

Schroders Talking Point



The American Way: die Folgen der Überalterung für die US-amerikanische Wirtschaft

Virginie Maisonneuve, Leiterin Global and International Equity
Katherine Davidson, Research Associate

Auf einen Blick

- Die Vereinigten Staaten haben unter den Industrieländern das positivste Bevölkerungsprofil und damit einige der besten Aussichten für Anleger zu bieten
- Der Eintritt der Babyboomer in den Ruhestand, Veränderungen bei der erwerbsfähigen Bevölkerung und die Alterskosten werden die Bilanzen von Staat und Unternehmen in den USA schwer belasten
- In diesem Artikel zeigen wir: Amerika hat zwar einen Wettbewerbsvorteil unter den Industrieländern. Doch dieser führt nicht notwendigerweise automatisch zu Erfolg auf Industrie- oder Unternehmensebene
- Um in dieser vielseitigen, im Wandel begriffenen Wirtschaft die besten Möglichkeiten zu ermitteln, sind genaue Analyse und gute Stockpicking-Fähigkeiten erforderlich

Wodurch unterscheiden sich die USA vom Rest der Welt?

Amerika altert wie alle anderen Industrieländer auch. Bis 2050 sind die Bürger der USA im Mittel fünf Jahre älter als heute, während der Anteil der Bevölkerung über 65 von 13 % auf 21,6 % steigt. Doch gemessen an den westlichen Standards erscheinen die USA immer noch jung. Der Anteil der Ruheständler in Japan und das Medianalter in Europa sind heute bereits höher als die Schätzungen für die USA im Jahr 2050. Der Altenquotient liegt 2050 in den USA bei gerade einmal 35 %, wohingegen er in Westeuropa 51% und in Japan sage und schreibe 74 % erreicht. Die USA schneiden sogar besser ab als China, wo der Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter in den kommenden 40 Jahren gleichziehen wird und der Abhängigkeitsquotient 2050 bei 38 % liegt.¹

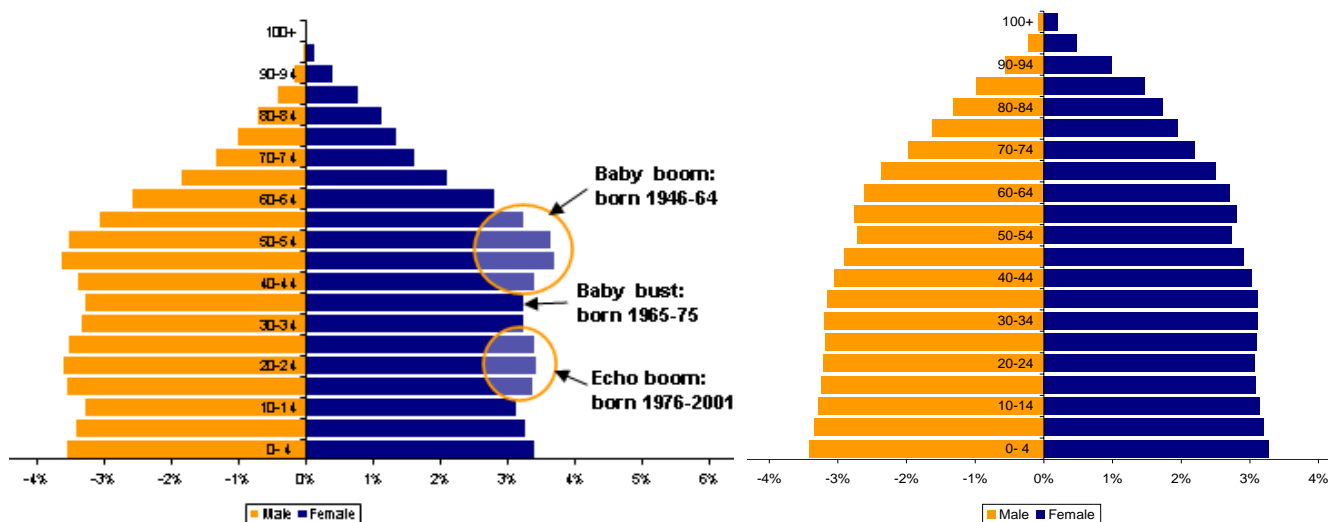
Auch in Bezug auf das Wachstum der Gesamtbevölkerung ragen die USA heraus: Sie wachsen während des Prognosezeitraums um 0,77 % pro Jahr. In Japan und in einigen westeuropäischen Ländern hingegen schrumpft die Bevölkerung bereits und einige andere (inklusive China) dürften diesem Beispiel in den kommenden Jahrzehnten folgen.

¹ UN World Population Prospects, Revision 2008.

Warum also unterscheiden sich die USA aus demografischer Sicht? Der erste Grund ist, dass die Geburtenziffer höher ist und wahrscheinlich auch höher bleiben wird als in den meisten entwickelten Ländern. Nach einem drastischen Rückgang gegenüber dem Babyboom-Stand ist die durchschnittliche Zahl der Kinder pro Frau in den vergangenen 20 Jahren relativ konstant geblieben und liegt knapp unter dem Reproduktionsniveau von 2,1. Die durchschnittliche Geburtenziffer bewegt sich in Westeuropa um 1,6, einige Länder wie Spanien, Italien und Japan sind auf niedrigstes Niveau von unter 1,3 gesunken.²

