



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

20. November 2017

Autor

Jan Schildbach
+49 69 910-31717
jan.schildbach@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Der Dax hat in den letzten Wochen mehrfach neue Allzeithochs erklommen, für einen internationalen Vergleich ist der gängige Performanceindex jedoch nicht geeignet. Der Dax hat am 3. November mit 13.505 Punkten einen neuen Rekord erreicht und seit 2010 um insgesamt fast 120% zugelegt. Allerdings berücksichtigt dieser Performance-Index Dividendenzahlungen, im Gegensatz zu internationalen Aktienindizes, die in der Regel Kurs-Indizes sind. Auf vergleichbarer Basis ist der Dax nur um rund 70% gestiegen, hat damit aber immer noch die wichtigsten europäischen Konkurrenten hinter sich gelassen.

Der deutsche Aktienmarkt profitiert von einer starken Konjunktur und – ebenso wie andere Finanzmärkte – von der unkonventionellen Geldpolitik. Das BIP-Wachstum in Deutschland war in den letzten Jahren deutlich höher als in den anderen großen Volkswirtschaften des Euroraums. Zudem haben die Zinssenkungen und die Wertpapierankäufe der EZB dem Dax geholfen.

Der Dax ist nicht repräsentativ für die deutsche Volkswirtschaft. Der Dax hat seit der Finanzkrise ein höheres Plus verzeichnet als die deutsche Wirtschaftsleistung. Das liegt nicht zuletzt am starken Gewicht des Verarbeitenden Gewerbes, das mehr als die Hälfte der Marktkapitalisierung im Dax ausmacht, aber weniger als ein Viertel der Bruttowertschöpfung. Die Industrie wiederum hat in den letzten Jahren von ihrer starken Präsenz in Ländern mit besonders hohem Wirtschaftswachstum und einem zyklischen Aufschwung der Weltwirtschaft profitiert, von dem der deutlich größere Dienstleistungssektor weniger betroffen war.

Trotz der jüngsten positiven Entwicklung bleibt der deutsche Aktienmarkt unterentwickelt. Deutschland ist nach Marktkapitalisierung (57% des BIP) weiterhin Schlusslicht unter den großen Ländern in Europa und den USA und auch bei Aktienemissionen unterrepräsentiert. Zu den Gründen zählen die steuerliche Benachteiligung von Eigenkapital, ein kapitalmarktfernes Rentensystem, die Risikoscheu der Privatanleger und ein hoher Anteil von Firmen in Familienbesitz, was sich in einer geringen Zahl börsennotierter Unternehmen niederschlägt.

Die neue Bundesregierung sollte Maßnahmen ergreifen, um strukturelle Hemmnisse für einen florierenden Aktienmarkt abzubauen. Ein erfolgreicher Aktienmarkt ist wichtig für Unternehmen als Finanzierungsoption, für Sparer aus Rendite- und Diversifikationsgründen und für Unternehmensgründer als Ausstiegsmöglichkeit für Wagniskapitalgeber.



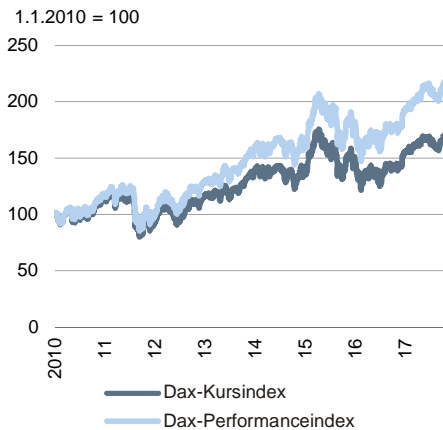
Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Nur 60% der Dax-Performance seit 2010 basiert auf steigenden Kursen

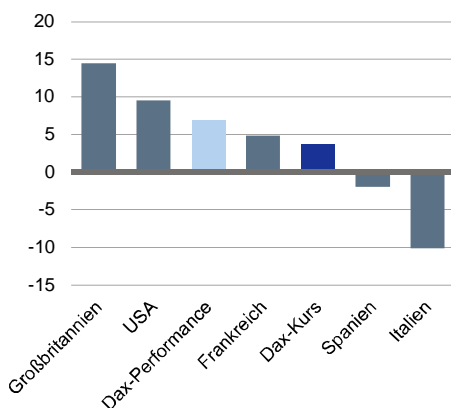
1



Quellen: Bloomberg, WEFA, Deutsche Bank Research

Wertentwicklung des wichtigsten Aktienindex im Jahr 2016 in %

2

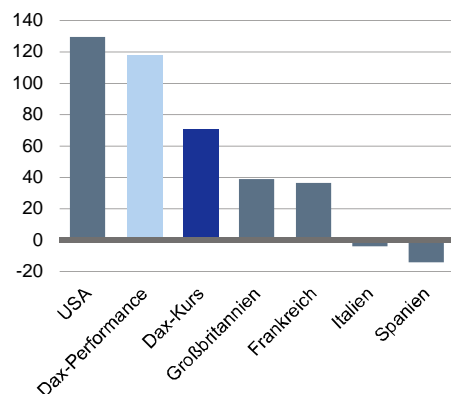


Quellen: Bloomberg, WEFA, Deutsche Bank Research

Dax besser als europäische Konkurrenz, aber hinter Amerikanern

3

Veränderung des wichtigsten nationalen Aktienindex seit 1.1.2010 in %



Quellen: Bloomberg, WEFA, Deutsche Bank Research

Am 3. November hat der deutsche Aktienindex Dax mit 13.505 Punkten einmal mehr ein neues Rekordhoch erreicht. Am 16. Oktober hatte er erstmals über 13.000 Punkten geschlossen. In den letzten drei Jahren steht damit insgesamt ein Plus von nahezu 50% zu Buche. Ist der Aktienmarkt in Deutschland also eine einzige Erfolgsgeschichte?

