

Die sozialen Grenzen der Aktienrendite

**Wirtschaftswachstum oder Erosion der
Mittelschicht? Die Babyboomer
müssen sich entscheiden**

CapQM

www.capqm.com

Impressum

**Die sozialen Grenzen der Aktienrendite
Wirtschaftswachstum oder Erosion der Mittelschicht? Die Babyboomer
müssen sich entscheiden**

06/2016
© 2016 CapQM GmbH

Herausgeber
CapQM GmbH
Baumwall 7
20459 Hamburg

Telefon: +49 40 7679570
www.capqm.com

Autor
Volker Schmitz

Diese Studie ist keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung, keine Anlageberatung und darf nicht für Zwecke der Anlageempfehlung oder Anlageberatung verwendet werden. Sie enthält keine Empfehlung Finanzinstrumente zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten oder deren Rechte auf eine bestimmte Art zu nutzen und keine Empfehlung bestimmte Anlagestrategien zu verfolgen.

Die Modelle und Szenarien in dieser Studie basieren auf der Analyse allgemeiner Daten von Aktiengesellschaften der USA (ohne den Finanzsektor) aus gesamtwirtschaftlichen Statistiken. Die errechneten Modellrenditen und Vermögenswerte der Szenarien entsprechen weder für die Vergangenheit noch für die Zukunft tatsächlichen Aktienrenditen und Vermögenswerten wie sie Investoren erzielt haben, erzielen werden oder erzielen können. Sie weichen aufgrund des verwendeten Zahlenmaterials, der Berechnungsmethodik, der Annahmen und der nicht prognostizierbaren Zukunft in vielfacher Hinsicht von ihnen ab. Sie dienen nicht der Prognose und sind nicht als Grundlage von Anlageentscheidungen geeignet. Ihr Zweck ist die Illustration von möglichen langfristigen gesamtwirtschaftlichen Einflüssen auf Marktrenditen und Vermögenswerte in den hypothetischen Beispielen in Form von Modellen und Szenarien.

Inhalt

| | | |
|----|---|----|
| 1 | Executive Summary | 4 |
| 2 | Vorwort..... | 6 |
| 3 | Einleitung..... | 7 |
| 4 | 1966 – 2015: Ab und auf für die Renditen | 9 |
| 5 | Szenario 1: Die schleichende Enteignung der Aktionäre | 12 |
| 6 | Szenario 2: Triumph des Shareholdervalue und Niedergang der Mittelschicht | 14 |
| 7 | Szenario 3: 1990 als Leitlinie für die Verteilung | 20 |
| 8 | Können alle Aktionäre die Markttrendite erzielen? | 23 |
| 9 | Wachstum als Win-win-Strategie..... | 26 |
| 10 | Zusammenfassung | 30 |
| | Anhang: Methodologische Hinweise..... | 32 |

1 Executive Summary

Die Entwicklung der US-Wirtschaft nach 1965 hätte die Aktionäre schleichend enteignet, wenn nicht ab Mitte der 1980er-Jahre eine Gegenbewegung eingesetzt hätte. Diese Gegenbewegung ist inzwischen so weit fortgeschritten, dass sich die wirtschaftliche Situation der meisten Beschäftigten relativ verschlechtert hat. Die hohen Aktienrenditen der vergangenen Dekaden basieren weitgehend auf einer Umverteilung: von den Beschäftigten, den Kreditgebern und dem Staat zu den Aktionären und durch geringe Investitionen von den jüngeren zu den älteren. Was steht auf dem Spiel, wenn die Entwicklung in den USA so weitergeht? Und wenn die US-amerikanischen Verhältnisse zum Trendsetter für die deutsche und europäische Entwicklung werden?

Erosion der Mittelschicht. Angesichts niedriger Zinsen, Investitionen und Unternehmenssteuern kann eine weitere Umverteilung an die Aktionäre praktisch nur noch auf Kosten der Beschäftigten gehen. Hält die gegenwärtige Entwicklung an, werden zukünftige Aktienrenditen durch die Erosion der Mittelschicht finanziert.

Babyboomer gegen ihre Kinder. Die Generation der Babyboomer hat in den vergangenen Jahrzehnten durch die vielfältige Umverteilung hohe Renditen bezogen. Jetzt hinterlässt sie ihren Kindern eine doppelte Hypothek. Ihr geballtes Ausscheiden aus dem Berufsleben erhöht die Sozialabgabenquote und senkt den Lebensstandard der nächsten Generation. Wollen die Babyboomer auch noch von einer hohen Rendite aus ihrer aktienbasierten privaten Altersversorgung profitieren, geht das zu Lasten der Einkommen und der Arbeitsplätze ihrer Kinder.

Ohne Wachstum wird die Verteilung der wirtschaftlichen Wertschöpfung zum Nullsummenspiel: Der Zuwachs der Unternehmensgewinne ist der Gehaltsverlust der Beschäftigten und umgekehrt. Der Interessenkonflikt zwischen hohen Aktienrenditen und vielen guten Jobs mit guter Bezahlung kann langfristig nur über Wachstum gelöst werden. Was können die Aktiengesellschaften und ihre Aktionäre dafür tun?

Neue Ziele für die CEOs. Die Aktiengesellschaften können Wachstum durch mehr produktive Investitionen fördern. Für viele Unternehmensvorstände bedeutet dies eine Abkehr von der gegenwärtigen Managementpraxis. Statt auf kurzfristige Gewinnoptimierung durch Umverteilung zu setzen, müssen sie ihre Unternehmenspolitik auf langfristiges Wachstum durch vermehrte Investitionen ausrichten.

Mehr Verantwortung für die Finanzunternehmen. Viele Finanzunternehmen haben die Umverteilung durch ihre Renditeerwartungen und

Governance-Praktiken gefördert. Sie müssen ebenfalls umdenken. Bisher haben sie die US-Aktiengesellschaften als größte Goldmine der Welt genutzt und die Förderung von Investitionen vernachlässigt. Wachstum sahen sie in den Emerging Markets und in vereinzelt explosionsartig wachsenden IT-Unternehmen. Zukünftig sollten sie die Unternehmensvorstände dabei unterstützen, durch höhere Investitionen mehr internes Wachstum zu schaffen.

Kein Closed Shop für Aktien. Für Aktionäre bieten mehr Investitionen die Chance, den bisherigen produktiven Anlagenotstand zu durchbrechen. Shareholdervalue-Ideologie, Angst vor Dilution und Aktienrückkäufe haben den Aktienmarkt in den vergangenen Jahrzehnten faktisch in einen Closed Shop für existierende Aktien verwandelt. Immer weniger Aktien wurden immer mehr wert. Die Mehrheit der Anleger und auch die Aktionäre selbst hatten aber kaum Gelegenheit, in neue Aktien zu investieren. Selbst wenn neue Aktien zukünftig weniger Rendite bringen sollten als in der Vergangenheit, kann das für Anleger und die Gesellschaft vorteilhafter sein als Dividenden und Ersparnisse zur Nullrendite in den Kreditmarkt zu investieren.

Welche Alternativen haben die Investoren? Sollte es zur Erosion der Mittelschicht bei hohen Aktienrenditen kommen, stehen den Industrieländern soziale Spannungen bevor, die nicht nur ein Risiko für den gesellschaftlichen Zusammenhalt und die demokratischen Lebensformen bedeuten. Die Optimierung von Aktienrenditen hat Konsequenzen, die an soziale Grenzen führen. Sie zu überschreiten gefährdet nicht nur die Renditen, sondern die gesamten Vermögen, die durch die Umverteilung geschaffen wurden.

2 Vorwort

Die Rendite der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Rendite: Warum Szenarien?

Der spekulativ eingestellte Investor versucht durch die Auswahl und das permanente Umschichten der Anlagen seine Rendite zu optimieren. Der passive Kapitalanleger geht anders vor. Er optimiert die Anlagekosten, investiert breit gestreut und langfristig in den Markt und erzielt ungefähr eine durchschnittliche Marktrendite abzüglich möglichst geringer Kosten. Beide Anlegertypen beschäftigt meist nichts so sehr wie die Frage, welche Rendite sie zukünftig erzielen werden.

Eine Renditeprognose ist weder für aktive noch für passive Anleger möglich, auch nicht durch Analyse der Vergangenheit. Was die Vergangenheit liefern kann, sind Erkenntnisse über die Faktoren, die entscheidend für den historischen Anlageerfolg waren. Für passive Anleger sind das vor allem gesamtwirtschaftliche Faktoren. Ihre weitere Entwicklung ist auch für die zukünftigen Anlageergebnisse von Bedeutung.

Statt einer unmöglichen Prognose entwickelt diese Studie Szenarien, die beschreiben, wie diese Faktoren in der Zukunft wirken könnten. Die Annahmen, die den einzelnen Szenarien zugrunde liegen, sind nicht ausgewählt worden, weil sie besonders wahrscheinlich sind, sondern um eine Auswahl denkbarer Entwicklungspfade darzustellen. Die Szenarien zeigen nicht, wie es kommen wird, sondern wie es kommen kann. Jede demokratische Gesellschaft hat die Option, diese Entwicklungspfade zu beeinflussen und gesellschaftlich nicht gewünschten Entwicklungen gegenzusteuern.

3 Einleitung

Die Rendite der langfristigen passiven Kapitalanlage in Aktien ist nicht das Ergebnis einer gezielten Auswahl einzelner Aktien und ihrer dauernden Umschichtung. Sie ergibt sich aus den Wertveränderungen und Ausschüttungen eines breit gestreuten und lange gehaltenen Portfolios, das meist für große Teile der gesamten Wirtschaft repräsentativ ist.

Ein solcher Teil der Wirtschaft ist die Summe der US-Aktiengesellschaften. Sie bilden den größten zusammenhängenden Block des Weltaktienmarkts. Innerhalb der US-Wirtschaft produzieren sie den größten Teil der Wertschöpfung. Die Entwicklung der US-Aktiengesellschaften prägt nicht nur die Gegenwart und Zukunft der USA. Die wirtschaftliche Entwicklung der USA hat eine entscheidende Bedeutung für die Weltwirtschaft. In den vergangenen Jahrzehnten war sie in vieler Hinsicht Vorreiter und Förderer weltweiter Trends. In vielen Marktwirtschaften liefen ähnliche Entwicklungen wie in den USA ab, häufig abgemildert oder mit zeitlicher Verzögerung. Die USA werden auch in Zukunft mit ihrer Dynamik die Weltwirtschaft beeinflussen und für viele demokratische westliche Industrieländer wie ein Labor der wirtschaftlichen Entwicklung und ihrer gesellschaftlichen Folgen Beispiele, Anregungen und Lernerfahrungen bieten. Insofern sind die folgenden Szenarien zu möglichen Entwicklungen der US-Aktiengesellschaften auch exemplarisch für mögliche Entwicklungspfade, die Wirtschaft und Gesellschaft in den anderen demokratischen westlichen Industriegesellschaften einschlagen können.

Die Studie betrachtet die Gesamtheit der US-Aktiengesellschaften ohne den Finanzsektor aus verschiedenen Blickwinkeln. Am Anfang steht die Analyse der letzten 50 Jahre. Der Zeitraum zwischen 1966 und 2015 wird dabei in zwei Abschnitte aufgeteilt: 1966 bis 1990 und 1991 bis 2015. Wie alle rückblickenden Aufteilungen ist auch diese letztendlich willkürlich. Andere Zeitblöcke würden zu anderen Ergebnissen führen. Sie entspricht in etwa zwei Generationen von Investoren. Die Anleger von 1991 bis 2015 waren vor allem die Babyboomer, die in dieser Zeit über die höchsten Einkommen und hohe Vermögenswerte verfügten, die Anleger von 1965 bis 1990 waren ihre Eltern.