Der zweite Grund ist, dass die USA sehr viel mehr Einwanderer aufnehmen. Und das erklärt tatsächlich sogar zu einem großen Teil die höhere Geburtenziffer, da die Einwanderer in der Regel mehr Kinder haben als die im Land geborenen Einwohner. Die Nettomigrationsrate in den USA ist in den letzten zehn Jahren gesunken, aber weiterhin fast doppelt so hoch wie die Westeuropas und sechsmal so hoch wie die Japans, das für seine strenge Einwanderungspolitik berüchtigt ist. Die Zahl der Immigranten (netto) in die USA dürfte nach Erwartungen der UN bei knapp über 1 Mio. jährlich bzw. bei sogar 1,5 Mio. laut US-Bevölkerungstatistikbehörde (US Census Bureau) liegen.³

Abbildung 1: Bevölkerungspyramide der USA, heute (links) und 2050 (rechts)



Die Altersstruktur in den USA wird sich in den kommenden 40 Jahren nicht drastisch ändern. Doch die Bevölkerungspyramiden oben zeigen, dass sich die Altersverteilung „glättet“, wenn die anomal hohen Scharen der „Babyboomer“ und „Echo-Boomer“ älter werden und sich auflösen (d. h. sterben). Dieser Übergang hat signifikante Auswirkungen auf die Zahl der Arbeitskräfte, das Wirtschaftswachstum sowie die Staatskosten für medizinische Leistungen und Renten.

Das „Ergrauen“ der Erwerbsbevölkerung

Zunächst einmal wird sich das Wachstum der erwerbstätigen Bevölkerung in den USA verlangsamen, und zwar von 1,1 % jährlich zu Beginn des letzten bis auf 0,8 % p.a. in diesem Jahrzehnt und danach noch stärker.⁴ Die Hauptgründe dafür sind das langsamere Bevölkerungswachstum und der schrittweise Eintritt der 78 Mio. Babyboomer in den Ruhestand, die

² Ebd.

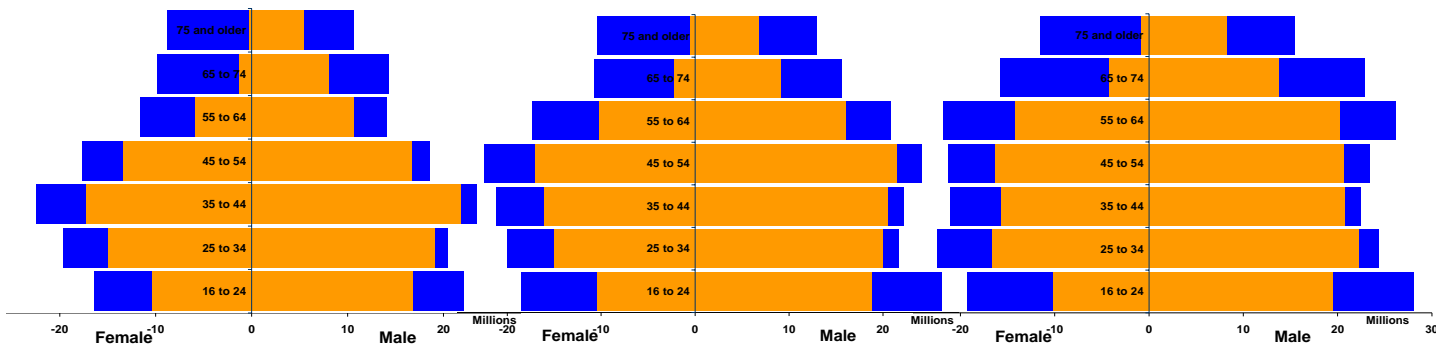
³ Bureau of Labour Statistics (Nov. 2009), *Labour Force Projections to 2018*.

⁴ Ebd. BLS (März 2010), *Long-term Labour Force Projections to 2050*.

mehr als die gesamte derzeitige Bevölkerung Großbritanniens ausmachen. Das bringt uns zu unserer zweiten Beobachtung in Bezug auf das Altern der Erwerbsbevölkerung. Heute sind die Boomer im Alter zwischen 46 und 64. Doch im nächsten Jahr gehen die ersten 3,4 Mio. aus dieser Generation in den Ruhestand; bis 2020 sind dann alle von ihnen älter als 55. Dieser Übergang führt in Kombination mit einer steigenden Erwerbsquote (siehe unten) dazu, dass die Reihen der älteren Arbeitnehmer zunehmen, während die Kohorte der jüngeren stagniert oder schrumpft. Folglich macht die Personengruppe der über 55-Jährigen bis 2018 24 % der Erwerbsbevölkerung aus – damit ist der Anteil fast doppelt so hoch wie in den 1990ern. Das Altern der Erwerbsbevölkerung ist in den folgenden Diagrammen durch die Verlagerung in ältere Bevölkerungsschichten des orangefarbenen Segments veranschaulicht.

Abbildung 2: Altersstruktur der Bevölkerung im erwerbstätigen Alter. L-R: 1998, 2008, 2018

Blau: Gesamtbevölkerung. Orange: Erwerbsbevölkerung (inkl. Personen mit und ohne Erwerb; unter Ausschluss der wirtschaftlich Inaktiven)



Seit den 1990ern zeichnet sich ein langfristiger Trend zur steigenden Erwerbsteilnahme unter den älteren Personengruppen ab, was einen Anstieg des durchschnittlichen Rentenalters impliziert. Es gibt viele logische Gründe, warum Arbeitnehmer später in den Ruhestand gehen: höhere Lebenserwartung, bessere Gesundheit sowie ein Rückgang der Erwerbstätigen, die in körperlich anstrengenden Berufen wie Landwirtschaft, Bergbau und Fertigung tätig sind. Die Rentenreform im Jahr 2000 hob das vorgeschriebene Renteneintrittsalter auf, brachte Anreize für eine spätere Pensionierung (negative für eine frühere) und leitete eine schrittweise Erhöhung des gesetzlichen Renteneintrittsalters ein. Einige Kommentatoren führten an, dass auch der Unternehmergeist und das höhere Bildungsniveau der Babyboomer gegenüber den früheren Generationen relevant seien. Doch der verspätete Renteneintritt ist nicht immer eine Frage der Wahl: Durch in die Höhe schießende Gesundheits- und Versicherungskosten, den Übergang vom Leistungs- zum Beitragsprimat bei den Rentenplänen und unzureichende private Ersparnisse können es sich viele Arbeitnehmer einfach nicht mehr leisten, nach Belieben in den Ruhestand zu gehen.

