

# US-Aktien

## Ist die Produktivitätsschwäche ein Vorzeichen des nächsten Bärenmarkts?



Von Dr. Daniel Witschi, CFA  
Chief Investment Officer  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Ein bisher an den Finanzmärkten kaum beachtetes Phänomen wird seit einigen Monaten unter US-Ökonomen hitzig debattiert. Ist die Produktivitätsschwäche der US-Wirtschaft der letzten Jahre ein permanentes oder temporäres Phänomen? Die Antwort auf diese Frage ist nicht nur für die langfristigen Wachstumsaussichten von grosser Bedeutung, auch für die Kapitalmärkte birgt sie Zündstoff. Bei schwächerem Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum wäre unter sonst gleichen Umständen mit tieferem Gewinnwachstum und somit deutlich tieferen Aktienkursen zu rechnen.

### US-Produktivitätsschwäche: Die Sichtweise der Pessimisten und Optimisten

Beginnen wir mit der Debatte über die jüngsten US-Produktivitätstrends. Nam-

hafte Ökonomen stehen sich bei der Auslegung der in Abbildung 1 dargestellten Datenlage gegenüber: Auf der einen Seite die Pessimisten Robert J. Gordon<sup>1)</sup> (Northwestern University) und Lakshman Achuthan<sup>2)</sup> (Economic Cycle Research Institute), auf der anderen Seite die Optimisten Erik Brynjolfsson und Andrew McAfee<sup>3)</sup> (beide Massachusetts Institute of Technology). Aus Sicht der Pessimisten befinden sich die USA in einer postindustriellen Phase. Die produktivitätssteigernden Effekte der grossen technischen Innovationen (Elektrizität, Automobil, Computer, Internet, Smartphone etc.) sind verklungen, und die heutigen Innovationen haben geringeren gesamtwirtschaftlichen Einfluss. Zudem begrenzen gemäss Gordon vier Fundamentalkräfte die längerfristigen Wachstumsaussichten der USA: Die anhaltende Qualitätsver-

schlechterung im öffentlichen Bildungssystem, das bescheidene Wachstum der arbeitsfähigen Bevölkerung, die zunehmende Asymmetrie der Einkommensverteilung und die im historischen Vergleich hohe Schuldenquote der öffentlichen Haushalte. Aus Sicht der Optimisten basiert die US-Produktivitätsschwäche nicht auf einem verlangsamten, sondern auf einem sich laufend beschleunigenden (exponentiellen) technologischen Fortschritt. Derzeit übertrifft dessen Geschwindigkeit die Reaktionsfähigkeit der Wirtschaft. Mit fortschreitender Umstrukturierung werden sich aber die Produktivitäts- und Wachstumseffekte verdeutlichen.

Auf den ersten Blick scheint sich der amerikanische Aktienmarkt der optimistischen Sichtweise anzuschliessen. Ungeachtet der widrigen Wachstumskräfte befindet sich dieser auf

Abbildung 1: US-Produktivitätswachstum



Quelle: Economic Cycle Research Institute

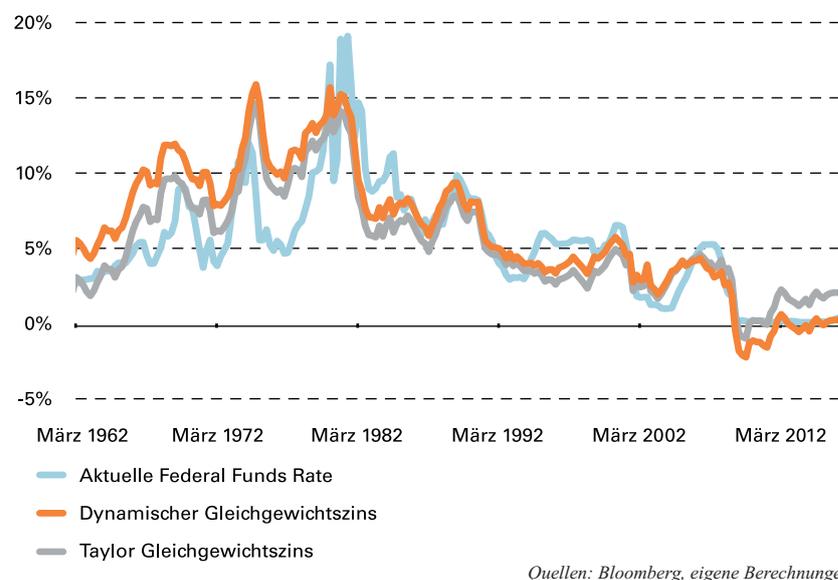
hohem Niveau und ist in den letzten Monaten auf immer neue Höchststände gestiegen. Für die robuste Verfassung der US-Aktien gibt es aber noch andere, vermutlich schlüssigere Ursachen. Eine Erklärung ist, dass der Anteil der Unternehmensgewinne am Volkseinkommen seit den 90er Jahren zugenommen hat. Dies ist auf strukturelle Veränderungen am amerikanischen Arbeitsmarkt zurückzuführen, wie beispielsweise die abnehmende Bedeutung von Gewerkschaften in weiten Teilen der Privatindustrie. Auf diese Weise konnten Unternehmen das schwächere Wachstum der US-Wirtschaft kompensieren. Seit zwei Jahren geht der Gewinnanteil jedoch zurück, weshalb die zweite Erklärung zum Tragen kommt. Der faire Marktwert von Aktien errechnet sich aus den zukünftig erwarteten Gewinnen. Um den zukünftigen Gewinnen einen aktuellen Wert zuzuweisen, werden sie mit den Kapitalmarktzinsen diskontiert. Seit der Finanzkrise sind die Zinsen stetig gefallen, was unter sonst gleichen Umständen zu steigenden Marktwerten führt. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass mit Aktien unter gewissen Umständen auch bei schwachem Wirtschaftswachstum hohe Renditen erzielbar sind.