Dem Blick in die Vergangenheit folgen verschiedene Szenarien. Szenario 1 beschäftigt sich mit der Frage, was möglicherweise passiert wäre, wenn sich wichtige wirtschaftliche Trends nach 1990 wie in der Vergangenheit weiter entwickelt hätten und sich auch in der Zukunft fortsetzen würden. Szenario 2 ändert den Blickwinkel und stellt die Frage, was passieren könnte, wenn sich stattdessen die Trends aus der Zeit zwischen 1991 und 2015 fortsetzen würden. Diese Szenarien betreffen die Babyboomer als Rentner, die sich Gedanken über ihre private Altersversorgung machen und die wirtschaftliche Situation der nächsten Generation, ihrer Kinder.

Danach erfolgt noch ein Versuch alternativer Wirtschaftsgeschichte. Szenario 3 beleuchtet die Frage, was hätte passieren können, wenn ab 1990 einige wirtschaftliche Eckdaten, die die Verteilung der wirtschaftlichen Wertschöpfung betreffen, auf dem damals bestehenden Niveau eingefroren worden wären.

Danach folgen einige Überlegungen und Anregungen, wie durch höheres Wirtschaftswachstum die möglichen gesellschaftlichen Veränderungen und sozialen Probleme, die in den vorhergehenden Szenarien aufgezeigt werden, im gemeinsamen Interesse der Beschäftigten, des Managements der Aktiengesellschaften und der Anleger gemildert werden könnten.

Wie alle Szenarien enthalten auch diese keinen Anspruch auf Wahrheit, sondern basieren auf Annahmen, Schätzungen und Trendfortschreibungen. Ihr Sinn besteht nicht darin, vorherzusagen, was kommen wird, sondern für mögliche zukünftige Probleme zu sensibilisieren. Sie bieten Denkanstöße zu möglichen zukünftigen Entwicklungen, die nicht völlig zufällig eintreffen, sondern gestaltbar sind.

Was bedeuten die Renditen und Vermögenswerte in dieser Studie?

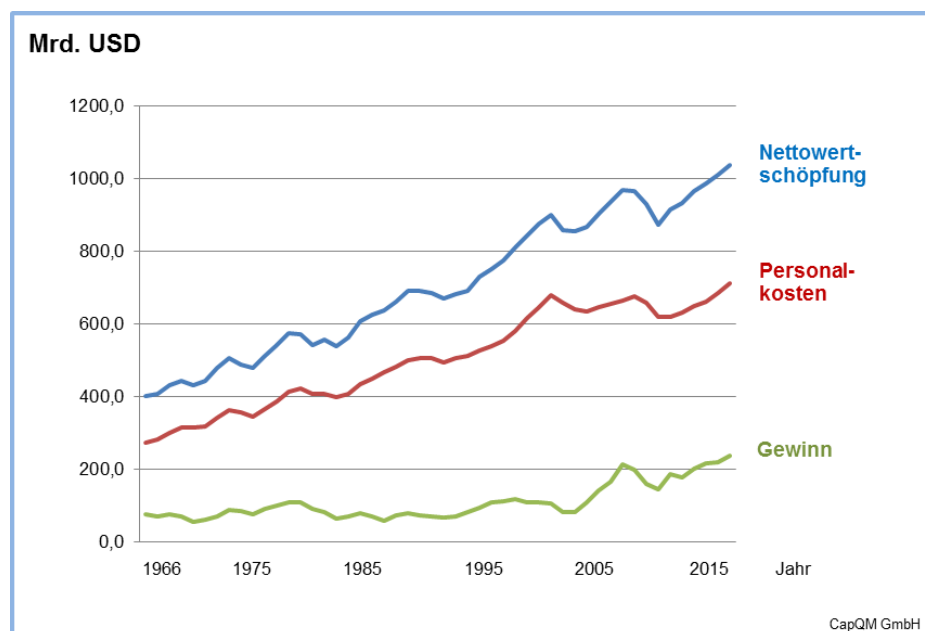
Die Gruppe der US-Aktiengesellschaften, die nicht zum Finanzsektor zählen (in dieser Studie als produktive Aktiengesellschaften bezeichnet), wird hier anhand allgemeiner statistischer Daten analysiert. Diese Daten beziehen auch Aktiengesellschaften ein, deren Aktien nicht öffentlich gehandelt werden, und orientieren sich nicht unbedingt an bilanziellen Daten von Unternehmen. Sie setzen sich anders zusammen als die Daten der Summe aller produktiven Aktiengesellschaften an den US-Börsen.

Die darauf basierenden Berechnungen in den Modellen und Szenarien dieser Studie verwenden zum Teil auch eigene Annahmen, Schätzungen und Berechnungsmethoden. Die Renditen und Vermögenswerte, die in den Modellen und Szenarien errechnet werden, unterscheiden sich daher von den tatsächlichen Aktienrenditen und Aktienwerten, die im realen Aktienmarkt in der Vergangenheit erzielt wurden und beziehen sich auch nicht auf eine Börse, einen Teilbereich einer Börse oder auf einen Index. Sie sind keine Prognose für tatsächliche oder erzielbare zukünftige Aktienrenditen und Aktienwerte. Ihr Zweck ist es allein, Wirkungszusammenhänge innerhalb der hier verwendeten Modelle und Szenarien zu zeigen.

4 1966 – 2015: Ab und auf für die Renditen

Die Analyse beginnt im Jahr 1966, eine Zeit, die vielen heute als die gute alte Zeit der amerikanischen Mittelschicht gilt, in der eine Familie noch von einem Gehalt leben konnte und der technologische und wirtschaftliche Optimismus ungebrochen schien. Die Entwicklung seit 1966 erscheint in der Grafik als Aufwärtsentwicklung mit Unterbrechungen bis zum heutigen Zeitpunkt.

Mit Unterbrechungen bergauf: Wertschöpfung, Gehälter und Gewinne 1966 – 2015*



*Nettowertschöpfung, Personalkosten inklusive Sozialabgaben der Arbeitgeber, Unternehmensgewinne vor Steuern der produktiven US-Aktiengesellschaften. Reale US-Dollar, Basis 1966.
Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

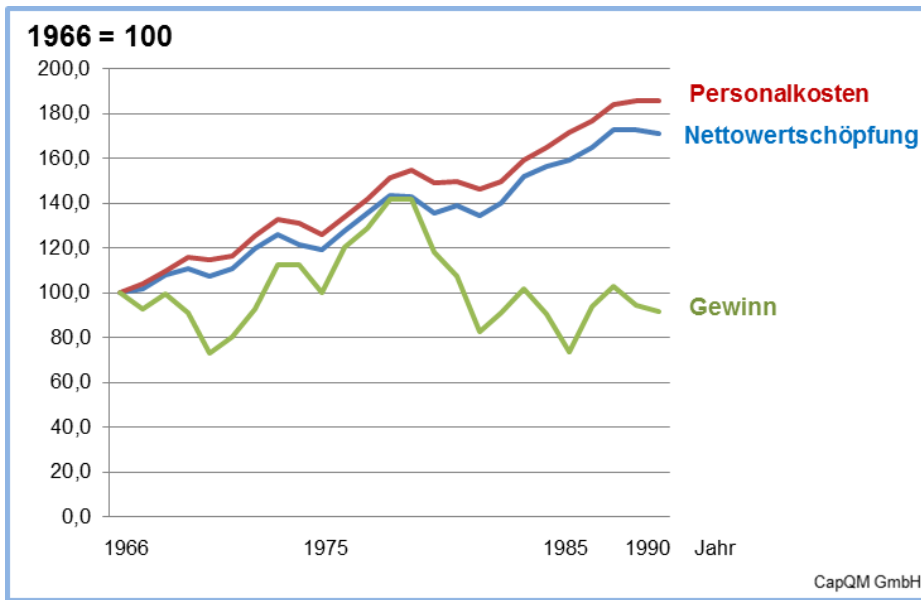
Bei näherem Hinsehen erweist sich diese Zeit als eine wirtschaftlich sehr abwechslungsreiche Periode. Über den Zeitraum von zwei Generationen repräsentiert sie im Hinblick auf die Aktienrenditen zwei sehr unterschiedliche Entwicklungen: Die erste Generation, hier definiert als Zeitraum von 1966 bis 1990, war gekennzeichnet durch einen steigenden Anteil der Personalkosten an der Wertschöpfung¹ und durch einen sinkenden Anteil der Unternehmensgewinne. Entsprechend niedrig fällt in unserem Modell die Rendite des Aktienmarkts aus. Sie lag real im Durchschnitt bei 4,5 Prozent pro Jahr².

¹ Der Personalkostenanteil an der Nettowertschöpfung, in dieser Studie auch als Anteil der Beschäftigten bezeichnet, umfasst die Löhne und Gehälter der Beschäftigten zuzüglich der von den Arbeitgebern gezahlten Sozialabgaben.

² Modellrenditen und Modellwachstumsraten sind inflationsbereinigt, wenn nicht anders angegeben. Werte in USD sind Nominalwerte, wenn nicht anders angegeben.

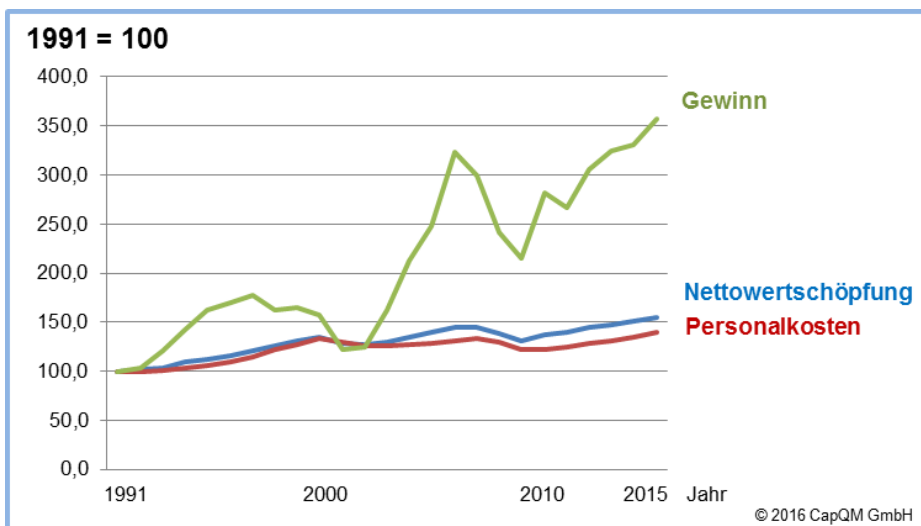
Die zweite Generation, hier definiert als Zeitraum von 1991 bis 2015, wird oft als das Zeitalter des liberalisierten Finanzkapitalismus und der einseitigen Vermögenszuwächse betrachtet. In dieser Periode holten die Gewinne der Aktiengesellschaften kräftig auf. Der Anteil der Beschäftigten an der Wertschöpfung fiel zurück. Die Aktienrenditen stiegen massiv, von 1991 bis 2015 betrug die durchschnittliche jährliche Rendite des Aktienmarkts im Modell real 9,9 Prozent. Die folgenden Grafiken zeigen die Entwicklung der Unternehmensgewinne in beiden Phasen.

