



konzept



Cover story

Plädoyer gegen massive Infrastrukturinvestitionen in den USA

Wirtschaftsexperten, Politiker und Kommentatoren sprechen sich einhellig für ein großangelegtes Investitionsprogramm für die US Infrastruktur aus, selbst die beiden Präsidentschaftskandidaten stimmen in diesem Punkt überein. Im Sinne einer ausgewogeneren Debatte widmet sich unser Leitartikel der Frage, was gegen eine solche Investitionsoffensive spricht.

Editorial

Herzlich willkommen zur neunten Ausgabe des Konzept-Magazins – dem Flaggschiff von Deutsche Bank Research. Das Cover der letzten Ausgabe zierte ein Zauberwürfel mit

blauen und gelben Quadraten in Form eines Fragezeichens. Hätten wir zu dem Zeitpunkt schon gewusst, dass Großbritannien sich für einen Ausstieg aus der Europäischen Union entscheiden würde, wäre die Wahl vermutlich auf ein Ausrufezeichen gefallen. Aber vier Monate später haben sich die Märkte von ihrem ersten Schock erholt – ungeachtet des jüngsten Kursrutsches des britischen Pfundes – und an den Konjunkturdaten scheint das Referendum sogar spurlos vorübergegangen zu sein.

Laufen wir Gefahr, bei der US-Präsidentschaftswahl den gleichen Fehler noch einmal zu begehen? Nach dem überraschenden Ausgang des britischen Referendums wäre es geradezu töricht, Donald Trump beim Rennen um das Weiße Haus abzuschreiben. Also befassen wir uns in dieser Ausgabe lieber mit dem verblüffenden Aspekt dieses Wahlkampfes, dass beide Kandidaten in ihren Wahlprogrammen großangelegte Investitionsprogramme in die US-Infrastruktur ankündigen – und das, obwohl sich Hillary Clinton und Donald Trump sonst in kaum einem Punkt einig sind. Offenbar ist in Amerika fast jeder von der Richtigkeit eines umfangreichen Ausgabenprogramms überzeugt. In unserem Leitartikel nimmt John Tierney die vorherrschende Meinung aufs Korn.

Allerdings sehen wir die Aussichten für die US-Wirtschaft keinesfalls pessimistisch. Unser Chief Global Strategist, Binky Chadha, vertritt in einem anderen Artikel die Auffassung, dass höhere Löhne und die Aufwertung des US-Dollar schon bald eine Zunahme der Arbeitsproduktivität bescheren werden. Diese ebenfalls konträre Sicht hat wiederum signifikante Auswirkungen auf die meisten Anlageklassen weltweit. Auch liefern wir Gegenargumente für die These, zu geringe Investitionen im Unternehmenssektor seien schuld an der Wirtschaftsmisere der USA, und unterbereiten einige Vorschläge mit Blick auf das kontroverse Thema Unternehmenssteuerreform.

Wie immer finden sich auf den ersten

Seiten fünf kürzere Artikel, die Lust auf mehr machen sollen. Ein Artikel liegt mir dabei ganz besonders am Herzen. Er widmet sich der Frage, wie Gender-Diversity-Initiativen – vor allem bei Finanzdienstleistern – durch neue und bessere Datenbestände vorangetrieben werden können. Das Themenspektrum der anderen Artikel ist breit. So wird untersucht, inwieweit sich die Signalfunktion von Kredit- und Aktienderivaten für die künftige Marktentwicklung voneinander unterscheidet, während ein weiterer Artikel der Frage nachgeht, warum sich Kinobesuche bei Chinesen wachsender Beliebtheit erfreuen. Rineesh Bansal beschäftigt sich in seinem Artikel mit dem Phänomen, dass sich Aktien immer mehr wie Anleihen verhalten und umgekehrt.

Und schließlich nehmen wir Sie in unserer Buchrezension mit auf eine Reise ins Jahr 2008, als ein noch unverbrauchter Barack Obama Hillary Clinton im Rennen um die Nominierung als Kandidat der demokratischen Partei ausstach. Game Change ist eine Pflichtlektüre, gespickt mit pikanten Informationen für all diejenigen, die vom amerikanischen Wahlkampffieber gepackt sind. Den Abschluss dieser Ausgabe bildet wie immer der Bericht unseres Konferenzspions, der uns diesmal hinter die Kulissen einer Konferenz über Metalle & Bergbau sowie über Öl & Gas führt. Außerdem sei noch auf unsere beliebte Infografik verwiesen, die – in Anlehnung an unser Titelthema – erkennen lässt, dass höhere Infrastrukturausgaben in Amerika allem Anschein nach nicht zu schnellerem Wirtschaftswachstum oder einer besseren Infrastruktur führen.

David Folkerts-Landau
Chefvolkswirt der Deutschen Bank
und Global Head of Research

➤ Wenn Sie Ihr Feedback geben oder mit den Verfassern in Kontakt treten möchten, wenden Sie sich bitte zunächst an Ihren Kundenbetreuer der Deutschen Bank oder schreiben Sie an das Team research.haus@db.com.

Articles

- 06 Die EZB ist verantwortlich für ausbleibende Reformen
- 08 Anleihen und Aktien—Vorsicht Rollentausch
- 10 Besteuerung von Unternehmen—die USA und der Rest der Welt
- 13 Wie neue Gender-Daten für Auftrieb in puncto Diversität und Rentabilität sorgen
- 16 Derivate dechiffrieren: Welche Rolle spielt die Volatilität?
- 19 Filmindustrie in China—der Traum von den Sternen

Columns

- 54 Buchrezension—Game Change
- 56 Konferenzberichte—Rohstoffe
- 58 Infografik—Infrastrukturausgaben der Bundesstaaten ohne Auswirkung auf Pro-Kopf-Wachstum

Features

Fiskalpolitik und
Infrastrukturprogramme 21

Der Kapitalstock
amerikanischer
Unternehmen—
eine Frage des
Alters 36

Comeback der
Produktivität 46

Die EZB ist verantwortlich für ausbleibende Reformen



Auch sieben Jahre nach Ausbruch der Schuldenkrise bleibt die Eurozone eine in wirtschaftlicher Stagnation gefangene Region, deren Fortbestehen gefährdet ist. Das Wachstum ist blutleer, die Arbeitslosigkeit verharrt im zweistelligen Bereich und mehr als 20% der Jugend finden keinen Arbeitsplatz, was die katastrophalste Arbeitsmarktsituation unter den Industrieländern darstellt. Nach wie vor kämpft die Eurozone mit nicht tragfähigen Verschuldungsquoten und bewegt sich am Rande der Deflation. Ohne starke Konjunktur in Deutschland sähe es noch düsterer aus.

Diese wirtschaftliche Schiefelage ist schon Problem genug, wird aber verschärft durch die Erosion der politischen Mitte und gerät so zu einer existenziellen Krise. Das Brexit-Votum legte die Gefahren einer Spaltung auf schmerzvolle

Weise offen. Die Unzufriedenheit hat ihren Ursprung im Elend der Arbeitslosen. Daher muss man fragen, inwieweit die im historischen Vergleich extrem aggressive, unkonventionelle und völlig unerprobte Geldpolitik der EZB, die gekennzeichnet ist durch die niedrigsten Zinsen in der Geschichte, massive Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen durch die Notenbank sowie gezielte Maßnahmen zur Unterstützung der Banken, und die durch expansive Haushaltspolitik mit schuldenfinanzierten Staatsausgaben flankiert wird, zur Verschärfung der Probleme Europas beiträgt.

Noch nie war eine Region so abhängig von dogmatischen Entscheidungen nicht direkt gewählter Technokraten. Wollen wir wirklich das Scheitern des wichtigsten wirtschaftspolitischen Projekts der Geschichte riskieren? Zukünftige Generationen würden uns das naive Vertrauen in die Geldpolitik nicht verzeihen.

Zweifel an der Wirksamkeit der Geldpolitik werden vor allem dadurch genährt, dass die Probleme Europas struktureller und nicht zyklischer Natur sind. Die Länder der Peripherie sind nicht in der Lage, ein für den Abbau der Schuldenlast und Arbeitslosigkeit ausreichendes Wachstum zu generieren. Ursache hierfür sind mangelnde Reformen der Arbeitsmärkte sowie der Rechts-, Sozial- und Steuersysteme. Der fehlende Reformwille erklärt sich dadurch, dass Reformen immer Opfer verlangen und am politischen Ruf der Regierung kratzen. In der Regel liefern schwache Wachstumsraten und selbst hohe Arbeitslosenzahlen nicht ausreichend Munition, um eine politische Niederlage zu riskieren. Die mahnenden Worte besorgter Nachbarländer finden kein Gehör und sorgen – schlimmer noch – für Verbitterung.

Um für Reformen ihr Amt aufs Spiel zu setzen, benötigen Politiker gute Gründe, insbesondere in der Peripherie, wo sie keinen breiten Rückhalt genießen. Bis Juli 2012 war der Handlungsdruck durch die Finanzmärkte gegeben, da die Zinsen und Risikoaufschläge exorbitant hoch waren und die Gefahr bestand, die Staatsschulden nicht refinanzieren zu können.

Ein Scheitern hätte zu einem Rettungsprogramm des IWF oder der EU-Institutionen geführt mit harschen Reformauflagen, welche Ausgabenkürzungen beinhalten. Außerdem war damit für die meisten Regierungen die Gefahr verbunden, ihre politische Legitimierung zu verlieren oder aus der Eurozone geworfen zu werden.

Durch das Versprechen der EZB vom Juli 2012 – in Schieflage geratene Länder durch Geldpolitische Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions, OMT) aufzufangen, bei dem die Zentralbank mit ihrer Bilanz in den Markt für Staatsanleihen eingreift und als Käufer der letzten Instanz auftritt – wurden Reformanreize dann jedoch zunichte gemacht. Als Rechtfertigung wurde damals kurioserweise auf die auseinanderlaufenden Risikoaufschläge bei Staatsanleihen verwiesen, die als Zeichen unwirksamer geldpolitischer Transmissionskanäle und nicht etwa abweichender länderspezifischer Risiken zu werten seien. Zwar hat man bis heute auf den Einsatz des OMT-Programms verzichtet, doch die EZB startete drei Jahre später ihr Public Sector Purchase Programme (PSPP), eine quantitative Lockerungsmaßnahme, bei der die EZB zusammen mit nationalen Notenbanken Staatsanleihen kauft. Wenn dieses Programm – wie erwartet – bis Ende 2017 verlängert wird, könnte die EZB bis dahin mehr als ein Fünftel der gesamten Staatsverschuldung des Euroraums in ihren Büchern haben.

Die Ankündigung des OMT-Programms hat ohne Zweifel viele Länder der Peripherie und Anleger vor einer Refinanzierungskrise bewahrt. Der durchschnittliche Risikoaufschlag, der für Staatsanleihen der Peripherie gegenüber deutschen Papieren zu zahlen war, fiel um fast fünf Prozentpunkte. So ist etwa der Anteil der Zinslast Italiens am Bruttoinlandsprodukt von 5,4% im Jahr 2012 auf inzwischen nur noch 4% gesunken – und das, obwohl die Schuldenstandsquote um nahezu zehn Prozentpunkte gestiegen ist. Diese gewaltige Entlastung wurde jedoch nicht genutzt, genausowenig wie der Zinsrückgang durch den Beitritt zur Eurozone um die Jahrtausendwende. Die Schuld für die ungenutzten Chancen ist nicht bei Deutschland zu suchen. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass selbst größere Finanzspritzen Deutschlands für Peripherieländer ihre Wirkung verfehlt hätten.

Gleichermaßen kann aber auch den Regierungen der Peripherieländer nicht vorgeworfen werden, nicht gehandelt zu haben, wurde doch durch die Maßnahmen der EZB jeder Anreiz zu Veränderungen genommen. Bis 2012 zeigten diese Länder nur dann ernsthafte Reformbereitschaft, wenn sie sich mit hohen Zinsen und einem plötzlichen Stopp der

Kapitalzuflüsse konfrontiert sahen. In diesen Jahren wurden mehr als die Hälfte der von der OECD empfohlenen Wachstumsinitiativen im Euroraum umgesetzt. Im vergangenen Jahr lag der Anteil bei weniger als 20%. Erst in ihrem letzten Monatsbericht monierte die EZB die schleppende Umsetzung von Strukturreformen in den vergangenen Jahren.

Fakt ist, dass Programme wie OMT und PSPP Europa davon abhalten, der Realität ins Auge zu sehen. Bei Nullwachstum und einem Haushaltsdefizit von 2,5% ist eine Staatsverschuldung im dreistelligen Bereich wie im Fall Italiens nicht tragfähig. Dabei bezahlt Rom für zehnjährige Anleihen nur ungefähr um einen Prozentpunkt höhere Zinsen als Berlin und sogar weniger als Australien, welches ein höheres Wachstum und geringere Verschuldung vorweisen kann. Auch Portugals neue Regierung hat ihre Reformpläne weitgehend über Bord geworfen und kann sich dennoch über niedrigere Risikoaufschläge als noch im Jahr 2012 freuen.

Ungeachtet ihrer guten Absichten hat die EZB die Disziplinierungsmechanismen der Anleihemärkte außer Kraft gesetzt und trägt damit die Verantwortung für das Ausbleiben der so dringend nötigen und überlebenswichtigen strukturellen Veränderungen im Euroraum. Dabei sind Reformen, so schmerzhaft sie politisch auch sein mögen, ganz klar das geringere Übel im Vergleich zu der schleichenden Auflösung durch die wirtschaftliche Stagnation in der Region. Wir müssen den Preis zahlen, sollte dieses geldpolitische Experiment scheitern. ●

➤ Dieser Beitrag ist als Gastkommentar im Original am 28.09. in der Tageszeitung „Die Welt“ erschienen. An diesem Tag nahm der EZB-Chef Mario Draghi vor dem Bundestag Stellung zur Nullzinspolitik.

Anleihen und Aktien – Vorsicht Rollentausch

Wenn es nicht aussieht wie eine Ente und nicht quakt wie eine Ente, ist es dann noch eine Ente? Abgesehen von Wasservögeln sollten sich Anleger dieselbe Frage zu Anleihen stellen. Deren Verhalten in der letzten Zeit ähnelt nämlich kaum noch Eigenschaften, die man üblicherweise mit Rentenanlagen verbindet. Tatsächlich weisen sie inzwischen vielmehr Ähnlichkeit mit Aktien auf.

Betrachten wir zum Beispiel ein Anleiheportfolio, das in 10-jährige US-Staatsanleihen investiert ist und dessen Erträge monatlich in die nächste Emission reinvestiert werden. In den letzten zehn Jahren generierte eine solche Strategie eine annualisierte Gesamrendite von 5,4%. Inflationbereinigt ergibt sich daraus eine reale Rendite von 3,7%, genau wie in den vorangegangenen zehn Jahren und im Durchschnitt in jedem Jahrzehnt in den letzten 40 Jahren. Selbst die Volatilität der monatlichen Renditen dieses Portfolios entspricht mit rund 8% weitgehend dem langfristigen Durchschnitt.

Bei genauerer Betrachtung stellt man jedoch fest, dass die Renditetreiber sich fundamental gewandelt haben. In der letzten Dekade war knapp die Hälfte der nominalen Gesamrenditen auf Kapitalerträge zurückzuführen, während die andere Hälfte aus Kuponzahlungen stammte. Im Jahrzehnt davor hingegen machten Kapitalerträge weniger als ein Fünftel der Gesamrenditen aus.

Der Anteil der Kapitalerträge an den Gesamrenditen von Anleihen ist heutzutage sogar so hoch wie seit mindestens einem halben Jahrhundert nicht mehr und doppelt so hoch wie der langfristige Durchschnitt. Diese zunehmende Abhängigkeit von Kapitalzuwachs läuft den Merkmalen, die man festverzinslichen Wertpapieren eigentlich zuschreibt, zuwider.

Unterdessen werden Aktien ihren Rentenpendants immer ähnlicher. So verzeichnete der

S&P 500 im Laufe der letzten zehn Jahre eine annualisierte Gesamrendite von 7% und lag damit nur knapp über den Renditen von US-Staatsanleihen. Nur zwei Drittel dieser Renditen waren auf Kapitalerträge zurückzuführen, fast ein Drittel der Gesamrenditen stammte aus Dividenden. Der auf Kapitalzuwachs zurückzuführende Anteil der Aktienrenditen hat seit 1980 stetig zugenommen, erreichte seinen Höhepunkt bei fast 90% während der Dotcom-Blase und ist seither rückläufig.

Abgesehen von einigen extremen Ausschlägen während der Finanzkrise waren die Gesamrenditen am Aktienmarkt zuletzt in den 1980er Jahren derart abhängig von Dividenden. Tatsächlich ist der Anteil von Kapitalerträgen an den zehnjährigen Gesamrenditen bei Anleihen so hoch wie seit vielen Jahrzehnten nicht mehr, während der Anteil bei Aktien seinen Tiefststand seit Jahrzehnten erreicht hat. Da also der Anteil der Kapitalerträge an den Anleiherenditen mit schnellen Schritten auf das Niveau von Aktien zusteuert, sieht es so aus, als würden die beiden weltweit größten Anlageklassen bald komplett ihre Rollen tauschen.

Doch ist es denn überhaupt relevant, ob die beiden Anlageklassen ihre Gewinne durch Kapitalzuwachs oder durch Erträge erwirtschaften? Die historische Wertentwicklung von Aktien lässt darauf schließen, dass dies in der Tat eine Rolle spielt. Im Laufe der letzten 30 Jahre war ein höherer Anteil von Kapitalerträgen an den Renditen der Vergangenheit ein zuverlässiger Indikator für niedrigere und volatilere künftige Renditen am Aktienmarkt. So kann der Anteil der Kapitalerträge an den Gesamrenditen des S&P 500 in den letzten zehn Jahren 70% der Schwankungen der Gesamrenditen und knapp 50% der Schwankungen der Volatilität in den jeweils folgenden zehn Jahren erklären.

Angesichts dieser engen Zusammenhänge verheißt die in den letzten zehn Jahren festzustellende Abhängigkeit der Aktienrenditen von Dividenden Gutes für die Wertentwicklung des Aktienmarktes im kommenden Jahrzehnt. Aus den aktuellen Preisen langfristiger Optionen auf den S&P 500 können wir die



-

Markterwartungen hinsichtlich Dividendenzahlungen für die nächsten zehn Jahre ableiten. Für den S&P 500 deuten diese auf ein stetiges Dividendenwachstum von 2,1% in diesem Jahr auf 2,5% des aktuellen Indexwertes im Jahr 2026 hin.

Diese 2,5% schlugen zu Buche, selbst wenn der Aktienmarkt sein heutiges Niveau beibehält. Ausgehend von der historischen Wertentwicklung der vergangenen 40 Jahre am Aktienmarkt liegt die Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario indes gerade einmal bei 6%. Dennoch wäre es für Anleihen schwer, selbst an dieses ungewöhnlich niedrige Gesamtrenditeniveau heranzureichen. Damit die Gesamtrenditen von US-Staatsanleihen in diesem Zeitraum die Renditen am Aktienmarkt übertreffen, müsste das Zinsniveau 10-jähriger Anleihen unter Null fallen.