Ein großer Teil des Dax-Erfolgs basiert auf Dividendenzahlungen

Im Gegensatz zu den allermeisten international gebräuchlichen Aktienindizes ist der Dax ein Performance-Index. D.h., er bildet den Gesamterfolg einer Aktieninvestition ab und nicht nur die Entwicklung der Aktienkurse der enthaltenen Unternehmen. Insbesondere (aber nicht nur) wird für die Berechnung angenommen, dass gezahlte Dividenden sofort und komplett wieder in die Aktie investiert werden. International üblich sind dagegen Kursindizes, deren Entwicklung ausschließlich von den Kursen der enthaltenen Aktien abhängt. Dividendenzahlungen werden hier nicht berücksichtigt. Im Extremfall ist es also möglich, dass eine Aktie, die mehrere Jahre lang einen konstanten Preis aufweist (bzw. im Jahresverlauf lediglich eine Kurssteigerung in Höhe der zu zahlenden Dividende verzeichnet), keinerlei Wachstumsbeitrag zu einem Kursindex leistet, aber einen deutlichen Beitrag zu einem höheren Performanceindex.

Dieser Effekt des Auseinanderlaufens der beiden Indexarten verstärkt sich im Zeitablauf durch Kumulation der anfallenden Dividenden. In Deutschland etwa hat der Dax-Kursindex seit Anfang 2010 – nach Ende der Finanzkrise, aber vor Beginn der europäischen Schuldenkrise – um rund 70% zugelegt, der in der Öffentlichkeit im Mittelpunkt stehende Dax-Performanceindex dagegen um fast 120%. Folglich lassen sich nur 60% des Wertzuwachses im (Performance-)Dax auf höhere Aktienkurse der einzelnen Unternehmen zurückführen. Auf der anderen Seite stammen immerhin 40% von den gezahlten Dividenden. Das ist keine Anomalie. In der langfristigen Betrachtung ist dieser Effekt eher noch ausgeprägter: Beide Indizes wurden zum 30. Dezember 1987 auf einen Wert von 1.000 Punkten normiert. Heute, 30 Jahre später, liegt der Performanceindex mehr als doppelt so hoch wie der Kursindex (rund 13.000 ggü. etwa 6.200 Punkten).

Die besondere Berechnungsweise des deutschen Aktienbarometers verzerrt den Vergleich mit Indizes in anderen Ländern. Im letzten Jahr beispielsweise schnitt der Dax im Mittelfeld der wichtigsten europäischen und US-amerikanischen Indizes ab. Nach gängiger Lesart lag er hinter dem FTSE 100 aus Großbritannien und dem S&P 500 aus den USA, aber vor dem CAC 40 aus Frankreich, dem IBEX 35 aus Spanien und dem MIB 40 aus Italien. Bei genauer Betrachtung schnitt der Dax jedoch schlechter ab als sein französisches Pendant, denn der Kursindex kam nur auf ein Plus von 3,7% – etwa halb so viel wie der Performanceindex und weniger als der CAC mit 4,9%.

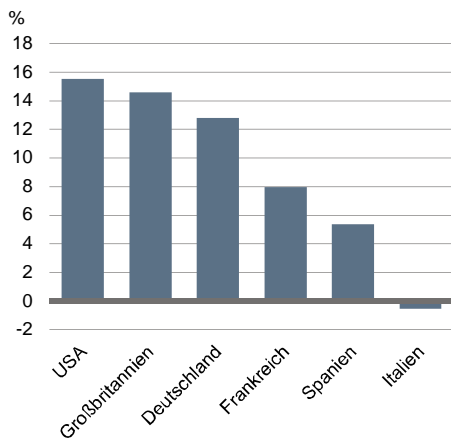
Dax hängt europäische Konkurrenz ab

Die Wahl eines einheitlichen Vergleichsmaßstabs spielt also selbst schon bei einem überschaubaren Zeitraum eine wesentliche Rolle. Noch größer wird das Problem der Verzerrung bei einer Analyse über mehrere Jahre hinweg. Seit Anfang 2010 hat sich der Dax-Performanceindex in etwa so gut entwickelt – d.h. mehr als verdoppelt – wie der S&P 500 in den USA und damit alle anderen großen europäischen Vergleichsindizes weit hinter sich gelassen. Der Dax-Kursindex dagegen mit seinem oben erwähnten Plus von 70% schneidet zwar immer noch besser ab als die europäische Konkurrenz – Briten und Franzosen mit Anstiegen von knapp 40% liegen aber eher in Reichweite als die US-Amerikaner mit 130%. Die italienischen und spanischen Leitindizes sind immer noch unter



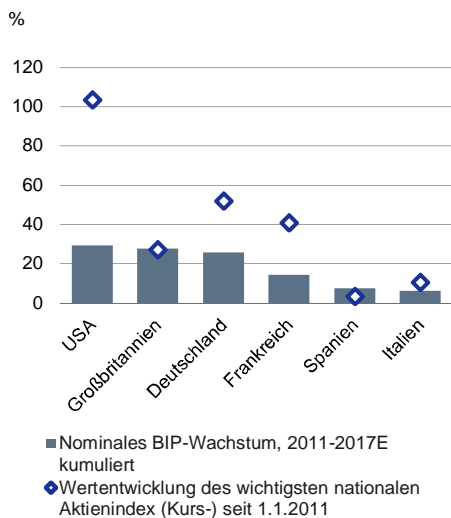
Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Kumuliertes BIP-Wachstum 2011-17E 4