1966 – 1990: Die Unternehmensgewinne fallen zurück*



*Reale Nettowertschöpfung, reale Personalkosten inklusive Sozialabgaben der Arbeitgeber, reale Unternehmensgewinne vor Steuern der produktiven US-Aktiengesellschaften, 1966 = 100
 Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

1991 – 2015: Comeback der Unternehmensgewinne*



*Reale Nettowertschöpfung, reale Personalkosten inklusive Sozialabgaben der Arbeitgeber, reale Unternehmensgewinne vor Steuern der produktiven US-Aktiengesellschaften, 1991=100
 Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Die erste Generation war gekennzeichnet von stärkeren Investitionen, zunächst schnellerem Wachstum, steigender Inflation und zunehmendem

Anteil der Personalkosten an der Gesamtwirtschaft. Im Verlauf der zweiten Generation entwickelte sich die Wirtschaft in die Gegenrichtung. Die Investitionen sanken, das Wirtschaftswachstum ebenfalls, aber auch die Inflationsrate und der Anteil der Personalkosten.

Wirtschaftliche Entwicklung der produktiven US-Aktiengesellschaften 1966 – 2015

| Zeitraum | 1966 – 1990 | 1991 – 2015 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|
| Wachstum Nettowertschöpfung* | 2,4 % | 1,7 % |
| Wachstum Personalkosten* | 2,8 % | 1,4 % |
| Wachstum Gewinn nach Steuern* | 0,1 % | 5,8 % |
| Inflationsrate | 5,9 % | 2,4 % |
| Netto-Investitionen** | 6,3 % | 4,8 % |
| Modellrendite des Aktienmarkts*** | 4,5 % | 9,9 % |

* Wachstumsraten real

**in Prozent der Nettowertschöpfung

***zur Bedeutung und Berechnung der Modellrenditen siehe den Hinweis auf Seite 8 und den methodologischen Hinweis im Anhang

Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Was ist in den 50 Jahren passiert, dass sich die Aktienrenditen so unterschiedlich entwickeln konnten? Können wir aus der Analyse der Vergangenheit etwas über die Zukunft ablesen? Die Rendite der Vergangenheit sagt nichts über die zukünftige Rendite. Gerade die langfristige passive Kapitalanlage basiert nicht auf Prognosen, sondern meist auf der kostengünstigen Teilhabe an der Durchschnittsrendite eines Aktienmarkts, egal wie diese ausfällt. An Stelle von Prognosen lassen sich allerdings Szenarien entwickeln. Diese Szenarien sind Denkmodelle, die Entwicklungsmöglichkeiten und ihre Grenzen zeigen. Sie arbeiten mit Annahmen über die Entwicklung gesamtwirtschaftlicher Bedingungen, die für die passive Kapitalanlage bedeutend sind. Zentrale Faktoren sind dabei zwei Haupttreiber der langfristigen Aktienrendite: das Wachstum und die Verteilung der Wertschöpfung. Um besser zu verstehen, wie sich diese Mechanismen künftig auf die Rendite auswirken könnten, werden zentrale Bestimmungsgrößen, die die Entwicklung der Vergangenheit geprägt haben, in einzelnen Szenarien in die Zukunft fortgeschrieben.³

³ Daneben gibt es eine Reihe weiterer, auch nicht direkt wirtschaftlicher Faktoren, die die Werte und Renditen von Aktien kurz- und langfristig massiv positiv oder negativ beeinflussen und zu erheblichen Werteinbußen oder Wertzuwächsen führen können. Diese bleiben in den folgenden Szenarien unberücksichtigt.

5 Szenario 1: Die schleichende Enteignung der Aktionäre

Wie könnte unser wirtschaftliches Umfeld aussehen, wenn sich die wirtschaftliche Entwicklung der Generation von 1966 bis 1990 einfach fortgesetzt hätte? Das Besondere an dieser Periode war, dass der Anteil der Wertschöpfung, der an die Beschäftigten gezahlt wurde, in diesen 25 Jahren erheblich stieg. Die jährliche Steigerung war zwar nur sehr gering, aber über die Jahre stieg der Anteil der Beschäftigten an der Nettowertschöpfung der produktiven US-Aktiengesellschaften um 5,8 Prozentpunkte. Auch die hohen Zinssätze der 80er-Jahre machten sich bemerkbar. Ihr Anteil an der Nettowertschöpfung stieg um 4,3 Prozentpunkte. Die Auswirkungen waren an den Unternehmensgewinnen zu spüren. Der Anteil der Gewinne (vor Steuern) halbierte sich fast von 19,1 auf 10,3 Prozent der Nettowertschöpfung. Da sich die effektiven Steuersätze für Unternehmensgewinne in dieser Periode nur geringfügig verringerten, fiel auch die Entwicklung der Gewinne nach Steuern nicht viel besser aus. Sie sind von 1966 bis 1990, von einem Zwischenhoch in den 1970er-Jahren abgesehen, real praktisch nicht gestiegen.

Anteile an der Nettowertschöpfung der produktiven US-Aktiengesellschaften

| Jahr | 1966 | 1990 |
|-----------------------|--------|--------|
| Personalkosten | 68,1 % | 73,9 % |
| Zinsen* | 1,6 % | 5,9 % |
| Gewinn vor Steuern** | 19,1 % | 10,3 % |
| Steuern** | 7,3 % | 3,6 % |
| Gewinn nach Steuern** | 11,8 % | 6,7 % |

*Nach Saldierung von Zinskosten und Zinseinnahmen

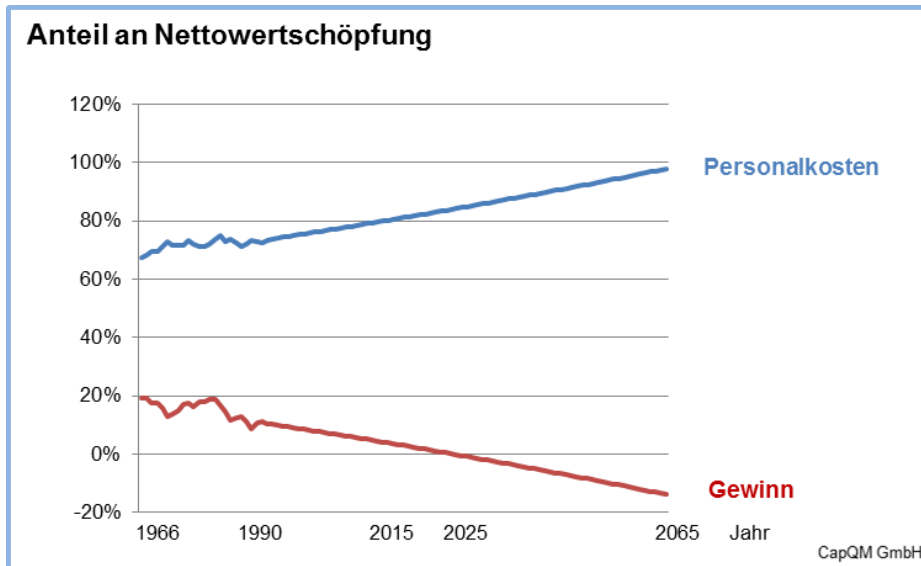
**Gewinnabhängige Unternehmenssteuern, Gewinn inklusive im Ausland belassene Gewinne

Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Die Modellrenditen des Aktienmarkts waren in dieser Periode vergleichsweise niedrig. Der Wert der US-Aktiengesellschaften stieg im Modell durchschnittlich um 0,5 Prozent pro Jahr und auch das nur, weil sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis, also der Preis der Aktien, leicht erhöhte. Insgesamt erzielte der Modellmarkt eine Rendite von 4,5 Prozent pro Jahr. Diese verdankt er vor allem den Dividenden und den in den 1980er-Jahren zunehmenden Aktienrückkäufen. Betrachtet man den Gesamtwert des Aktienvermögens der produktiven US-Unternehmen im Verhältnis zum Einkommen ihrer Beschäftigten in unserem Modell, haben die Beschäftigten in dieser Zeit relativ aufgeholt. Betrug der Aktienwert Anfang 1966 254 Prozent der jährlichen Personalkosten, lag er Ende 1990 nur noch bei 145 Prozent.

Was wäre passiert, wenn sich der Trend bei den Personalkosten nach 1990 fortgesetzt hätte und ihr Anteil an der Nettowertschöpfung jedes Jahr weiter leicht gestiegen wäre? Die Gewinnstagnation wäre in eine zunehmende Gewinnerosion umschlagen. Heute läge der reale Gewinn deutlich unter dem von 1966 und innerhalb der nächsten zehn Jahre würde er auf null fallen.

Szenario 1: Steigende Personalkosten hätten die Gewinne verdrängt*



*Annahme eines ab 1991 jährlich um 0,376 % steigenden Anteils der Personalkosten zzgl. der von den Unternehmen zu zahlenden Sozialabgaben an der Nettowertschöpfung der produktiven US-Aktiengesellschaften zulasten des Anteils der Unternehmensgewinne.

Quelle: Grunddaten 1966 –1990 Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen, ab 1991 eigene Berechnungen und Projektionen auf Basis der Modellannahmen für Szenario 1. Andere Annahmen und Berechnungsmethoden führen zu anderen Ergebnissen.

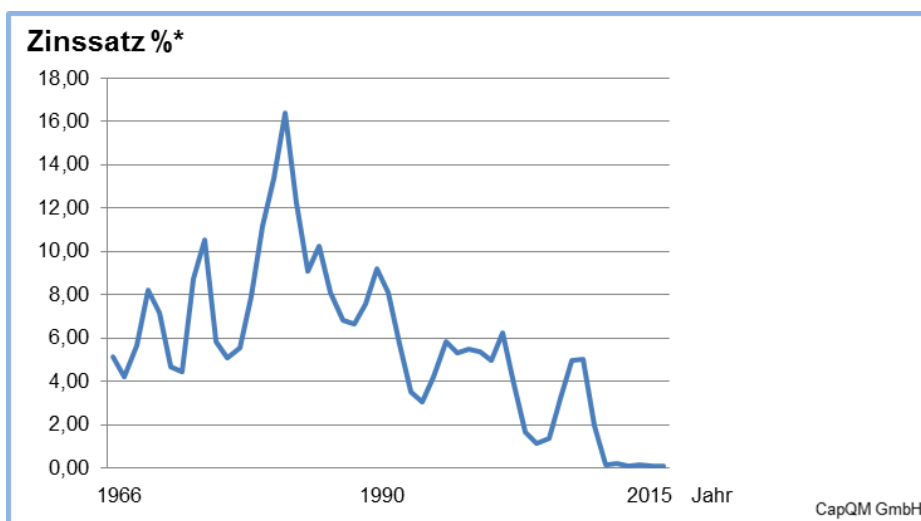
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Im Ergebnis würde die Rendite auf das Aktienkapital im Modell negativ werden und der Wert des Kapitals mangels Rendite auf null sinken beziehungsweise auf den verbleibenden Substanzwert. In der Realität wäre es allerdings schon vorher anders gekommen: Denn die Unternehmen hätten immer schwerer das Kapital für Investitionen generieren können, die das Wachstum der Wertschöpfung antreiben. Die Gewinne hätten dafür nicht mehr gereicht. Eine weitere Kreditaufnahme wäre nicht möglich gewesen, da angesichts der schlechten Ertragslage niemand mehr bereit gewesen wäre, den Unternehmen noch Kredit zu geben. Faktisch hätte die Fortsetzung der guten alten Zeit zu einer schleichenden Enteignung der Aktienbesitzer geführt und wäre sozial nur schwer akzeptabel gewesen. Die Entwertung der Aktien hätte zu einem Investitionsstau geführt, der letztlich den Beschäftigten die Einkommenschancen genommen hätte, die sie vorher so erfolgreich für sich beansprucht hatten. Die Aktienrendite hätte eine gesellschaftlich sinnvolle soziale Grenze nach unten unterschritten.