Das könnte sich im Zuge der Finanzkrise noch weiter verschärft haben. Denn sie hat einige der Babyboomer gezwungen, ihren Renteneintritt aus wirtschaftlicher Notwendigkeit zu verschieben. Die jährliche Retirement Confidence Survey kommt zu dem Ergebnis, dass das Vertrauen der Amerikaner darauf, sich einen angenehmen bzw. finanziell gesicherten Lebensabend verschaffen zu können, im Jahr 2009 auf ein Rekordtief fiel und bis 2010 dort blieb.⁵ Der Anteil der Babyboomer, die vorhaben, „bis zum Umfallen zu arbeiten“, stieg von 15 % vor der Krise auf 25 % Mitte 2009.

⁵ EBRI (März 2010), *The 2010 Retirement Confidence Survey*. Niedrigster Stand seit Beginn der Aufzeichnungen 1993.

Allerdings dürfte diese Zahl sinken, wenn sich die Stimmung in Bezug auf die Wirtschaftslage wieder aufhellt.⁶

Die Krise brachte noch ein weiteres Problem mit sich: Babyboomer, die ihren Renteneintritt verzögern, haben den Ruf, an ihren Arbeitsplätzen zu kleben und damit der Jugendarbeitslosigkeit Vorschub zu leisten. Die Arbeitslosenrate bei den 16- bis 19-Jährigen liegt zurzeit bei 26,1 % und ist damit fast dreimal höher als die Gesamtquote von 9,5 %, obwohl es wenig Belege dafür gibt, dass dies auf Verdrängung durch ältere Arbeitnehmer zurückzuführen ist.⁷

Alterung und Produktivität

Die wirtschaftlichen Folgen der Alterung sind ein viel diskutiertes Problem. Die wichtigste Schlussfolgerung daraus ist, dass eine ältere Erwerbsbevölkerung Produktivität und wirtschaftliches Wachstum behindert. Das BLS (das statistische Amt für Arbeit der USA) prognostiziert bis 2018 ein jährliches Produktivitätswachstum von 1,8 %, das unter dem Durchschnittswert im letzten Jahrzehnt von 2,6 % liegt. Das darf jedoch nicht von der Tatsache ablenken, dass die USA eine der produktivsten Volkswirtschaften der Welt sind und dass sie unter dem Problem weniger zu leiden hat als die Mehrheit der Industriestaaten.⁸ Darüber hinaus lässt das BLS in seinen Prognosen Technologie oder Innovation außer Acht und ist bekannt für seine nachträglichen Revisionen.

Ein neuer und ungewöhnlicher Blickwinkel in Bezug auf die Produktivitätsdebatte in den USA betrifft die Folgen, die die Altersstruktur der Bevölkerung auf die Managementqualität hat. Jüngste Untersuchungen zeigen, dass dies einen signifikanten Beitrag (rund ein Fünftel) zum Rückgang der Produktivität der USA in den 1970ern und zum Aufschwung in den 1990ern geleistet hat.⁹ Die Boomer-Generation ist viel größer als ihre Vorgängergeneration. Ihr Eintritt in das Erwerbsleben hat daher die Einstellung neuer Führungskräfte ausgelöst (durch Daten bestätigt). Diese Führungskräfte waren natürlich weniger gut, andernfalls wären sie sonst schon früher befördert worden. Darüber hinaus gingen Mittelwert und Median beim Alter der Führungsschicht in den 1980ern zurück. Das lässt darauf schließen, dass die Babyboomer früher in Führungspositionen gehoben wurden als andere Kohorten. Alles in allem führte dies zu einer schlechteren Führungseffektivität, bis die Babyboomer schließlich in den 1990ern das „normale“ Führungsalter erreichten. Dieses Phänomen könnte sich nach Renteneintritt der Babyboomer in den 2020ern wiederholen, wobei die kleinere Gruppe der geburtenschwachen Jahrgänge die Führungsaufgabe für die größeren „Echo-Boomer“ übernimmt.

Drohende Knappheit am Arbeitsmarkt?