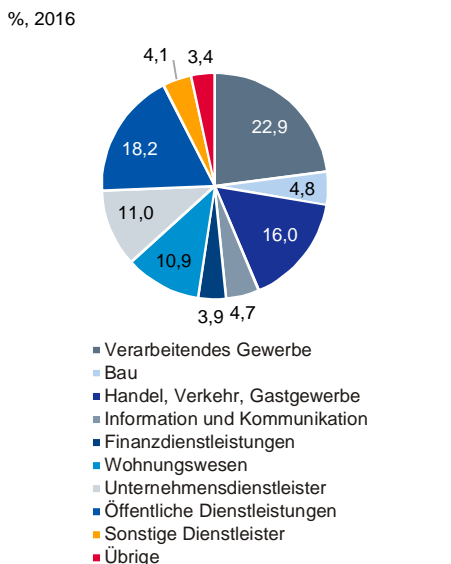
Quelle: Deutsche Bank Research

DE, FR, US: Aktienmarkt läuft Realwirtschaft davon 5



Quellen: IWF, Bloomberg, WEFA, Deutsche Bank Research

Bruttowertschöpfung in Deutschland nach Wirtschaftsbereichen 6



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wasser mit Blick auf das Vorkrisenniveau. Immerhin scheint der deutsche Aktienmarkt wie erwartet besser als seine europäischen Wettbewerber abzuschneiden, aufgrund seiner Wahrnehmung als „sicherer Hafen“ in der europäischen Schuldenkrise und eines überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums: Seit Ende 2010 hat das BIP in Deutschland real um insgesamt 13% zugelegt, kaum weniger als in den USA (+15,5%) oder Großbritannien (+15%), und erheblich mehr als in Frankreich (8%), Spanien (5%) oder Italien (-0,5%).

Allerdings ist eine gewisse „Entkopplung“ der Aktienmarkt-Performance von der Realwirtschaft festzustellen. Generell gilt der Aktienmarkt als ein Indikator für den Zustand der Gesamtwirtschaft, auch wenn hier Erwartungen an die Zukunft eine größere Rolle spielen als die gegenwärtige Lage. Es ist ohne Weiteres möglich, dass (nominale) Aktienindizes und das nominale BIP eine sehr unterschiedliche Entwicklung nehmen, obwohl sie sich über einen längeren Zeitraum hinweg doch meist in die gleiche Richtung bewegen. Das gilt auch für den aktuellen Aufschwung, allerdings mit Unterschieden. In manchen Ländern waren das Wirtschaftswachstum und das Plus am Aktienmarkt seit Anfang 2011 ähnlich hoch – in den USA, Frankreich und Deutschland hingegen sind die Kurse sehr viel stärker gestiegen als die Wirtschaftsleistung.

Dax kaum repräsentativ für die deutsche Volkswirtschaft insgesamt

Ein wesentlicher Grund für diese Entkopplung kann darin bestehen, dass die Börse die Wirtschaft als Ganzes nicht gut abbildet, insbesondere nicht deren sektorale Zusammensetzung (daneben ist es offensichtlich, dass Unterschiede daraus resultieren können, dass führende Aktienindizes nur Großunternehmen beinhalten, während ein Großteil der Wertschöpfung eines Landes von kleinen und mittleren Unternehmen erbracht wird). In Deutschland dominieren fünf Wirtschaftszweige die Struktur der Gesamtwirtschaft: i) das Verarbeitende Gewerbe, ii) Handel, Verkehr und Gastgewerbe, iii) das Wohnungswesen, iv) Unternehmensdienstleister und v) Öffentliche Dienstleistungen (einschl. Gesundheit). Sie kommen zusammen auf 79% der Bruttowertschöpfung. Das unterstreicht die dominierende Rolle des Dienstleistungssektors, die für alle hochentwickelten Ökonomien gilt (wenn auch in Deutschland in geringerem Ausmaß) – in diesem Fall gehören vier der fünf größten Branchen dazu.

Was sind auf der anderen Seite die sektoralen Schwerpunkte im Dax, gemessen an der Marktkapitalisierung? Genau genommen gibt es hier nur drei: i) das Verarbeitende Gewerbe, ii) Information und Kommunikation (IuK) und iii) Finanzdienstleistungen. Dabei stellt das Verarbeitende Gewerbe alle anderen Branchen mit einem Anteil von 58% weit in den Schatten. Außerdem machen zwei im Gesamtkontext relativ kleine Branchen – IuK und Finanzdienstleistungen – im Dax zusammen mehr als ein Viertel des Börsenwerts aus. Schon auf den ersten Blick ist damit klar, dass der Dax keinesfalls repräsentativ für die deutsche Volkswirtschaft ist, denn nur einer der fünf wichtigsten Wirtschaftszweige ist in der ersten Börsenliga stark vertreten.

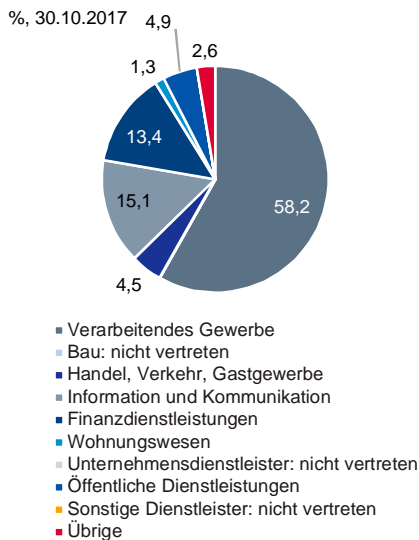
Damit wird die Dax-Entwicklung aber auch viel unmittelbarer von der (globalen) Industriekonjunktur bestimmt als die Gesamtwirtschaft. Gleichzeitig unterliegt, wie nicht zuletzt die Rezession 2008/09 gezeigt hat, die Industrie und insbesondere der in Deutschland so starke Investitionsgüterbereich größeren zyklischen Ausschlägen als die meisten unternehmensnahen Dienstleister, von Dienstleistungsbranchen wie dem Einzelhandel, dem Wohnungs- oder dem Gesundheitswesen ganz zu schweigen. Die Nachfrage nach vielen Dienstleistungen ist relativ unabhängig von klassischen Konjunkturzyklen.