6 Szenario 2: Triumph des Shareholdervervalue und Niedergang der Mittelschicht

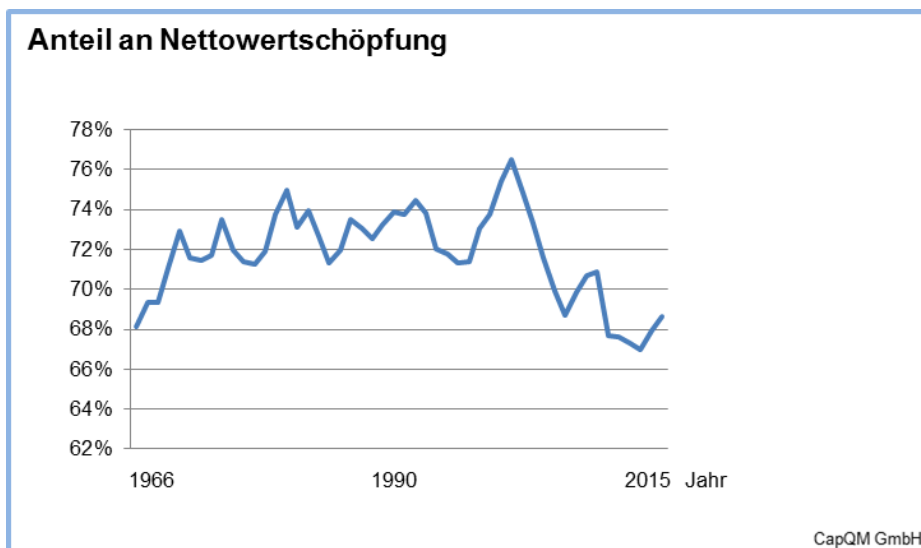
Tatsächlich ist es anders gekommen. Im Zeitraum von 1991 bis 2015 konnten sich Aktionäre über Spitzenrenditen freuen, die Aktienkurse erklommen immer neue Höchstwerte. Was war passiert? Seit Mitte der 1980er-Jahre bis zum Ende des Jahrtausends setzte in fast allen Bereichen, die für die Aktienrendite von Bedeutung sind, eine Trendwende ein.

Fallende Zinssätze haben das Gewinnwachstum unterstützt*



*Federal funds effective rate 1966 – 2015 (jährlich)
Quelle: FRED Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

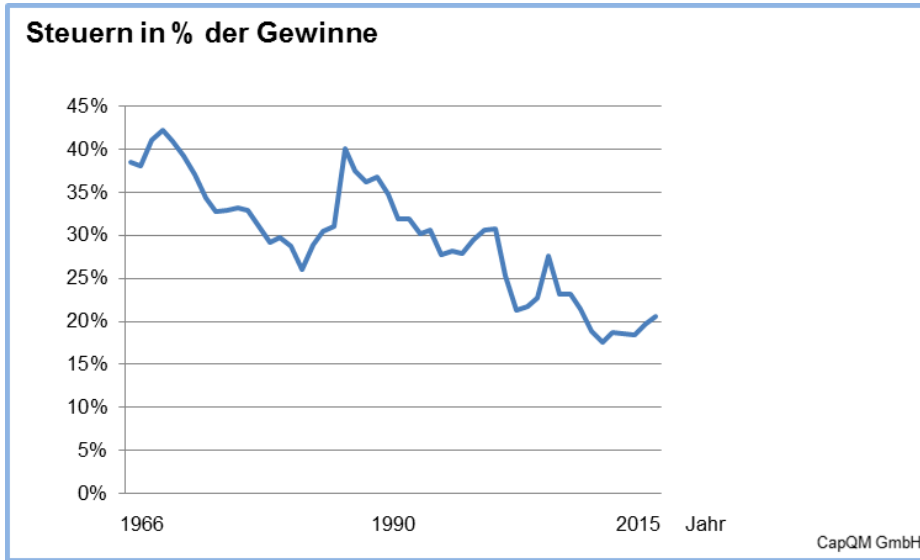
Anteil der Personalkosten an der Nettowertschöpfung 1966 – 2015*



*Anteil der Personalkosten an der Nettowertschöpfung der produktiven US-Aktiengesellschaften in %
Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Zunächst sanken die extrem hohen Zinssätze und nahmen Druck von den Unternehmensgewinnen. Nach der Jahrtausendwende fiel der Anteil der Personalkosten an der Wertschöpfung rapide. Beides zusammen sorgte für steigende Gewinne. Die Besteuerung der Unternehmensgewinne wurde gesenkt, dadurch stieg der Gewinn nach Steuern noch stärker.

Die Steuern auf die Unternehmensgewinne 1966 – 2015*



*Gewinnabhängige Steuern in Prozent der Unternehmensgewinne (Gewinne vor US-Steuern inklusive im Ausland belassene Gewinne) der produktiven US-Aktiengesellschaften
 Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Die Unternehmen begannen außerdem, prozentual weniger ihrer Gewinne zu investieren, dafür mehr davon an ihre Aktionäre auszuschütten. Dies förderte zwar nicht das langfristige Wachstum, aber die kurzfristige Rendite der Aktien.

Gewinnverwendung: weniger Investitionsanteil, höhere Ausschüttungen an die Aktionäre*

| Zeitraum | 1966 –1990 | 1991 – 2015 |
|--------------------------------|------------|-------------|
| Nettoinvestitionen | 64,1 % | 42,4 % |
| Dividenden** | 38,3 % | 52,9 % |
| Verminderung des Aktienumlaufs | 11,1 % | 23,3 % |

*Durchschnittliche Verwendung des Gewinns nach Steuern in Prozent
 **Nettodividenden nach Abzug der von den Aktiengesellschaften bezogenen Dividenden
 Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Alles zusammen sorgte für eine Trendumkehr. Es kam nicht zu einer schleichenden Aushöhlung der Aktienrenditen. Das Gegenteil trat ein. Die Zentralbank schuf ein positiveres Umfeld für die Aktionäre und senkte die Zinsen zulasten der Kreditgeber. Der Druck auf die Gehälter durch Rationalisierung und Globalisierung verschob einen erheblichen Teil der Wertschöpfung von den Beschäftigten zu den Aktionären. Die Politik senkte

die Steuern und ließ den Aktionären einen immer größeren Anteil an den steigenden Gewinnen zu Lasten des Staates. Die Manager der Unternehmen nutzten das günstige Umfeld nicht für einen riesigen Investitionsschub, sondern verminderten den Anteil der Investitionen in die Zukunft. Stattdessen schütteten sie mehr Geld an die Aktionäre aus.

Auch unser Modell zeigt diese Entwicklungen und ihre Wirkung. Die durchschnittliche Aktienrendite des Modells, die zwischen den Jahren 1966 und 1990 noch bei 4,5 Prozent pro Jahr lag, betrug zwischen 1991 und 2015 9,9 Prozent pro Jahr. Nicht umsonst bezeichnet man diese Periode als das Zeitalter des Shareholdervalue: Das Verhältnis des Gesamtwerts der Aktien der produktiven Unternehmen zu den Personalkosten ihrer Mitarbeiter stieg im Modell von 145 Prozent Anfang 1991 auf 398 Prozent Ende 2015.

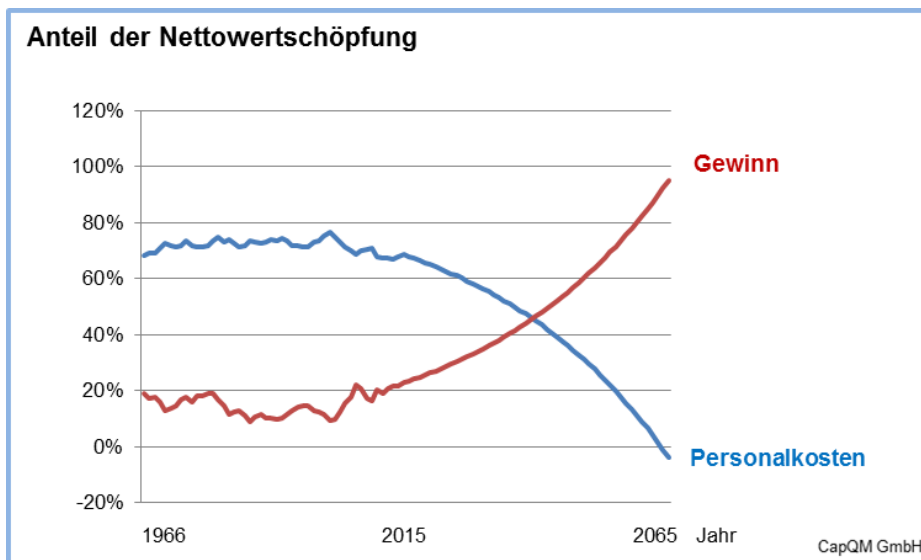
Wie wird es weitergehen? Können die Aktionäre auch zukünftig hohe Renditen erwarten? Niemand kann dies voraussagen. Eine genauere Betrachtung zeigt, dass die hohen Aktienrenditen in der jüngsten Vergangenheit sehr unterschiedliche Gründe hatten. Von 1991 bis 2001 zog nicht nur das Wachstum der Unternehmensgewinne an, auch die Aktienwerte stiegen gewaltig, bekannt als die Dotcom-Blase. Von Ende 1990 bis 2001 verdoppelte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis der produktiven US-Aktiengesellschaften in unserem Modell. Im anschließenden Zeitraum hatten die hohen Renditen andere Gründe: Zwar bewegte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis um den langfristigen Durchschnitt, aber die Unternehmensgewinne wuchsen massiv. Von 1991 bis 2015 lag das Gewinnwachstum vor Steuern bei 5,0 Prozent jährlich, nach Steuern betrug es von 2001 bis 2015 sogar 6,5 Prozent im Jahresdurchschnitt. Die Nettowertschöpfung wuchs allerdings nur um 1,7 Prozent pro Jahr.

Wie können die Gewinne so schnell steigen, wenn die Wertschöpfung so langsam wächst? Die Differenz kann nur durch Umverteilung erzielt werden. In den zurückliegenden 25 Jahren erfolgte eine erhebliche Umverteilung von den Beschäftigten, den Kreditgebern und dem Staat zu den Aktionären.⁴ Die Zinsen sind heute auf historisch niedrigem Niveau und bieten praktisch kaum Möglichkeiten für eine weitere Umverteilung. Die Steuern auf die Unternehmensgewinne sind ebenfalls im Vergleich zu früheren Zeiten bereits niedrig. Der weitaus größte Posten innerhalb der Nettowertschöpfung sind die Gehälter der Beschäftigten. Nur von ihnen können zukünftig größere Beträge zu den Gewinnen umverteilt werden. In den Szenarien ergeben sich weiterhin hohe Modell-Aktienrenditen bei entsprechend hoher Umverteilung in den Modellprojektionen für die Zukunft. Setzt man dagegen den Anteil der Beschäftigten an der Nettowertschöpfung konstant oder steigert ihn im Modell sogar wieder, stellen sich die Modell-Aktienwerte der jüngsten Vergangenheit als Umverteilungs-Blase heraus.

⁴ Umverteilung ist hier definiert als Veränderung des prozentualen Anteils an der Nettowertschöpfung. Der Begriff sagt nichts über die Angemessenheit dieser Veränderung, ihre Gründe oder die Verteilung der Einkommen innerhalb der Gruppe der Beschäftigten.

Wie viel Prozentpunkte vom Einkommen der Beschäftigten in Szenario 2 zu den Unternehmensgewinnen umverteilt werden müssen, um die hohen Modell-Aktienrenditen der Vergangenheit zukünftig zu unterstützen, zeigt die folgende Grafik. Bleiben die meisten prozentualen Eckdaten des Modells auf dem durchschnittlichen Wert von 1991 bis 2015 und die Steuerquote auf dem Wert von 2015, muss in den nächsten Jahrzehnten der Anteil der Beschäftigten an der Wertschöpfung massiv fallen, um eine Szenariorendite wie im Modell von 1991 bis 2015 über die nächsten 50 Jahr zu erzielen.

