, D., & Ludwig, A. (2007). On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare. *Journal of Monetary Economics*, 54(1), 49–87.

Liu, Z., & Spiegel, M.M. (2011). Boomer retirement: Headwinds for U.S. equity markets? FRBSF Economic Letter 2011-26, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Lusardi, A., & Mitchell, O.S. (2008). Planning and financial literacy: How do women fare? *American Economic Review*, 98(2), 413–417.

Maestas, N., Mullen, K.J., & Powell, D. (2023). The effect of population aging on economic growth, the labor force, and productivity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 15(2), 306–332.

Mankiw, N.G., & Weil, D.N. (1989). The baby boom, the baby bust, and the housing market. *Regional Science and Urban Economics*, 19(2), 235–258.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

Mason, A., & Lee, R. (2006). Reform and support systems for the elderly in developing countries: Capturing the second demographic dividend. *Genus*, 62(2), 11–35.

McKinsey Global Institute (2025). Dependency and depopulation? Confronting the consequences of a new demographic reality. McKinsey & Company, Januar 2025.

Merrill Lynch und Age Wave (2018). Women and financial wellness: Beyond the bottom line. Bank of America Corporation.

Merton, R.C. (1969). Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247–257.

Mian, A., Straub, L., & Sufi, A. (2021). What explains the decline in r*? Rising income inequality versus demographic shifts. Proceedings of the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.*

Milliman (2026). Milliman 100 Public Pension Funding Index, Juli 2026. Milliman, Seattle.

Modigliani, F., & Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. In K.K. Kurihara (Hrsg.), *Post-Keynesian Economics* (S. 388–436). Rutgers University Press, New Brunswick.

Montes, J., Smith, C., & Dajon, J. (2022). "The Great Retirement Boom": The pandemic-era surge in retirements and implications for future labor force participation. Finance and Economics Discussion Series 2022-081, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Morgan Stanley (2024). Retiring in the age of aging. Morgan Stanley Research und Oliver Wyman, 8. Oktober 2024.

Morgan Stanley (2025a). Humanoids: A $5 trillion market. Morgan Stanley Research, 14. Mai 2025.

Morgan Stanley (2025b). The longevity effect. Morgan Stanley, 26. November 2025.

Novy-Marx, R., & Rauh, J. (2011). Public pension promises: How big are they and what are they worth? *Journal of Finance*, 66(4), 1211–1249.

OAK BV (2026). Bericht zur finanziellen Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2025. Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge, Bern, Mai 2026.

OECD (2025a). *OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?* OECD Publishing, Paris.

OECD (2025b). *Pensions at a Glance 2025: OECD and G20 Indicators*. OECD Publishing, Paris.

Pfau, W.D., & Kitces, M.E. (2014). Reducing retirement risk with a rising equity glide path. *Journal of Financial Planning*, 27(1), 38–45.

Poterba, J.M. (2001). Demographic structure and asset returns. *Review of Economics and Statistics*, 83(4), 565–584.

Poterba, J.M. (2004). The impact of population aging on financial markets. NBER Working Paper 10851.

Poterba, J.M., Venti, S.F., & Wise, D.A. (2011). The composition and drawdown of wealth in retirement. *Journal of Economic Perspectives*, 25(4), 95–118.

RBC Wealth Management (2026). The great wealth transfer includes $570 billion in classic cars. Wiedergegeben von The Wealth Advisor, 26. Mai 2026.

Renneboog, L., & Spaenjers, C. (2013). Buying beauty: On prices and returns in the art market. *Management Science*, 59(1), 36–53.

Rupprechter, R. (2026). Künstliche Intelligenz und generative KI im Asset Management: Große Sprachmodelle, autonome Agenten und die Informationseffizienz der Aktienmärkte. Working Paper 35, R&B Wealth Management, Dornbirn, Oktober 2026.

Samuelson, P.A. (1958). An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money. *Journal of Political Economy*, 66(6), 467–482.

Samuelson, P.A. (1969). Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.

Scharfstein, D.S. (2018). Presidential address: Pension policy and the financial system. *Journal of Finance*, 73(4), 1463–1512.

Schieber, S.J., & Shoven, J.B. (1997). The consequences of population aging for private pension fund saving and asset markets. In M.D. Hurd & N. Yashiro (Hrsg.), *The Economic Effects of Aging in the United States and Japan* (S. 111–130). University of Chicago Press, Chicago.

Shirakawa, M. (2012). Demographic changes and macroeconomic performance: Japanese experiences. Opening remark at the 2012 BOJ-IMES Conference, Bank of Japan, Tokyo, 30. Mai 2012.

Siegel, J.J. (2005). *The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New*. Crown Business, New York.

Social Security Administration (2026). The 2026 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds. Washington, DC, Juni 2026.

Sozialministerium (2026). Equal Pension Day 2026. Bundesministerium für Arbeit, Soziales, Gesundheit, Pflege und Konsumentenschutz, Wien, August 2026.

Statistics Bureau of Japan (2024). 2023 Housing and Land Survey: Basic Tabulation. Ministry of Internal Affairs and Communications, Tokyo, 25. September 2024.

Statistics Bureau of Japan (2026). Statistical topics on the population aged 65 and over (Veröffentlichung zum Tag der Ehrung der Älteren). Ministry of Internal Affairs and Communications, Tokyo, September 2026.

Statistik Austria (2025). Bevölkerungsprognose 2025. Bundesanstalt Statistik Österreich, Wien, 12. November 2025.

Summers, L.H. (2014). U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*, 49(2), 65–73.

Sundén, A.E., & Surette, B.J. (1998). Gender differences in the allocation of assets in retirement savings plans. *American Economic Review*, 88(2), 207–211.

Swisscanto (2026). Schweizer Pensionskassenstudie 2026. Zürcher Kantonalbank, Zürich, Juni 2026.

Takáts, E. (2012). Aging and house prices. *Journal of Housing Economics*, 21(2), 131–141.

UBS (2025a). Global Wealth Report 2025. UBS, Zürich, Juni 2025.

UBS (2025b). Investing in longevity. UBS Chief Investment Office, 28. März 2025.

United Nations (2024). World Population Prospects 2024. Department of Economic and Social Affairs, Population Division, New York.

Van Bramer, J. (2026). Public pension funds are getting healthier. Their new problem: Paying the bills. *Chief Investment Officer*, 4. März 2026.

Vanguard (2026). Vanguard target-date solutions: Your options. The Vanguard Group, Valley Forge (abgerufen am 19. November 2026).

Viceira, L.M. (2001). Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *Journal of Finance*, 56(2), 433–470.

VZ VermögensZentrum (2026). VZ Pensionierungs-Barometer 2026. VZ VermögensZentrum, Zürich.

Wiener Börse (2026). Aktienbarometer 2026. Umfrage im Auftrag von Aktienforum, Industriellenvereinigung und Wiener Börse, Wien.

Yaari, M.E. (1965). Uncertain lifetime, life insurance, and the theory of the consumer. *Review of Economic Studies*, 32(2), 137–150.

Yoo, P.S. (1994). Age distributions and returns of financial assets. Working Paper 1994-002, Federal Reserve Bank of St. Louis.