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Marktkapitalisierung der Dax-Unternehmen nach Wirtschaftsbereichen

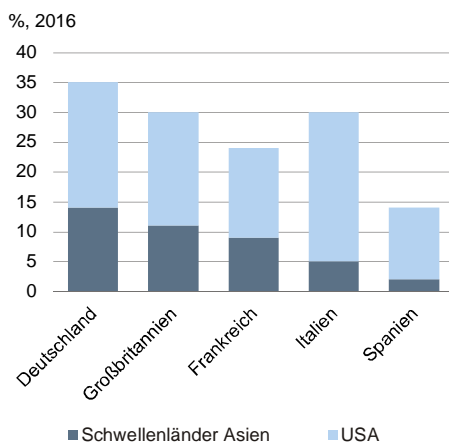
7



Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Research

Anteil wichtiger Wachstumsregionen am Umsatz europäischer Unternehmen*

8



* Aggregat der im wichtigsten nationalen Aktienindex vertretenen Firmen

Quelle: Deutsche Bank

Darüber hinaus sind die meisten Dax-Unternehmen sehr international aufgestellt und setzen einen weitaus höheren Anteil ihrer Produkte und Dienstleistungen im Ausland ab als die deutsche Volkswirtschaft insgesamt mit ihrem hohen Anteil an primär national ausgerichteten Dienstleistungen. Ein exakter Vergleich ist mangels Daten zwar nicht möglich, aber die Dimensionen werden auch in einer einfachen Überschlagsrechnung deutlich: Die im Dax vertretenen Firmen machten 2015 45% ihrer Umsätze außerhalb Westeuropas (einschl. Deutschlands), der eigentliche Auslandsanteil lag also noch deutlich darüber. Demgegenüber betragen die gesamten Exporte Deutschlands, d.h. aller Unternehmen aus Deutschland heraus EUR 1.194 Mrd. Die Umsätze fast aller nichtfinanziellen Unternehmen (die fehlenden Branchen stehen nur für rund 6% des Umsatzes) schätzte die Bundesbank dagegen auf EUR 5.928 Mrd. Auch wenn in den letzten beiden Werten das Geschäft von rechtlich eigenständigen Tochterfirmen im Ausland nicht enthalten ist, wird klar, dass sich für den Unternehmenssektor insgesamt verglichen mit dem Dax ein viel niedrigerer Auslandsanteil an den Erlösen ergibt.

Nicht zuletzt sind die größten deutschen Unternehmen besonders prominent in Regionen vertreten, die in den letzten Jahren überdurchschnittliches Wachstum verzeichnen konnten. Das weltweit mit großem Abstand stärkste Wirtschaftswachstum seit Ende 2010 erreichten die Schwellenländer Asiens, und unter den Industrieländern waren die USA eine Konjunkturlokomotive (mehr noch als Deutschland, wie Grafik 4 oben zeigte). Der Anteil der aufstrebenden Nationen ist wiederum in Deutschland mit 14% höher als in allen anderen großen Volkswirtschaften Europas, der Anteil der USA der zweithöchste nach Italien. Das bedeutet, die im Dax vertretenen Firmen haben in den letzten Jahren besonders von ihrer internationalen Ausrichtung und vor allem von einer starken Präsenz in den am schnellsten wachsenden Ökonomien profitiert; und wahrscheinlich auch von einer zyklisch hohen Investitionsgüternachfrage.¹

Für die deutsche Volkswirtschaft insgesamt gilt dies nur in geringerem Maße – der Auslandsanteil am Geschäft ist niedriger, das Gewicht von weniger zyklischen Branchen ist höher. Da sich die Weltwirtschaft seit dem Ende der Finanzkrise in einem zyklischen Aufschwung befindet, überrascht es folglich wenig, dass der Dax in den letzten Jahren ein größeres Plus verzeichnet hat als die Wirtschaftsleistung in Deutschland als Ganzes.

Börsenaufschwung in Deutschland moderat verglichen mit früheren Nachkrisenperioden

Der deutsche Aktienmarkt hat aber nicht nur einen größeren Zuwachs verzeichnet als die deutsche Wirtschaftsleistung, sondern auch die anderen großen europäischen Märkte abgehängt. Ist diese Outperformance i) auf eine außergewöhnlich starke Entwicklung in Deutschland zurückzuführen oder liegt sie ii) nur an einer eher mäßigen Erholung in den anderen Ländern?

i) Ein kurzer Blick auf den Dax im Nachgang der Rezessionen 1992/93 und 2003 genügt, um festzustellen, dass das Abschneiden nach der Rezession 2008/09 kein positiver Ausreißer war, sondern sogar leicht unterdurchschnittlich. Im Zeitraum von fünf Jahren nach dem jeweiligen Tiefpunkt des Dax im mit der Rezession einhergehenden Börsenabschwung zeigte das Barometer stets eine

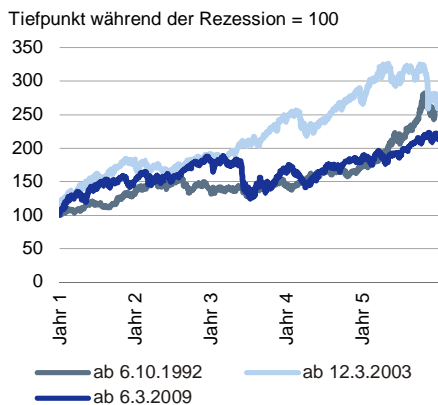
¹ Dabei ist zu berücksichtigen, dass dieser internationale Erfolg in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) nur teilweise abgebildet wird, denn viele Umsätze, die Dax-Unternehmen (häufig über Tochtergesellschaften) im Ausland erzielen, werden in der VGR nicht als Exporte erfasst, da die Produkte und Dienstleistungen direkt im Ausland hergestellt bzw. erbracht werden. Trotzdem schlagen sie sich über steigende Gewinne im Unternehmenserfolg auf Konzernebene und damit im Dax nieder.



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Nach dem Crash: Wertentwicklung des Dax-Kursindex

9



Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Research

starke Aufwärtsbewegung und konnte sich in allen drei Fällen mehr als verdoppeln. Am stärksten legte der Dax nach dem sehr scharfen Rückgang bis 2003 wieder zu, bevor er keine fünf Jahre nach seinem Tiefstand durch die globale Finanzkrise erneut in Mitleidenschaft gezogen wurde. Jedenfalls ist der aktuelle Aufschwung nach historischen Maßstäben nicht übermäßig ausgeprägt.