Szenario 2: Senkung des Personalkostenanteils für hohe Gewinnsteigerungen 2016 – 2065*



*Anteil der Personalkosten und der Gewinne vor Steuern an der Nettowertschöpfung im Modell bzw. Szenario 2
 Quelle: Grunddaten 1966 – 2015 Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen. Ab 2016 eigene Berechnungen und Projektionen auf Basis der Modellannahmen für Szenario 2 mit konstantem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Andere Annahmen und Berechnungsmethoden führen zu anderen Ergebnissen.
 Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen. Die Annahmen in diesem Szenario dienen nur der beispielhaften Illustration und sind keine Indikatoren oder Prognosen für zukünftige Gewinne, Aktienwerte, Dividenden, Renditen oder Zinssätze.

Was bedeuten diese beiden Kurven?

Statt zirka 69 Prozent wie heute erhalten die Beschäftigten in diesem Szenario im Jahr 2025 nur noch 61 Prozent der Nettowertschöpfung, im Jahr 2035 fällt der Anteil auf 51 Prozent.

Danach sinkt durch die exponentielle Entwicklung der Anteil der Beschäftigten immer schneller, denn aus deren kleiner werdenden Anteil muss die Wachstumsrate eines immer größer werdenden Gewinnanteils finanziert werden. Im Jahr 2056 hat der Anteil der Unternehmensgewinne an der Nettowertschöpfung in der Modellrechnung 74 Prozent erreicht und liegt damit auf dem Niveau, das die Beschäftigten innerhalb der vergangenen 50 Jahre ungefähr als Höchststand hatten.

Der Vermögenswert aller Aktien hat im Jahr 2056 im Modell zirka das 50fache der gesamten Personalkosten erreicht. Die Aktionäre verfügen damit über ein Vermögen, das in etwa dem Lebensarbeitseinkommen aller Beschäftigten der Aktiengesellschaften entspricht.

Nur werden die verbleibenden Beschäftigten in diesem Szenario nicht mehr so viel Zeit zum Geldverdienen haben, denn bereits acht Jahre später, nach rund 50 Jahren (2064) erreichen die Einkommen der Beschäftigten im Modell die Nulllinie. Fast die gesamte Nettowertschöpfung (92 Prozent) verbleibt dann theoretisch als Gewinn der Aktiengesellschaften vor Steuern.

Wovon würden die freigesetzten Arbeitnehmer leben? Wenn sie nicht in anderen Wirtschaftsbereichen Beschäftigung gefunden haben oder über ein ausreichendes Vermögen verfügen, müssten sie von staatlicher Hilfe leben. Aber mit welchen Mitteln sollte der Staat sie unterstützen? Die Beschäftigten könnten kaum noch Einkommensteuer zahlen und die Steuern auf die Unternehmensgewinne der produktiven US-Aktiengesellschaften lägen ohne Steigerung der Steuerquote 2064 in diesem Szenario bei 19 Prozent der Nettowertschöpfung. Das entspricht in etwa 27 Prozent des heutigen Anteils der Arbeitnehmer an der Nettowertschöpfung der produktiven US-Aktiengesellschaften.

Ebenso wie Szenario 1 ist auch Szenario 2 als gesellschaftliche Realität schwer vorstellbar. Träte sie ein, würde das eine Welt bedeuten, in der innerhalb einer Generation die bisherige Mittelklasse massiv schrumpft und die Unternehmen gigantische Gewinnzuwächse verbuchen können. Ist diese Entwicklung, auch in abgeschwächter Form, vorstellbar? Ist es die zukünftige Welt der Roboter und künstlichen Intelligenz, die viele bisherige Berufe überflüssig machen soll? Wird dieses Szenario geprägt sein von quasi-monopolistischen IT-Konzernen, die gewaltige Gewinne erwirtschaften und nur wenige, aber gut bezahlte Beschäftigte haben? Es ist nicht auszuschließen, dass die Wirtschaft sich zumindest eine Zeit lang in diese Richtung bewegt. Ob es wünschenswert ist, müssen die Beteiligten entscheiden.

Wahrscheinlich ist, dass die Aktienrenditen auch hier wieder an soziale Grenzen stoßen und gesellschaftliche Probleme auslösen würden, die zu Gegenreaktionen führen. Ungelöst bleibt die Frage, woher der zukünftige Konsum in diesem Szenario kommen soll. Betroffen sind vor allem die Generation der Babyboomer und ihre Kinder. Die Babyboomer haben in unserem Modell in den vergangenen Jahrzehnten durch die vielfältige Umverteilung hohe Aktienrenditen bezogen. Von zukünftigen hohen Renditen im Szenario 2 würden sie im Ruhestand mit ihrer aktienbasierten privaten Altersversorgung profitieren, allerdings zu Lasten der Einkommen und Arbeitsplätze ihrer Kinder.

Beide Szenarien zeigen ein Grundproblem bei der Entwicklung der Aktienrenditen. Die Aktienrenditen basieren auf den Gewinnen der Unternehmen und die können sich nicht ohne soziale Konsequenzen langfristig anders entwickeln als die Gesamtwirtschaft. Jedes abweichende Wachstum bedeutet letztlich eine Umverteilung zu Lasten anderer. Wächst der Anteil der Personalkosten schneller als die Wirtschaft, werden die Gewinne relativ

weniger und die Aktienrendite schrumpft. Steigen die Gewinne langfristig schneller als das Wirtschaftswachstum, explodieren die Aktienrenditen und das Vermögen der Aktionäre, dafür fallen die Beschäftigten relativ zurück.

Die Geschichte der US-Wirtschaft und ihrer Aktienrenditen in unserem Modell zwischen 1966 und 2015 illustriert diesen Schlingerkurs. Die Szenarien 1 und 2 zeigen modellhaft, dass jedes schnellere exponentielle Wachstum einer Einzelgröße innerhalb des Gesamtrahmens früher oder später diesen Rahmen sprengt. Die vergangenen 25 Jahre waren am Anfang eine Bewegung gegen die schleichende Aushöhlung der Aktienrenditen. Inzwischen haben sie, insbesondere in den vergangenen 15 Jahren, zu einem rapiden Absinken des Anteils der Beschäftigten an der Wertschöpfung der produktiven Aktiengesellschaften geführt. In die Zukunft extrapoliert wird diese Entwicklung innerhalb der nächsten Generation zu sozialen Konsequenzen führen, für die es heute auf der Entwicklungsstufe der westlichen Industrieländer keine bekannten, erprobten und sozial akzeptierten Bewältigungsmechanismen gibt.

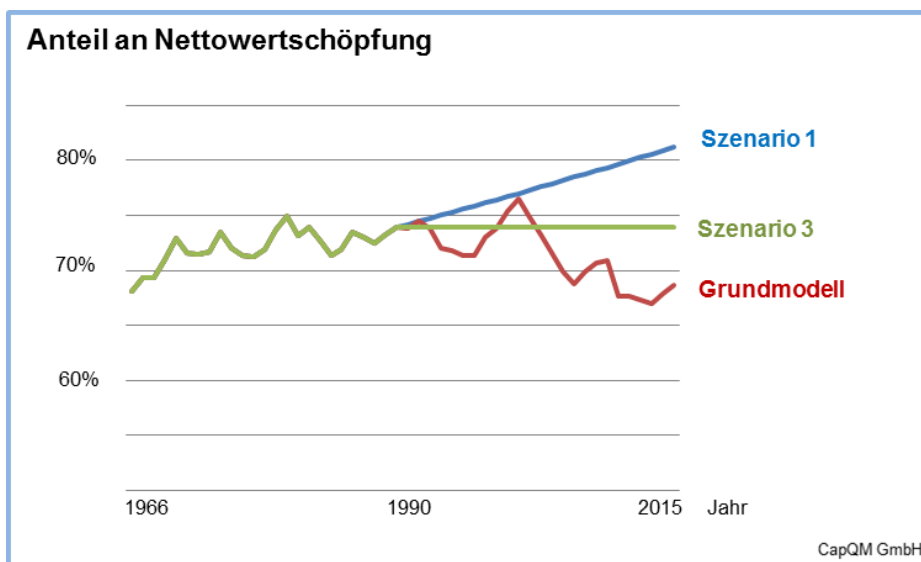
Die Analyse zeigt verschiedene Konsequenzen auf. Eine Konsequenz ist, dass offensichtlich innerhalb eines vorgegebenen wirtschaftlichen Wachstums soziale Grenzen für die Entwicklung der Aktienrenditen bestehen. Dabei ist der Korridor der kurz- bis mittelfristigen Abweichung der Aktienrenditen durch Umverteilung schmal. Insofern waren die vergangenen 25 Jahre mit ihren hohen, auf Umverteilung basierenden Aktienrenditen möglicherweise eine historisch einmalige Phase. Langfristig führt jede Entwicklung einer Teilgröße, die vom Gesamtwachstum abweicht, zu fühlbaren sozialen Konsequenzen. Zwei denkbare Wege zur Lösung dieses Problems bieten sich an: die sozial akzeptable Begrenzung der Umverteilung und die Förderung des Wachstums. Beide sollen im Folgenden im Hinblick auf einige ihrer möglichen Konsequenzen modellhaft betrachtet werden.

7 Szenario 3: 1990 als Leitlinie für die Verteilung

Wie in Szenario 1 gezeigt, hätte die weitere Entwicklung der Personalkosten analog der zwischen 1966 und 1990 im Modell zu einer einseitigen Verteilung zugunsten der Beschäftigten geführt. Die Gegenbewegung der vergangenen Jahrzehnte, in Szenario 2 dargestellt, hat die Aktienrenditen wieder steigen lassen. In die Zukunft fortgeschrieben würde sie zu einer einseitigen Verteilung zugunsten der Aktionäre führen. Welche Wirkung hätte es auf die Aktienrenditen, wenn das Auf- und Ab der Umverteilung geringer wäre oder ganz aufhören würde? Dabei geht es hier nicht um die Frage, welcher Anteil an der Wertschöpfung für die Beschäftigten und die Aktionäre angemessen wäre. Es soll nur gezeigt werden, welche Wirkung es im Modell auf die Aktienrenditen hat, wenn die weitere Umverteilung auf einem bestimmten Verteilungsniveau gestoppt wird. Ausgangspunkt für dieses beispielhafte Szenario 3 ist das Ende des Jahres 1990.

Was wäre passiert, wenn der Anteil der Beschäftigten an der Wertschöpfung nach 1990 auf dem Niveau von 1990 stehen geblieben wäre?

Szenario 3: Konstanter Anteil der Personalkosten an der Wertschöpfung von 1991 –2015*



*Details zu den Annahmen für Szenario 3, die den folgenden Zahlen zugrunde liegen, zeigt eine gesonderte Tabelle im Anhang. Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Weder wäre der Anteil der Beschäftigten an der Wertschöpfung weiter gestiegen wie in Szenario 1, noch hätten die Unternehmensgewinne über die Jahrzehnte ihre heutige Höhe erreicht. Insgesamt wären die Zahlungen für die Beschäftigten von 1991 bis 2015 in diesem Szenario gegenüber den ursprünglichen Beträgen um rund 4,0 Billionen US-Dollar gestiegen, die Unternehmensgewinne entsprechend gesunken. Höhere Zinssätze und höhere Unternehmenssteuersätze hätten die Gewinne weiter gesenkt.

Die Aktienrendite des Modells hätte sich ebenfalls in einem mittleren Bereich bewegt. Das Szenario ergibt eine Rendite von 7,0 Prozent pro Jahr im Durchschnitt statt 9,9 Prozent wie auf Basis der ursprünglichen Ergebnisse von 1991 bis 2015. Die folgende Tabelle zeigt, wie in der Zeit von 1991 bis 2015 die einzelnen Gruppen – Unternehmen, Staat, Kreditgeber und Beschäftigte – in diesem Modell mehr oder weniger gegenüber ihren ursprünglichen Einkünften erhalten hätten.