Dies ist unwahrscheinlich. Die Wahrscheinlichkeit für ein solches Szenario am Markt lässt sich anhand der Preise von Fixed-Income-Derivaten bestimmen. Die derzeitige Marktbewertung basiert auf der Annahme, dass die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen mit einer Wahrscheinlichkeit von 20% im Jahr 2026 im negativen Bereich liegen wird. Anders ausgedrückt: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Gesamtrenditen von US-Staatsanleihen auch nur die Dividendenerträge aus Aktien in den kommenden zehn Jahren übertreffen werden, liegt gerade mal bei eins zu fünf.

Doch die künftigen Anleiherenditen sehen nicht nur im Vergleich zu Aktien blass aus. Auch die historische Wertentwicklung des Rentenmarktes selbst könnte sich als Herausforderung erweisen. Der hohe Anteil der

Kapitalerträge an den jüngsten Anleiherenditen, der selbst wiederum ein Nebeneffekt der niedrigen und weiter rückläufigen Zinsen ist, macht es zunehmend schwieriger, diese Entwicklung zu wiederholen. Um in den kommenden zehn Jahren auf die im letzten Jahrzehnt erzielte annualisierte Rendite von 5,4% zu kommen, müsste das Zinsniveau bis 2026 auf -2% fallen.

Auch wenn die jüngsten Erfahrungen gezeigt haben, dass Negativzinsen bei Anleihen durchaus im Bereich des Möglichen liegen, ist die Vorstellung eines Zinsniveaus von -2% bei 10-jährigen US-Staatsanleihen doch recht weit hergeholt. Tatsächlich impliziert die aktuelle Marktbewertung gerade mal eine Wahrscheinlichkeit von läppischen 0,6% für den Eintritt eines entsprechenden Szenarios. Anleger in Anleihen, die bereit sind, dieses Risiko einzugehen, könnten ebensogut bei einem Buchmacher darauf wetten, dass Popsänger Kanye West in vier Jahren zum Präsidenten der Vereinigten Staaten gewählt wird.

Wahrscheinlicher als der Einzug von Kanye West ins Weiße Haus im Jahr 2020 ist, dass das Zinsniveau 10-jähriger US-Staatsanleihen in den kommenden zehn Jahren auf 2% steigt. So lautet die aktuelle zentrale Prognose am Rentenmarkt. Für Anleihen bedeutet das in den kommenden zehn Jahren annualisierte Gesamtrenditen von 1,5% und damit die schlechteste Wertentwicklung seit mehr als 40 Jahren.

Anleger verbinden Anleihen und Aktien mit bestimmten Performance-Merkmalen. Diese Merkmale sind maßgeblich für ihre Eignung im Hinblick auf bestimmte Anlageanforderungen. So gilt beispielsweise die allgemeine Regel, dass private Sparportfolios Aktien im Verhältnis zum Alter der jeweiligen Person enthalten sollten, während der Rest in Anleihen investiert wird. Doch das heillose Durcheinander im Nachgang der Finanzkrise hat das Verhalten von Anleihen und Aktien völlig auf den Kopf gestellt. Anleger, die mit Blick auf die kommenden zehn Jahre planen, können sich nicht auf die ursprünglichen Merkmale dieser Anlageklassen verlassen. Denken Sie an die Enten. ●

> Unser ausführlicher Bericht „The multi-asset essay - The bond and equity switcheroo“ steht unter gmr.db.com oder auf Anfrage zur Verfügung.

Besteuerung von Unternehmen – die USA und der Rest der Welt

In den USA scheint dieser Tage fast einhellig die Meinung vorzuherrschen, dass eine Unternehmenssteuerreform wünschenswert wäre. Eine solche Überarbeitung des US-Steuerrechts scheitert jedoch regelmäßig daran, dass offenbar niemand seinen eigenen ganz speziellen Steuervorteil aufgeben möchte. Die meisten Politikexperten erwarten daher für die kommende zweijährige Wahlperiode des Kongresses keine wirklich tiefgreifende Steuerreform.

Doch die geringe Wahrscheinlichkeit einer grundlegenden Steuerreform ist keineswegs ein Grund, in Hoffnungslosigkeit zu verfallen. Jahre der Nachlässigkeit haben dazu geführt, dass schon technisch einfache Änderungen dazu beitragen würden, das Steuersystem gerechter, einheitlicher, wettbewerbsfähiger und wachstumsfreundlicher zu gestalten.

Betrachten wir zum Beispiel einen direkten Vorschlag zur Senkung des gesetzlichen US-Körperschaftsteuersatzes von 35% auf 25%. Zunächst einmal würde dann für in den USA ansässige Unternehmen ein in globaler Hinsicht wettbewerbsfähiger Steuersatz gelten, der dem Durchschnitt in den OECD-Ländern entspricht. Ein solcher Schritt würde nicht nur der ständigen Verschiebung von Gewinnen vom Hauptsitz in den USA ins Ausland, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten war, entgegenwirken, sondern könnte sogar Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in den USA fördern.

Darüber hinaus würde eine Steuersenkung dazu beitragen, endlich eine Lösung für das

leidige Thema der Steuern auf aus dem Ausland rückgeführte Gewinne zu finden. US-Unternehmen sind nach dem Gesetz verpflichtet, im Ausland erwirtschaftete Gewinne bei Rückführung in die USA zu versteuern, wobei sich jedoch die Steuerschuld um den Betrag verringert, der bereits an die ausländischen Steuerbehörden abgeführt wurde. Somit hätte eine Senkung der US-Körperschaftsteuer auf 25% zur Folge, dass Unternehmen, die bereits den in OECD-Ländern geltenden Durchschnittssteuersatz auf ausländische Gewinne zahlen, bei der Rückführung dieser Gewinne in die USA keine zusätzliche Besteuerung zu befürchten hätten.

Dabei handelt es sich nicht einfach um eine großzügige Geste gegenüber den Unternehmen. Vielmehr würde eine solche Regelung in großem Umfang Gewinnrückführungen in die USA in Gang setzen, anstatt Unternehmen zu belohnen, denen es gelungen ist, ihre Steuersätze im Ausland rigoros zu senken. Denn Unternehmen, die für ihre Gewinne im Ausland keine nennenswerten Steuern gezahlt haben, unterlägen immer noch einer umfangreichen Besteuerung mit einem Satz bis zu 25%, sobald sie ihr Geld nach Hause holen würden. Eine solche Regelung scheint für diese Unternehmen angemessen.

Überdies würde eine Senkung der Körperschaftsteuer wahrscheinlich besser zum Ziel führen als so mancher der derzeit diskutierten Ansätze. Der von Präsident Obama vorgeschlagene „Repatriation Tax Holiday“, der einen ermäßigten Steuersatz von 14% für im Ausland erwirtschaftete Gewinne vorsieht, stellt kaum eine Entlastung dar, da die meisten Unternehmen im S&P 500 bereits eine Steuer von 20% auf ihre ausländischen Gewinne zahlen. Im Rahmen der aktuellen Regelungen werden bei der Repatriierung von Gewinnen in jedem Fall weitere 15% fällig – ein Steuersatz von stattdessen 14% dürfte also kaum einen positiven Anreiz bieten. Die

von Donald Trump vorgeschlagene Rückführungssteuer von 10% sowie die von anderen Republikanern vorgeschlagenen 6,5% sind zwar ein besserer Ansatz, gehen aber wahrscheinlich immer noch nicht weit genug, um eine Repatriierung von Gewinnen in großem Umfang anzuregen.

Wichtig ist jedoch nicht nur, was sich mit einer Körperschaftsteuersenkung erreichen ließe, sondern gleichermaßen, was sich damit vermeiden ließe. Wichtig hierbei ist es, den Unterschied zwischen nicht ausgeschütteten ausländischen Erträgen und im Ausland gehaltenen Geldern zu verstehen. Die Unternehmen im S&P 500 dürften im Ausland insgesamt Geldbestände von schätzungsweise USD 1 Bio. halten, doch die kumulierten nicht ausgeschütteten ausländischen Erträge dürften circa um das Zehnfache darüber liegen. Dies liegt darin begründet, dass die Unternehmen in den letzten 30 Jahren zwar hohe Gewinne im Ausland erwirtschaftet haben, diese jedoch in der Regel über Investitionsausgaben oder Akquisitionen im Ausland reinvestiert wurden.

Jeglicher Versuch seitens der USA, nicht ausgeschüttete ausländische Gewinne zu besteuern, würde zu einer enormen Steuerbelastung für viele multinationale Unternehmen führen, die oft keine umfangreichen liquiden Mittel zur Verfügung haben. Dadurch könnten sich einige Unternehmen gezwungen sehen, ihren Sitz ins Ausland zu verlagern. Würde sich eine neue Regelung indes auf die Besteuerung der im Ausland gehaltenen Geldbestände stützen, könnten Unternehmen schleunigst versuchen, diese Liquidität im Ausland zu investieren, z.B. in Form von Akquisitionen. Beide Reaktionen würden die Beziehungen zwischen dem US-Finanzministerium und großen multinationalen Unternehmen beschädigen. Daher besteht der einzige Weg, ansehnliche Steuereinnahmen zu erzielen und gleichzeitig die steuerliche Behandlung international tätiger US-Unternehmen zu verbessern, in einem Anreiz für eine freiwillige Rückführung zu einem günstigeren Steuersatz.

Neben einer Förderung der Repatriierung von im Ausland gehaltenen Geldern in Höhe von mehr als einer Billion US-Dollar würde eine Senkung der Körperschaftsteuer auch andere Aspekte des Steuerrechts vereinfachen. Kleine Unternehmen, die derzeit als Pass-Through Entities (Durchlaufgesellschaften, bei denen jeder Gesellschafter Einkommensteuern auf seinen Gewinnanteil zahlt) organisiert sind, hätten somit die Möglichkeit, die standardmäßige Unternehmensstruktur zu nutzen. In der Tat könnten Inhaber kleiner Unternehmen, die

bezüglich ihrer Gewinne aus der Gesellschaft einer Einkommensteuer von 40% (gemäß dem entsprechenden Spitzensteuersatz) unterliegen, dann den niedrigeren Steuersatz von 25% auf Unternehmensgewinne nutzen, was ein Ansporn für solche Unternehmen wäre, auf eine reguläre Unternehmensstruktur umzusteigen. Ausschlaggebend dabei ist, dass den Unternehmen solche Steuervergünstigungen nur dann erhalten bleiben, wenn die Gewinne in das Unternehmen reinvestiert und so Wachstum und Beschäftigung gefördert werden. Wenn eine Senkung der Körperschaftsteuer zu produktiven Investitionen in derzeit als Durchlaufgesellschaften organisierte Unternehmensstrukturen anregt und damit für Gewinnsteigerungen in der Zukunft sorgt, könnte



sie sich mit der Zeit sogar selbst tragen.

Natürlich würde eine Senkung der Körperschaftsteuer den S&P 500-Unternehmen zugute kommen, da der Gewinn je Aktie dadurch um circa 7% steigen würde. Eine Senkung des in den USA geltenden Regelsteuersatzes von 35% auf 25% hätte für S&P 500-Unternehmen eine Senkung des effektiven Steuersatzes um rund fünf Prozentpunkte von ca. 28% auf 23% zur Folge. Der Grund dafür ist, dass rund drei Fünftel der gesamten im Inland erzielten Vorsteuergewinne mit dem geltenden US-Steuersatz versteuert werden, während die verbleibenden zwei Fünftel der Besteuerung mit den im Ausland geltenden Steuersätzen unterliegen.

Selbstverständlich hätten Vorschläge zur Senkung des Regelsteuersatzes im aktuellen politischen Klima wohl Rufe nach Ausgleichsmaßnahmen zur Folge, wie etwa einer Änderung in der degressiven Abschreibung für Steuerzwecke, bei Steuergutschriften für Forschung und Entwicklung sowie der Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen. Die Vorzüge solcher Änderungen müssten ebenfalls im Einzelnen sorgfältig geprüft werden.

So könnte eine Abschaffung der degressiven Abschreibung oder eine Anpassung der Abschreibungssätze einen Großteil des Investitionsanreizes für Unternehmen zunichte machen. Denn wenn ein Unternehmen hohe Vorlaufinvestitionen tätigt, die sich erst nach vielen Jahren amortisieren, wird dadurch die kurzfristige Liquidität belastet, insbesondere wenn die steuerliche Abzugsfähigkeit einer solchen Investition lediglich auf Kosten im Rahmen der linearen Abschreibung basiert. Es gibt also eine wichtige konzeptionelle Grundlage für die degressive Abschreibung, die auf der Förderung von Wachstum und der Vermeidung von Liquiditätsengpässen beruht.

Entsprechend könnte eine Abschaffung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen die Gewinnentwicklung im Unternehmenssektor noch stärker mit der Konjunktur schwanken lassen und damit einen Konjunkturabschwung verstärken. Ursache hierfür ist, dass die Steuern in diesem Fall auf das Ergebnis vor Zinsen erhoben würden, der Zinsaufwand als Festabzug jedoch weiterhin bestehen bliebe. Es kann jedoch durchaus sinnvoll sein, die Abzugsfähigkeit von Zinsen gezielt einzuschränken, beispielsweise durch die Beseitigung des Anreizes, Aktienrückkäufe durch die Emission von Anleihen zu finanzieren. Auch eine rein steuervermeidungsmotivierte Nutzung von Schulden sollte eingeschränkt werden.

Im Endeffekt geht es nicht darum, eine Unternehmenssteuerreform abzuwenden,

sondern vielmehr den Befürwortern einer Reform nochmals vor Augen zu führen, dass umfassende Änderungen oftmals unerwünschte Konsequenzen nach sich ziehen. In jedem Fall sollte eine Senkung der Körperschaftsteuer als bevorzugte Option in Betracht gezogen werden, da davon mehrere Positiveffekte zu erwarten wären: eine Förderung der Rückführung von Offshore-Gewinnen, eine Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der US-Körperschaftsteuer, eine Vereinfachung des Steuerrechts sowie Wachstumsimpulse in den USA, indem kleinere Unternehmen einen größeren Teil ihrer Gewinne reinvestieren können. ●



Bitte besuchen Sie die Webseite gmr.db.com oder kontaktieren Sie uns, wenn Sie sich für unseren ausführlichen Bericht „US Equity Insights – Dreams of better US corp tax policy“ interessieren.

Wie neue Gender-Daten für Auftrieb in puncto Diversität und Rentabilität sorgen

Obgleich in dieser Hinsicht noch ein weiterer Weg zu gehen ist, hat sich bei US-Unternehmen in Sachen Frauenanteil in den letzten zwei Jahrzehnten einiges getan. Noch 1995 machten Frauen 45% der Gesamtbelegschaft aus, wobei diese lediglich 40% der Positionen im mittleren Management und der qualifizierten Fachkräfte stellten. Heute beträgt der Frauenanteil nahezu 50% und Frauen besetzen 52% der Positionen im mittleren Management, Fachkräfte- und ähnlichen Positionen. Sie haben richtig gelesen – mehr als die Hälfte!

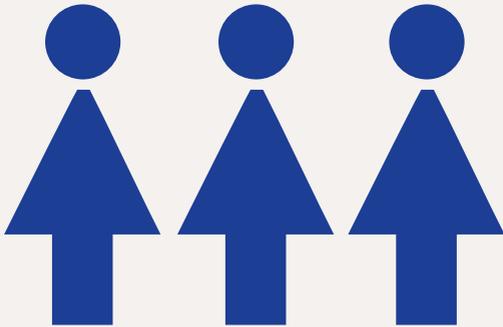
Auch auf der obersten Führungsebene hat sich einiges bewegt. Vor zwanzig Jahren war nicht einmal jede zehnte Position in den Führungsgremien der Fortune-500-Unternehmen und keine einzige CEO-Position mit einer Frau besetzt. Mittlerweile hat sich die Zahl der Frauen in der Chefetage verdoppelt und bei 22 Fortune-500-Unternehmen steht sogar eine Frau an der Führungsspitze. Diesen Frauen, die sich ihren Weg bis ganz nach oben erkämpft haben, gebührt unsere ganze Anerkennung. Von Gleichstellung sind wir jedoch noch weit entfernt und der Fortschritt in diesem Bereich ist ins Stocken geraten.

So würde es in der Finanzdienstleistungsbranche laut einer Oliver-Wyman-Studie beim derzeitigen Tempo bis zum Jahr 2048 dauern, bis weltweit in den Führungsgremien der Branche ein Frauenanteil

von gerade einmal 30% erreicht wird – momentan sind dort nur halb so viele Frauen vertreten. Der höhere Wert spielt dabei eine wichtige Rolle, da dieser angeblich den kritischen Punkt markiert, ab dem der auf Minderheiten lastende Druck, sich der dominanten Gruppe unterwerfen zu müssen, nachlässt, und die Minderheiten endlich ihre Stimme erheben können.

Doch möglicherweise kommt ein neuer Impuls für mehr Diversität nun aus einem völlig unerwarteten Lager: von den Anlegern. Dies ist nicht allein darauf zurückzuführen, dass Unternehmen mit einem größeren Frauenanteil erfolgreicher sind – eine Erkenntnis, die wir bereits vor langer Zeit gewonnen haben. Ein vor fünf Jahren veröffentlichter McKinsey-Bericht, in dem 441 Unternehmen aus sechs europäischen Ländern analysiert wurden, zeigte, dass die Unternehmen mit dem größten Frauenanteil im Vergleich zu jenen ohne Frauen auf der obersten Führungsebene eine um 40% höhere durchschnittliche Eigenkapitalrendite generieren. Auch die Gewinnmargen waren höher. Eine MSCI-Studie zeigte einen positiven Impuls auf die Eigenkapitalrenditen von Unternehmen, bei denen mindestens drei Frauen im Führungsgremium vertreten sind. EY fand heraus, dass schneller wachsende Unternehmen offenbar auch in stärkerem Maße auf die Förderung von Frauen setzen.

Neu dabei ist, dass die bloße Menge und Qualität der Daten, gestützt durch ein größeres Interesse an sozial verantwortlichen Investments, eine ganz neue Kategorie von Anlageprodukten hervorgebracht hat, die aus der Geschlechterintegration Kapital schlagen sollen. Zwei solche Anlageinstrumente der ersten Stunde waren der Pax Ellevest Global Women's Index Fund und die Barclay's Women in Leadership ETN mit Auflegung im Jahr 2014. Letztere bildet einen Index aus US-Aktien ab, die von



Unternehmen mit Frauen als Geschäftsführerinnen oder Board-Mitglieder ausgegeben werden. Die WIL hat ein Volumen von USD 30 Mio. und verzeichnete seit Jahresbeginn eine um 3% bessere Wertentwicklung als der S&P 500.

Der Pax Ellevest Global Women's Index Fund verwaltet ein Vermögen von USD 100 Mio. und ist in Aktien von mehr als 400 Unternehmen weltweit investiert, die sich dem Ziel verschrieben haben, die sogenannte Gender Diversity (geschlechtsspezifische Diversität) voranzutreiben. Selbst die größten Akteure der Branche springen auf diesen Zug auf. Eines der neuesten Anlagevehikel ist der SPDR Gender Diversity Index ETF von State Street Global Advisors, der im März aufgelegt wurde. Der SHE hat mehr als eine Viertelmilliarde Dollar eingesammelt und schneidet im bisherigen Jahresverlauf ebenfalls besser ab als der Index.