Was sind die Aussichten für Aktien im Spannungsfeld dieser entgegengesetzten Einflussfaktoren? Gehen wir langfristig von tieferem Gewinnwachstum aus, sei es wegen dem geringeren Produktivitätswachstum oder den schrumpfenden Gewinnanteilen am Volkseinkommen, spielt die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen die entscheidende Rolle. Falls diese in den nächsten Jahren wieder kräftig anziehen, werden nicht nur Obligationen sondern auch Aktienkurse unter Druck kommen.

#### US-Geld- und Kapitalmarktzinsen: «Künstlich» tief gehalten oder «natürlich» gefallen?

Bei der Erklärung der tiefen Zinsen stehen sich in den USA ebenfalls zwei Lager gegenüber. Gemäss John B. Taylor<sup>4)</sup> (Stanford University) drückt die US-Notenbank den Zielwert der Federal Funds Rate aggressiv unter ihren Gleichgewichtswert. Mit dieser Tiefzinspolitik hält sie das gesamte Ren-

**Abbildung 2: Aktuelle Federal Funds Rate und alternative Gleichgewichtskonzepte**



ditespektrum am US-Kapitalmarkt künstlich tief, um die Wirtschaft wieder auf den ursprünglichen Wachstumspfad vor der grossen Finanzkrise von 2008 zu führen. Für das andere Lager der Finanzmarktökonominnen um Lawrence H. Summers<sup>5)</sup> (Harvard University) greift diese Erklärung zu kurz. Für sie steht ausser Frage, dass der Gleichgewichtszins aufgrund einer Reihe realwirtschaftlicher Umstände gefallen ist und die US-Geldbehörden diesem Umstand in ihrer Zinspolitik Rechnung tragen. Ausschlaggebend für den Rückgang des gleichgewichtigen Zinsniveaus sind langfristige Trends in Angebot und Nachfrage nach gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen: Während private Haushalte mehr sparen, benötigen Unternehmen wegen der anhaltenden Transformation zur digitalen Wirtschaft weniger Kapital. Wir haben die beiden konkurrierenden zinstheoretischen Ansätze berechnet und in Abbildung 2 dem aktuellen Geldmarktsatz gegenübergestellt. Wenn Taylor Recht hat (graue Kurve), ist ein kräftiger Anstieg der Zinsen nur eine Frage der Zeit. Die monetäre Stimulierung wird früher oder später die Inflation anregen und somit die US-Notenbank zu einem Kurswechsel zwingen. Liegt dagegen Summers richtig (orange Kurve), wäre langfristig mit zyklischen Schwankungen um ein dauerhaft tiefes Zinsniveau zu rechnen. In der Summe

scheinen die uns vorliegenden empirischen Analysen eher Summers als Taylor Recht zu geben.

Wie sieht unser langfristiger Ausblick für den US-Aktienmarkt aus? Am wahrscheinlichsten erscheint uns ein Szenario mit niedrigen Gewinnwachstumsraten und historisch tiefen Kapitalmarktzinsen. Langfristig dürften die Renditen an den Aktienmärkten im unteren einstelligen Prozentbereich liegen. Im anhaltenden Spannungsfeld der unterschiedlichen Prognosen erwarten wir einen Anstieg der Kursvolatilitäten.

- 1) Gordon, R.J. (2016): The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War, Princeton University Press.
- 2) Banerji, A./Achuthan, L. (2016): Cyclical Misconceptions Driving Policy Errors: Keys to the Productivity Puzzle, ECRI Working Paper Nr. 2016/6A.
- 3) Brynjolfsson, E./McAfee, A. (2012): Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Productivity and Irreversibly Transforming Employment and the Economy, Digital Frontier Press.
- 4) Taylor, J.B./Wieland, V. (2016): Finding the Equilibrium Real Interest Rate in a Fog of Policy Deviations, IMFS Working Paper Nr. 103.
- 5) Summers, L.H. (2014): Reflections on the New «Secular Stagnation Hypothesis» [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).

daniel.witschi@dreyfusbank.ch  
www.dreyfusbank.ch