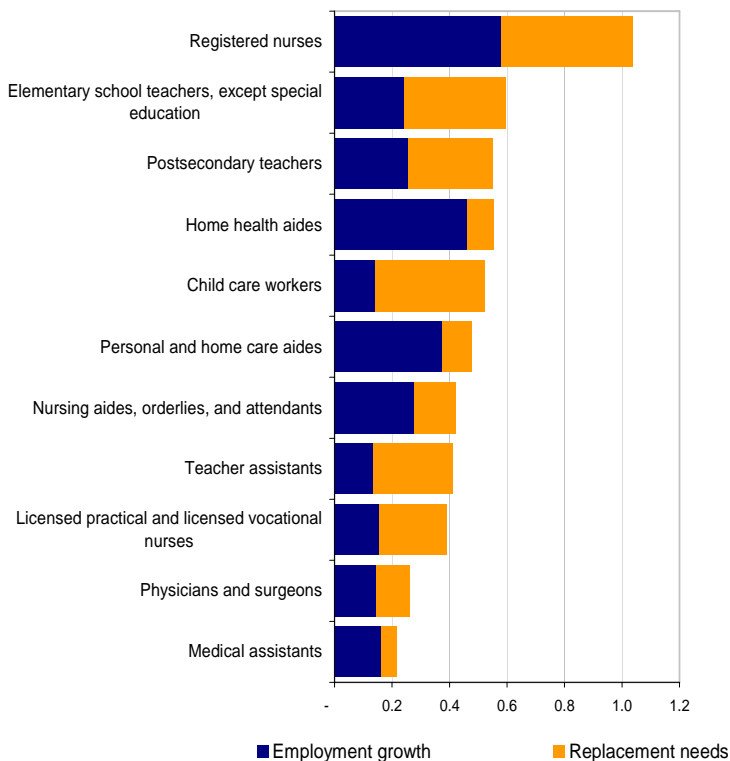
Doch die Alterung ist nur die eine Hälfte der Geschichte. Wie bereits gesagt, führen das geringere Bevölkerungswachstum und der Renteneintritt der Boomer auch zu einem schrittweisen Wachstumsrückgang bei der Erwerbsbevölkerung. Trotz eines höheren Anteils bei den älteren Personengruppen wird die Erwerbsquote in den Vereinigten Staaten mit dem Altern der Bevölkerung insgesamt zurückgehen und den Beitrag durch die höhere weibliche Beteiligung in den kommenden 50 Jahren vollständig überlagern. Die Kombination aus geringerer Beteiligung und Renteneintritt der

⁶ FT (8. Mai 2009), *Desperate 'baby boomers' return to work*. Zu beachten ist jedoch, dass sich das Renteneintrittsalter insgesamt seit der Rezession tatsächlich nicht geändert hat, da einige Arbeitnehmer durch Entlassung zur Frühverrentung gezwungen wurden. Gustman et al. (2009), *What the Stock Market Decline Means for the Financial Security and Retirement Choices of the Near-Retirement Population*. Coile et al. (2009), *The Market Crash and Mass Layoffs: How the Current Economic Crisis may Affect Retirement*.

⁷ US Bureau of Labour Statistics, 6. August 2010; Kalwij et al. (2009), *Early Retirement and the Employment of the Young*; Banks et al. (2008), *Releasing jobs for the young? Early retirement and youth unemployment in the United Kingdom*; Josten et al. (2008), *The Effects of Early Retirement on Youth Unemployment: The Case of Belgium*; Brugiavini et al. (2008), *Youth Unemployment and Retirement of the Elderly: The Case of Italy*.

⁸ 2009 waren in Bezug auf das BIP pro Arbeitsstunde nur Irland, Luxemburg und Norwegen produktiver, obwohl andere Länder schnelleres Wachstum verzeichneten (OECD).

⁹ Feyrer (2009), *The US Productivity Slowdown, The Baby Boom, and Management Quality*.



Boomer bedeutet, dass es in der Wirtschaft schon bald mehr Nichterwerbstätige als Erwerbstätige geben wird.¹⁰

Anzahl der Stellen in ausgewählten Berufen des Gesundheits- und Bildungswesens, 2008–18 (Projektion)
Millionen

Diese Beobachtung hat Sorge aufkommen lassen, dass am Arbeitsmarkt eine Knappheit von 35 Mio. Arbeitnehmern droht.¹¹ Die Chancen, dass es tatsächlich dazu kommt, sind unserer Ansicht nach gering. Denn Knappheit am inländischen Arbeitsmarkt würde eine hohe Einwanderung oder Auslandsverlagerung und ausländische Direktinvestitionen durch amerikanische Firmen auslösen. Heute könnte man einwerfen, dass ausländischen Arbeitnehmern die nötigen Fähigkeiten zum Ersetzen US-amerikanischer Arbeitnehmer fehlen. Doch die Qualifikationslücke schließt sich schnell. Die USA machen mittlerweile weniger als ein Sechstel der weltweiten Einschreibungen an Universitäten und der Doktoranten aus. 1970 lag diese Zahl noch bei einem Drittel bzw. der Hälfte.¹² In den 1990ern stellten US-Firmen immer mehr Wissenschaftler und Ingenieure ein, ohne dass die Löhne oder die Zahl der Hochschulabgänger in den USA stiegen. Das zeigt, dass globales Sourcing Druck auf den US-Arbeitsmarkt ausüben kann.

Es gibt aber trotzdem bestimmte Berufszweige, in denen man glaubwürdig von Knappheit reden kann. Diese sind hauptsächlich in den Dienstleistungsbereichen zu finden, in denen die Arbeit nicht ins Ausland verlagert werden kann und wo sich die Produktivität nur schwer mithilfe der Technik verbessern lässt. Stellen im öffentlichen Bereich werden kurzfristig am stärksten unter Druck geraten. Denn die Mehrheit der Arbeitnehmer darf hier mit 55 Jahren in den Ruhestand gehen und profitiert von leistungsorientierten Rentenplänen, die eine frühe Verrentung begünstigen.¹³

Das Beispiel, das man immer wieder zu lesen bekommt, ist der Krankenpflegebereich. Denn mit zunehmender Alterung der Bevölkerung steigt die Nachfrage, während die ausgereizten Gesundheitsbudgets Lohnerhöhungen verhindern.¹⁴ Unterricht und öffentliche Verwaltung haben ähnliche Probleme, werden aber staatlich finanziert und beschäftigen obendrein einen großen Anteil

¹⁰ BLS (2009), siehe oben.

¹¹ Freeman (2006), *Is a Great Labour Shortage Coming?*

¹² Ebd.

¹³ BLS (2000), siehe oben.

¹⁴ Ebd.; Freeman, siehe oben; Cappelli (2003), *Will There Really be a Labour Shortage?*

an Babyboomern.¹⁵ Darüber hinaus dominieren im Gesundheits- wie im Bildungsbereich die Frauen, die nach Erreichen des 55. Lebensjahres schneller aus der erwerbstätigen Bevölkerung austreten.