Hinzu kommt, dass sich um einen neuen Geldtopf herum immer recht schnell eine Service- und Analyse-Infrastruktur aufbaut, was

wiederum der Diversität zuträglich ist, da dadurch aufgrund der besseren Daten der Druck auf die Unternehmen erhöht wird. Beispielsweise hat Bloomberg kürzlich einen Financial Services Gender-Equality Index aufgelegt und damit auf den Wunsch der Anleger reagiert, die Zusammenhänge zwischen Geschlechterdiversität und Performance besser zu verstehen. Der Index ermöglicht die Bewertung eines Unternehmens auf der Grundlage von Gender-Daten aus vier Hauptkategorien: interne Unternehmensstatistiken, Personalpolitik, Produktangebot und nach außen gerichtete Unterstützung und Engagement für die Gemeinschaft.

Die Möglichkeit, diese qualitativen Faktoren zu quantifizieren und „Transparenz hinsichtlich Gleichstellungspolitik und -praktiken zu schaffen“, ist ein wahrhaft großer Schritt nach vorne. Der Bloomberg-Index legt das größte Gewicht (35%) gleichermaßen auf Beschäftigungsdaten, d.h. die Anzahl von Frauen im Management und in leitenden Positionen, und Richtlinien zur Förderung eines von Diversität geprägten Arbeitsumfelds, einschließlich einer geschlechtsneutralen Unterstützung von Familien. Genderbewusste Produkte, einschließlich der Förderung finanzieller Möglichkeiten für weibliche Kunden sowie von Produkten zugunsten der eigenen Mitarbeiter des Unternehmens, werden mit 20% gewichtet. Die öffentliche Unterstützung von Frauen, die ein Unternehmen an den Tag legt, ist für den restlichen Teil der Bewertung maßgebend. Im Auflegungsjahr 2016 umfasst der Index die 26 Finanzunternehmen weltweit, die auf dieser Grundlage die beste Bewertung aufweisen.

Darüber hinaus kann die Verfügbarkeit eines größeren Datenbestands dazu beitragen, falsche Vorstellungen bezüglich der beruflichen Karriere von Frauen aus dem Weg zu räumen.

Beispielsweise ist es ein Irrglaube, dass Frauen weniger ehrgeizig sind als Männer. Die Zahlen zeigen jedoch, dass Frauen gleichermaßen ambitioniert in den Finanzbereich einsteigen, der Ehrgeiz in den ersten Jahren noch anhält und dann in der Mitte ihrer Laufbahn nachlässt. Im späteren Verlauf ihrer Karriere erwacht der weibliche Ehrgeiz jedoch wieder. Solche Trends zu verstehen ist wichtig, denn die Wahrscheinlichkeit, dass Frauen Positionen auf mittlerer Ebene erreichen, ist fast genauso groß wie bei Männern (87%), während die Wahrscheinlichkeit, dass sie zu einer hochrangigen Führungskraft aufsteigen, gerade einmal 45% beträgt. Dieser Knick in der Mitte der beruflichen Laufbahn ist ein großes Problem für die Branche.

Ich selbst habe fünf Jahre nach Beginn meiner Karriere eine Familie gegründet und innerhalb von drei Jahren drei Kinder bekommen. Ich bin von Vollzeit auf flexible Arbeitszeiten und dann auf ein Teilzeitmodell übergegangen; meine Tätigkeit entwickelte sich nach und nach zu einer reinen Beratertätigkeit. Als sich mein Familienleben wieder stabilisierte, bin ich wieder auf Vollzeitbeschäftigung umgestiegen. Die Statistik zeigt, dass bei Frauen, die effektiv durch flexible Modelle unterstützt werden, die Wahrscheinlichkeit nahezu dreimal höher ist, bei einem Unternehmen zu bleiben. Für viele berufstätige Frauen ist es keine Option, den ganzen Tag Zuhause zu sein und ihren Beruf nicht mehr auszuüben. Und sie verlieren auch nicht ihre beruflichen Ambitionen, sobald sie eine Familie gründen – im Gegenteil: Oft wird ihr Ehrgeiz dadurch sogar noch größer. Mein Vorgesetzter gab mir die Möglichkeit, meine beruflichen und familiären Ziele in Einklang zu bringen, und sorgte so dafür, dass mein Engagement und meine Produktivität erhalten blieben.

Auf Grundlage eines größeren Bestands besserer Daten in Bezug Diversität und die berufliche Laufbahn von Frauen können Unternehmen effektivere Praktiken und Richtlinien einführen. Dieser Wandel wird nun dadurch vorangetrieben, dass das Interesse an

und das verwaltete Vermögen von Fonds mit spezieller Ausrichtung auf Best-Practice-Unternehmen in diesem Bereich stark zunehmen. Letztendlich sollte dies dank einer innovativeren, engagierteren und vielfältigeren Belegschaft der Rentabilität Auftrieb verleihen. ●

- 1 US Census Bureau, „Women in the workforce“.
- 2 U.S. Bureau of Labor Services.
- 3 Oliver Wyman, „Women in Financial Services“, Dez. 2014.
- 4 McKinsey & Company, „Women Matter 2010“.
- 5 MSCI, „Women on Boards“, Nov. 2015.
- 6 10% der untersuchten Unternehmen wurden als sogenannte High-Performer eingestuft.
- 7 Laut Bericht der US SIF Foundation von 2014 ist das Volumen des US-Vermögens, das auf Basis von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten berücksichtigenden Strategien verwaltet wird, zwischen 2012 und 2014 um 76% auf USD 6,6 Bill. angewachsen. Weltweit ist das entsprechende Vermögen im selben Zeitraum um 61% auf USD 21,4 Bill. angestiegen.
- 8 Die Deutsche Bank ist im Pax Ellevest Global Women's Index Fund vertreten.
- 9 http://www.bbhub.io/professional/sites/4/BFGEL_Overview.pdf
- 10 Oliver Wyman, „Women in Financial Services“, 2016.
- 11 Oliver Wyman, „Women in Financial Services“, Dez. 2014.
- 12 CEB Corporate Leadership Council – Four Imperatives to Increase the Representation of Women in Leadership Positions, Nov. 2014.

Derivate dechiffrieren: Welche Rolle spielt die Volatilität?

Gerne wird der Ausgang einer Wahl von Experten mit den Worten kommentiert: „Das Volk hat gesprochen. Doch was hat es gesagt?“ Auch die Märkte geben uns häufig Rätsel auf. Zwar lässt die Entwicklung linearer Instrumente wie Aktien oder Credit Default Swaps mitunter Rückschlüsse darauf zu, ob momentan die Optimisten oder die Pessimisten die Oberhand haben. Prognosen über die Verteilung künftiger Kursbewegungen lassen sich daraus jedoch keinesfalls ableiten. Hierfür bedarf es nicht linearer Instrumente wie Optionen.

Standardmäßig werden Optionen anhand ihrer Volatilität bewertet. Doch wie aussagekräftig ist beispielsweise der Vergleich zwischen der Volatilität einer Verkaufsoption auf den Euro Stoxx 50-Aktienindex mit einem Ausübungspreis von 90 Prozent und der Volatilität einer Kaufoption auf den iTraxx Europe-Index für Kreditderivate mit einem 40 Basispunkte über dem Kassapreis liegenden Ausübungspreis? Selbst bei identischer Volatilität gestaltet sich der direkte Vergleich wegen der strukturellen Unterschiede zwischen den Anlageklassen schwierig. Und was macht uns überhaupt so sicher, dass genau diese Kaufoption mit dem 40 Basispunkte über dem Kassapreis liegenden Ausübungspreis der beste Vergleichsmaßstab ist?

Ein wesentlicher Unterschied zwischen den beiden Anlageklassen besteht im relativen Auf- bzw. Abwärtspotenzial der entsprechenden Optionsinstrumente. Aktien zeichnen sich (zumindest theoretisch) durch unbegrenztes Aufwärtspotenzial bei begrenzten



Abwärtsrisiken aus. Bei Kreditderivaten hingegen sind der Aufwärtsbewegung Grenzen gesetzt, während das Abwärtspotenzial sehr groß sein kann. Bleibt also offen, ob ein Volatilitätsvergleich oder gar die Analyse von Preisbewegungen handfeste Ergebnisse für die Beurteilung dieser Anlageklassen liefert.

Optionshändler in großen Bankhäusern blicken bei ihrer Arbeit natürlich vor allem auf Volatilitätsaspekte, geht es ihnen doch darum, das Risiko riesiger Optionsportfolios zu steuern und sich gleichzeitig gegen Schwankungen des Basiswertes abzusichern. Signale für die Wahrscheinlichkeit von Preisänderungen beim Basiswert sind jedoch aus analytischer Sicht mit gravierenden Einschränkungen behaftet.

Das wohl größte Manko besteht darin,

dass bei dem gemeinhin verwendeten Black-Scholes-Modell selbst für die Bewertung von Optionen auf ein und denselben Basisindex und mit identischem Verfallsdatum, aber unterschiedlichem Ausübungspreis Unterschiede bei der Wahrscheinlichkeitsverteilung der künftigen Preisentwicklung gemacht werden. Damit wird gegen das Grundprinzip für Prognosen verstoßen, dass für die Berechnung der Wahrscheinlichkeit zukünftiger Ergebnisse eine einheitliche Verteilungsfunktion zugrunde gelegt wird. Gefragt ist also ein einfacher strukturiertes Modell, in dem sämtliche Szenarien berücksichtigt werden, die Anleger in unterschiedliche Anlageklassen einpreisen, das diesen Ergebnissen bestimmte Wahrscheinlichkeiten zuordnet und so eine einheitliche Verteilung in Bezug auf zukünftige Ereignisse vorgibt.

Unser Multi-State-Modell ermöglicht dies. Werfen wir zum Beispiel einen Blick auf den Tiefpunkt der heftigen Verkaufswelle zu Beginn des Jahres. Am 10. Februar wurden sowohl für Optionen auf Aktien- als auch auf Kreditindizes mit Fälligkeit im April 2016 extrem pessimistische Szenarien eingepreist. So wurde für Aktienoptionen von einer Wahrscheinlichkeit von eins zu vier ausgegangen, dass der S&P 500 in den folgenden zwei Monaten um mehr als sieben Prozent nachgeben würde. Ein Blick auf die ebenfalls von einer Reihe massiver Verkaufswellen geprägte historische Wertentwicklung des S&P 500 zeigt jedoch, dass diese Wahrscheinlichkeit lediglich mit einem Rückgang um 1,6 Prozent einhergeht.

Am Markt für Kreditoptionen zeichnete sich ein ähnlich pessimistisches Bild. So wurde ebenfalls von einer Chance von eins zu vier ausgegangen, dass sich der Spread des Credit Default Swap Index im Investment Grade-Segment (CDX.IG) bis April um mehr als 16 Basispunkte ausweiten würde. Historisch

betrachtet entspricht diese Wahrscheinlichkeit indes eher einer Spreadvergrößerung um neun Basispunkte. Dieses Beispiel liefert wertvolle Erkenntnisse, zeigt es doch, dass sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufsseite im Februar 2016 verglichen mit der historischen Entwicklung der jeweiligen Basiswerte überzogen pessimistische Szenarien eingepreist wurden, woraus sich zu diesem Zeitpunkt ein eindeutiges Verkaufssignal für Out-of-the-money-Puts bzw. -Calls ableiten ließ.

Am anderen Ende der Wahrscheinlichkeitsverteilung waren ähnliche Diskrepanzen festzustellen. An den Optionsmärkten wurde für den S&P 500 bis April 2016 mit einer Wahrscheinlichkeit von 25 Prozent ein Plus von mindestens sieben Prozent eingepreist, womit man nur knapp über dem historischen Wert von sechs Prozent lag. In Bezug auf Kreditoptionen wurde hingegen mit 25-prozentiger Wahrscheinlichkeit von einer Spreadausweitung um mindestens 16 Basispunkte ausgegangen, woraus sich gegenüber der historischen Veränderung um 11 Basispunkte eine deutliche Diskrepanz ergibt. Unter dem Strich schätzten die Märkte die Wahrscheinlichkeit extremer Ausschläge nach oben oder unten also höher ein, als anhand der historischen Daten gerechtfertigt, verpassten dabei jedoch die Chance, von kleinen bis moderaten Veränderungen zu profitieren. Durch den Einsatz derivativer Strategien, wie dem Kauf von Straddles und dem Verkauf von Strangles, hätten Anleger Kapital aus diesen überzogenen Erwartungen massiver Marktbewegungen schlagen können.

Doch dieses wahrscheinlichkeitsbasierte Modell zur Analyse von Optionen liefert nicht nur beim Vergleich mit historischen Daten interessante Ergebnisse, sondern dient auch der Identifizierung von Inkonsistenzen an den Märkten für Aktien und Kreditderivate.

Einen Monat vor dem Brexit-Votum wurde bei Optionen auf den Euro Stoxx 50 mit Verfallsdatum im Juli 2016 mit einer Wahrscheinlichkeit von eins zu vier von einem Ausverkauf des Marktes um mindestens 7,5 Prozent ausgegangen. Somit waren am Markt für Aktienoptionen also durchaus Bedenken hinsichtlich des Ausgangs des Referendums spürbar, diese hielten sich jedoch in Grenzen. Indes wurde am Markt für Kreditderivate bei Optionen auf den iTraxx Crossover mit vergleichbarer Laufzeit die Wahrscheinlichkeit für eine Spreadausweitung um 46 Basispunkte mit eins zu vier angesetzt.

Zieht man jedoch die Parallele zwischen der historischen Entwicklung der Kredit- und der Aktienmärkte, ist einer Spreadvergrößerung um 46 Basispunkte beim Crossover-Index ein Minus beim Euro Stoxx 50-Aktienindex um 4,3 Prozent zuzuordnen. Am Markt für Kreditderivate sah man den mit dem Brexit-Votum einhergehenden Risiken also wesentlich gelassener entgegen.

Allerdings muss im Nachhinein zugestanden werden, dass die Aktienmärkte mit ihrer relativ pessimistischen Haltung richtiger lagen als die Kreditmärkte mit ihrem vorsichtigen Optimismus. Doch selbst in der Betrachtung ex ante hätten Anleger die Möglichkeit gehabt, die Rückschlüsse aus der divergierenden Wahrscheinlichkeitsverteilung gewinnbringend einzusetzen. Eine Erkenntnis wäre gewesen, dass die relative Unterbewertung auf der Käuferseite das Abwärtsrisiko am Kreditmarkt begrenzt. Der richtige Weg für Anleger wäre also eine Relative-Value-Strategie gewesen, bei der am Markt für Kreditderivate Call-Optionen gekauft und gleichzeitig am Aktienmarkt Put-Optionen verkauft werden.

Letzten Endes besteht das Ziel unseres Multi-State-Modells in der Suche nach besseren Ansätzen zur Identifizierung und Interpretation von Marktsignalen. Seit 2008 ist dies umso

wichtiger geworden, sorgten damals doch wenige makroökonomische Faktoren für einen sprunghaften Anstieg der Korrelation zwischen den verschiedenen Anlageklassen. Im aktuellen Umfeld greifen Kreditanleger verstärkt zu Aktienoptionen als Absicherung gegen Marktturbulenzen, da die Aktienoptionsmärkte mehr Tiefe bieten. Das Bewusstsein der Aktienportfoliomanager für Risikosignale der Kreditmärkte ist inzwischen geschärft, und in dem Bemühen, Makrorisiken besser zu durchschauen, wird gezielt auf die Kreditmärkte geblickt. Die Gesamtzusammenhänge von Marktsignalen zu verstehen, ist heute also das A und O. ●

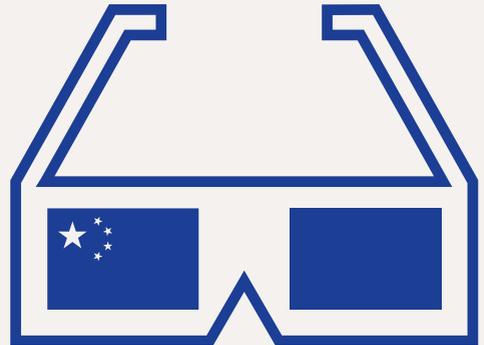
➤ Bitte besuchen Sie die Website gmr.db.com oder kontaktieren Sie uns, wenn Sie sich für unseren ausführlichen Bericht „Cross market insights - Market signals: Credit-Equity edition“ interessieren.

Filmindustrie in China – der Traum von den Sternen

Als Matt Damon in dem Film „Der Marsianer“ auf dem Mars gestrandet war, rettete ihn die chinesische Weltraumbehörde. Sci-Fi-Fans kam das sicher seltsam vor. Schließlich ist es sonst die NASA, die in den Kinosälen als legendäre Heldin gefeiert wird. Doch Hollywood hat sich, wie so oft, an seinem Zielpublikum orientiert. Und ein zunehmender Teil dieses Zielpublikums stammt inzwischen aus China.

Im vergangenen Jahr ist der Umsatz an den chinesischen Kinokassen um die Hälfte gestiegen und damit fünfmal so stark wie am amerikanischen Markt. Auf China entfallen mittlerweile zwei Fünftel der weltweiten Ticketverkäufe. Doch trotz dieses enormen Wachstums steckt der Markt für Kino und Film in China noch in den Kinderschuhen. So gibt es in dem Land beispielsweise pro eine Million Einwohner gerade einmal 23 Kinosäle, etwa halb so viele wie in Korea und nur ein Fünftel der Anzahl in den USA. Der chinesische Markt hat also noch einen langen Weg vor sich, der sich in drei Phasen einteilen lässt.

In einer ersten Phase versuchen die Kinoketten durch den massiven Ausbau der Kinoinfrastruktur ihre Ticketverkäufe zu steigern. Dieser Prozess ist bereits in vollem Gang. In den letzten fünf Jahren hat sich die Zahl der Kinosäle pro Person vervierfacht. Hierbei spielen drei Faktoren eine Rolle: die Urbanisierung mit einer wachsenden Zahl von Einkaufszentren, ein steigendes verfügbares Einkommen und eine größere Zahl teurer Hollywood-Produktionen. Beispiele für Letzteres sind die jeweils jüngsten Filme der Star Wars-, Harry Potter- und Fast and Furious-Reihen, deren Budgets etwa doppelt so hoch waren wie die ihrer Vorgänger in den frühen



2000er-Jahren.

Mit dem sprunghaften Anstieg der Kinosäle hat sich hoher Wettbewerbsdruck aufgebaut. Ticket-Buchungsplattformen im Internet haben diesen noch verstärkt. Dies hat dazu geführt, dass der Preis für ein Kinoticket in den letzten fünf Jahren um ein Fünftel gefallen ist, obwohl die Preise in China insgesamt um 15 Prozent gestiegen sind. Die Ticketpreise in den USA sind im Gegensatz dazu im selben Zeitraum um 30 Prozent gestiegen – fast doppelt so stark wie die Inflation. Geht man davon aus, dass sich die Zahl der Kinosäle pro Person in den nächsten fünf Jahren auf dasselbe Niveau verdoppelt wie in Korea, dürften die Ticketpreise weiter fallen.

Am stärksten wird die Zahl der Kinosäle voraussichtlich in den kleineren Großstädten zunehmen. So bringen es die 200 chinesischen Städte der „Ebenen 3-5“ zusammen auf eine Bevölkerung von einer Milliarde Menschen, besitzen aber nicht einmal halb so viele Kinosäle wie die 28 Städte der „Ebenen 1 und 2“. Da ein Kinoticket eine vergleichsweise günstige Form der Unterhaltung bietet, können sich in diesen Städten aufgrund des gestiegenen verfügbaren Einkommens immer mehr Kinobesucher dieses Vergnügens leisten.