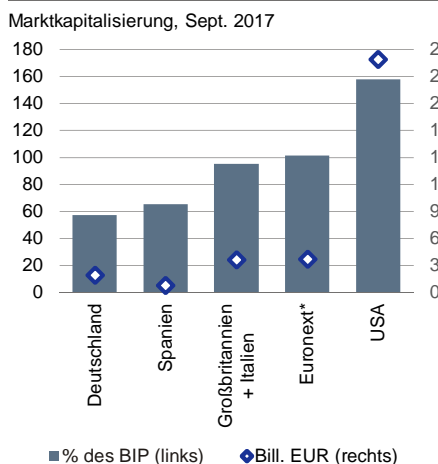
ii) Der Aufschwung in den anderen europäischen Ländern ist in der Tat schwächer ausgefallen als im historischen Kontext in einer wirtschaftlichen Erholungsphase üblich. So ist es in Italien und Spanien zu überhaupt keiner größeren Aufwärtsbewegung gekommen; die Kursniveaus liegen dort noch weit unter den vor der Finanzkrise erreichten Höchstständen. In Frankreich war der Aufschwung deutlich schwächer als in den späten 90er Jahren oder Mitte des letzten Jahrzehnts. Ähnliches gilt für Großbritannien, wo der FTSE 100 in diesem Jahr aber immerhin neue Rekorde erreicht hat.

Inwieweit hat die expansive, unkonventionelle Geldpolitik der letzten Jahre zu den Steigerungen am deutschen Aktienmarkt beigetragen? Wertpapierkaufprogramme („quantitative easing“, QE) sind erst seit der Finanzkrise weltweit in Mode gekommen. Das sogenannte „portfolio rebalancing“ ist dabei nur ein Kanal, neben Effekten wie einem schwächeren Wechselkurs oder einer reduzierten Volatilität, durch den QE zu höheren Aktienkursen beitragen kann: Die Notenbank verdrängt mit ihren Käufen von (klassischerweise) Staatsanleihen institutionelle Investoren aus sicheren Anlageklassen und bringt sie dazu, in riskantere Assets auszuweichen. Dies wirkt sich auf sämtliche Wertpapiermärkte aus – von Staatsanleihen über Unternehmensanleihen bis hin zu Aktien. Zudem hat die EZB erstmals negative Zinsen für Einlagen der Kreditinstitute bei der Notenbank eingeführt. Unter dem Strich dürfte die Geldpolitik den Aktienmärkten also erheblich geholfen haben.²

Deutscher Aktienmarkt trotz guter Entwicklung weiter ein relatives Leichtgewicht

Deutschland als Börsenschlusslicht

10



* Umfasst die maßgeblichen Börsen von Frankreich, den Niederlanden, Belgien und Portugal

Quellen: WFE, IWF, Deutsche Bank Research

Bei allen Zuwächsen und Rekordständen der letzten Jahre beim Dax und sogar mehr noch beim MDax, dem Index der Unternehmen der zweiten Reihe, stehen deutsche Aktien international mit Blick auf den Börsenwert weiterhin schwach da. Die Marktkapitalisierung aller börsennotierten deutschen Unternehmen beträgt zwar aktuell EUR 1.848 Mrd., ein Anstieg um 28% gegenüber Ende 2007. Relativ zur Wirtschaftsleistung hat die Quote aber nur stagniert bei 57%. Das entspricht dem letzten Platz unter den großen Volkswirtschaften in Europa und den USA, wobei für Großbritannien und Italien zusammen nur ein Wert existiert aufgrund des gemeinsamen Börsenbetreibers und der Wert für Frankreich zusätzlich die Niederlande, Belgien und Portugal umfasst.

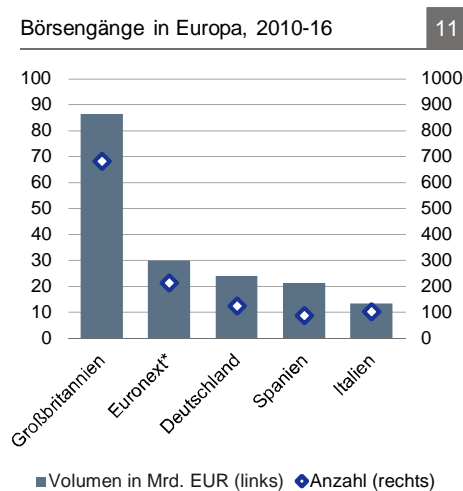
Darüber hinaus ist die Lücke zwischen Deutschland und Vorreitern mit einem breiteren und stärkeren Aktienmarkt seit 2007 sogar noch größer geworden. In den USA z.B. hat die Marktkapitalisierung um 55% zugenommen und das Verhältnis zum BIP ist von 136% auf 157% angestiegen. Selbst in Großbritannien und Italien, die unter dem Brexit und der Schuldenkrise leiden bzw. litten, gab es zusammengenommen beim Börsenwert relativ zum BIP ein leichtes Plus auf 95%. Daran, dass der deutsche Aktienmarkt unter den Industrieländern strukturell nur ein Leichtgewicht ist, hat sich also insgesamt – dem starken Wirtschaftswachstum und den Dax-Rekorden zum Trotz – im letzten Jahrzehnt überhaupt nichts geändert.

² Vgl. etwa Chen et al. (2017), Bhattarai und Neely (2016), Haldane et al. (2016), Fratzscher et al. (2014) oder Engen et al. (2015).