Szenario 3: kumulierte Veränderungen der Einnahmen im Modell 1991 – 2015*

| Empfänger | Veränderung (Billionen USD)* |
|--------------|------------------------------|
| Beschäftigte | 4,0 |
| Kreditgeber | 1,5 |
| Staat | 0,7 |
| Unternehmen | -6,2 |

*Die Werte ergeben sich aus den beispielhaften Annahmen, die im Anhang für Szenario 3 weiter erläutert sind. Andere Annahmen führen zu anderen Ergebnissen.
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Die Beträge zeigen die kumulierte Rückverteilung (oder geringere Umverteilung) zwischen den einzelnen Gruppen. Szenario 3 hat nicht nur über diese Rückverteilung einen Effekt auf die kumulierten Einkommen der beteiligten Gruppen. Über die verringerten Unternehmensgewinne sinkt auch der Marktwert der Aktien im Modell. Das gesamte Aktienvermögen der produktiven US-Aktiengesellschaften wäre in diesem Szenario nur noch 226 Prozent der Gehälter ihrer Beschäftigten wert und läge damit nahe dem Ausgangsniveau vom Beginn des Jahres 1966 (gegenüber 398 Prozent ohne die Anpassungen). Die zunehmend ungleiche Vermögensverteilung wäre auf diese Weise vermindert worden.

Szenario 3*: die Situation der Aktionäre im Modell*

| | Ausgangssituation | Szenario 3 | Veränderung |
|--|-------------------|------------|-------------|
| Dividenden und Aktienrückkäufe 1991 – 2015 (Bill. USD)** | 12,9 | 5,6 | -7,3 |
| Marktwert der Aktien 2015 (Bill. USD)*** | 20,6 | 12,6 | -10,0 |
| Marktwert der Aktien in Prozent der Personalkosten**** | 398 % | 226 % | -172 % |
| Aktienrendite (Durchschnitt pro Jahr real)**** | 9,9 % | 7,0 % | -2,9 % |

*Die Werte ergeben sich aus den beispielhaften Annahmen, die im Anhang für Szenario 3 weiter erläutert sind. Andere Annahmen führen zu anderen Ergebnissen.

**Nettodividenden nach Saldierung der geleisteten und empfangenen Dividendenzahlungen und Nettoveränderungen aus Aktienrückkäufen und anderen Änderungen des Aktienumschlags. Die angenommene Verminderung der Dividenden und Aktienrückkäufe übersteigt in diesem Szenario die Verminderung der erwirtschafteten finanziellen Mittel der Unternehmen, da durch die Gewinnsenkung auch die Fähigkeit zur Kreditaufnahme im Modell gesenkt wurde.

***Marktwert im Szenario 3 geschätzt auf Basis eines Kurs-Gewinn-Verhältnisses von 16 ohne Berücksichtigung von Marktwertänderungen durch Änderungen der Finanzierungsstruktur.

****Veränderung in Prozentpunkten, Aktienrendite Durchschnitt 1991-2015, Marktwert und Personalkosten 2015.

Quelle: Ausgangssituation Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen, Szenario 3 und Veränderungen eigene Berechnungen

Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

In Szenario 3 verlieren die Aktionäre durch die Gewinnreduktion doppelt. Zum einen sinken ihre Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen. Zum anderen vermindert der gesunkene Gewinn über das Kurs-Gewinn-Verhältnis im Modell den Marktwert ihrer Aktien. Der Gesamtbetrag liegt in der Beispielrechnung dieses Szenarios fast dreimal so hoch wie die Summe der Mittelabflüsse aus der Erhöhung der Personalkosten, Zinsen und Steuern.

8 Können alle Aktionäre die Marktrendite erzielen?

Die Szenarien 1 bis 3 zeigen verschiedene Modellrenditen. Diese Renditen ergeben sich aus den Wertveränderungen und den Ausschüttungen. Langjährige Renditeberechnungen unterstellen häufig, dass die Ausschüttungen wieder in Aktien des ausschüttenden Unternehmens angelegt werden und dieser Vorgang jedes Jahr wiederholt wird. Auf dieser Annahme beruhen auch die Renditeberechnungen in unseren Modellen. Über die Jahrzehnte besteht ein immer größerer Teil des Anlegervermögens aus wiederangelegten Dividenden und anderen Ausschüttungen – in der Theorie. In der Praxis funktioniert das nur, wenn es tatsächlich neue Aktien zu kaufen gibt. Ohne Aktienemissionen können die Anleger nur die bereits vorhandenen Aktien anderer Anleger kaufen, die mit ihren Dividenden selbst Aktien kaufen müssten, um die vermeintliche langfristige Rendite zu erzielen. Einzelnen Anlegern kann das durchaus gelingen, wenn andere dafür aus dem Markt ausscheiden. Für den Gesamtmarkt gibt es aber keine Lösung ohne neue Aktienemissionen. Die Summe der Anleger kann nicht mit ihren Dividenden Aktien kaufen und gleichzeitig in diesen Aktien investiert bleiben, wenn es keine neuen Aktien gibt. Ihnen bleibt nur die Möglichkeit, auf alternative Anlageformen auszuweichen, wie zum Beispiel Anleihen, die meist deutlich niedriger verzinst sind. So bleibt die theoretische Langfristrendite für viele Anleger unerreichbar und die Differenz zwischen den theoretisch errechneten Renditen und den tatsächlich für alle erzielbaren Renditen wird mit den Jahren immer größer. Die Wirkungsweise zeigt die folgende Tabelle anhand von Beispielen.

Errechnete Aktienrendite und alternative Anlage der Ausschüttungen*

| Anlagedauer | 25 Jahre | | 50 Jahre | |
|--------------------------------|---|---------------------------------------|---|---------------------------------------|
| | Rendite bei Wiederanlage im Aktienmarkt | Rendite bei Wiederanlage zu 3 % p. a. | Rendite bei Wiederanlage im Aktienmarkt | Rendite bei Wiederanlage zu 3 % p. a. |
| Gewinnwachstum pro Jahr | | | | |
| 7 % | 10,2 % | 8,7 % | 10,2 % | 8,1 % |
| 5 % | 8,2 % | 7,0 % | 8,2 % | 6,4 % |
| 3 % | 6,1 % | 5,3 % | 6,1 % | 4,9 % |
| 1 % | 4,0 % | 3,8 % | 4,0 % | 3,6 % |

*Beispielrechnungen für verschiedene Modellannahmen für die Wiederanlage der Dividende im Aktienmarkt und alternativ zu 3 % p.a. Rendite außerhalb des Aktienmarkts bei konstantem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Angenommener Kurswert nach Dividendenabschlag entspricht Gewinn multipliziert mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Angenommene jährliche Dividende 3 % vom Aktienkurswert am Jahresende nach Dividendenabschlag, wiederangelegt am nächsten Jahresanfang. Es handelt sich bei den Berechnungen um Beispiele und gerundete Werte, andere Annahmen zu den Größenordnungen und Zeitpunkten führen zu unterschiedlichen Ergebnissen.

Quelle: eigene Berechnungen

Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen. Die Annahmen in diesem Modell dienen nur der beispielhaften Illustration und sind keine Indikatoren oder Prognosen für zukünftige Aktienwerte, Dividenden, Renditen oder Zinssätze.

Die Aktienrendite, die sich bei Wiederanlage der Dividende im Markt ergibt, ist für die Mehrheit der Anleger fiktiv, wenn es nicht genug neue Aktien gibt. Es fehlt in den meisten Industrieländern an ausreichenden neuen Anlagemöglichkeiten im Aktienmarkt. In dem von uns modellhaft betrachteten Zeitraum zwischen 1991 und 2015 sind von den produktiven US-Aktiengesellschaften insgesamt für fast 5 Billionen US-Dollar mehr Aktien aus dem Markt genommen worden als neue herausgegeben wurden.⁵

Nur das, was wirklich im Aktienmarkt investiert wird, bringt auch den Ertrag des Aktienmarkts. Wie wenig die theoretische Rendite auf Basis der Wiederanlage von Ausschüttungen im Aktienmarkt mit der Realität für die Gesamtheit der Anleger zu tun hat, zeigt eine andere einfache Überlegung. Wären in der Modellrechnung alle Ausschüttungen im Markt reinvestiert worden, müsste das Marktvolumen unseres Modells heute rund siebenmal so hoch sein wie es tatsächlich ist.

Wie hoch wäre das Marktvolumen bei voller Wiederanlage im Markt heute?*

| | |
|---|---------|
| Marktvolumen** Anfang 1966 (Mrd. USD) | 624 |
| Durchschnittliche jährliche Rendite 1966 – 2015 bei Wiederanlage der Ausschüttungen im Aktienmarkt*** | 11,6 % |
| Rechnerisches Marktvolumen Ende 2015 bei voller Wiederanlage der Ausschüttungen im Aktienmarkt (Mrd. USD) | 150.800 |
| Tatsächliches Marktvolumen im Modell 2015** (Mrd. USD) | 20.654 |
| Tatsächliches Marktvolumen im Modell zu rechnerischem Marktvolumen in Prozent | 13,7 % |

*Marktvolumen der produktiven US-Aktiengesellschaften ohne den Finanzsektor

**Nominalwerte gemäß Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, Ende 1965 und 3. Quartal 2015.

***Es handelt sich hier um die Nominalrendite.

Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Im Ergebnis führt die Investitionszurückhaltung der Aktiengesellschaften dazu, dass die Aktienanleger nicht alle ihre Dividenden in den Aktienmarkt reinvestieren können, sondern viele in andere Anlageformen wie zum Beispiel Anleihen ausweichen müssen. Praktisch sind die Aktienanleger auf Gesamtmarktbasis dazu gezwungen, aus einem reinen Aktienportfolio ein gemischtes Portfolio aus Aktien und Anleihen werden zu lassen, wenn sie in Finanzanlagen investiert bleiben wollen.

Die Anleihen erzielten in der Vergangenheit langfristig meist eine niedrigere Rendite als Aktien. Derzeit liegt die Marktrendite für Anleihen nahe null. Viele Anleger würden es vermutlich vorziehen, ihre Dividenden in Aktien zu

⁵ Diese Summe ergibt sich nicht nur aus Aktienrückkäufen, sondern enthält weitere Transaktionen, die das verfügbare Angebot an Aktien beeinflussen.

reinvestieren, wenn es diese Möglichkeit gäbe. Voraussetzung dafür wäre ein entsprechender Bedarf an neuem Eigenkapital bei den Aktiengesellschaften. Aufgrund der niedrigen Investitionsquote bei hohen Gewinnen war dieser Bedarf auf Gesamtmarktebene in den vergangenen Jahren nicht vorhanden. Welche Resultate wären denkbar, wenn die Aktiengesellschaften wieder mehr investieren würden?

9 Wachstum als Win-win-Strategie

Die Szenarien 1 und 2 zeigen, dass eine Umverteilung zwischen den gesellschaftlichen Gruppen als Strategie zur Gewinnmaximierung einer einzelnen Gruppe immer nur begrenzte Zeit ohne gravierende soziale Konsequenzen möglich ist. Irgendwann stößt sie an ihre Grenzen. Ein Wachstum der Unternehmensgewinne ohne gleichzeitiges entsprechendes Wachstum der Gesamtwirtschaft ist dauerhaft nicht möglich. Betrachtet man Umverteilung und Wachstum als wichtige Steuerungsgrößen für die Aktienrendite, zeigt sich, dass Umverteilung nur kurz- bis mittelfristig wirksam ist. Langfristig kann dagegen höheres Wirtschaftswachstum zu einer höheren Rendite führen.