Die zweite Phase beginnt, wenn sich die Zahl der Kinosäle auf einem gleichbleibenden Niveau eingependelt hat. Danach beginnt die

Tallan Zhou,
Karen Tang

Modernisierung der Kinos mit hochwertigeren Leinwänden und Soundsystemen, die es den Kinos in Kombination mit dem steigenden Nachfragetrend ermöglicht, ihre Ticketpreise zu erhöhen. Sobald die Zahl der Kinosäle pro Person denselben Stand erreicht hat wie in Korea, werden die Kinobetreiber ihre Ticketpreise im Laufe der darauffolgenden fünf Jahre voraussichtlich um ein Drittel anheben.

Die alternde chinesische Bevölkerung sorgt dafür, dass die Nachfrage auf natürliche Weise ansteigt. Das heißt allerdings nicht, dass Rentner im Ruhestand öfter ins Kino gehen. Zwar macht die Altersgruppe der über 40-Jährigen knapp die Hälfte der chinesischen Bevölkerung aus, auf diese entfallen jedoch gerade einmal zwei Prozent der Ticketverkäufe. Da die über 40-Jährigen bisher kaum ins Kino gehen, werden diese sich kaum über Nacht zu einer Generation von Cineasten entwickeln. Die 18- bis 30-Jährigen hingegen machen nur ein Fünftel der Bevölkerung aus, sind aber große Kino-Fans und füllen drei Viertel der Kinosäle. Es ist jedoch die Altersgruppe der unter 18-Jährigen, die man im Auge behalten sollte. Sie machen ein weiteres Fünftel der Bevölkerung aus. Da sie noch kein eigenes Einkommen haben, tragen sie derzeit nur mit zwei Prozent zu den Ticketverkäufen bei, werden es aber mit aller Wahrscheinlichkeit den geringfügig älteren Jahrgängen gleich tun und in die Kinos strömen, sobald ihr verfügbares Einkommen steigt.

Da die Kinos in China vermutlich mit steigender Nachfrage die Preise anheben können, ist es kaum verwunderlich, dass die amerikanischen Filmstudios auf diesen Markt aufmerksam geworden sind. Am heimischen Markt fehlt es Hollywood an Nachfragezuwachs. Die Zahl der Ticketverkäufe hat in den letzten zwei Jahrzehnten quasi stagniert. Nur steigende Ticketpreise kurbeln den Markt an.

Die letzte Phase auf dem Weg zu einem reifen Markt steht im Zeichen der Marktkonsolidierung. Diese dürfte am chinesischen Kinomarkt nicht mehr allzu lange auf sich warten lassen. Die vier größten Kinoketten haben einen Marktanteil von nur einem Drittel. Das ist die Hälfte des Marktanteils der vier größten Ketten in den USA. Auch die chinesischen Filmstudios weiter oben in der Lieferkette sind weitaus fragmentierter als ihre US-Pendants. Während die fünf größten Studios in China gemessen an den Ticketverkäufen für zwei Drittel der Produktionen verantwortlich zeichnen, machen die „Großen Sechs“ amerikanischen Studios fast neun Zehntel aus.

Ein Konzentrationsprozess wird meist von Unternehmen mit großer Marktmacht angestoßen, und das sind in der chinesischen

Filmbranche die Kinos. Vor einigen Jahren versuchten die Studios, eine Erhöhung ihres Anteils von 43 Prozent an den Ticketverkäufen auszuhandeln. Die Kinoketten reagierten darauf mit der Gründung einer Allianz und weigerten sich, die Filme der Studios zu zeigen. Die Umsatzverteilung ist seither unverändert. Wenn sich Kinoketten zusammenschließen oder einander aufkaufen, steigt ihre Marktmacht weiter, was aufgrund der starken Fragmentierung des Marktes kartellrechtlich unbedenklich sein dürfte. Einige Unternehmen haben bereits ihre Fühler ausgestreckt. Im vergangenen Jahr übernahm Wanda Cinema Kinos von Shimano, Hoyts, Aona und Houpin. Sobald die Branche die ersten beiden Phasen durchlaufen hat, dürfte sich die Konsolidierung beschleunigen.

Ein zweiter Trend im Rahmen der Branchenkonsolidierung sind voraussichtlich Kinoketten, die selbst Filmstudios aufkaufen. Dies ermöglicht es den Kinos, höhere, wenn auch schwankungsanfälligere Gewinnmargen zu erzielen.

Am Ende des Weges wird der Filmmarkt in China dem in den weiter entwickelten Ländern gleichen. Der Weg ist lang, der gesamte Prozess wird mindestens zehn Jahre dauern, aber die erste Phase hat bereits begonnen. Und wie in den Industrieländern auch werden nicht alle gleichermaßen von dieser Entwicklung profitieren, sondern vor allem die stärksten Unternehmen am Markt. Die Branchenneulinge, die ein Auge auf den lukrativen Markt geworfen haben und vom Reichtum der Filmindustrie träumen, brauchen ein dickes Finanzpolster, um auf dem Weg nach ganz oben Verluste verkraften zu können. Nicht nur die Kinobesucher träumen von den Sternen. ●

➤ Bitte besuchen Sie die Website gmr.db.com oder kontaktieren Sie uns, wenn Sie sich für den ausführlichen Bericht „China movies – quantity to quality to consolidation“ interessieren.

Fiskalpolitik und Infrastrukturprogramme

Eine der vielen Kuriositäten in diesem surrealen US-Präsidentschaftswahlkampf ist es wohl, dass in einem Land, das staatlich gesteuerten Lösungen eher skeptisch gegenübersteht, mehr staatliche Konjunkturimpulse derzeit allgemeiner politischer Konsens sind. Und auch wenn es sonst nur wenige politische Gemeinsamkeiten zwischen Donald Trump und Hillary Clinton gibt, sehen beide große Infrastrukturprogramme als den nächsten wichtigen Schritt für Amerika. ➤

Eine der vielen Kuriositäten in diesem surrealen US-Präsidentschaftswahlkampf ist es wohl, dass in einem Land, das staatlich gesteuerten Lösungen eher skeptisch gegenübersteht, mehr staatliche Konjunkturimpulse derzeit allgemeiner politischer Konsens sind. Und auch wenn es sonst nur wenige politische Gemeinsamkeiten zwischen Donald Trump und Hillary Clinton gibt, sehen beide große Infrastrukturprogramme als den nächsten wichtigen Schritt für Amerika.

Clinton will in den ersten 100 Tagen ihrer Amtszeit ein Investitionspaket mit einem Ausgabenvolumen von USD 275 Mrd. über fünf Jahre auf den Weg bringen. Doch auch Donald Trump lässt sich nicht lumpen. Er plant Ausgaben in doppelter Höhe. Janet Yellen, Vorsitzende des Federal Reserve Board, befürwortet ebenfalls eine aktivere Fiskalpolitik. Und Larry Summers begann seinen Artikel in der Financial Times letzten Monat mit der Feststellung, es sei allgemeiner Konsens, dass die USA ihre Infrastrukturinvestitionen deutlich erhöhen sollten.

Warum sind sich da alle so sicher? Ein Grund, warum Infrastrukturausgaben allgemein als „die“ Lösung propagiert werden, könnte darin liegen, dass keine Einigkeit darüber herrscht, welches Problem eigentlich gelöst werden soll. Einige Stimmen fordern eine expansivere Fiskalpolitik als konjunkturstimulierende Maßnahme, da geldpolitische Impulse allmählich ins Leere laufen. Für andere sollen höhere staatliche Infrastrukturinvestitionen eine angebliche Investitionslücke von USD 1 Bio. in der privaten Wirtschaft seit 2008¹ schließen und auch gleich noch für eine Steigerung der schwächelnden Arbeitsproduktivität sorgen. Und einmal ganz abgesehen von diesen hehren makroökonomischen Zielen gibt es auch noch diejenigen, die sich einfach nur weniger Schlaglöcher auf den Straßen und weniger marode Brücken für Amerika wünschen. Alle sehen es unkritisch, auf Pump zu leben, solange sich die Anleiherenditen nahe dem Gefrierpunkt bewegen.

Doch es gibt gewichtige Gründe, daran zu zweifeln, dass es in Sachen staatliche Konjunkturprogramme wirklich einen echten Konsens gibt. Erstens ist gar nicht erwiesen, ob es bei den staatlichen und privaten Investitionen tatsächlich eine Investitionslücke gibt, wenn die entsprechenden Daten richtig ausgewertet werden. Zweitens sind angesichts der aktuellen Wirtschaftslage konjunkturpolitische Impulse nicht unbedingt zwingend. Und schließlich ist die Realisierung staatlicher Infrastrukturprojekte in den USA nach wie vor chaotisch und anachronistisch. Bevor ein umfangreiches Ausgabenprogramm verabschiedet wird, sollte die Regierung hier erst einmal ihre Hausaufgaben machen. Betrachten wir nun jedes dieser Gegenargumente etwas genauer.

Zunächst ist da die allgemeine Annahme, dass die staatlichen Infrastrukturausgaben im Laufe der Zeit zurückgegangen sind. Die gesamten realen Bruttoausgaben für nicht militärische Zwecke auf Bundes-, Staats- und lokaler Ebene betragen in den vergangenen drei

¹ Siehe beispielsweise: „Central bankers eye public spending to plug \$1 trillion investment gap“, Reuters, 25. August 2016; und „Remarks on the US Economy“, Stanley Fischer, Rede vom 21. August 2016.

Jahren durchschnittlich 2,6% der Wirtschaftsleistung. Das ist der niedrigste Wert seit den 1940er Jahren, der zudem ein Viertel unter dem Durchschnitt der letzten zwei Jahrzehnte vor der Finanzkrise liegt.

Bei diesen Statistiken wird das Niveau der realen Infrastrukturausgaben jedoch unter Zugrundelegung des allgemeinen Preisentwicklung (BIP-Deflator) berechnet. Verwendet man stattdessen die für Staatsausgaben besser geeigneten infrastrukturenspezifischen Preisindizes, bleibt von dieser angeblichen Investitionslücke nicht mehr viel übrig. Vielmehr ergibt sich dann ein für den Großteil der letzten drei Jahrzehnte weitgehend stabiles Verhältnis von realen Staatsausgaben zu Wirtschaftsleistung von 2,4%.

Ähnliche Fehler werden oft auch bei den privaten Investitionen gemacht. Nominal liegen die Investitionsausgaben der Unternehmen bei rund 12,4% der Wirtschaftsleistung, verglichen mit 13,4% im Jahr 2007. Real, unter Berücksichtigung des disinflationären Effekts im Bereich Technologiegüter und der daraus resultierenden Veränderungen in der Zusammensetzung der Investitionsausgaben, sind die Unternehmensinvestitionen auf rund 13,1% der Wirtschaftsleistung zu beziffern. Damit sind sie trotz des Negativeffekts rückläufiger Schieferölinvestitionen in der letzten Zeit nur leicht unter das aktuelle Allzeithoch von 13,4% gefallen.² Wenn man die Zahlen richtig liest, stellt man fest, dass amerikanische Unternehmen tatsächlich stark in Technologien, Software und internetbasierte Unternehmensinfrastruktur investieren.

Auch wenn amerikanische Unternehmen bei ihren Investitionen kostenbewusster geworden sind, machen ihre Investitionen in Immobilien weder strategisch noch wirtschaftlich Sinn. In der Ära des Internet-Shoppings braucht Amerika nicht noch mehr Einkaufszentren oder Riesensupermärkte. Möbelhersteller im Südosten der USA, deren Produktion in den letzten zwölf Jahren wegen der Konkurrenz chinesischer Billigimporte um die Hälfte zurückgegangen ist, werden kaum in neue Produktionsanlagen und Ausrüstung investieren, in der Hoffnung, bald wieder an die alten Zeiten anknüpfen zu können. Zudem sind die Preise für Immobilien in den vergangenen 15 Jahren um gut 75% gestiegen, während das allgemeine Preisniveau nur um 31% zugelegt hat und die Preise für Ausrüstungsgüter sogar um 8% gefallen sind. Anders ausgedrückt sind Investitionen im traditionellen Verständnis heute sehr teuer.³

Wenn es nun aber um die staatlichen und privaten Investitionen gar nicht so schlecht bestellt ist, wie gemeinhin angenommen, spricht dann aus volkswirtschaftlicher Sicht überhaupt noch irgendetwas für kurzfristige Konjunkturimpulse? Auch diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten.

Zunächst ist es sinnvoll, zwischen den Konjunkturprogrammen von Clinton und Trump zu differenzieren. Clinton will ihr Programm durch

² Siehe „US Investitionen—kein Grund zur Depression“, Konzept #1.

³ Siehe „Public Spending on Transportation and Water Infrastructure – 1956 to 2014“, Congressional Budget Office, März 2015.

die Schließung von (bisher nicht näher spezifizierten) Schlupflöchern bei der Körperschaftsteuer und somit haushaltsneutral finanzieren. Auf den ersten Blick ist dies positiv zu werten. Allerdings könnte eine Anhebung des effektiven Steuersatzes dazu führen, dass Unternehmen ihre Investitionen und die Einstellung neuer Mitarbeiter zurückfahren, um ihre Gewinnmargen zu halten. Unter Berücksichtigung eines solchen Crowding-out-Effektes fällt das Urteil dann doch nicht mehr ganz so positiv aus, reduziert sich doch dadurch unter dem Strich der Wachstumsimpuls.

Trumps Programm hingegen soll mit Schulden finanziert werden und entspricht somit dem herkömmlichen Konzept einer Konjunkturspritze. Der wachstumsfördernde Effekt hängt von dem potenziellen Staatsausgabenmultiplikator und damit davon ab, wie stark ein Dollar aus einem Fiskalprogramm weitere Ausgaben anstößt und die Produktion stimuliert. Das Problem besteht darin, dass Schätzungen des Staatsausgabenmultiplikators stark umstritten, mit vielen Unsicherheitsfaktoren behaftet und zudem häufig ideologisch motiviert sind.

Die Befürworter höherer Staatsausgaben führen als Argument gerne den wirtschaftlichen Schaden an, den die Sparpolitik in Europa angerichtet hat. Japan wiederum ist das Paradebeispiel dafür, dass selbst 42 Konjunkturpakete innerhalb eines Vierteljahrhunderts wirkungslos bleiben können. Doch während die Staatsverschuldung immer weiter gestiegen und immer mehr schicke neue Brücken ins Nichts gebaut wurden, sind die wirtschaftlichen Probleme in Japan nicht unbedingt kleiner geworden.

Ein vernünftiger Ausgangspunkt für eine Debatte über Multiplikatoren ist eine Studie zu diesem Thema von Valerie Ramey⁴, die zu dem Schluss kommt, dass der Gesamtmultiplikator für eine vorübergehende kreditfinanzierte Erhöhung der US-Staatsausgaben vermutlich zwischen 0,8 und 1,5 liegt. Und auch wenn sich die Gelehrten über die Höhe des Multiplikators heftig streiten, ist man sich über einige der dafür ausschlaggebenden Faktoren doch weitgehend einig.

So ist ein Konjunkturpaket beispielsweise am effektivsten, wenn eine Volkswirtschaft tief in der Rezession steckt und hohe Arbeitslosenzahlen und Überkapazitäten verzeichnet. Wissenschaftliche Schätzungen zu den Multiplikatoren von Staatsausgaben in den USA in Phasen eines wirtschaftlichen Aufschwungs liegen im Allgemeinen unter null, einige auch nahe null, während die Schätzungen für Phasen einer Rezession weit über eins liegen, einige Schätzungen sogar bei zwei oder darüber. Den meisten Schätzungen zufolge und auch nach Ansicht der Federal Reserve herrscht in den USA allerdings bereits nahezu Vollbeschäftigung.

So ist der fehlende Pfeiler der wirtschaftlichen Erholung in den USA seit der Krise die unterdurchschnittliche Entwicklung der

4 Siehe Ramey, Valerie A. (Sept. 2011), „Can government purchases stimulate the economy?“ Bd. 49, Nr. 3.

Die meisten Argumente für zusätzliche Haushaltsausgaben beziehen sich auf die Erneuerung oder den Ausbau bestehender Infrastruktur. Oft wird dabei bewusst auf den Ausbau der Interstate-Highways in den 1950er Jahren und die Boomjahre angespielt, die Amerika daraufhin erlebte. Doch Forderungen nach neuen solchen Großprojekten laufen in die falsche Richtung.

Arbeitsproduktivität. Doch selbst in den klassischen keynesianischen Modellen besteht der Effekt erster Ordnung zusätzlicher Gesamtnachfrage in der Steigerung der Wirtschaftsleistung durch höhere Beschäftigung und nicht durch höhere Produktivität. Potenzielle Produktivitätssteigerungen durch verbesserte Infrastruktur sind wahrscheinlich erst nach Jahren festzustellen und stehen und fallen damit, dass die Ausgaben gezielt in sinnvolle Projekte fließen.

Ein weiterer Faktor, der die Wirksamkeit von Konjunkturmaßnahmen beeinflusst, ist die Geldpolitik. Ein paralleles Anziehen der Zinszügel ist kontraproduktiv. Eine Studie des IWF aus dem Jahr 2010 kam zu dem Ergebnis, dass sich der Multiplikator in etwa verdoppelt, wenn die Geldpolitik die fiskalpolitischen Maßnahmen nicht konterkariert. Andere wissenschaftliche Studien kamen zu dem Ergebnis, dass die Multiplikatoren vier- bis fünfmal höher ausfallen, wenn die Zinssätze nahe null liegen und die Zentralbank weitere geldpolitische Lockerungen ankündigt. Auch von einer solchen Konstellation entwickeln sich die USA allmählich weg, da die Fed damit begonnen hat, die Zinsen wieder anzuheben, wenn auch nur schrittweise. Einige Verfechter von Konjunkturmaßnahmen befürworten dies ausdrücklich, mit dem Argument, die Zinsen würden sich so schneller normalisieren. Doch dies wirkt sich auch negativ auf den wachstumsstimulierenden Effekt fiskalpolitischer Maßnahmen aus.

Auch eine höhere Staatsverschuldung sorgt dafür, dass die Multiplikatoren geringer ausfallen. Die Staatsverschuldung der USA liegt bereits bei über 100%. Da rund ein Drittel der Staatsanleihen von der Fed und dem Social Security Trust Fund gehalten werden, wird die Schuldenlast voraussichtlich über die nächsten Jahre, wenn nicht sogar über die nächsten Jahrzehnte, weitergerollt. Doch sogar die Staatsanleihen in öffentlicher Hand sollen im Laufe der kommenden zehn Jahre auf 85% der Wirtschaftsleistung steigen. Das „exorbitante Privileg“ des Dollar minimiert das Risiko, dass die USA ihren Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verlieren. Dennoch könnte der hohe Schuldenstand den populistischen Gegenwind verstärken, der diesen Wahlkampf, vorsichtig ausgedrückt, so interessant macht, und dazu führen, dass sich zum einen Druck aufbaut, die Ausgaben wieder zurückzufahren, und sich zum anderen ein gewisser Grad an Ricardianischer Äquivalenz einstellt, die den ursprünglichen Konjunkturimpuls neutralisiert.