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

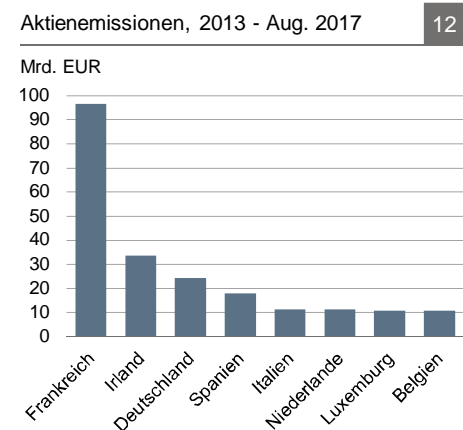
Auch bei Neuemissionen fehlt in Deutschland das Momentum



* Umfasst die maßgeblichen Börsen von Frankreich, den Niederlanden, Belgien und Portugal

Quellen: PwC, Deutsche Bank Research

Es ist das eine, wie viele und was für Unternehmen an der Börse gelistet sind, das andere, welches Momentum durch die Neuausgabe von Aktien und durch Börsengänge in den Markt gelangt. Wie sieht es also im „Dynamik-Ranking“ aus, nachdem Deutschland im „Status-Ranking“ nicht gut abschneidet? Hierfür eignet sich, erstens, ein Blick auf Börsengänge von Unternehmen – sowohl junger Firmen, die frisches Kapital für ihre Expansion brauchen, als auch von Unternehmen, deren bisherige Eigentümer sich von ihren Anteilen trennen und zurückziehen wollen. Börsengänge sind ein volatiles Geschäft und stark von aktuellen Marktbedingungen abhängig, insofern ist nur ein mehrjähriger Vergleich sinnvoll. Seit 2010 rangiert Deutschland unter den großen europäischen Volkswirtschaften im Mittelfeld, sowohl was die absolute Zahl der IPOs angeht als auch mit Blick auf das erzielte Volumen (EUR 24 Mrd.). Allerdings ist das noch das Positivste, was sich in dieser Hinsicht sagen lässt. Denn wenn man die Größe seiner Volkswirtschaft berücksichtigt, landet Deutschland erneut auf dem letzten Platz, was das Emissionsvolumen angeht, auch wenn es in Frankreich und Italien nicht wesentlich besser aussieht. Bei der Zahl der Börsengänge relativ zur Wirtschaftsleistung liegt Deutschland abgeschlagen hinten, d.h., einige größere IPOs haben die Volumenstatistik noch halbwegs gerettet, in der Breite dagegen findet Deutschland keinen Anschluss an die europäische Konkurrenz. Im Mittel kommt die größte Volkswirtschaft des Kontinents auf 18 Börsengänge pro Jahr – das kleinere Großbritannien auf 98.



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wie sieht es, zweitens, mit Neuemissionen von Aktien insgesamt aus, die üblicherweise von Kapitalerhöhungen dominiert werden, also von Transaktionen, bei denen sich ein bereits an der Börse gelistetes Unternehmen über die Ausgabe weiterer Aktien zusätzliches Eigenkapital beschafft? Hierfür liegen keine Daten zu Großbritannien vor, aber selbst innerhalb des Euroraums kommt Deutschland nur auf einen mittleren Rang. Die Bruttoemission von Aktien durch nichtfinanzielle börsennotierte Unternehmen summierte sich in Deutschland von Anfang 2013 bis August 2017 auf EUR 24 Mrd. Ein dürftiges Ergebnis, verglichen mit EUR 96 Mrd. in Frankreich, EUR 34 Mrd. in Irland oder EUR 18 Mrd. in Spanien. Deutschland kommt zwar auf einen Anteil am BIP des Euroraums von 29%, bei den Aktienemissionen in diesem Zeitraum jedoch nur auf 10%. Zu Zeiten der New Economy lag der Wert noch bei 40-50%, vor der Finanzkrise immerhin bei knapp 20%. In der Summe schneidet Europas größte Volkswirtschaft also auch im Dynamik-Ranking der Aktienmärkte eher schwach ab.

Gründe für die strukturelle Schwäche des deutschen Aktienmarkts

In einem primär auf die Finanzierung durch Banken ausgerichteten Finanzsystem spielt der Aktienmarkt naturgemäß eine kleinere Rolle als bei einer stärkeren Kapitalmarktorientierung. Insofern hat die eher geringe Größe des deutschen Aktienmarkts Tradition. Dafür gibt es neben der historisch gewachsenen Bedeutung des Bankensektors als wichtigstem (und schlagkräftigem) Intermediär zwischen Gläubigern und Schuldern eine Vielzahl von Gründen, zu denen u.a. zählen:³

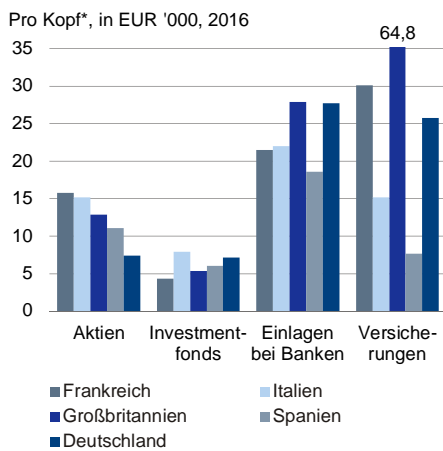
- Fremdkapital wird in Deutschland steuerlich gegenüber Eigenkapital bevorzugt, denn Zinsen auf Schulden können vom Vorsteuergewinn abgezogen werden, wohingegen Dividenden aus dem Nachsteuergewinn ausgeschüttet werden müssen. Da dies auch in vielen anderen Ländern der Fall ist, dämpft diese Verzerrung zwar die Entwicklung des Aktienmarkts, erklärt allerdings nicht die relative Schwäche Deutschlands.

³ Vgl. etwa Vitols (2003) oder Bundesbank (1997).