Die klassische Methode Wachstum zu beschleunigen ist Investition in Bildung, Forschung und Entwicklung sowie Produktionsstätten. Die folgende Tabelle gibt anhand unseres Grundmodells einen Überblick über Investition und Wachstum in der Zeit von 1966 bis 2015.

Investitionen der produktiven US-Aktiengesellschaften und Wachstum 1966 – 2015*

| Zeitraum | Investition** (% vom Gewinn nach Steuern) | Wachstum*** (% jährlich) |
|-------------|--|-----------------------------|
| 1966 – 1990 | 64,1 % | 2,4 % |
| 1991 – 2015 | 42,4 % | 1,7 % |
| 2001 – 2015 | 31,3 % | 0,9 % |

*Eigene Modellberechnungen auf Basis der Investitionen des Grundmodells. Quelle der Grundmodelldaten Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System

**Durchschnittliche Netto-Investitionen

***Durchschnittliches Wachstum der Nettowertschöpfung

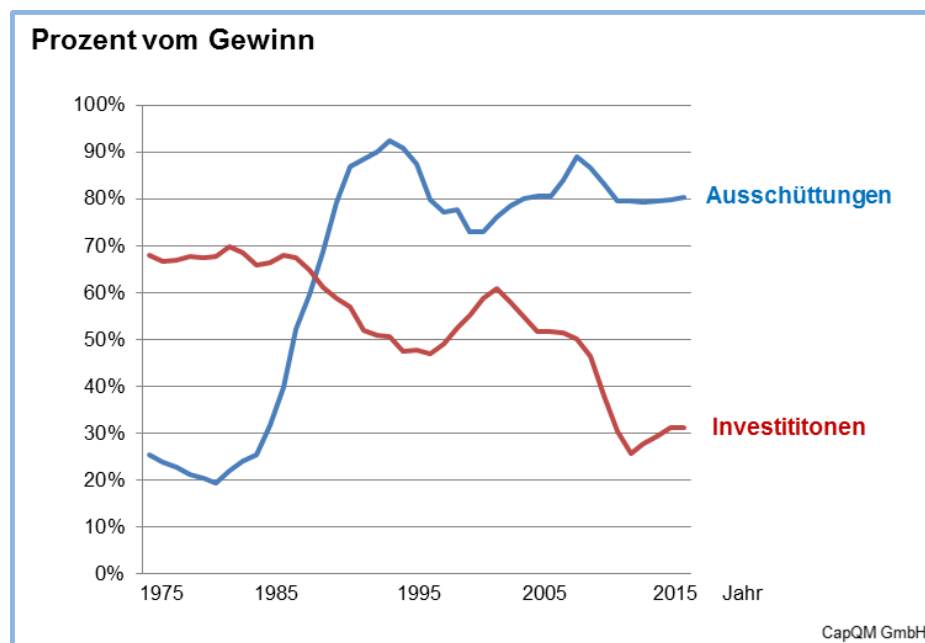
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Tatsächlich ist der Zusammenhang zwischen Investition und Wirtschaftswachstum nicht so eindeutig kausal, dass sich aus einer bestimmten Zusatzinvestition ein ebenso bestimmtes zusätzliches Wachstum ableiten oder vorhersagen ließe. Steuerbar ist also nicht das Wachstum, sondern nur die Investition.

Zuständig für die Investitionstätigkeit der Aktiengesellschaften sind ihre Vorstände. Sie verhalten sich nach den klassischen Managementregeln für einen großen, aber nur noch langsam wachsenden Markt. Straffes Kostenmanagement, Rationalisierung und Konsolidierung ist eine typische Strategie für derartige Märkte. Es wird nur noch möglichst wenig Geld investiert, aber umso mehr herausgezogen, um es in neue, wachsende Unternehmensbereiche zu investieren. Dies spiegelt sich in der Entwicklung der Investitionen und der Ausschüttungen an die Aktionäre wider, auch in unserem Modell. Die Nettoinvestitionen fielen in den rund 40 Jahren seit 1975 von 68 Prozent der Gewinne nach Steuern auf nur noch 31 Prozent. Dagegen

stiegen die Dividenden und Aktienrückkäufe⁶ von 26 Prozent auf 80 Prozent der Gewinne.⁷ Nach klassischen Managementregeln dient der hohe Cashflow dazu, das Geld in neue Wachstumsmärkte zu investieren, um das zukünftige Unternehmenswachstum zu sichern. Wenn das auf Unternehmensebene nicht stattfindet, können zumindest die Investoren, die das Geld erhalten, es in andere Unternehmen investieren und so das zukünftige Wachstum der Wirtschaft sichern. Das Angebot solcher Investitionsmöglichkeiten für Eigenkapitalinvestoren bei produktiven US-Aktiengesellschaften reichte in den vergangenen Jahrzehnten bei weitem nicht aus, um die Ausschüttungen aufzunehmen und erst recht nicht, um auch noch Sparern die Möglichkeit zu bieten, einen Teil ihres laufenden Arbeitseinkommens in produktive Aktienanlagen zu investieren. Den Kapitalanlegern blieb nur die Möglichkeit, das produktive Wirtschaftswachstum im Ausland zu fördern, vor allem durch Aktienkäufe in Emerging Markets, die viele neue Aktien anboten. Ansonsten konnten die Anleger ihr Kapital nur in Immobilien und Kredite investieren. Die produktiven Aktiengesellschaften der USA sind in den vergangenen Jahrzehnten für die Investoren zu einer Goldmine geworden, deren Ausbeutung nach anfänglichen Investitionen hohe Gewinne abwarf, die mangels weiterer Investitionsmöglichkeiten in andere Märkte investiert werden mussten.

Goldmine US-Aktiengesellschaften: Investitionen und Ausschüttungen 1975 – 2015*



*Geglättete Modellrechnungen: rollierender Durchschnitt der jeweils letzten 10 Jahre. Nettoinvestitionen der produktiven US-Aktiengesellschaften (ohne Finanzsektor) und Ausschüttungen (Dividenden und Veränderung des Aktienumschs) in Prozent vom Gewinn nach Steuern
 Quelle: Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen
Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.

Die Unternehmensvorstände sind aus Sicht vieler Investoren die Agenten, die den Aktionären die Rendite erwirtschaften. Die derzeitigen Aktienmärkte und

⁶ Saldo aus Neuemissionen, Aktienrückkäufen und anderen Änderungen des Aktienumschs

⁷ Nettoinvestitionen, Ausschüttungen und Gewinne jeweils Durchschnitt der letzten 10 Jahre

die sie unterstützenden Theorien favorisieren kurzfristige Aktienkurssteigerungen, die sich am leichtesten durch Umverteilung erzielen lassen statt durch hohe Investitionen. Die Anreizsysteme der Vorstände sind darauf ausgerichtet. Wie können sie zu mehr Einsatz für langfristiges Wachstum motiviert werden? Der Weg dahin führt über eine Umgestaltung der Bezahlungs- und Anreizsysteme für die Vorstände und eine Neuorientierung der Aktienmärkte und der sie dominierenden Theorien an den Interessen der langfristigen passiven Anleger.

Das größte Hindernis ist die vermeintlich von den Aktionären erwartete Rendite. In der Theorie haben die Aktionäre eine bestimmte Renditevorstellung, wenn sie Aktien kaufen. Die CEOs verwirklichen vor allem Investitionen, die diese Erwartung befriedigen können. Welche Konsequenzen hat das für die Investitionstätigkeit? Projekte, die nicht versprechen, die vermeintlich erwartete Rendite zu erwirtschaften, werden nicht verwirklicht. Die tatsächlich realisierte Menge an Investitionen bleibt so hinter der möglichen zurück.

Läge die Renditeerwartung der Aktionäre auf einem niedrigeren Niveau, würden mehr Investitionen möglich. Damit rückt die Erwartungshaltung der Aktionäre in den Mittelpunkt des Interesses. Haben alle Aktionäre die gleiche Erwartungshaltung? Ein spekulativ orientierter Kurzfristanleger, der hohe Risiken eingeht und hohe Anlagekosten hat, erwartet häufig eine höhere Rendite als ein langfristig orientierter passiver Investor, der geringere Kosten hat. Je mehr die passive Kapitalanlage Verbreitung findet, desto mehr prägt sie auch die Erwartungshaltung des Markts. Dadurch werden niedrigere Marktrenditen akzeptabel und mehr Investitionen möglich. Die folgende Tabelle zeigt beispielhafte Dimensionen eines möglichen Nutzens für die Anleger.

Beispiel: Langfristige Aktienrendite bei Wiederanlage der Dividende im Aktienmarkt*

| | Rendite** (% p.a.) | Aus 100 USD werden nach 50 Jahren**** |
|---|-----------------------|--|
| Im Aktienmarkt fiktiv wieder-angelegte Dividende | 6,0 % | 1.886 |
| Zum Nullzins in Anleihen wiederangelegte Dividende*** | 3,2 % | 490 |
| Produktiv in neue Aktien investierte Dividende mit reduzierter Rendite von 4 % p. a. | 4,9 % | 1.084 |

*Annahmen in diesem Beispiel: konstantes Kurs-Gewinn-Verhältnis 16, Gewinnwachstum 1% p. a., Dividende (inklusive Rückzahlungen aus dem Saldo von Aktienemissionen und Aktienrückkäufen) 80% des Gewinns nach Steuern, wieder angelegt am nächsten Jahresanfang, Saldo aus Aktienemissionen und Aktienrückkäufen negativ.

** Jährliche Durchschnittsrendite über 50 Jahre

*** Anteil des Marktwerts der Aktien nach 50 Jahren 164 USD.

**** Gerundete Renditewerte führen zu rechnerischen Abweichungen.

Die Annahmen in diesem Modell dienen nur der beispielhaften Illustration und sind keine Indikatoren oder Prognosen für zukünftige Aktienwerte, Dividenden, Renditen oder Zinssätze.

Die rechnerische Rendite beträgt in diesem Beispiel durchschnittlich 6,0 Prozent pro Jahr, doch der größte Teil des daraus nach 50 Jahren resultierenden Endwerts (91 Prozent) besteht aus der fiktiv im Aktienmarkt wiederangelegten Dividende. Was passiert, wenn sie nicht am Markt untergebracht werden kann, da Neuemissionen fehlen? Auch wenn einzelnen Anlegern zu Lasten anderer die Wiederanlage gelingen mag, bleibt für den gesamten Markt nur die Alternativanlage außerhalb des Aktienmarkts, hier zur Nullrendite in Anleihen. Die Rendite fällt dadurch in unserem Beispiel auf 3,2 Prozent im Durchschnitt der Jahre, der Endwert beträgt nur ein Viertel des Betrags, der sich durch die fiktive Wiederanlage im Aktienmarkt ergibt. Besser gestellt wären die Anleger, wenn die Unternehmen die Dividenden als neues Eigenkapital aufnahmen und es produktiv investierten, auch wenn die Anleger nur eine verminderte Rendite von 4 Prozent jährlich darauf erzielen würden. Die jährliche Durchschnittsrendite über 50 Jahre stiege in diesem Beispiel auf 4,9 Prozent, der Endbetrag würde sich mehr als verdoppeln. Gleichzeitig würde wirtschaftliches Wachstum gefördert.