Anders ausgedrückt könnte dies bedeuten, dass man in den USA mit fiskalpolitischen Maßnahmen weniger ausrichten kann als gedacht. 2015 war das bundesweite Haushaltsdefizit in den USA mit 2,5% der Wirtschaftsleistung das geringste der gesamten Nachkriegszeit, bis 2026 wird es laut Prognosen der Haushaltsbehörde des Kongresses CBO jedoch auf 4,6% ansteigen. Weitere Konjunkturprogramme oder erneute Rezessionen sind dabei nicht berücksichtigt. Das ist keine aufgeregte

Panikmache. Vielmehr gebietet es der reine Pragmatismus, dass die USA ihren begrenzten haushaltspolitischen Spielraum so nutzen, dass sie damit den größtmöglichen Effekt erzielen.

Vor dem aktuellen konjunkturellen Hintergrund – hohe Ressourcenauslastung, langsam steigende Inflation und schrittweise Zinserhöhungen durch die Fed – gehen die Volkswirte der Deutschen Bank davon aus, dass der Multiplikator in den USA momentan etwa bei eins liegen dürfte.⁵ Der Mittelwert der von Clinton und Trump vorgeschlagenen Programme liegt bei zusätzlichen Haushaltsausgaben in einer Größenordnung von 0,5% der Wirtschaftsleistung. Bei einem Multiplikator von eins würde dies für die USA eine Steigerung des Wirtschaftswachstums um 0,5% und damit eine globale Wachstumssteigerung von 0,08% bedeuten. Das dürfte kaum das Wundermittel zur Genesung der Weltwirtschaft sein, das sich einige erhoffen.

Aus einer globalen Perspektive ist ein Konjunkturpaket in den USA sogar noch negativer zu sehen. Der Verschuldungsgrad von US-Unternehmen im Nichtfinanzsektor hat ein Rekordniveau erreicht, und der Schuldenabbau bei den privaten Haushalten ist im vergangenen Jahr zum Stillstand gekommen. Dies lässt darauf schließen, dass eine expansive Fiskalpolitik in den USA auf überschüssige Ersparnisse aus dem Ausland angewiesen ist. Damit würde sich jedoch nur ein Vorkrisenszenario wiederholen, in dem zur Finanzierung eines steigenden Leistungsbilanzdefizits ausländisches Kapital in die USA strömt und die ohnehin schon hohen Preise an den Märkten für Kapitalanlagen weiter in die Höhe treibt.

Zudem würde ein Konjunkturpaket in den USA zwar von der chinesischen Stahlindustrie begrüßt, die derzeit unter Überkapazitäten leidet. Die aktuelle politische Strategie einer stärker konsumgetragenen strukturellen Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft würde dadurch jedoch erst mit Verzögerung greifen. Zudem besteht die Gefahr einer weiteren Verstärkung populistischer Tendenzen in den USA sowie einer Neuauflage der globalen Ungleichgewichte, die man seit der Krise abzubauen bemüht war. Sofern staatliche Ausgabenprogramme als wachstumspolitischer Impuls für die Weltwirtschaft überhaupt in Frage kommen, wären hier nicht in erster Linie die USA gefragt, sondern Staaten mit einem Ersparnisüberhang wie Deutschland.

Dennoch haben die USA durchaus reale langfristige Infrastrukturprobleme, die behoben werden müssen. Einigen Schätzungen zufolge kostet die marode Verkehrsinfrastruktur die US-Haushalte jährlich zwischen 2.000 und 6.000 Dollar aufgrund von Zeitverlusten durch Staus, häufigeren Reparaturen an Fahrzeugen und höherem Treibstoffverbrauch.⁶ Selbst wenn man vom unteren Ende dieser Spanne ausgeht, summiert sich dies bei 120 Mio. Haushalten auf USD 240 Mrd. bzw. rund 1,3% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Diese

⁵ „Global Economic Perspectives – Global fiscal stimulus to the rescue“, 26. Juli 2016.

⁶ Siehe beispielsweise „Failure to Act: Closing the Infrastructure Investment Gap for America’s Economic Future“, American Society of Civil Engineers, „It’s about Time: Investing in Infrastructure to Keep Texas Economically Competitive“, darüber hinaus hält die National Transportation Research Group unter <http://tripnet.org> verschiedene Studien auf Ebene der Bundesstaaten und regionaler Ebene bereit.

Kosten zu reduzieren würde der Wirtschaft helfen, da die Amerikaner dann produktiver sein könnten. Darüber hinaus verbessert eine Modernisierung der Infrastruktur die Lebensqualität, da die Menschen ihre Zeit nicht mehr in Staus verbringen und ihr Geld nicht mehr für Reparaturen ausgeben müssen.

Leider liegt bei der Realisierung von Infrastrukturprojekten nach wie vor vieles im Argen. Als der Kongress 2015 ein USD 305 Mrd. schweres Fünfjahresprogramm zur Modernisierung der Verkehrsinfrastruktur verabschiedet hatte, wurden damit eigentlich nur bestehende Programme fortgesetzt. Noch immer müssen Haushaltsmittel jedes Jahr extra freigegeben werden, das heißt die Finanzierung ist nicht garantiert. Die Planung und Realisierung längerfristiger strategischer Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur ist für die Politik damit praktisch unmöglich. Für den Kongress hingegen ist dieses Prozedere ideal, können einzelne Abgeordnete so doch mit der Einstellung der finanziellen Unterstützung drohen, wenn das Geld nicht in die von ihnen favorisierten Projekte fließt.

Man beachte, dass beide Kandidaten für das Präsidentenamt dieses Problem schlichtweg ignorieren. Ideen, wie die Finanzierung von Infrastrukturmaßnahmen dauerhaft auf eine tragfähige Grundlage gestellt werden könnte, sucht man in beiden Programmen vergeblich. Sie wird vielmehr weiterhin von den Launen des Kongresses abhängen oder nur für die Laufzeit eines Programms gesichert sein. Dies bedeutet einen Investitionsstopp, wenn die vorgesehenen Mittel erschöpft oder die Programme ausgelaufen sind. Ohne eine stabile Finanzierungsgrundlage ist daher jeder noch so groß angelegte Infrastrukturplan zum Scheitern verurteilt.

Über welche Größenordnung reden wir hier überhaupt? Die American Society of Civil Engineers schätzt den Investitionsbedarf für die USA in den kommenden zehn Jahren auf USD 3,3 Bio. Derzeit ist nur für USD 1,9 Bio. eine Finanzierung absehbar, was eine Finanzierungslücke von USD 1,4 Bio. bedeutet. Die Verkehrsinfrastruktur – Straßen, Schienennetze, öffentlicher Personennahverkehr – stellt dabei das größte Problem dar.⁷ Das Verkehrsministerium der Vereinigten Staaten schätzt den zusätzlichen Finanzbedarf allein für überfällige Instandhaltungsmaßnahmen bei Straßen und Brücken auf USD 1 Bio. Die regulären Haushaltsmittel für die Verkehrsinfrastruktur belaufen sich auf ein Zehntel dieser Summe. Auch wenn von Bauingenieure und Verkehrsexperten sicherlich keine besonders konservativen Schätzungen zum Finanzierungsbedarf für Infrastrukturmaßnahmen zu erwarten sind, bleibt doch festzuhalten, dass diese Zahlen weit über den veranschlagten Ausgaben der beiden Präsidentschaftskandidaten liegen.

Doch auch wenn Politiker in ihrer Planung in Billionen statt Milliarden denken würden, bliebe noch immer die Frage zu klären, woher das Geld denn kommen soll. Dies zumindest ist kein unlösbares Problem.

⁷ Siehe „Failure to Act: Closing the Infrastructure Investment Gap for America’s Economic Future“, American Society of Civil Engineers

Nimmt man beispielsweise den Investitionsbedarf von USD 200 Mrd. jährlich im Verkehrsbereich, von dem derzeit USD 95 Mrd. finanziert sind, so klafft eine Finanzierungslücke von USD 105 Mrd. Die Finanzierung kommt derzeit zu 80% aus Mineralölsteuern, die Mineralölsteuer auf Bundesebene wurde jedoch seit 1993 nicht mehr erhöht. Einschließlich einzelstaatlicher Steuern liegt die steuerliche Belastung durch die Mineralölsteuer im US-Durchschnitt bei gut 50 Cent je Gallone. Um die Finanzierungslücke zu schließen, müssten die Mineralölsteuern um 235% auf USD 1,20 je Gallone angehoben werden, was für den Durchschnittshaushalt mit zusätzlich USD 700 zu Buche schlagen würde. Damit lägen die USA immer noch nur fast gleichauf mit Kanada (USD 1,25) und weit unter dem Niveau in den OECD-Ländern, mit durchschnittlich USD 2,62. In vielen europäischen Ländern liegt der Steueranteil je Gallone bei mehr als USD 3.

Doch die durchaus ernstzunehmenden Finanzierungsprobleme verblissen neben den Governanceproblemen, die einer Modernisierung der Infrastruktur im Wege stehen. Die Wurzel dieser Probleme liegt in den einzelstaatlichen Machtbefugnissen und der im zehnten Zusatzartikel der Verfassung verankerten Trennung zwischen Bundesregierung und einzelstaatlichen Regierungen. Diese Strukturen haben dazu geführt, dass die Regierung auf Bundesebene und die Administrationen auf einzelstaatlicher oder lokaler Ebene beim Bau und der Instandhaltung von Infrastruktur einfach unkoordiniert nebeneinander agieren. Natürlich kann man mit dem Finger auf sinnlose Brückenbauprojekte in Japan zeigen, das politische System der USA bietet jedoch ebenfalls viel Raum für unnütze Kirchturmpolitik.

Ein Paradebeispiel dafür ist der Plan, das gerade einmal 50 Einwohner zählende Gravina Island in Alaska durch eine Brücke von der Länge der Golden Gate Bridge in San Francisco mit dem Festland zu verbinden. Die hierfür erforderlichen geschätzten USD 400 Mio. sollten aus Bundesmitteln finanziert werden. Das Projekt wurde nach zehn Jahren im letzten Jahr begraben. Der Highway, der von der Stadt auf der Insel bis zu der Brücke führen sollte, wurde aber dennoch gebaut, einfach nur, weil es dafür Mittel aus dem Bundeshaushalt gab.

Ein weiteres Beispiel ist der so genannte Corridor H, ein 100 Meilen langer vierspuriger Highway durch die Appalachian Mountains in West Virginia. Das Projekt läuft noch bis 2035. Der Highway soll West Virginia mit der Ostküste verbinden, der Nachbarstaat Virginia beabsichtigt jedoch nicht, einen Highway zu bauen, der an das östliche Ende von Corridor H anschließt, und so wird Corridor H an der Staatsgrenze von West Virginia wohl einfach enden.⁸ Es gibt keinen wirksamen Mechanismus, um solche Projekte zu verhindern oder die verschiedenen Regierungsinstanzen zur Zusammenarbeit zu zwingen.

Selbst wenn sinnvolle Projekte ausgewählt und gebaut würden, wäre das nächste Problem deren Instandhaltung. Grundsätzlich läuft es in

8 Siehe „West Virginia’s road to nowhere gets fiscal stimulus“, CNN, 12. März 2009; und „End of US highway 48“, 5. Juli 2016.

der US-Infrastrukturpolitik so, dass die Bundesregierung einen erheblichen Teil des Startkapitals für wichtige Investitionsprojekte bereitstellt, während einzelstaatliche und lokale Regierungen für den Großteil der Instandhaltungskosten aufkommen müssen. 2014 hatten die öffentlichen Infrastrukturausgaben ein Gesamtvolumen von USD 416 Mrd. Ein Viertel davon kam aus dem Bundeshaushalt, der Rest von den Einzelstaaten und Gemeinden. Während 70% der Bundesmittel in Investitionsprojekte fließen, werden auf einzelstaatlicher und lokaler Ebene etwa zwei Drittel der Mittel für Betrieb und Instandhaltung finanziert.⁹ Sofern die marode Infrastruktur in den USA auf mangelnde Instandhaltung zurückzuführen ist, liegt das Problem eindeutig bei den US-Bundesstaaten und Kommunen.

Ein gutes Beispiel ist hier New Jersey. Der Staat hat mit 14,5 Cent je Gallone die zweitniedrigste Mineralölsteuer des Landes. Leider ist der Transportation Trust Fund des Staates pleite, und der Großteil der Infrastrukturmaßnahmen wurde auf Eis gelegt. Ein Gesetzesvorschlag zur Erhöhung der Mineralölsteuer, durch den jährlich zusätzliche USD 1,2 Mrd. in den Fonds geflossen wären, scheiterte an einigen Abgeordnete und dem Gouverneur, die als Ausgleich für die höhere Mineralölsteuer Steuersenkungen von mehr als USD 1,5 Mrd. gefordert hatten. Dabei sollte man bedenken, dass dem Trust Fund keine Mittel aus dem allgemeinen Steueraufkommen zufließen. Darüber hinaus wurde die Bonität von New Jersey seit 2009 neunmal herabgestuft und ist damit landesweit auf den vorletzten Platz abgerutscht. In der Debatte geht es also um weit mehr als liberale Geldverschwendung und verantwortliche, konservative Haushaltspolitik. Ähnliche Auseinandersetzungen gibt es auch in anderen Bundesstaaten. Wer auch immer ab Januar im Weißen Haus regiert, muss diese Probleme erkennen und lösen, damit der Geldregen aus der Staatskasse nicht einfach versickert.

Auch Nostalgie könnte zu einem Problem werden. Die meisten Argumente für zusätzliche Haushaltsausgaben beziehen sich auf die Erneuerung oder den Ausbau bestehender Infrastruktur. Oft wird dabei bewusst auf den Ausbau der Interstate-Highways in den 1950er Jahren und die Boomjahre angespielt, die Amerika daraufhin erlebte. Doch Forderungen nach neuen solchen Großprojekten laufen in die falsche Richtung. Die Infrastruktur, die in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts Voraussetzung für Wachstum und Prosperität in den USA war, ist nicht unbedingt das, was das Land heutzutage zukunftsfähig macht. Es wird kaum bedacht, dass sich der Bedarf an Infrastruktur in den kommenden zehn Jahren, ganz zu schweigen von den kommenden 50 Jahren, grundlegend ändern könnte. Damit könnten sich einige der aktuell aussichtsreichsten Projekte als Fehlinvestitionen erweisen.

Ein Beispiel dafür ist schon die unvermeidliche Umstellung von Verbrennungsmotoren auf Elektrofahrzeuge. Mitte 2016 gab es in den

⁹ Siehe „Public Spending on Transportation and Water Infrastructure – 1956 to 2014“, Congressional Budget Office, März 2015.

USA insgesamt 14.328 Ladestationen für Elektrofahrzeuge. Zum Vergleich: Die Zahl der Tankstellen oder Supermärkte mit Zapfsäulen lag bei 157.000, die etwa 800.000 Autos bedienen können. Geht man davon aus, dass es sechs Minuten dauert, ein Auto vollzutanken, und 30 Minuten, einen Tesla aufzuladen, so können diese Tankstellen innerhalb einer Stunde gut 8 Mio. Autos bedienen, die Ladestationen aber nur gerade einmal rund 30.000 Elektrofahrzeuge. Mit lediglich einer halben Million Elektroautos auf amerikanischen Straßen heutzutage (verglichen mit 255 Mio. Benzinern oder Dieselfahrzeugen) ist das durchaus zu bewältigen. Doch wenn Elektrofahrzeuge Standard werden sollen, wird sich die Zahl der Ladestationen drastisch erhöhen müssen.

Selbst diese Zukunftsvision erscheint angesichts der Geschwindigkeit, mit der sich neue Technologien entwickeln, recht kurzfristig. Eine Studie des MIT kam zu dem Schluss, dass sich die Taxi-Flotte in New York mit ihren 13.500 Fahrzeugen allein durch die Verbreitung von Fahrdiensten wie Uber um 40% reduzieren ließe. Führerlose Fahrzeuge werden bereits für eine gewerbliche Nutzung getestet. Wie würden sich diese als Massenphänomen auf die Zahl der Autos auf unseren Straßen und den Verkehrsfluss in unseren Städten auswirken? Und es steht die Möglichkeit im Raum, mithilfe von Drohnen Amazon-Pakete auszuliefern, Medikamentenrezepte abzuholen oder sogar Personen zu befördern. Zusätzliche Flughafenkapazitäten könnten durch den Klimawandel obsolet werden. Die Regierung verfügt auch nicht über höhere Einsichten bei diesen Entscheidungen, aber der Infrastrukturbedarf der kommenden 20 Jahre scheint heutzutage besonders schwer abzuschätzen.

Die Regierung hat durchaus eine Schlüsselfunktion bei der Verbreitung dieser neuen Technologien, dabei geht es aber eher um die Beschleunigung von Genehmigungs- und Zulassungsverfahren als um staatliche Ausgabenprogramme. Voraussetzung für die Verbreitung von führerlosen Fahrzeugen und Drohnen beispielsweise sind sicherlich die allgemeine Verfügbarkeit von Breitbandinternet, Zugang zu Satellitensystemen und andere intelligente Bauteile, die zu Navigationszwecken in die Straßen eingelassen werden müssen.

Hochgeschwindigkeitsbreitband ist jedoch in weiten Teilen der USA nicht verfügbar, was hauptsächlich daran liegt, dass der Aufbau der entsprechenden Infrastruktur für private Internetanbieter nicht rentabel ist. Um dieses Problem zu beheben, hat die Federal Communications Commission 2015 eine Verfügung erlassen, die einzelstaatliche Gesetze außer Kraft setzt, die es Kommunen verbieten oder diese daran hindern, öffentliche Breitbandnetze einzurichten. Diese wurde jedoch im August 2016 angefochten, und ein Bundesberufungsgericht für den Südosten der USA entschied, dass die FCC nicht befugt ist, einzelstaatliche Gesetze zu Breitbanddiensten in Tennessee und North Carolina auszuhebeln.

Das Problem bestand in diesem Fall darin, dass einige

Kommunen die lokalen Breitbanddienste auf die weitere Umgebung ausdehnen wollten. Private Telekommunikationsunternehmen klagten daraufhin gegen die kommunalen Dienste und beriefen sich auf das einzelstaatliche Recht. Ein Artikel in der New York Times berichtete über eine große Farm in North Carolina, die aufgrund des kommunalen Hochgeschwindigkeitsbreitbanddienstes, den eine nahegelegene Stadt bereitstellte, eine hochtechnisierte Verpackungsanlage errichten konnte. Der kommunale Dienst war wesentlich leistungsstärker als der bisherige Dienst eines privaten Telekommunikationsunternehmens. Doch nun muss die Farm ihre neue hochproduktive Anlage voraussichtlich schließen.¹⁰ Dies scheint zwar ein Einzelfall zu sein, aber in 20 anderen Staaten existieren ähnliche Gesetze, die kommunale Breitbanddienste regeln.

Doch auch von anderer Seite werden dem Technologieausbau Steine in den Weg gelegt. Erst vor Kurzem startete eine wohlhabende Gemeinde in New Jersey eine Kampagne, um den Bau neuer Mobilfunkmasten innerhalb der Gemeindegrenzen zu verhindern. Auf Schildern wurden die Menschen dazu aufgerufen, Textnachrichten zu senden, um ihre Unterstützung zu bekunden. Niemand schien es absurd zu finden, dass man sich ausgerechnet mit seinem Handy dafür aussprechen sollte, Handys in einigen anderen Teilen der Stadt nicht nutzen zu können.