Es wird erwartet, dass der Renteneintritt der Babyboomer zwischen 2008 und 2018 den Ersatz von über 2 Mio. Arbeitnehmern im Gesundheitswesen und den damit verbundenen Bereichen wie Altenpflege und ungefähr die gleiche Zahl im Bildungsbereich erforderlich macht.¹⁶ Dabei ist noch nicht einmal das Beschäftigungswachstum berücksichtigt, das sich in beiden Branchen schnell entwickeln dürfte.

Ein weiteres besonders anfälliges Gebiet ist die Fertigung. Neueinstellungen im produzierenden Gewerbe dürften in den kommenden zehn Jahren zurückgehen. Hier werden die einzigen freien Stellen auf den Renteneintritt von Babyboomern zurückzuführen sein. Die relative Unattraktivität dieser Berufswege für jüngere Arbeitnehmer bedeutet, dass offene Stellen hier eventuell nicht besetzt werden können.¹⁷ Trotz der aktuellen Flaute am Arbeitsmarkt gibt ein Drittel der herstellenden Firmen in den USA an, einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften zu haben; 38 Prozent erwarten einen solchen Mangel in der Zukunft.¹⁸ Bei einigen Großfirmen haben ganze 80 % der Belegschaft in den kommenden fünf Jahren Anspruch auf Renteneintritt.¹⁹ Der nationale Herstellerverband (National Association of Manufacturers) warnte vor kurzem, dass bis 2020 eine Qualifikationslücke von 21 Mio. Arbeitnehmern droht.²⁰

In der Industrie rechnet man bei einem Wirtschaftsaufschwung mit einem Kampf um die besten Mitarbeiter. Das treibt die Arbeitskosten in die Höhe und zwingt einige Arbeitgeber, sich mit weniger qualifizierten Mitarbeitern zu begnügen.²¹ Dem Sektor wurde vorgeworfen, zu wenig in menschliches Kapital zu investieren: Die USA bringen Jahr für Jahr weniger Hochschulabgänger in der Fertigung hervor und wurden auf diesem Gebiet schon seit langem von Indien und China überholt. Bei Verrentung der Babyboomer ist die Gefahr noch größer, dass die USA ihren Wettbewerbsvorteil im Herstellungsbereich verlieren. Ihr Anteil an der weltweiten Fertigung ist in den vergangenen zehn Jahren bereits von 26 % auf unter 18 % gesunken, während China anteilmäßig zulegt. Es gibt keinen wirtschaftlichen Grund, warum das ein Problem sein sollte. Doch die politischen Gefahren sind groß: Allgemein herrscht der Eindruck, dass Herstellung und Innovation das sind, „was unser Land groß gemacht hat“.²² Die Autohersteller in den USA wurden während der Krise vom Staat gerettet. Doch die staatliche Unterstützung lässt sich angesichts des Strukturrückgangs kaum auf Dauer halten.

Die fiskalischen Auswirkungen der Alterung

Das Gesundheitssystem der USA ist bereits das teuerste der Welt und verschlingt sage und schreibe 16 % des BIP, während der OECD-Durchschnitt bei 8,9 % liegt. Das ist teilweise darauf zurückzuführen, dass es in den USA mehr kostenaufwendige chronische Krankheiten als in Europa gibt, größtenteils aber auf die höheren Kosten. Die USA haben höhere Löhne und Gehälter für Ärzte und mehr Verwaltungspersonal, machen stärkeren Gebrauch von neuen und kostspieligen Technologien, haben höhere Pharmapreise und eine extrem teure Versicherung für Kunstfehler.²³ Die meisten dieser Punkte sind das Ergebnis perverser Anreize im US-amerikanischen Kostenerstattungssystem auf Basis von Einzelleistungen, das übermäßige Nutzung von medizinischen Leistungen fördert, ohne dass dabei bessere Ergebnisse herauskommen: Die

¹⁵ BLS (2000), siehe oben.

¹⁶ BLS (2009), *Employment Projections for 2008-18*.

¹⁷ Ebd.

¹⁸ FT (1. März 2010), *Concern as Baby Boomers prepare for retirement*.

¹⁹ Ebd.

²⁰ Freeman, siehe oben.

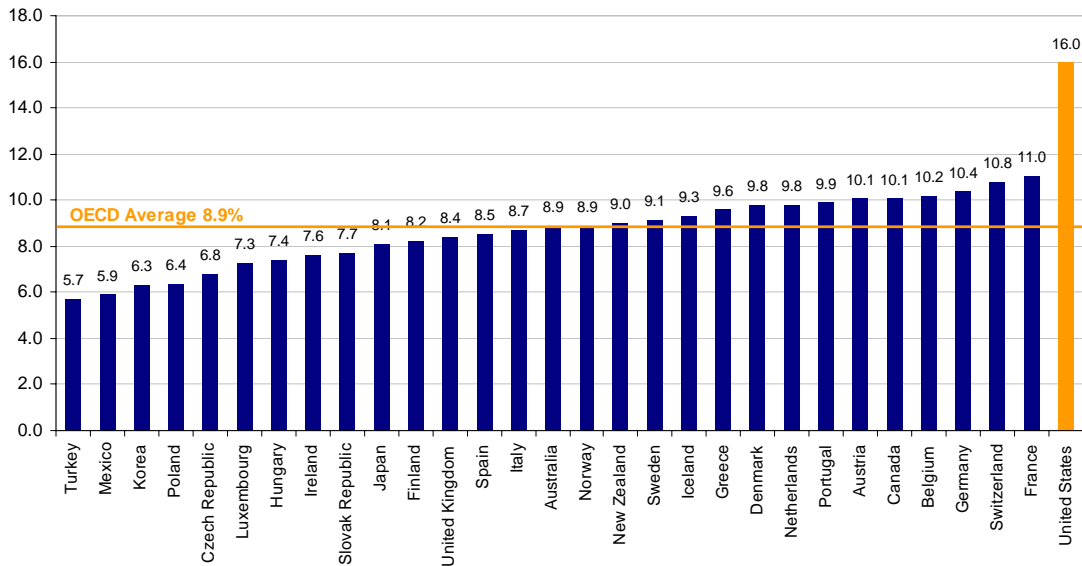
²¹ FT, siehe oben.