Bisher vermeiden die Vorstände der Aktiengesellschaften häufig, neues Eigenkapital für produktive Investitionen am Markt aufzunehmen. Es kann zur Verwässerung der Gewinne führen, der Steigerung des Shareholdervalue entgegenwirken und ihre Bonuszahlungen senken. Dies hat zu einer Situation am Aktienmarkt geführt, die einem Closed Shop gleicht: Bereits existierende Aktien erzielten oft hohe Renditen, wurden aber immer weniger. Neue wurden vor allem zugelassen, wenn sie versprachen, die hohen Renditen der alten Aktien zu erwirtschaften. So kam es zu einer Verknappung der Aktien und einem produktiven Anlagenotstand für Anleger, die in niedrig verzinste Alternativanlagen ausweichen mussten und langfristig oft nicht die auf dem Papier ausgewiesenen Renditen erwirtschaften konnten.

Zukünftig sollten die Vorstände der Aktiengesellschaften dafür belohnt werden, dass sie neue Investitionsmöglichkeiten für Aktieninvestoren schaffen, auch wenn diese Investitionen weniger Rendite versprechen. Denn für die Gesamtheit der Anleger böte sich damit zumindest die Chance auf eine höhere Rendite. Die Aktionäre, private Anleger wie auch Finanzunternehmen, die das Geld der privaten Anleger zu den Aktiengesellschaften durchleiten, sollten die Rahmenbedingungen der Vorstandstätigkeit so gestalten, dass sich die Vorstände auf Unternehmensebene für stärkeres langfristiges Wachstum engagieren können.

Je mehr passive Kapitalanleger den Markt prägen, desto mehr Einfluss haben sie und können so die Vorstände von den Beschränkungen der kurzfristigen Shareholdervalue-Optimierung durch Umverteilung befreien. Durch mehr Investition schaffen die Vorstände die Grundlage für neue produktive Anlagemöglichkeiten, wirtschaftliches Wachstum, das allen nützt, echte Renditen für neue produktive Kapitalanlagen statt hypothetischer Benchmarks und ein geringeres Risiko von sozialen Spannungen, die die durch Umverteilung erzielten Vermögenszuwächse in Zukunft gefährden können.

10 Zusammenfassung

Die Entwicklung der US-Wirtschaft nach 1965 hätte zu einer schleichenden Enteignung der Aktionäre geführt, wenn nicht ab Mitte der 80er-Jahre eine Gegenbewegung eingesetzt hätte. Diese Gegenbewegung ist inzwischen so weit fortgeschritten, dass sich die wirtschaftliche Situation der meisten Beschäftigten relativ verschlechtert hat. Die hohen Aktienrenditen der vergangenen Dekaden basieren weitgehend auf Umverteilung: von den Beschäftigten, den Kreditgebern und dem Staat an die Aktionäre. Gleichzeitig führen die geringen Investitionen, die hohe Ausschüttungen an die heutigen Aktionäre ermöglichen, zu einer Umverteilung von der nächsten Generation an die gegenwärtigen Aktionäre.

Angesichts niedriger Zinsen, Investitionen und Unternehmenssteuern ist eine weitere Umverteilung an die Aktionäre praktisch nur noch von den Beschäftigten denkbar. Hält die gegenwärtige Entwicklung an, werden zukünftige Aktienrenditen durch die Erosion der Mittelschicht finanziert.

Die Generation der Babyboomer hat in den vergangenen Jahrzehnten durch die vielfältige Umverteilung hohe Renditen bezogen. Jetzt hinterlassen die Babyboomer ihren Kindern eine doppelte Hypothek. Ihr geballtes Ausscheiden aus dem Berufsleben erhöht die Sozialabgabenquote und vermindert den Lebensstandard der nächsten Generation. Erwarten die Babyboomer eine hohe Rendite aus ihrer aktienbasierten privaten Altersversorgung, geht das zu Lasten der Einkommen und Arbeitsplätze ihrer Kinder.

Ohne Wachstum wird die Verteilung der wirtschaftlichen Wertschöpfung zum Nullsummenspiel. Der Zuwachs der Unternehmensgewinne ist der Gehaltsverlust der Beschäftigten und umgekehrt. Der Interessenkonflikt zwischen hohen Aktienrenditen und vielen guten Jobs mit guter Bezahlung kann langfristig nur über Wachstum gelöst werden. Was können die Aktiengesellschaften und ihre Aktionäre dafür tun?

Die Aktiengesellschaften können Wachstum durch mehr produktive Investitionen fördern. Für viele Unternehmensvorstände bedeutet dies eine Abkehr von der gegenwärtigen Managementpraxis. Statt auf kurzfristige Gewinnoptimierung durch Umverteilung zu setzen müssen sie auf langfristiges Wachstum durch vermehrte Investitionen umschalten.

Viele Finanzunternehmen haben die Umverteilung durch ihre Renditeerwartungen und Governance-Praktiken gefördert. Sie müssen ebenfalls umdenken. Bisher haben sie die US-Aktiengesellschaften als größte Goldmine der Welt genutzt und die Förderung von Investitionen vernachlässigt. Das Wachstum sahen sie in den Emerging Markets und in vereinzelt, explosionsartig wachsenden IT-Unternehmen. Zukünftig sollten sie die Unternehmensvorstände dabei unterstützen, über höhere Investitionen mehr internes Wachstum zu schaffen.

Für die Aktionäre bieten mehr Investitionen die Chance, den bisherigen produktiven Anlagenotstand zu durchbrechen. Shareholdervalue-Ideologie, Angst vor Dilution und Aktienrückkäufe haben den Aktienmarkt in den vergangenen Jahrzehnten faktisch in einen Closed Shop für existierende Aktien verwandelt. Immer weniger Aktien wurden immer mehr wert. Die Mehrheit der Anleger und auch die Aktionäre selbst hatten aber kaum Gelegenheit, in neue Aktien zu investieren. Selbst wenn diese neuen Aktien weniger Rendite bringen sollten als in der Vergangenheit, kann das für Anleger und die Gesellschaft vorteilhafter sein als Dividenden und Ersparnisse zur Nullrendite in den Kreditmarkt zu investieren.

Welche Alternative haben die Investoren? Sollte es zur Erosion des Mittelstands bei hohen Aktienrenditen kommen, stehen den Industrieländern soziale Spannungen bevor, die nicht nur ein Risiko für den gesellschaftliche Zusammenhalt und die demokratischen Lebensformen bedeuten. Die Optimierung von Aktienrenditen hat Konsequenzen, die an soziale Grenzen führen. Sie zu überschreiten gefährdet nicht nur die Renditen, sondern die gesamten Vermögen, die durch die Umverteilung geschaffen wurden.

Anhang: Methodologische Hinweise

Die Analyse der Vergangenheit von 1966 bis 2015 beruht weitestgehend auf ausgewählten Daten aus den Financial Accounts of the United States, die vom Board of Governors of the Federal Reserve System regelmäßig in den Z.1 Tabellen für die US-Aktiengesellschaften außerhalb des Finanzsektors und für die US-Wirtschaft veröffentlicht werden.

Die Daten für 2015, die zum Auswertungszeitpunkt vorlagen, endeten mit dem 3. Quartal 2015 und sind teilweise vorläufig.

Die Werte in den Z.1 Tabellen unterscheiden sich in einer Reihe von Aspekten von einer Aggregation der Bilanzdaten der börsennotierten US-Aktiengesellschaften, so unter anderem bei der Marktkapitalisierung, der Berechnung der Dividenden, der Erfassung von Aktienrückkäufen und anderen Transaktionen, die in die Position „Netto-Aktienemissionen“ einfließen.

Weiterhin wurden bei einigen Werten und Analysen im Rahmen der hier durchgeführten Berechnungen Schätzungen vorgenommen, die von den tatsächlichen Daten abweichen werden. Daher basiert die Analyse der Vergangenheit auf einem Modell dieser Vergangenheit, nicht auf den tatsächlichen aggregierten Werten der börsennotierten Aktiengesellschaften. Die Modellrenditen und Werte, die sich aus diesen Daten rechnerisch ergeben, sind nicht mit den tatsächlich am Aktienmarkt in dieser Zeit erwirtschafteten Renditen und Werten vergleichbar.

Das gleiche gilt für die Szenarien. Die Marktwertschätzungen in den Szenarien wurden auf Basis angenommener zukünftiger Gewinne zu konstanten Kurs-Gewinn-Verhältnissen vorgenommen. Eine etwaige Anpassung an eine veränderte Finanzierungsstruktur, die den Marktwert beeinflussen kann, wurde nicht vorgenommen, soweit nicht ausdrücklich erwähnt. Die errechneten Modellrenditen und Szenarienrenditen sind Durchschnittsrenditen für den angegebenen Zeitraum, einzelne Zeitabschnitte innerhalb des Zeitraums können andere rechnerische Renditen ergeben. Alle angegebenen Modellrenditen, Werte und Relationen dienen nur dem Vergleich von Entwicklungen innerhalb der Modelle und Szenarien. Sie sind keine tatsächlich erzielten oder in Zukunft zu erzielenden Renditen und Werte. Sie sind nicht als Prognosen oder Entscheidungsgrundlagen für Anlageentscheidungen geeignet und dürfen nicht zu diesem Zweck verwendet werden.

Szenario 3: 1990 als Leitlinie für die Verteilung

Übersicht über mögliche Veränderungen (Summen 1991 – 2015 kumuliert in Mrd. USD)

| | Grundmodell 1991 – 2015 Mrd. USD | Veränderung 1991 – 2015 Mrd. USD | Szenario 3 1991 – 2015 Mrd. USD |
|---|--|--|---------------------------------------|
| Personalkosten | 90.325 | 3.965 | 94.290 |
| Nettozinszahlungen | 4.396 | 1.524 | 5.920 |
| Gewinn vor Steuern** | 21.353 | -5.489 | 15.864 |
| Steuern auf Unternehmensgewinne** | 4.857 | 659 | 5.516 |
| Gewinn nach Steuern** | 16.496 | -6.148 | 10.348 |
| Nettoinvestitionen | 6.359 | 0 | 6.359 |
| Gewinn nach Steuern nach Nettoinvestitionen*** | 9.911 | -6.148 | 3.763 |
| Dividenden**** | 8.002 | -2.439 | 5.563 |
| Veränderung des Aktienumschlags***** | -4.858 | 4.858 | 0 |
| Gewinn nach Steuern nach Nettoinvestitionen, Dividenden und Veränderung des Aktienumschlags | -2.949 | 1.149 | -1.800 |

*Das Szenario basiert auf den Modelldaten der Nettowertschöpfung und der Nettoinvestitionen der Jahre 1991 bis 2015 (2015 Stand 3. Quartal). Der Anteil der Personalkosten an der Nettowertschöpfung wurde anders als im Grundmodell konstant auf dem Niveau von 1990 (73,87 Prozent) belassen, ebenso die effektiven gewinnabhängigen Unternehmenssteuern (34,77 Prozent vom Gewinn vor Steuern). Gleichzeitig wurden ein höherer Fremdkapitalzins bei niedrigerer Fremdkapitalaufnahme sowie niedrigere Dividendenzahlungen und keine Aktienrückkäufe oder sonstigen Verminderungen des Aktienumschlags unterstellt. Die Annahmen sind fiktiv und beispielhaft und dienen nur der Illustration der Trends und ungefähren Größenordnungen möglicher Veränderungen. Es sind diverse andere Annahmen und daraus resultierende Entwicklungen denkbar, die zu anderen Ergebnissen führen. Alle Beträge sind Nominalwerte.

**Gewinne inklusive im Ausland thesaurierter Gewinne

***Rechnerische Abweichung durch IVA und Kapitaltransferzahlungen

****Nettodividenden nach Saldierung der geleisteten und empfangenen Dividendenzahlungen

*****Nettoveränderungen aus Aktienrückkäufen und anderen Änderungen des Aktienumschlags

Quelle für das Grundmodell Z.1 Financial Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen

Historische Analysen und Renditen der Vergangenheit sind keine Indikatoren für zukünftige Renditen.