Die größte Hürde für führerlose Fahrzeuge und andere zukunftsweisende Technologien könnte also letztlich das ewige politische Problem verkrusteter Strukturen sein, die jeden Fortschritt behindern. Damit Hillary Clinton oder Donald Trump die Infrastruktur der USA wirklich für das 21. Jahrhundert fit machen können, müssen sie zunächst dieses Problem anpacken. Ansonsten werden beide nur ziemlich viel Geld ausgeben und damit wenig erreichen. ●

¹⁰ Siehe „US Court Blocks FCC Bid to Expand Public Broadband“, New York Times, 10. August 2016; und „Broadband Law Could Force Rural Residents Off Information Super Highway“, New York Times, 28. August 2016.

Infrastrukturprojekte kurz vor dem ersten Spatenstich?

David Bianco

Sowohl Hillary Clinton als auch Donald Trump werben im Wahlkampf mit Investitionsprogrammen, durch die sich die derzeitigen Staatsausgaben auf Bundesebene effektiv

verdoppeln und damit auf rund USD 200 Mrd. jährlich steigen und die Staatsausgaben insgesamt um ein Viertel auf USD 515 Mrd. erhöhen könnten. Auch wenn dies in Zeiten der Obstruktionspolitik im Kongress ein kühnes Vorhaben zu sein scheint, könnte die Verabschiedung eines entsprechenden Maßnahmenpakets noch der einfache Teil der Geschichte sein. Viel schwieriger wird es sein, förderungswürdige Projekte zu finden. Es ist unwahrscheinlich, dass einer der beiden Kandidaten vor der Wahl wesentliche Informationen preisgibt. Man kann jedoch durchaus schon einmal Gedankenspiele hierzu anstellen.

Es wird nicht ganz einfach sein, rasch große Projekte ausfindig zu machen, die kurz vor dem ersten Spatenstich stehen und in die in den nächsten Jahren entsprechende Mengen an zusätzlicher Finanzierung fließen können. Die potenziellen Großprojekte in der Pipeline werden sich aller Voraussicht nach in derselben Größenordnung bewegen wie die nun auslaufenden Projekte aus den vergangenen Jahren: die New Yorker 2nd Ave.-U-Bahn-Linie in Manhattan, das Water Tunnel No. 3-Projekt, das 1970 begann und dessen Versorgungstunnel 60 Meilen weit bis nach Upstate New York reicht, der Ausbau des O'Hare Airport in Chicago, der Autotunnel in Seattle, der das Alaskan Way Viaduct ersetzen soll, und die Metroverbindung zum Dulles Airport in Washington D.C., um nur einige zu nennen.

Daneben sollen noch drei große Projekte anlaufen, darunter das Gateway-Projekt, mit dem ein Großteil des Schienennetzes zwischen Newark, New Jersey und der Penn Station in New York ersetzt und eine neue Penn Station gebaut werden soll, ein internationales Brückenbauprojekt, das Detroit in Michigan und Windsor in Ontario, Kanada, verbinden soll, und ein umfassender Ausbau des La Guardia Airport in New York.

Leider verursachen diese Projekte zusammen mit einigen weiteren großen Projekten, die zu mehr als der Hälfte fertiggestellt sind oder bald abgeschlossen sein werden, zwischen 2017 und 2025 nur Kosten von rund USD 50 Mrd. Dollar – und ein Großteil der Ausgaben fällt nicht vor 2018 an (wenn die derzeitigen Zeitpläne eingehalten werden).

Im Idealfall ergeben sich andere, kleinere Infrastrukturprojekte wie Highways, Modernisierungsarbeiten an

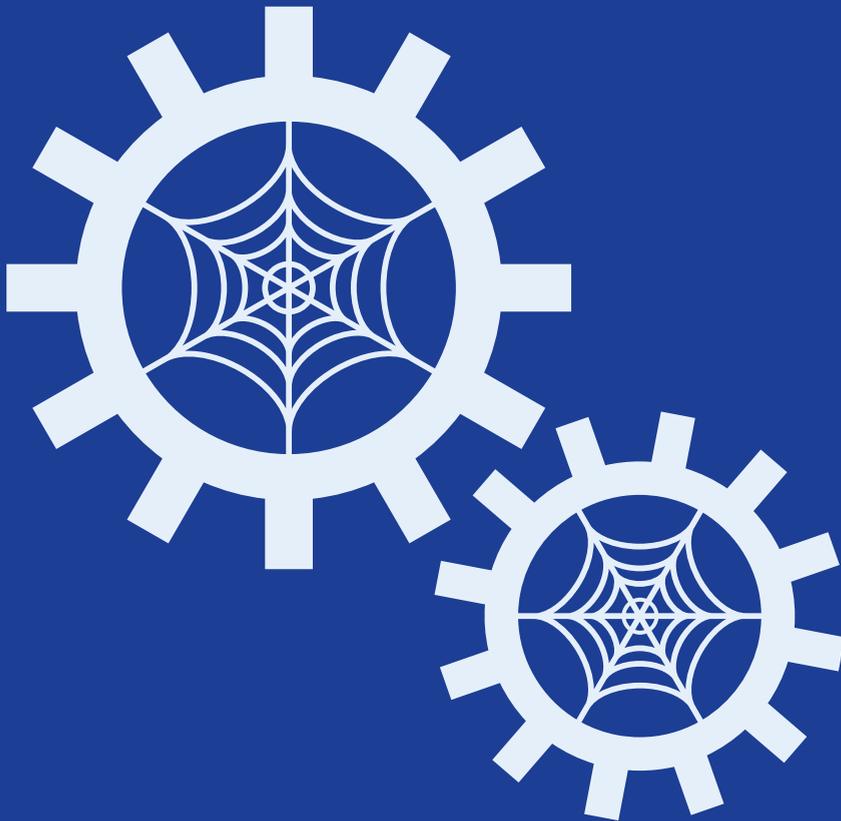
Flughäfen, Ausbau des Stromnetzes und neue Passagiersysteme für Stadtbahnen. Optionen wären auch der Ausbau des Los Angeles Metro Rail-Schienennetzes, der U-Bahn-Ausbau in Washington D.C., eine Erweiterung der Aufnahmekapazitäten des Lake Mead und die Modernisierung der öffentlich-privaten Bahntrasse von New York nach Louisiana.

Sobald die aktuelle Projektpipeline abgearbeitet ist, werden die USA den Bau (oder die Ersetzung) verkehrswichtiger Brücken und Tunnel stärker forcieren und zukunftsweisende, aber nicht abgehobene Infrastrukturprojekte im Hinblick auf nationale Risiken wie Überschwemmungen oder Dürreperioden in Angriff nehmen müssen. Mögliche Projekte in diesem Bereich sind die Reparatur und Verstärkung der Dämme am Golf von Mexico in Louisiana, ein Wassertunnel zum California River-Delta in Sacramento und ein Schutzsystem vor Stürmen in New York. Und auch der Bereich Wissenschaft und Technologie bietet mit Raketenabschussbasen, Biotechnologielaboren, hochmodernen Kommunikationssystemen und Systemen für die Überwachung des Luftverkehrs ein breites Betätigungsfeld. Außerdem kann es (wenn auch eher mittelfristig) erforderlich werden, einige Küstenstädte zumindest teilweise ins Landesinnere zu verlegen.

Aus Anlegersicht betreffen die vielversprechenderen Infrastrukturprojekte, von denen die Baubranche profitiert, die Themen Ausbau des Stromnetzes, Energieeffizienz, erneuerbare Energien und Systeme zur Gewinnung von Energie aus Wasserkraft. Diese Projekte werden voraussichtlich im Rahmen von öffentlich-privaten Partnerschaften realisiert und staatlich gefördert.



Der Kapitalstock amerikanischer Unternehmen – eine Frage des Alters



Politiker hacken gerne auf Unternehmen herum und werfen ihnen vor, zu wenig Geld für Investitionsausgaben in die Hand zu nehmen. Im aktuellen Präsidentschaftswahlkampf in den USA haben sich beide Parteien bereits mit diesem Thema befasst. Die Kritik scheint nicht ganz ungerechtfertigt. Im vergangenen Jahr haben im S&P 500-Index gelistete Unternehmen aus dem Nichtfinanzsektor ihre Investitionsausgaben um 2,5% zurückgefahren, der erste Rückgang seit der Finanzkrise. ➤

Überdies scheint dieser Rückgang mit einer allgemeinen Tendenz zu rückläufigen Kapitalinvestitionen einherzugehen. Wirft man einen Blick auf die Bilanzen von Nichtfinanzunternehmen in den USA, so fällt auf, dass das mittlere Alter der Betriebsmittel der Unternehmen, ausgehend vom Verhältnis der kumulierten Abschreibungen zum Bruttowert der Sachanlagen, im Laufe der vergangenen 25 Jahre um ein Viertel auf 52% gestiegen ist. Anders ausgedrückt: Der Kapitalstock der S&P 500-Unternehmen hat mehr als die Hälfte seiner Nutzungsdauer hinter sich.

Dies ist jedoch irreführend. Zum einen beruht die angeblich seit längerem bestehende Aversion gegen Investitionsausgaben auf reinen Zahlenwerten. Berücksichtigt man die Tatsache, dass Unternehmen mehr Geld für Güter mit höheren Deflatoren ausgeben, zeichnet sich gemessen an der historischen Entwicklung real gesehen ein sehr positives Bild von der Gesamtwirtschaft und den Investitionsausgaben. Da der Kapitalstock eine Nutzungsdauer von rund 13 Jahren aufweist, hatte der allmähliche Inflationsrückgang von den Höchstständen der 1980er Jahre noch in den 1990er Jahren einen Bilanzeffekt. Lässt man die Auswirkungen der rückläufigen Inflation außer Acht, hat sich das Alter des Kapitalstocks der größten US-Unternehmen in den letzten 25 Jahren nur geringfügig erhöht.

Diese Beständigkeit lässt sich auch anhand von Daten belegen, die zeigen, dass sich die Betriebskennzahlen auf lange Sicht ebenfalls relativ stabil gehalten haben. Die Gesamtkapitalrendite der S&P 500-Unternehmen aus dem Nichtfinanzsektor liegt mit circa 6% in etwa auf dem gleichen Niveau wie vor zwanzig Jahren. Und auch die Eigenkapitalrendite scheint sich unabhängig vom Alter des Kapitalstocks zu entwickeln und liegt, abgesehen von gelegentlichen Einbrüchen in Jahren der Rezession, in etwa auf dem gleichen Stand wie vor 20 Jahren.

All dies lässt darauf schließen, dass es um das Alter des Kapitalstocks von US-Unternehmen gut bestellt ist, oder dass zumindest konstant neue Investitionen getätigt werden. Doch auch hier gibt es einen Haken. Durch die allgemeine Beständigkeit wird eine Veränderung in der Zusammensetzung von Unternehmen in Amerika und insbesondere im S&P 500-Index verschleiert. Die vergangenen zwei Jahrzehnte waren durch den Aufstieg von Unternehmen ohne hohen Kapitalbedarf geprägt, mit Technologieunternehmen als logische Ergänzung. So macht der Bruttowert der Sachanlagen eines durchschnittlichen Nichtfinanzunternehmens im S&P 500-Index heutzutage gerade einmal ein Drittel des Gesamtvermögens aus. Damit ist der Anteil in den letzten 25 Jahren um fast die Hälfte zurückgegangen.

Um dem sich verändernden Branchenmix Rechnung zu tragen, unterteilen wir die Unternehmen im S&P 500

in zwei Kategorien, ausgehend davon, wie hoch in einem bestimmten Jahr der Wert ihrer Betriebsmittel im Verhältnis zu ihrem Gesamtvermögen ist. Unternehmen, bei denen der Anteil der Betriebsmittel über dem Median liegt, werden als kapitalintensiv eingestuft, diejenigen, die darunter liegen, als nicht kapitalintensiv. Logisch betrachtet sollte sich die Qualität der von kapitalintensiven Unternehmen genutzten Betriebsmittel stärker auf die Wertentwicklung auswirken, als dies bei Unternehmen mit geringerem Kapitalbedarf der Fall ist.

Durch eine solche Unterteilung der Unternehmen ergibt sich ein differenzierteres Bild. Seit Anfang der 1990er Jahre ist das mittlere Alter der Betriebsmittel weniger kapitalintensiver Unternehmen um rund ein Fünftel angestiegen. Das Alter der Betriebsmittel kapitalintensiver Unternehmen hingegen war bis zur Finanzkrise konstant rückläufig, stieg nach der Krise schrittweise an und befindet sich nun wieder auf demselben Stand wie zu Beginn des neuen Jahrtausends. Mit anderen Worten: Kapitalintensive Unternehmen haben ihr Geld vor der Krise in die Erneuerung ihres Kapitalstocks investiert, sind aber dann dazu übergegangen, das Potenzial der bestehenden Wirtschaftsgüter bis ultimo auszureizen.

Anhand des Verhaltenswandels bei kapitalintensiven Unternehmen können wir untersuchen, wie Investitionsentscheidungen sich auf Umsatz und Ergebnis eines Unternehmens auswirken. Zu diesem Zweck gehen wir davon aus, dass ein Anstieg von Umsatz und Gewinn in einem beliebigen Jahr das Resultat der Investitionsentscheidungen der vorangegangenen zwei Jahre ist. Die Daten seit dem Jahr 2000 zeigen, dass kapitalintensive Unternehmen, die sich für eine Kapitalerneuerung – d.h. eine Verjüngung des Kapitalstocks eines Unternehmens – entschieden haben, ihre Umsätze im darauffolgenden Jahr um durchschnittlich 5,5% steigern konnten.

Die Daten zeigen jedoch auch, dass Unternehmen, die keine Investitionen getätigt haben, ihre Umsätze um denselben Wert steigerten. Investitionsausgaben sind also für Umsätze nicht maßgeblich – wie kann das sein? Dies liegt zum einen daran, dass die Investitionsplanung eines Unternehmens nicht isoliert von seiner Wettbewerbssituation betrachtet werden sollte. Maßgeblich für das Umsatzwachstum ist weniger die Höhe der absoluten Ausgaben sondern vielmehr, wie viel ein Unternehmen im Vergleich zu seinen direkten Wettbewerbern investiert.

Um die Bedeutung von Investitionsausgaben auf Vergleichsbasis zu veranschaulichen, stelle man sich eine Straße vor, in der es verschiedene miteinander in Wettbewerb stehende Cafés gibt. Wenn all diese Cafés die gleichen alten und rostigen Kaffeemaschinen benutzen, schmeckt der Kaffee

In einer Straße mit verschiedenen konkurrierenden Cafés, die alle die gleichen alten, rostigen Kaffeemaschinen benutzen, schmeckt der Kaffee überall gleichermaßen furchtbar. Sobald aber eines der Cafés in die Anschaffung einer schicken neuen Kaffeemühle oder eines Milchaufschäumers investiert, verbessert sich die relative Qualität seines Kaffees und das Café wird den Konkurrenten Kunden streitig machen.

Investitionen sollten getätigt werden, wenn die Betriebsmittel veraltet sind, und bei neuen Betriebsmitteln zurückgehalten werden.

überall gleichermaßen furchtbar und die Kunden werden sich gleichmäßig auf alle Cafés verteilen. Sobald aber eines der Cafés in die Anschaffung einer schicken neuen Kaffeemühle oder eines Milchaufschäumers investiert, verbessert sich die relative Qualität seines Kaffees und das Café wird den Konkurrenten Kunden streitig machen, sofern seine Preise angemessen bleiben.

Das Beispiel verdeutlicht auch, dass hohe Investitionsausgaben in einem Zeitraum eine notwendige Folge zu geringer Investitionen in vorangegangenen Zeiträumen sein können. Umgekehrt können rückläufige Investitionsausgaben eine folgerichtige Reaktion auf übermäßige Ausgaben in früheren Zeiträumen sein. Daher sollte man also bei einer Bewertung der Effektivität von Investitionsentscheidungen den derzeitigen Zustand der Betriebsmittel eines Unternehmens berücksichtigen. Spinnen wir das Beispiel mit den Cafés fort. Wenn einer der Café-Betreiber seine rostige, alte Kaffeemaschine endlich durch ein neues Modell ersetzt, erhöht sich seine Attraktivität für die Kunden im Verhältnis stärker, als wenn einer seiner Konkurrenten eine neuere Kaffeemaschine ersetzen würde.

Um also der Situation eines Unternehmens im Kapitaler neuerungszyklus Rechnung zu tragen, unterteilen wir unseren Datenbestand in Unternehmen, die mit Blick auf das Alter ihrer Betriebsmittel über bzw. unter dem Median liegen. Seit 2000 erzielten Unternehmen mit einem neueren Bestand ihrer Betriebsmittel durch Investitionen ein deutliches Umsatzplus von 5,4%. Als dieselben Unternehmen ihre Betriebsmittel jedoch altern ließen, verzeichneten sie ein Umsatzwachstum um 6% bei einem zusätzlich höheren Gewinnwachstum. Es hat den Anschein, als spielten die marginalen Verbesserungen des Kapitalstocks für die Kunden keine Rolle und als würden Investitionsausgaben die Geschäftsführung nur von ihren eigentlichen Aufgaben ablenken.

Wenn aber Unternehmen mit einem älteren Kapitalstock Geld in die Hand nahmen, wurde ein Umsatzplus von 6% und ein Ergebniswachstum von 8,5% verzeichnet – diese sprunghaften Steigerungen liegen jeweils über den Werten, die ohne eine entsprechende Investition erzielt worden wären.

Offenbar gibt es also eine ganz einfache Regel, die die Geschäftsführung befolgen sollte. Investitionen sollten getätigt werden, wenn die Betriebsmittel veraltet sind, und bei neuen Betriebsmitteln zurückgehalten werden. Doch wurde auch diese Regel scheinbar nicht wirklich eingehalten. Seit 2000 haben Unternehmen mit alten Betriebsmitteln diese stetig weiter altern lassen, während Unternehmen mit neueren Beständen diese etwa auf demselben Alter gehalten haben.

Was könnten die Gründe für dieses Verhalten sein? Eine Erklärung ist, dass fallende Zinssätze über diesen Zeitraum

dafür gesorgt haben, dass sich Anleger bevorzugt Unternehmen zugewandt haben, die Renditen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen bieten. Seit 2000 haben Aktien mit hohen Dividendenzahlungen Renditen generiert, die viermal so hoch waren wie der Marktdurchschnitt. Und heute werden diese Titel mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis gehandelt, das zwei Drittel über dem der übrigen Unternehmen im S&P 500 liegt. Unterdessen hat sich die Zahl der Aktienrückkäufe seit Beginn des Jahrhunderts verdreifacht.

Eine weitere Erklärung liefert der Herdentrieb von Unternehmen und Anlegern. Tätigt ein Unternehmen Investitionsausgaben, zieht die Konkurrenz für gewöhnlich nach. Kommen wir auf unser Beispiel mit den Cafés zurück: Investiert ein Café in eine neue Kaffeemaschine, werden sich die Konkurrenten sorgen, dass sie nun Kunden verlieren könnten, und daraufhin selbst neue Maschinen anschaffen. Alternativ könnte ein Café zur Vermeidung von Investitionsausgaben stattdessen seine Preise reduzieren, um neue Kunden anzulocken. Die Konkurrenz wird diesem Beispiel folgen. Wenn also niemand Investitionen tätigt, wird der Status Quo beibehalten, bis irgendeiner den ersten Schritt macht. Dies erklärt auch die Minizyklen der Investitionen in Sachwerte bei kapitalintensiven Unternehmen. Das Vermögenswachstum erreichte Ende der 1990er Jahre seinen Höhepunkt bei 10%, fiel dann auf einen Tiefpunkt und erreichte anschließend ein erneutes Hoch, bevor die Finanzkrise einem weiteren Wachstum den Riegel vorschob.

Für Anleger, die überdurchschnittliche Renditen erzielt haben, indem sie hohen Renditen gegenüber einem jüngeren Kapitalstock den Vorzug gaben, besteht sowohl Grund zur Sorge, als auch zur Hoffnung. Grund zur Sorge geben die zu erwartenden hohen Bewertungen, wenn der neue Investitionszyklus schließlich startet. Das Risiko liegt hier in der Umsetzung. Einige Unternehmen werden hierbei erfolgreicher sein als andere – insbesondere in Anbetracht der langen Phase ohne größere Investitionsprogramme, die zur Folge hat, dass die Geschäftsführung eventuell nicht über die notwendige Erfahrung verfügt. Unbesonnene Ausgaben bedeuteten schon in der Vergangenheit den Untergang vieler Unternehmen – und das Risiko steigt, wenn die Zinsen in den USA angehoben werden.

Chancen bergen hingegen die Eigenkapitalrenditen. Im Laufe der letzten zehn Jahre wurden die Eigenkapitalrenditen im S&P 500 durch steigende Gewinnmargen gestützt, die vorwiegend auf geringere Zins- und Lohnkosten sowie geringere Steueraufwendungen zurückzuführen waren. Doch der Kapitalumschlag (der Anteil der Umsatzerlöse am Gesamtkapital) ist zurückgegangen. Wenn die Gewinnmargen amerikanischer Unternehmen stagnieren, könnte der einzige Weg zur

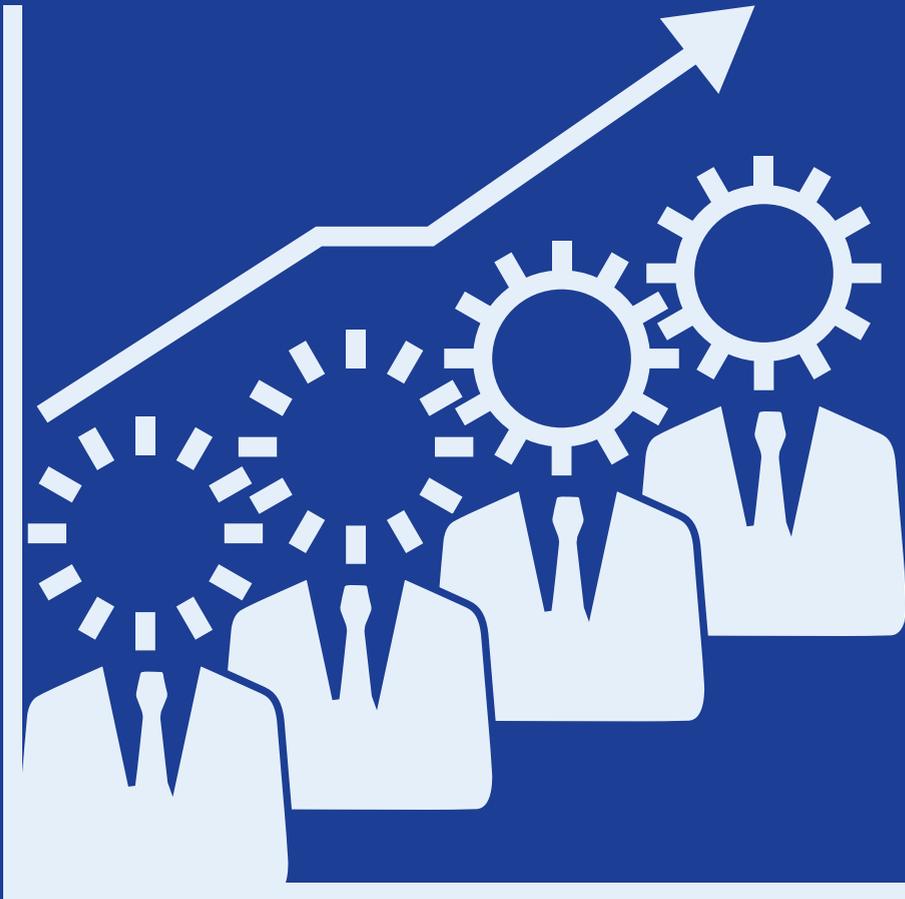
Erhöhung der Eigenkapitalrenditen in einer Steigerung des Kapitalumschlags liegen.

Wir haben bereits aufgezeigt, dass Investitionsausgaben, die zur Ersetzung älterer Betriebsmittel getätigt werden, zu höheren Umsatz- und Gewinnsteigerungen führen können, die wiederum den Kapitalumschlag steigern würden. Dies hätte eine Erhöhung der Eigenkapitalrenditen zur Folge. Und je länger Unternehmen damit warten, ihre Betriebsmittel zu erneuern, desto höher der positive Umsatzeffekt, den sie mit ihrer Investition erzielen. Die Geschäftsführer behalten ihre Konkurrenz weiter im Auge und warten ab, wer den ersten Schritt unternimmt. Letzten Endes ist aber irgendwann der Punkt erreicht, an dem sie gezwungen sein werden, Geld in die Hand zu nehmen, unabhängig davon, was die Konkurrenz macht.

Zusammenfassend ist es schwierig zu sagen, ob Unternehmen insgesamt zu viel Geld für Investitionsausgaben in die Hand nehmen oder zu wenig. Diese Thematik kann sicherlich nicht an einer einzigen Kennzahl oder einem einzigen Grenzwert festgemacht werden. Anleger können sich jedoch damit trösten, dass die allmähliche Alterung der in den Bilanzen einiger amerikanischer Unternehmen verbuchten Betriebsmittel zur Folge hat, dass möglicherweise mehr Spielraum für die Generierung höherer Renditen für die Anleger besteht, wenn der Investitionszyklus von Neuem beginnt. ●



Comeback der Produktivität



Kein Wunder, dass Alan Greenspan jedes Mal zusammenzuckte, wenn Bob Rubin, US-Finanzminister in den späten 1990er Jahren, sein einstudiertes Mantra wiederholte, das Weiße Haus tue alles für einen starken Dollar. In der Geschichte finden sich viele Beispiele, wo ein steigender Dollar zum Sündenbock für Probleme aller Art gemacht wurde – vom Verfall der Rohstoffpreise über schwächeres Wachstum in den USA bis hin zu Krisen in Schwellenländern. ➤

Die Schattenseiten der massiven Dollaraufwertung in den letzten drei Jahren sind ebenfalls gut dokumentiert. Ein Erstarren des Greenback birgt Gefahren für Unternehmen und Banken auf der ganzen Welt, die eine Rekordsumme von USD 10 Bio. an Fremdmitteln in der US-Währung in ihren Büchern haben. Noch vor zehn Jahren waren es gerade einmal knapp USD 4 Bio. Noch nie war in einem 9-Monats-Zeitraum eine ähnlich rasante Aufwertung des US-Dollar zu beobachten wie zuletzt zwischen Juni 2014 und März 2015, als die Währung um 23 Prozent zulegte. Dieser Kurssprung löste im Januar und Februar dieses Jahres schließlich eine Schockwelle an den weltweiten Aktienmärkten aus.

Der starke Dollar drückte auch die Kerninflation in den USA und verhinderte so weitere Zinsanhebungen durch die Fed. Erfahrungsgemäß führt ein Anstieg des Dollars um 10 Prozent mit einer zweijährigen Verzögerung dazu, dass die Kern-PCE-Inflation, die von der Fed bevorzugte Inflationskennzahl, um 22 Basispunkte zurückgeht. Folglich dämpft die vergangene Aufwertung des Dollar die Kern-PCE-Inflation derzeit um 0,3 Prozentpunkte. Dieser Effekt bewegt sich damit in der Größenordnung der Höchstwerte der vergangenen 20 Jahre, die zuletzt in den späten 1990er Jahren zu beobachten waren. Doch auch ohne diesen vorübergehenden Dollar-Effekt ist die Kerninflation, die nach der Krise bei einem Tiefstwert von einem Prozent lag, seit Februar 2016 bereits auf zwei Prozent geklettert. Die Fed hat ihr Ziel also erreicht.

Zwar ist die Liste der Nachteile, die ein starker Dollar mit sich bringt, zweifelsohne lang, es findet sich aber auch ein wichtiger und oft verkannter positiver Nebeneffekt. So kann eine Dollarstärke Anlass zu einer deutlichen Steigerung der Arbeitsproduktivität in der US-Wirtschaft geben. Im Wesentlichen zwingt das Zusammenspiel aus einem starken Dollar und einem angespannten Arbeitsmarkt US-Unternehmen zu einer Neuausrichtung. Investitionen werden angekurbelt und die Innovationskraft gestärkt, was wiederum zu einer höheren Arbeitsproduktivität führt.

Beispiele für den positiven Effekt einer starken Währung auf die Arbeitsproduktivität finden sich nicht nur in Amerika. In den frühen 1990er Jahren stieg der Wert des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar fast auf das Doppelte. Entgegen der allgemeinen Erwartung, die daraus resultierende schlechtere internationale Konkurrenzfähigkeit Japans werde zu einem starken Rückgang der Exporte des Landes führen, kam es in der Folge sogar zu einem Anstieg des Handelsbilanzüberschusses.

Dass der erwartete Effekt auf die japanischen Exporte ausblieb, hat zwei Gründe und erklärt sich zum einen teilweise durch die Verlagerung der Produktion hin zu hochwertigen Produkten, deren Komponenten üblicherweise eine geringe

Preiselastizität besitzen und die sich daher relativ unbeeindruckt von der Yen-Aufwertung zeigten. Zum anderen haben die Unternehmen ihre Produktionsverfahren kosteneffizienter gestaltet und ihre Arbeitskosten reduziert.

Dieser Aspekt lässt sich auch durch zahlreiche Beispiele der jüngeren Vergangenheit belegen, wo japanische Unternehmen die Rallye des Yen nach der Finanzkrise von 2008 für Effizienzsteigerungen nutzen konnten. Bis 2015 schaffte Toyota es, die Kosten für die Umrüstung einer bestehenden Produktionslinie für ein neues Modell gegenüber 2009 um die Hälfte zu reduzieren. Das Unternehmen senkte außerdem den Investitionsbedarf für geplante neue Werke in Mexiko und China um 40 Prozent gegenüber den zuvor veranschlagten Werten. Dies geschah über tausende kleine Sparmaßnahmen – von kleineren und effizienteren Lackierkabinen bis hin zu schnelleren und flexibleren Schweißrobotern. Ein ähnliches Bild bot sich bei Daikin, das wegen des starken Yen nach der Lehman-Pleite beinahe gezwungen war, sein Werk in Kusatsu zu schließen. Diese Erfahrung gab den Anstoß, in die vier inländischen Werke des Unternehmens zu investieren und die Energiebilanz zu verbessern. So wurde zum Beispiel der Kohlenstoffdioxidausstoß je Einheit um 20 Prozent reduziert und die Produktionseffizienz gesteigert.

Entsprechend wirkt sich eine Aufwertung des Dollar insbesondere bei angespannter Arbeitsmarktlage zunächst negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit und somit die Rentabilität von US-Unternehmen aus, schafft aber gleichzeitig Anreize für Maßnahmen zur Steigerung der Produktivität. Seit 1960 gab es in den USA lediglich zwei Phasen, in denen das Produktivitätswachstum über zwei Prozent lag. Die erste Phase erstreckte sich über die Jahre 1960 bis 1973, als die Produktivität jährlich um 2,8 Prozent zulegte, während die zweite von 1995 bis 2003 reichte. Damals belief sich der jährliche Anstieg auf 3,2 Prozent, stagniert seitdem jedoch bei 1,4 Prozent. Die erste Phase hohen Produktivitätswachstums spielt wegen des damals festen Dollarkurses für unsere Analyse keine Rolle. Dagegen fiel der Höhenflug des Dollar ab 1995 mit dem Beginn einer Phase hohen Produktivitätswachstums zusammen. In den acht Jahren bis 2003 verzeichnete der handelsgewichtete Dollar-Index einen Anstieg um zwei Fünftel und ebnete somit den Boden für Effizienzsteigerungen.

Auch eine angespannte Situation am Arbeitsmarkt trug zu dem Produktionsanstieg in der Mitte der 1990er Jahre bei. Bis 1995 hatte sich der Arbeitsmarkt von den Nachwehen der Rezession von 1991 erholt, und die Arbeitslosigkeit hatte sich wieder der geschätzten natürlichen Arbeitslosenquote angenähert. Die NFIB-Umfrage unter kleinen Unternehmen zeigte, dass sich die Unternehmen über eine schlechte Arbeitsqualität sowie

hohe und noch steigende Arbeitskosten beklagten. Schärferer Wettbewerb aus dem Ausland und höhere Lohnkosten zwangen die Unternehmen, mit Hilfe von Investitionen und Innovationen einen Ausweg aus der Misere zu finden.

Anhand von Daten lässt sich belegen, dass sowohl ein starker Dollar als auch eine angespannte Lage am Arbeitsmarkt Voraussetzungen für eine Belebung des Produktivitätswachstums sind. Die schlechte Arbeitsmarktsituation der Jahre 1978-1979 und 1987-1989 ging mit einem niedrigen Dollarkurs einher, der jeglichen Anreiz für Investitionen im Unternehmenssektor zunichte machte. Mitte der 1980er Jahre war der Dollar zwar stark, die Arbeitslosigkeit nach den harten Jahren wirtschaftlichen Abschwungs zu Beginn des Jahrzehnts jedoch noch hoch, sodass das Produktivitätswachstum schwach blieb.

Welche Lehren können wir hieraus für die kommenden Jahre ziehen? Im Moment erleben wir den seltenen Fall, dass ein starker Dollar und eine angespannte Arbeitsmarktlage zeitlich zusammenfallen. Der Dollar hat sich gegenüber den im Zyklus verzeichneten Tiefs bereits um ein Drittel erholt und schafft damit die nötige Grundlage für künftiges Produktivitätswachstum. Die Arbeitslosigkeit entspricht fast der von der Federal Reserve als Vollbeschäftigung eingeschätzten Quote. Während kleine Unternehmen die Arbeitsqualität bemängeln, nähern sich die Arbeitskosten dem Höchstwert des letzten Zyklus an. Beide Faktoren zusammen sorgen für einen Anstieg des Produktivitätswachstums.

Noch mehr Grund zu Optimismus in Bezug auf den aktuellen Zyklus liefern die Banken. Die Erholung des Bankensektors könnte der dritte Faktor sein, der die Produktivität stimuliert. Eine der Hauptursachen für die schwache Produktivität in den letzten Jahren ist beim Finanzsektor zu suchen, der nach wie vor mit den weitreichenden Folgen der lockeren Geldpolitik in den Industrieländern sowie den neuen aufsichtsrechtlichen Vorschriften zu kämpfen hat. So ist das Gefälle zwischen dem Produktivitätswachstum im Wirtschaftssektor und dem im Nichtfinanzsektor erwiesenermaßen gestiegen, was einen Richtwert für das Produktivitätswachstum in der Finanzbranche liefert. Dieser Richtwert weist eine positive Korrelation mit der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen auf. Dies impliziert, dass höhere Zinsen die Produktivität der Banken ankurbeln würden, führen sie doch zu höheren Nettozinssmargen und Renditen auf Finanzanlagen.

Das sind gute Nachrichten. Das Gerede der Politik über die Produktivität war in den letzten Jahren in einen apokalyptischen Nebel düsterer Vorhersagen eingehüllt. Im dreizehnten Jahr der noch andauernden Phase langsamen Produktivitätswachstums

debattieren die Ökonomen noch immer, ob die Ursache für das Problem in der Arbeitsproduktivität (in Abhängigkeit vom Verhältnis von Kapital zu Arbeit) oder in der totalen Faktorproduktivität (in Abhängigkeit vom technologischen Fortschritt) liegt, wobei sich trotz der Flut an entsprechender Fachliteratur keine Konsensmeinung herausgebildet hat.

Dabei wird jedoch völlig vergessen, dass es ganz einfach etwas Zeit braucht, bis sich die Produktivität von einer Finanzkrise und Rezession erholt. Tatsächlich ist der Hauptgrund für die niedrige Produktivität in den Industrieländern seit der Krise vielleicht darin zu suchen, dass immerhin fünf Jahre Produktivitätswachstum in die Zeit der Finanzkrise fielen. Während der Großen Rezession ist die Arbeitsproduktivität in den USA im Nichtagrarsektor in den sechs Quartalen ab Ende 2008 bis Anfang 2010 um 7,5 Prozent nach oben geschneilt. Bei der derzeitigen Wachstumsrate entspricht dies dem Produktivitätswachstum eines halben Jahrzehnts. Das geringe Wachstumstempo, das die USA seitdem vorlegt, überrascht vor diesem Hintergrund nicht allzu sehr.

Wichtig dabei ist, dass Ausgangspunkt dieses sprunghaften Produktivitätsanstiegs nicht etwa eine Abwärtsbewegung zu Beginn der Rezession war. Vielmehr präsentierte sich die Produktivität in der Anfangsphase der Weltwirtschaftskrise relativ stabil und die erzielten Zugewinne hatten nachhaltig Bestand.

Doch dies ist auch kein Grund, übermütig zu werden. Seit Ende des Festkurssystems 1973 erleben wir erst zum zweiten Mal die Situation, dass das frühe Stadium eines angespannten Arbeitsmarktes mit einem starken Dollarkurs zusammenfällt. Fakt ist, dass sich ein laufender Produktivitätszyklus endlos in die Länge zieht. Ein durchschnittlicher Zyklus dauert ungefähr 13 Jahre, und das gilt auch für diesen. Wenn also die Produktivität gerade an einem Wendepunkt steht, könnte sich auch das Bild einer an strukturellen Problemen kränkelnden US-Wirtschaft bald ändern. Der aktuell offenbar so gerechtfertigte Pessimismus würde dann sofort von Optimismus abgelöst, hätte die US-Wirtschaft doch wieder einmal Stärke bewiesen. ●

	Columns
54	Buchrezension—Game Change
56	Konferenzberichte—Rohstoffe
58	Infografik—Infrastrukturausgaben der Bundesstaaten ohne Auswirkung auf Pro-Kopf-Wachstum

Buchrezension— Game Change

Sylvia Foteva

Im Endspurt um die US-Präsidentschaftswahlen 2016 präsentiert sich die amerikanische Politik so spannend wie zuletzt vor acht Jahren. Damals stach Barack Obama Hillary Clinton im Rennen um die Nominierung als Kandidat der demokratischen Partei aus und sicherte sich letztlich die Präsidentschaft. Anlass genug, das Buch „Game Change“ erneut zur Hand zu nehmen, ein fesselnder Politthriller der Journalisten John Heilemann und Mark Halperin über den amerikanischen Wahlkampf 2008.