²² Zitat von Jim Whaley, President der Siemens Foundation. FT, siehe oben.

²³ Anderson et al. (2003), *It's the Prices, Stupid: Why the United States is so Different to Other Countries*; OECD Health Data 2009; Carey et al. (2009), *Healthcare Reform in the United States*.

Lebenserwartung in den USA ist niedriger, als man beim BIP-Niveau annehmen könnte; das Gleiche gilt für die Kindersterblichkeit.²⁴

Abbildung 3: Gesundheitskosten als Anteil am BIP, 2007



Quelle: OECD Health at a Glance 2009

In den vergangenen 30 Jahren stiegen die Gesundheitskosten in den USA trotz des guten demografischen Profils mit über 5 % jährlich deutlich stärker als das BIP.²⁵ Die Zahl dürfte noch schneller steigen, wenn die Babyboomer Anspruch auf die staatlich finanzierte medizinische Versorgung erhalten. Nach jüngsten offiziellen Schätzungen wird bis 2025 ein Anstieg der gesamten Kosten im Gesundheitsbereich von derzeit 16 % auf 25 % des BIP erwartet, bis 2050 auf 37 %. Dabei wird vorausgesetzt, dass Kosteninflation und Konsumwachstum zurückgehen: Eine Extrapolation der historischen Quoten würde bedeuten, dass die Gesundheitskosten bis 2080 100 % des BIP erreicht hätten!²⁶ Betrachtet man die Schätzungen der öffentlichen Ausgaben isoliert, würden die Ausgaben für die staatliche Krankenversicherung Medicare und das Gesundheitsfürsorgeprogramm Medicaid von derzeit 5,5 % des BIP nach dem Vergleichsszenario bis 2035 auf 10 % steigen und noch höher, wenn die Kosten schneller klettern als das BIP.²⁷

Der andere große altersbedingte Kostenfaktor sind die Rentenzahlungen. Wir konzentrieren uns an dieser Stelle auf das staatliche Rentensystem (Sozialversicherung) und gehen später auf betriebliche und private Altersvorsorgepläne ein. Auf den ersten Blick scheint des Rentensystem in den USA in relativ guter Form zu sein: Schließlich hat es mit 2,5 Billionen USD und 18 % des BIP den größten öffentlichen Rücklagefonds der Welt.²⁸ Doch obwohl in der Rezession keine Verluste gemacht wurden, führten die gesunkenen Steuereinnahmen dazu, dass Vermögen 2009 vorbezogen werden musste – das erste Mal seit Einrichtung des Fonds.²⁹ Auch wenn sich die Wirtschaft erholt, so steht die Sozialversicherung schon 2016 vor einem dauerhaften Defizit, wobei der Fonds 2039 vollständig erschöpft ist.³⁰

²⁴ Carey et al., siehe oben; OECD.

²⁵ Hagist and Kotlikoff (2005), *Who's Going Broke: Comparing Healthcare Costs in 10 OECD Countries*; Reinhardt (2009), *Economic Trends in US Healthcare: Implications for Investors*.

²⁶ CBO (2007), *The Long-Term Outlook for Health Care Spending*.

²⁷ CBO (2010), *The Long-Term Outlook for Mandatory Spending on Health Care*.

²⁸ OECD (Juli 2010), *Pension Markets in Focus*.

²⁹ Ibid.

³⁰ CBO (2010), *The Long-Term Outlook for Social Security*

Die reale Staatsverschuldung

Ein vom Finanzministerium der USA in Auftrag gegebener, allerdings nie veröffentlichter Bericht gibt einen Überblick über den derzeitigen Wert aller nicht kapitalgedeckten zukünftigen Verbindlichkeiten der USA unter Einschluss von Gesundheits-, Renten- und Verschuldungskosten. Das Ergebnis beträgt 65,9 Billionen USD, das ist fast das Fünffache des BIP (bei konstanten Preisen).³¹ Das deckt sich mit den Untersuchungen des IWF, nach denen die Kosten für die Alterung derzeit auf 495 % des Bruttoinlandsprodukts³² geschätzt werden. Zur Stopfung dieses Loches wäre es erforderlich, die Einkommenssteuern von Bürgern und Unternehmen unverzüglich und dauerhaft zu verdoppeln oder die Sozialversicherungs- und Gesundheitsversorgungsleistungen um zwei Drittel zu kürzen.³³ Mit jedem Jahr der Untätigkeit seitens der US-Regierung erhöht sich das prognostizierte Defizit um schätzungsweise 1,5 Billionen USD. Dabei ist anzumerken, dass diese Schätzungen schon vor der Krise erfolgten: Man geht davon aus, dass die Steuerlücke mittlerweile die schwindelerregende Zahl von 202 Billionen USD erreicht hat.³⁴