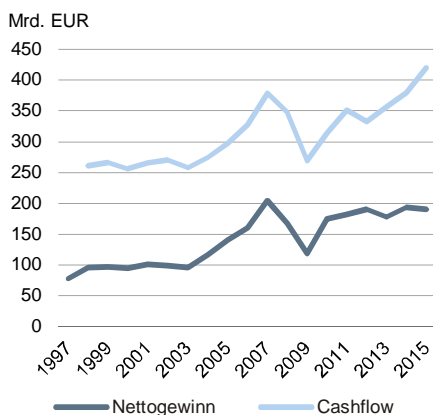
Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Finanzvermögen privater Haushalte 13



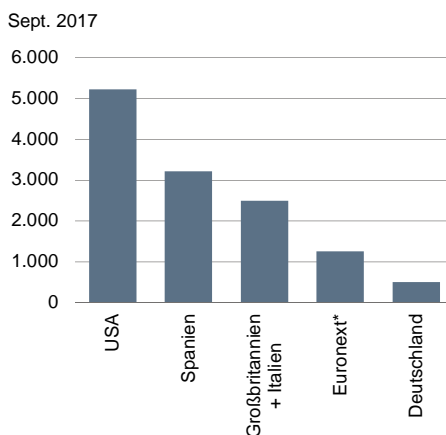
- Dem deutschen Rentensystem fehlt es an einer hinreichend weit verbreiteten und substanziellen kapitalgedeckten Komponente der privaten Altersvorsorge, die wie in anderen Ländern zumindest teilweise in den Aktienmarkt fließen könnte. Die Riesterrente, bei der dies immerhin möglich ist, leidet zunehmend unter mangelnder Nachfrage und hatte von vornherein den Nachteil, dass sie nur freiwillig war, statt auf Mechanismen zur Einbeziehung möglichst vieler Teilnehmer zu bauen. Zudem erschwert es die geforderte Garantie des (zumindest nominalen) Werterhalts der Beiträge den Produktanbietern, nennenswert in Aktien zu investieren.⁴
- Deutsche Privatanleger verhalten sich tendenziell konservativ und risikoscheu, was ein relativ geringer Aktienbesitz reflektiert und in dem Schlagwort der „fehlenden Aktienkultur“ seinen Ausdruck gefunden hat. So verfügen deutsche Haushalte im Durchschnitt nur über ein Aktienvermögen (direkte Aktienanlage, ohne Fonds) von 7.300 EUR pro Kopf, während der Wert in den anderen großen EU-Ländern zwischen 11.000 EUR und 15.700 EUR liegt. Dafür sind die Deutschen eher in risikoarmen Assetklassen wie Einlagen (27.600 EUR pro Kopf) und Versicherungen (25.700 EUR) investiert.⁵

Profitabilität der deutschen Unternehmen 14



- Viele mittelgroße, mittelständische Unternehmen in Deutschland sind (ausschließlich) in Familienbesitz, während sie gerade in angelsächsischen Ländern von ihren Eigentümern viel öfter an den Kapitalmarkt gebracht werden. Das mag zum Teil daran liegen, dass viele deutsche Unternehmen relativ alt sind und schon jahrzehntelang in Familienbesitz, sodass nicht mehr der Gründer allein über eine Börsennotiz entscheiden kann, sondern eine größere Zahl von Erben sich darüber einigen muss. Zudem kann in solchen Fällen der Druck größer sein, eine über Generationen gewachsene Tradition fortzuführen und die Kontrolle über den Familienbetrieb nicht dem „anonymen“ Markt zu überlassen – nicht zuletzt, da externe Investoren gegebenenfalls auf fundamentale Veränderungen dringen würden. Darüber hinaus gibt es auch viele an der Börse gelistete Firmen, bei denen Gründerfamilien weiterhin hohe Anteile halten, was die Zahl der frei handelbaren Aktien reduziert.⁶

Zahl börsennotierter Unternehmen 15



Neben diesen strukturellen Nachteilen der Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland kommen noch aktuelle Trends zum Tragen. Zum einen befördert zwar die gegenwärtig extrem expansive Geldpolitik der EZB mit Nullzinsen und einem umfangreichen Anleihekaufprogramm auch Investitionen in Aktien. Gleichzeitig hat sie aber die Finanzierungskosten für Fremdkapital so weit reduziert, dass Neuemissionen von Eigenkapital für Anbieter deutlich weniger attraktiv geworden sind. Zum anderen sind die deutschen Unternehmen dank des jahrelangen Konjunkturbooms insgesamt so profitabel, dass sie Kapital bequem über einbehaltene Gewinne aufbauen können und nicht extern bei Investoren aufnehmen müssen.

Allerdings wird die fehlende Nachfrage aus dem Inland in der Regel durch ausländische Investoren ausgeglichen, die bei attraktiven Kursen in den Markt einsteigen. So ist der Anteil ausländischer Aktionäre am Dax zwischen 2005 und 2015 bereits von 45% auf 58% gestiegen.⁷ Der deutsche Aktienmarkt leidet im internationalen Vergleich wahrscheinlich kaum unter einem Bewertungsabschlag, definitiv jedoch unter der extrem geringen Zahl börsennotierter Unternehmen.

⁴ Vgl. Niggemann und Rocholl (2010).

⁵ Siehe auch Bundesbank (2014).

⁶ Vgl. Franks und Mayer (2017).

⁷ Vgl. Ernst & Young (2016).



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Ausblick

Die positiven Schlagzeilen des Dax und MDax in den letzten Monaten und Jahren sollten nicht darüber hinweg täuschen, dass der deutsche Aktienmarkt im internationalen Kontext unterentwickelt bleibt. Ein stärkerer Aktienmarkt ist jedoch aus vielerlei Gründen wünschenswert:

- Er eröffnet Unternehmen Finanzierungsalternativen über Fremdkapital (Bankkredit, Anleihen etc.) und Gewinneinbehalt hinaus.
- Er erlaubt es Sparern, eigenverantwortlich für zukünftige Ausgaben etwa im Alter vorzusorgen und unabhängiger zu werden i) von der gesetzlichen Rente, deren Höhe von politischen und demografischen Faktoren getrieben wird, und ii) von klassisch-konservativen Sparformen, die seit Jahren nur geringe oder gar keine Zinsen bringen (wie Bankeinlagen oder Lebensversicherungspolice).
- Bei einem dynamischen Aktienmarkt können außerdem Start-up-Investoren leichter mittels eines Börsengangs aus einem erfolgreichen Jungunternehmen aussteigen und an ein breiteres Anlegerspektrum „übergeben“, was im Umkehrschluss ihre Bereitschaft erhöhen dürfte, Firmengründern die nötige Anschubfinanzierung zur Verfügung zu stellen. Nicht ohne Grund sind die gegenwärtig wertvollsten Unternehmen in den USA – und sogar weltweit – allesamt erst in den letzten 45 Jahren gegründet worden (nach absteigendem Alter: Microsoft, Apple, Amazon, Google/Alphabet und Facebook), während in dieser Zeit lediglich ein einziges heutiges Dax-Mitglied (SAP) entstand⁸, das allerdings treffenderweise heute ebenfalls das wertvollste deutsche Unternehmen ist.