Dabei werden die Autoren dem Versprechen, ein intimes Portrait der Protagonisten zu zeichnen, voll und ganz gerecht. Die Hauptrollen spielen dabei natürlich Barack Obama und Hillary Clinton. Doch dann wäre da noch John Edwards, den der Skandal um ein uneheliches Kind zu Fall brachte. Sein peinliches Bemühen, diese Affäre vor laufenden Kameras zu leugnen, ist inzwischen bei YouTube verewigt. Unvergessen auch der Republikaner John McCain, der mit der Nachricht für Aufsehen sorgte, die nahezu unbekanntes Gouverneurin Sarah Palin in letzter Minute als seine Kandidatin für das Amt des Vizepräsidenten ins Rennen zu bringen.

Und das ganze Drama spielte sich vor dem Hintergrund der schwersten Finanzkrise seit der großen Depression ab. Warum aber ein Buch über die Präsidentschaftswahlen 2008 lesen, wenn die aktuellen Wahlkampfgeschehnisse an Absurdität alles bisher Dagewesene übertreffen? Drei(-einhalb) Argumente sprechen für die Lektüre dieses Buches: Zum einen ist Game Change ein großartiges Stück Literatur, spannend geschrieben und mit viel Liebe zum Detail. Die Autoren geben jeder Information eine persönliche Note und schaffen es so, aus einer Geschichte über Politik ein packendes Drama zu machen.

Zweitens ist Game Change ein gut recherchiertes Lehrstück amerikanischer Politik. Stück für Stück wird aufgezeigt, wie Wahlkampf funktioniert. Betrachtet werden das Für und Wider im Vorfeld einer Kandidatur, die Bemühungen, Unterstützer im Wahlkampf zu

finden (und bei der Stange zu halten), der ewige Spagat zwischen Politik und Familie, der Umgang mit den Medien, die verzweifelten Versuche, Kernbotschaften zu formulieren, das Umwerben von Geldgebern, die endlosen Debatten und schließlich auch die Frage, wann der Zeitpunkt gekommen ist, das Handtuch zu werfen. Neben den unzähligen akribischen Persönlichkeitsstudien hat mir an Game Change am besten gefallen, dass wichtige Entscheidungsprozesse von Anfang bis Ende nachgezeichnet werden.

Der dritte Grund, warum Sie das Buch lesen sollten, ist, dass es intime Einblicke in das Wahlkampfteam von Hillary Clinton etwa im Jahr 2008 verschafft, dessen Fundament bereits 2004 gelegt wurde, als Clinton fast kandidiert hätte. Das Clinton-Lager kommt dabei nicht immer gut weg und schneidet vor allem im Kontrast zu den Beschreibungen eines dynamischen und gut funktionierenden „Obamaland“ schlecht ab. Als schonungsloses Portrait von Hillary Clinton als Präsidentschaftskandidatin ist das Buch aktueller denn je.

Zu guter Letzt (und hier kommt der halbe Grund) ist Game Change ein wertvolles Zeitdokument politischen Lebens und politischer Wahlkampfthemen unter Bush und in den frühen Jahren der Obama-Regierung, als erste Schockwellen der globalen Finanzkrise das Weltgefüge ins Wanken brachten. Dieses Argument zählt jedoch nur zur Hälfte, da die Krise kein zentrales Thema der Erzählung ist. Dennoch ist es faszinierend zu hinterfragen, welche Unterschiede zwischen der Wahl eines Außenseiters in 2008 und der Wahl, die aktuell die amerikanische Politik durcheinanderwirbelt, bestehen.

Unweigerlich sucht man auf jeder Seite nach Hinweisen, ob und an welchem Punkt 2008 der Grundstein für den Erfolg eines so unkonventionellen Kandidaten wie Donald Trump gelegt wurde. Wie schnell haben sich die Dinge verändert, dass viele nun den Beginn einer Ära der „postfaktischen Politik“ in Amerika

proklamieren? Wie harmlos damals doch alles im Vergleich zu heute war! 2008 wurden Kandidaten kritisiert, weil es ihnen an einer klaren Botschaft fehlte oder ihr Pastor durch kontroverse Aussagen in Misskredit gefallen war. Kein Vergleich zu dem Gebaren und den Affären im aktuellen Wahlkampf. Kaum zu glauben außerdem, dass die nächste Konjunkturlaute schon bald vor der Tür stehen könnte.

Game Change ist ein spannender Politthriller, dessen Handlung und Charaktere der Realität der amerikanischen Politik entsprungen sind. Aus der Feder der Autoren stammt auch das Werk „Double Down“ über den Präsidentschaftswahlkampf 2012. Bleibt zu hoffen, dass sie sich bald auch den Präsidentschaftswahlen 2016 widmen werden. Bis dahin empfehle ich Ihnen, Game Change auf Ihrem nächsten Flug im Handgepäck zu haben.

Konferenzberichte—Rohstoffe

Sahil Mahtani, Luke Templeman

Metalle & Bergbau und Energie sind im bisherigen Jahresverlauf die beiden Sektoren mit der besten Entwicklung am europäischen Aktienmarkt. Ihre Konferenzspione haben sich in London unter die Konferenzteilnehmer der Deutschen Bank zu diesen Branchen gemischt – in der festen Überzeugung, dort nach den düsteren letzten Jahren fröhlich gestimmte Menschen anzutreffen. Hier einige Ausschnitte der besten Informationen, die wir für Sie zusammengetragen haben.

Zink: Es erscheint unlogisch, dass die Metallpreise derart starken Schwankungen unterliegen, wo doch Angebot und Nachfrage auf mittlere Sicht ziemlich genau vorhergesagt werden können. So haben sich die Zinkpreise in diesem Jahr verdoppelt und sind somit zu ihrem Vorjahresniveau zurückgekehrt. Im Zuge dessen haben 99% der Produzenten plötzlich die Gewinnschwelle erreicht. Ein Grund hierfür ist der starke US-Dollar, wodurch Kraftstoff- und andere Kosten gesunken sind. Ein umfassenderer Erklärungsansatz für diese Entwicklung stellt auf Wendepunkte ab. Die Ankündigung der Schließung von Minen durch Glencore Ende letzten Jahres, wodurch sich das Zinkangebot um 1,2 Mio. Tonnen bzw. ein Zehntel des weltweiten Zinkverbrauchs verringern wird, markiert einen solchen Wendepunkt. Dadurch wurde plötzlich deutlich, dass die über Jahre zu geringen Investitionen in fünf Jahren zu einem Angebotsdefizit von 2,6 Mio. Tonnen führen werden. Zwar dürften zwei Drittel dieses Defizits Prognosen zufolge durch neue Projekte abgedeckt werden, viele dieser Projekte unterliegen jedoch erheblichen politischen Risiken, sodass Zweifel dahingehend bestehen, ob die Branche in der Lage sein wird, die Lücke zu füllen.

Kupfer: Während Zink bei der Erholung des Metallsektors als Spitzenreiter vorangeht, bildet Kupfer eindeutig das Schlusslicht. Dennoch sind bei den Aussichten eindeutige Symmetrien zur Entwicklung bei Zink zu erkennen. Die

Kupferpreise haben sich in diesem Jahr kaum geändert. Dieses Problem ist zum Teil auf ungewöhnlich wenige Unterbrechungen im Bergbau zurückzuführen. Im vergangenen Jahrzehnt sind ca. 5% der geplanten Produktion ausgefallen. Im bisherigen Jahresverlauf haben sich die Unterbrechungen halbiert, da nahezu keine Streiks auftraten und die Produktion schneller wieder hochgefahren werden konnte. Auf längere Sicht könnte sich das Überangebot jedoch ins Gegenteil kehren. Gemessen am derzeitigen Investitionsniveau wird die Produktion nach 2020 stark sinken. Selbst wenn neue Investitionen diese Entwicklung abwenden, ist zur Deckung der bis 2025 prognostizierten Nachfrage eine Produktionssteigerung um 2,3 Mio. Tonnen erforderlich. Dies entspricht einem Zehntel der momentanen weltweiten Produktion.

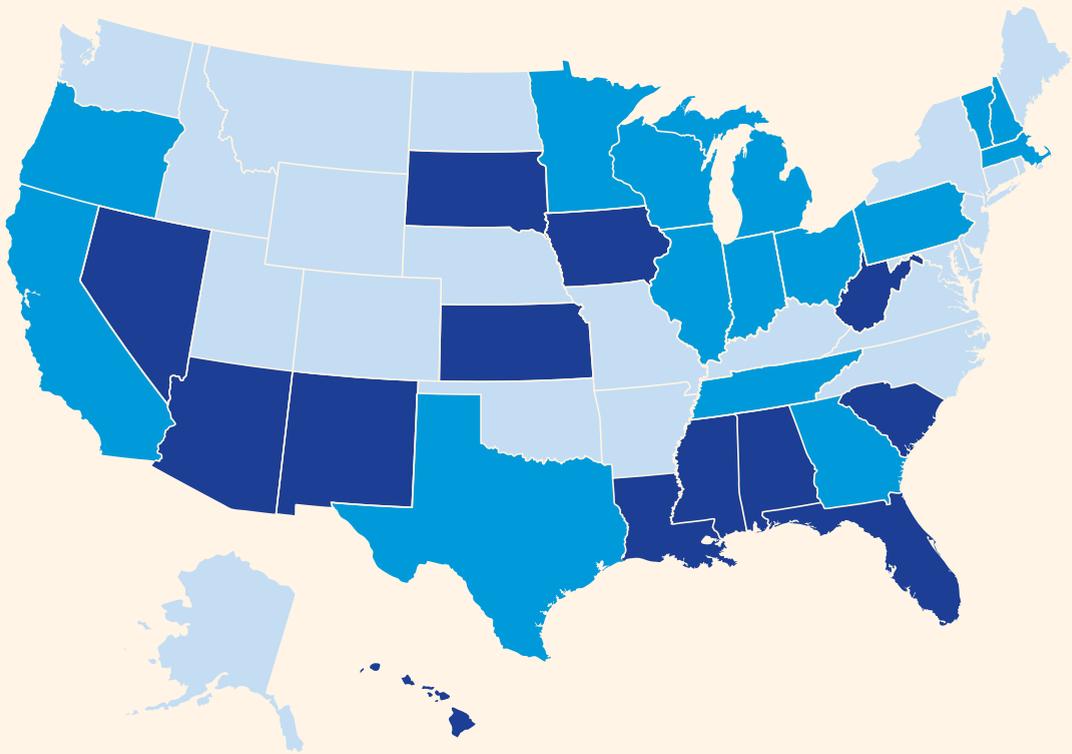
Stetig sinkende Kosten: Die Teilnehmer der Konferenz über Öl und Gas zeigten sich beeindruckt, wie die Kosten der US-Schieferölproduktion durch Effizienzsteigerungen immer weiter gesenkt werden. Die Break-Even-Preise sind seit Mitte 2014 um USD 19 je Barrel auf einen momentanen gewichteten Durchschnitt von USD 51 je Barrel gesunken. Bleibt die Frage, ob diese Entwicklung so weitergehen kann. Pessimisten argumentieren, dass zunehmende Insolvenzen und eine sinkende Zahl von Bohranlagen seit 2014 zur Folge hätten, dass nur die besten Produzenten mit den besten Teams auf den besten Flächen Bestand haben, und die Effizienzsteigerungen daher nicht verwunderlich seien. Andererseits deutet ein Nachlassen der zuvor fieberhaften Aktivitäten in den Jahren 2012 bis 2014 auf einen systematischeren Technologieeinsatz hin. Der Einsatz hochauflösender Mapping-Verfahren zur Kartierung von Öl- und Gasvorkommen mit Schritten von einem anstelle von sechs Zentimetern sowie eine stärkere vertikale Integration (beispielsweise durch Beschaffung von Fracking-Sand aus einer internen Lieferkette) sind Faktoren, die alle zur Senkung der Break-

Even-Preise beigetragen haben. Dieses größere Know-how lässt erwarten, dass die Kosten selbst bei steigenden Investitionen niedrig bleiben werden.

Sommer-Schock aus Saudi-Arabien:

Die Teilnehmer der Konferenz haben sich auch gefragt, was es mit der Erhöhung der Rohölfördermenge in Saudi Arabien im Sommer auf sich hatte. In nur wenigen Monaten stieg die Fördermenge von 10,2 Mio. Barrel auf 10,7 Mio. Barrel pro Tag. Die Frage ist, ob das Königreich seine Strategie vom Erhalt des Marktanteils (dies allein ist schon neu, nachdem über Jahre hinweg lediglich das Marktgleichgewicht erhalten wurde) hin zu einer aggressiven Ausweitung des Marktanteils zwecks Maximierung der kontinuierlichen Förderung geändert hat. Unabhängig davon hat Saudi-Arabien auch eine unerwartete Entschlossenheit bei der Erhöhung der Benzinpreise im Inland um mehr als das Doppelte an den Tag gelegt. Der Experte für Saudi-Arabien argumentierte jedoch, dass Probleme des sozialen Zusammenhalts keine wiederholte Anhebung der Inlandspreise zulassen werden. Auf der anderen Seite sei das saudische Ziel einer Produktion von 3,45 Gigawatt Strom aus erneuerbaren Energiequellen bis 2020 kaum zu schaffen. Es seien lediglich Projekte im Volumen von 483 Megawatt angekündigt worden – ohne genaue Angaben, wann diese Kapazität zur Verfügung stehen wird.

Infografik – Infrastrukturausgaben der Bundesstaaten ohne Auswirkung auf Pro-Kopf-Wachstum



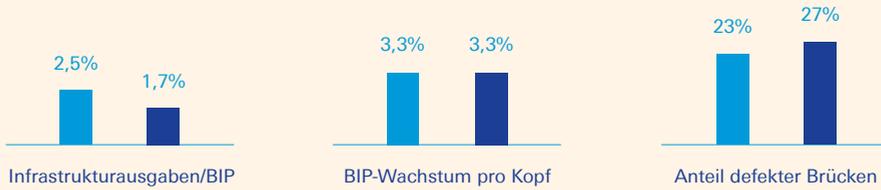
**Bundesstaaten mit unterdurchschnittlichen
Infrastrukturausgaben bei überdurchschnittlichem
BIP-Wachstum pro Kopf**

**Bundesstaaten mit überdurchschnittlichen
Infrastrukturausgaben bei unterdurchschnittlichem
Pro-Kopf-Wachstum**

*Prozentualer Anteil der Infrastrukturausgaben am
BIP und BIP-Wachstum pro Kopf der letzten fünf Jahre.*

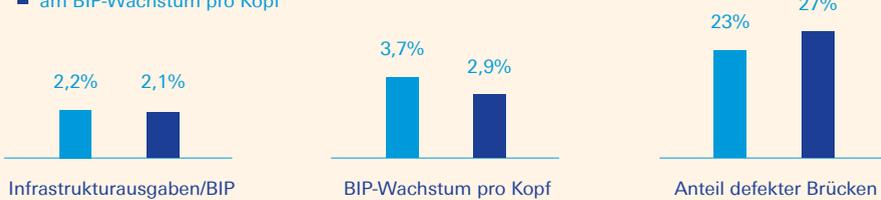
Staat in der oberen Hälfte der Rangfolge gemessen am Anteil der Infrastrukturausgaben am BIP

Staat in der unteren Hälfte der Rangfolge gemessen am Anteil der Infrastrukturausgaben am BIP



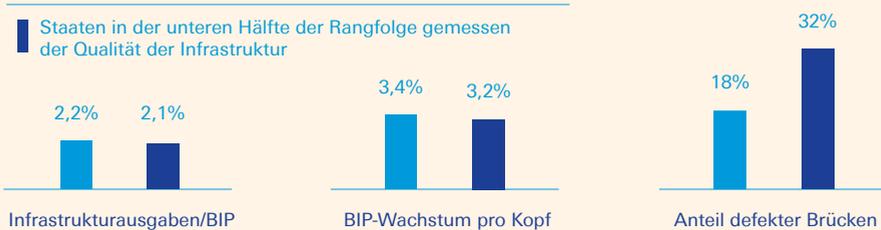
Staat in der oberen Hälfte der Rangfolge gemessen am BIP-Wachstum pro Kopf

Staat in der unteren Hälfte der Rangfolge gemessen am BIP-Wachstum pro Kopf



Staat in der oberen Hälfte der Rangfolge gemessen an der Qualität der Infrastruktur

Staat in der unteren Hälfte der Rangfolge gemessen an der Qualität der Infrastruktur



Disclaimer deutsch:

Originalveröffentlichung in englischer Sprache: 13. Oktober 2016.
Veröffentlichung der deutschen Ausgabe: 18. Oktober 2016.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Die Deutsche Bank kann geschäftliche Transaktionen in Wertpapieren, als Eigenhandelsgeschäft oder für Kunden, durchführen, die nicht mit der in diesem Researchbericht dargestellten Sichtweise übereinstimmen.

Das Risiko von Verlusten bei Termin- und Optionsgeschäften kann weitgehend sein. Wegen des hohen Ausmaßes einer Fremdmittelfinanzierung der Termin- und Optionsgeschäfte können die auflaufenden Verluste höher sein als die ursprünglich in die Geschäfte investierten Beträge.

Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In den Vereinigten Staaten von Amerika wird dieser Researchbericht verantwortet und verbreitet von der Deutschen Bank Securities Inc., Mitglied der FINRA. In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Dieser Researchbericht darf nicht ohne vorherige Erlaubnis der Deutsche Bank AG vervielfältigt, verbreitet und/oder veröffentlicht werden. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

English disclaimer:

Publication of the English version: October 13, 2016. Publication date of the German translation: October 18, 2016.

The above information does not constitute the provision of investment, legal or tax advice. Any views expressed reflect the current views of the author, which do not necessarily correspond to the opinions of Deutsche Bank AG or its affiliates. Opinions expressed may change without notice and may differ from views set out in other materials, including research, published by Deutsche Bank.

Deutsche Bank may engage in securities transactions, on a proprietary basis or otherwise, in a manner inconsistent with the view taken in this research report.

The risk of loss in futures trading and options, foreign or domestic, can be substantial. As a result of the high degree of leverage obtainable in futures and options trading, losses may be incurred that are greater than the amount of funds initially deposited.

The above information is provided for informational purposes only and without any obligation, whether contractual or otherwise. No warranty or representation is made as to the correctness, completeness and accuracy of the information given or the assessments made.

In the U.S. this report is approved and/or distributed by Deutsche Bank Securities Inc., a member of FINRA. In Germany this information is approved and/or communicated by Deutsche Bank AG Frankfurt, licensed to carry on banking business and to provide financial services under the supervision of the European Central Bank (ECB) and the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin). In the United Kingdom this information is approved and/or communicated by Deutsche Bank AG, London Branch, a member of the London Stock Exchange, authorized by UK's Prudential Regulation Authority (PRA) and subject to limited regulation by the UK's Financial Conduct Authority (FCA) (under number 150018) and by the PRA. This information is distributed in Hong Kong by Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea by Deutsche Securities Korea Co. and in Singapore by Deutsche Bank AG, Singapore Branch. In Japan this information is approved and/or distributed by Deutsche Securities Inc. In Australia, retail clients should obtain a copy of a Product Disclosure Statement (PDS) relating to any financial product referred to in this report and consider the PDS before making any decision about whether to acquire the product.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without Deutsche Bank's prior written consent. When quoting please cite "Deutsche Bank Research".