Ein häufig außer Acht gelassener Punkt ist der, dass der Sozialversicherungsfonds fast ausschließlich in speziell ausgegebenen US-amerikanischen Staatsanleihen angelegt ist. Diese sind jederzeit zum Pari-Wert rückkaufbar. Daher besteht zwar keine Liquiditätsgefahr. Doch Probleme könnten auftreten, wenn der Fonds – als großer Einzelkäufer von US-Staatsanleihen – zum Verkäufer wird. Die Fondsbeteiligungen stellen derzeit fast 20 % der Gesamtverschuldung der USA dar, was zusätzlich zu neuen Emissionen von Markt absorbiert werden müsste.³⁵

Betriebliche und private Renten

Die Prognosen für die Sozialversicherung sind besonders düster. Aber auch die anderen Quellen für die Altersversorgung sehen nicht viel besser aus. Nach jüngsten Untersuchungen sind leistungsorientierte Rentenpläne für Angestellte im öffentlichen Dienst mit mehr als 1 Billion USD bzw. 30 % unterfinanziert.³⁶ Selbst die Fonds, die solvent erscheinen, stützen ihre Berechnungen oft auf längst überholte Sterblichkeitstabellen, hohe Zinssätze und unrealistische Renditeerwartungen.

Im Privatsektor enthalten leistungsorientierte Pläne immer noch rund 45 % des Rentenvermögens und viele börsennotierte Unternehmen haben hohe nicht kapitalgedeckte Verbindlichkeiten.³⁷ Ende 2009 lag das durchschnittliche Rentendefizit der börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen bei 20 %. Das zählte schon zu den schlechtesten Ergebnissen der Welt, doch nach vorläufigen Schätzungen könnte sich die Kapitaldeckung noch weiter verschlechtern und bis Ende 2010 ein Defizit von 32 % (651 Mrd. USD) aufweisen.³⁸ Industrieunternehmen und Fluggesellschaften haben die höchsten ungedeckten Verbindlichkeiten und den größten ungedeckten Einzelplan weist – keine große Überraschung – General Motors vor: Das Finanzloch der Firma wird auf 44 Mrd. USD geschätzt. Das ist das Zehnfache ihrer Marktkapitalisierung in der tiefsten Krise. Die Deckungsgrundlage sieht noch düsterer aus, wenn man die derzeitigen Pensionsrückstellungen

³¹ Gokhale and Smetters (2005), *Measuring Social Security's Financial Problems*.

³² IMF (2009), *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*.

³³ Gokhale and Smetters (2005), siehe oben; Gokhale (2009), *Measuring the Unfunded Obligations of European Countries*; Kotlikoff (2007), *Is the US Bankrupt?*

³⁴ Kotlikoff (Bloomberg, August 2010), *The US is Bankrupt and we don't even know it*.

³⁵ OECD (2010), siehe oben. OECD-Staatsschuldenstatistik 2009.

³⁶ Bloomberg (10. August 2010), *Hidden Pension Fiasco May Foreshadow \$1 Trillion Bailout*. Beachten Sie, dass die Zahl von 1 Billion USD nicht mit den 65,9 Billionen im vorherigen Abschnitt zu vergleichen ist. Bei Ersterer handelt es sich um das aktuelle Defizit, während die Letztere den aktuellen Wert aller künftigen Defizite beziffert; auf gleicher Bemessungsgrundlage wäre die Lücke zwischen den staatlichen und lokalen Renten noch größer.

³⁷ Towers Watson 2010 Global Pension Asset Study.

³⁸ ISI (31. August 2010), *Accounting and Tax Report*. Die Schätzungen beruhen auf den Renditen fürs laufende Jahr (mehr oder weniger flach für die Vermögensaufteilung eines üblichen Pensionsfonds) und einem Renditerückgang von AA-Unternehmensanleihen von 100 bps, was den Diskontsatz für Rentenplanverbindlichkeiten bestimmt. Ein niedrigerer Diskontsatz impliziert eine höhere Verbindlichkeit, daher wird die Deckung schlechter, obwohl die Vermögensseite stabil bleibt.

zugrunde legt: Einige der Industrie- und Pharmaunternehmen gehen von Renditen im Bereich von 9 % und Diskontsätzen, die weit über den Anleiherträgen liegen, aus.³⁹

Eine der wichtigsten Schlussfolgerungen daraus ist, dass Arbeitnehmer eine größere persönliche Verantwortung für ihre Altersversorgung übernehmen müssen, was wahrscheinlich eine Verlängerung ihres Arbeitslebens mit sich bringt. Unternehmen stellen ihre Pläne verstärkt von leistungs- auf beitragsorientiert um (einschließlich der so genannten 401k-Pläne). Gleichzeitig dürften die Sozialversicherungsleistungen weniger großzügig ausfallen. Das ist den Arbeitnehmern durchaus bekannt. Nur eine Minderheit von ihnen ist sehr (7 %) oder sogar ziemlich (23 %) sicher, dass die Sozialversicherungsleistungen im derzeitigen Maße fortgeführt werden.⁴⁰ Alle Arbeitnehmer und besonders die, die Anspruch auf eine vom Arbeitgeber geförderte Altersversorgung haben, werden daher dazu aufgefordert, in einem individuellen Rentenkonto zu sparen, was durch Steuererleichterungen für Anlagerenditen und Ausschüttungen begünstigt wird.

Ein angenehmer Ruhestand?

Allerdings gibt es immer mehr beunruhigende Hinweise darauf, dass die Arbeitnehmer in den USA nicht bereit oder in der Lage sind, diese Verantwortung zu übernehmen. Laut EBRI Retirement Confidence Survey legen derzeit nur 60 % von ihnen etwas für ihre Altersversorgung zur Seite und fast 30 % der Befragten haben praktisch keinerlei Ersparnisse.⁴¹ Vor der Krise wurde geschätzt, dass 70 % der Babyboomer nicht genügend Vermögen angehäuft hatten, um ihren Lebensstil nach dem Renteneintritt wie gehabt aufrechtzuerhalten. Seit dieser Zeit ist der Nettowert der Haushalte mit einem Vorstand im Alter von 45 bis 64 um mehr als 45 % gesunken.⁴²

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass Armut und Ungleichheit im Alter zunehmen werden. Die Einkommensungleichheit in den USA – wo das obere 1 % der Verdiener über 23 % des Einkommens einstreicht – ist viel beachtet. Doch bei den Vermögensverhältnissen (einschließlich Rentenvermögen) ist die Schieflage noch gravierender. Vor der Krise besaßen das obere Perzentil 43 % und das obere Fünftel 93 % des Finanzvermögens. Dieses Verhältnis scheint sich infolge der Krise noch verschlimmert zu haben.⁴³ Das US-amerikanische Rentensystem ist durch und durch progressiv aufgebaut: 40 % der Arbeitnehmer im Privatsektor haben keinen Anspruch auf arbeitnehmerfinanzierte Pläne. Dabei verteilt sich die Last unverhältnismäßig hoch auf die unteren Einkommensgruppen, die meistens teilzeitbeschäftigt oder Gelegenheitsarbeiter sind.⁴⁴ Darüber hinaus profitieren die Spitzenverdiener am meisten von den Steuerbegünstigungen für privates Sparen: Wer keine Einkommenssteuern zahlt, kommt einfach nicht in den Genuss von Steuervorteilen. 2005 hatten mehr als 73 Mio. Arbeitnehmer ein so niedriges Einkommen, dass sie damit Anspruch auf Steuervergünstigungen hatten. Doch zwei Drittel davon konnten sie nicht in Anspruch nehmen, weil sie nicht einkommenssteuerpflichtig waren.⁴⁵

Das bedeutet, dass sich die Ungleichheit verschärft, wenn ein zunehmender Teil der Bevölkerung in Rente geht. Rund ein Drittel der derzeitigen Ruheständler sind vollkommen auf Sozialleistungen angewiesen. Und fast noch einmal so viele beziehen den Großteil ihr Einkommen daraus.⁴⁶ Das hat Folgen für den Konsum. Rentner haben ein geringeres Pro-Kopf-Einkommen. Der steigende Altenquotient schadet daher dem Konsumsektor, vor allem im Verbrauchsgüterbereich. Noch relevanter wird diese Entwicklung, wenn ein großer Teil dieser Rentner auf schrumpfende Sozialleistungen angewiesen ist, was das Konsumverhalten extrem anfällig für Leistungseinschnitte macht. In der Vergangenheit haben die einkommensschwächeren Haushalte ihre Kaufkraft durch

³⁹ Ebd.

⁴⁰ EBRI (2010), siehe oben

⁴¹ EBRI (2010), siehe oben.

⁴² Allianz (2008), siehe oben. Employee Benefit Research Institute (Feb 2009), *The Impact of the Recent Financial Crisis on 401k Account Balances*.

⁴³ Domhoff (2010), *Wealth, Income and Power*.

⁴⁴ Ebd.

⁴⁵ Ebd.

⁴⁶ Allianz (2009), siehe oben.

Kreditaufnahme gestützt. Doch das war ganz bestimmt keine dauerhafte Lösung, die für Ruheständler noch weniger in Frage kommt.

Fazit

Ungeachtet der oben genannten Probleme haben die USA immer noch das günstigste demografische Profil unter den Industriestaaten. Dank einer höheren Geburtenrate und einer (relativ) entspannten Haltung gegenüber Einwanderung sind die Aussichten für nachhaltiges wirtschaftliches Wachstum und Konsum besser als in Europa, Japan und langfristig gesehen sogar China.

Doch das Altern der Bevölkerung stellt einige Unternehmen und Industriezweige vor ernsthafte Probleme. Zu den Berufszweigen, die bei Renteneintritt der Babyboomer den größten Nachwuchsbedarf haben, gehören Piloten, Ingenieure, Bauarbeiter und Mechaniker. Wie gesagt, dürfte das produzierende Gewerbe in den USA die größte Knappheit an Arbeitnehmern und steigende Arbeitskosten erleben, was seine Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den billigen asiatischen Volkswirtschaften untergräbt (obwohl relative Währungsvorteile in den kommenden zehn Jahren ganz klar auch eine wichtige Rolle spielen werden). Angesichts ihrer relativ alten Arbeitnehmerschaft ist es nicht überraschend, dass gerade diese Branchen auch die größten ungedeckten Rentenverbindlichkeiten haben. GM, Ford, Boeing, GE und Delta Airlines erscheinen alle auf der Top-Ten-Liste der Pensionspläne mit der größten Unterdeckung. Vor dem Hintergrund sinkender Anleiherträge und volatiler Aktienrenditen scheinen die derzeitigen Berechnungsgrundlagen unhaltbar. Diese anzupassen führt zu höheren Altersversorgungskosten, die die Gewinne einiger Großunternehmen um bis zu 10 % schmälern könnten.

Unserer Meinung nach sind die USA in hohem Maß ein Markt für Stockpicker. Einige Unternehmen sind gut aufgestellt, sowohl im Inland wie auf internationaler Ebene von den demografischen Entwicklungen zu profitieren und haben bewiesen, dass sie ihre Arbeitskosten und Rentenverbindlichkeiten im Griff haben. Andere hingegen sind schlicht und einfach Wertfallen. Das demografische Profil beschert Amerika einen „Länderwettbewerbsvorteil“, aber nur einige Unternehmen werden in der Lage sein, diesen auch in Renditen für ihre Anteilseigner umzusetzen.

Wichtiger Hinweis:

Nur für professionelle Investoren.

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von **Virginie Maisonneuve, Leiterin Global & International Equity, und Katherine Davidson, Research Associate**, und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar. Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.