Angesichts der Bedeutung junger, innovativer Firmen für Produktivitätswachstum und Beschäftigung – insbesondere in Zeiten technologischen Umbruchs wie momentan durch die Digitalisierung – ist es für eine davon besonders betroffene Volkswirtschaft wie Deutschland umso wichtiger, auf einen kräftigen, florierenden Aktienmarkt zurückgreifen zu können. Es wird deshalb spannend zu beobachten sein, ob die neue Bundesregierung auf diesem Gebiet Akzente setzen kann, etwa

- in Form einer Abschaffung der steuerlichen Benachteiligung von Eigen- gegenüber Fremdkapital
- durch die Einführung einer stärker kapitalmarktorientierten Säule der privaten Altersvorsorge z.B. im Stil des australischen oder US-amerikanischen Modells, was die Beteiligung von Privatanlegern erhöhen und den Rückstand gegenüber anderen Ländern verkleinern würde
- mittels einer Verringerung der bürokratischen Lasten, die mit einer Börsennotierung verbunden sind, was helfen könnte, dass mehr familiengeführte Unternehmen den Sprung aufs Parkett wagen, oder
- durch eine Senkung der Unternehmenssteuern und somit wettbewerbsfähigere und für Anleger attraktivere Unternehmen – nicht zuletzt, da sowohl die USA als auch Frankreich und Großbritannien eine niedrigere Körperschaftsteuer ins Auge gefasst haben.

⁸ abgesehen von Abspaltungen von Unternehmensteilen wesentlich älterer Konzerne



Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?

Solche Strukturreformen kämen nicht zuletzt im Kontext der angestrebten Europäischen Kapitalmarktunion genau zur rechten Zeit. Der Dax könnte mehr von dem sehr günstigen makroökonomischen Umfeld profitieren und würde weniger von strukturellen Faktoren zurückgehalten. Damit könnte der deutsche Aktienmarkt auch weiterhin Boden gegenüber seinen Pendanten in anderen europäischen Ländern gutmachen und den positiven Trend der letzten Jahre fortsetzen.

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Literatur

- Bhattarai, Saroj, und Christopher Neely (2016). A Survey of the Empirical Literature on U.S. Unconventional Monetary Policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Nr. 2016-021A.
- Bundesbank (1997). Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument. Monatsbericht Januar 1997, S. 27-41.
- Bundesbank (2014). Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise. Monatsbericht September 2014, S. 19-33.
- Chen, Qianying, Marco Lombardi, Alex Ross und Feng Zhu (2017). Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison. BIS working paper Nr. 610.
- Engen, Eric M., Thomas Laubach und David Reifschneider (2015). The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies. Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series 2015-005.
- Ernst & Young (2016). Wem gehört der DAX? Analyse der Aktionärsstruktur der DAX-Unternehmen 2015. Präsentation.
- Franks, Julian, und Colin Mayer (2017). Evolution of Ownership and Control Around the World: The Changing Face of Capitalism. University of Oxford, Saïd Business School Working Paper Nr. 2017-08.
- Fratzcher, Marcel, Marco Lo Duca und Roland Straub (2014). ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, International Spillovers and Transmission Channels. Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference hosted by the International Monetary Fund, 13.-14. November 2014.
- Haldane, Andrew G, Matt Roberts-Sklar, Tomasz Wieladek und Chris Young (2016). QE: the story so far. Bank of England Staff Working Paper Nr. 624.
- Niggemann, Taro, und Jörg Rocholl (2010). Pension Funding and Capital Market Development.
- Vitols, Sigurt (2003). Changes in German finance: Introducing more "market" into a bank-based system. United Nations University Maastricht, INTEC Working Paper Nr. 03-29.



Deutschland-Monitor

In der Reihe „Deutschland-Monitor“ greifen wir politische und strukturelle Themen mit großer Bedeutung für Deutschland auf. Darunter fallen die Kommentierung von Wahlen und politischen Weichenstellungen sowie Technologie- und Branchenthemen, aber auch makroökonomische Themen, die über konjunkturelle Fragstellungen – die im Ausblick Deutschland behandelt werden – hinausgehen.

- „ **Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder?**20. November 2017
- „ **Deutsche Arbeitsmarktpolitik: Es gibt noch genug zu schaffen!** 30. Oktober 2017
- „ **Bundestagswahl-Spezial 2017: The final countdown**19. September 2017
- „ **Deutsche Industriepolitik – Grundsätzliche Zurückhaltung lobenswert, aber wichtige Baustellen werden vernachlässigt** 30. August 2017
- „ **Deutsche Wohnungspolitik - Falsche Weichenstellungen korrigieren**.....23. August 2017
- „ **Staat oder Private, Umverteilung oder Wachstum - Wer gewinnt beim Steuerpuzzle der Parteien** 22. August 2017
- „ **Parteien schreiben Zukunftsvorsorge zu klein**17. Juli 2017
- „ **Deutsche Staatsfinanzen: Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber Demografie droht ...** 10. Juli 2017
- „ **Sinkendes deutsches Trendwachstum zu wenig im Fokus der Parteien** 3. Juli 2017

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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 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 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.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg