

Volkswirtschaft Spezial Kapitalmarkttrends

35 Jahre DAX

Juni 2023

..Deka



35 Jahre DAX

Eine 35-jährige Erfolgsgeschichte

Der DAX wurde am 1. Juli 1988 mit einer Presstextnotiz der drei Projektträger (Frankfurter Börse, Börsen-Zeitung und Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen) offiziell eingeführt. Der Tagesschlusskurs am 1.7.1988 betrug 1163,52 Punkte. Der Startzeitpunkt des DAX wurde dann auf den 1. Januar 1988 zurückgerechnet und mit 1000 Punkten festgelegt. Seinen Namen verdankt er übrigens Manfred Zaß, dem damaligen Vorstandsmitglied der DGZ Bank.

Damit war der Startschuss für eine Erfolgsgeschichte gefallen und pünktlich im Geburtsjahrgang beschenkt er sich und seine Anleger mit neuen Rekordständen. Seit seiner Auflage hat sich der Index versechzehnfacht, was einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von 8,1% entspricht.

Mit dieser Historie muss der DAX keinen internationalen Vergleich scheuen, er lässt über diesen Zeitraum gerechnet sowohl den breiten europäischen Aktienmarkt (Stoxx600) als auch den globalen Aktienmarkt (MSCI Welt) hinter sich.

Die Wertentwicklung des DAX der vergangenen 35 Jahre lässt erahnen, dass es sich bei dem Index um viel mehr als die rein rechnerische Abbildung des Wertes der mittlerweile 40 größten Unternehmen, die an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind, handelt. Der Index ist zugleich auch ein Stimmungsbarmeter, gezeichnet von ökonomischen, politischen und gesellschaftlichen Strömungen, der Entstehung und dem Platzen von Spekulationsblasen, und einem sich stetig verändernden wirtschaftlichen Umfeld und damit einer sich wandelnden industriellen Struktur.

Abb. 1 Performance DAX vs. MSCI World



Quelle: Bloomberg, DekaBank. Jeweils Monatsstände, 31.12.1987 = 1000. Beide Indizes wurden vergleichbar als Performanceindex gerechnet

Direkt nach seiner Auflegung profitierte der Index von der friedlichen Wiedervereinigung von Ost und West und konnte bis Mitte 1990 nicht nur massiv an Wert hinzugewinnen, sondern sich auch ganz deutlich von anderen Indizes positiv absetzen. Allerdings endet diese erste Börsenhausse Mitte 1990 recht abrupt und der Index musste seine erste Baisse, die mit einer Wertkorrektur von einem Drittel einherging, verkraften. Die Ursachen dafür waren allerdings nicht in Deutschland verortet. Auslöser waren zwei dramatische externe Ereignisse, zum einen löste der Irak im Sommer 1990 mit dem Überfall auf das Emirat Kuwait den zweiten Golfkrieg aus, was zu einem Beben an den Welt-Finanzmärkten führte, zum anderen brach nach extremen Exzessen, das Wirtschaftssystem in Japan zusammen.

Danach ging es viele Jahre stetig und steil nach oben. Exogene Schocks wie die Asienkrise 1997 oder die Russlandkrise 1998 haben zu spürbaren, aber nur kurzfristigen Rücksetzern im Index geführt. Deutlicher in Erinnerung geblieben ist die Entstehung und das anschließende Platzen der Technologieblase. Diese ließ den Index zunächst Ende der 1990er Jahre bis in das Jahr 2000 hinein in der Spitze auf 8.136 Punkte ansteigen. Die nachfolgende Korrektur, die zusätzlich durch die Terroranschläge im September 2001 verstärkt wurde, hat die Kurse dann bis in das Jahr 2003 hinein auf 2.188 Punkte stürzen lassen.

Es folgte eine fünfjährige Kursrally, in der sich der deutsche Index als Hauptprofiteur der Globalisierung ganz deutlich positiv von anderen Indizes, vor allem auch den US-amerikanischen, absetzen konnte. Mit der Banken- und Finanzmarktkrise folgte im Jahr 2008 dann aber der nächste große Absturz im Index. Doch auch dieser wurde, trotz der Staats- und Schuldenkrise in Europa im Jahr 2011, bereits im Jahr 2013 wieder mehr als aufgeholt. Weitere, zum Teil erhebliche Korrekturen wie die beim Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 führten zu spürbaren Korrekturen, allerdings gefolgt von ebenso rasanten Aufholbewegungen.

Gründungsmitglieder versus aktuelle Indexmitglieder: Ein Spiegelbild der wirtschaftlichen Veränderungen.

Die Zusammensetzung der im DAX enthaltenen Unternehmen hat sich im Laufe der Jahre deutlich verändert und ist damit zugleich ein Spiegelbild des sich permanent weiterentwickelnden wirtschaftlichen Umfeldes. Unternehmen müssen mit den technologischen und gesellschaftlichen Veränderungen Schritt halten, besser noch, diese Entwicklungen anführen. Nur so können sie im Umfeld eines globalen Wettbewerbs wachsen und ihre Marktkapitalisierung ausdehnen. Ein Vergleich der Gründungsmitglieder von damals mit den heute im DAX-Index enthaltenen Unternehmen macht diesen Wandel eindrucksvoll sichtbar.

35 Jahre DAX

Tab. 1 DAX-Gründungsmitglieder

Gebrauchsgüter	Volkswagen	Nixdorf	Tech.
	Daimler-Benz	Veba	Versorger
	Continental	RWE	
	BMW	Schering	Gesundheit
Industrie	Viag	Hoechst	
	Siemens	Bayer	
	MAN	Dresdner Bank	Finanzen
	Deutsche Lufthansa	Deutsche Bank	
	Deutsche Babcock	Commerzbank	
Rohstoffe	Thyssen	Bayerische Vereinsbank	Basis-konsum
	Mannesmann	Bay. Hypo- u. Wechselbank	
	Linde	Allianz	
	Feldmühle Nobel	Kaufhof	
	Degussa	Karstadt	
	BASF	Henkel	

Quelle: Qontigo, DekaBank. Klassifizierung: BICS (eigene Zuordnung).

Tab. 2 DAX-Mitglieder im Juni 2023

Gebrauchsgüter	Zalando	Deutsche Telekom	Kom.
	Volkswagen	Vonovia	Immo.
	Porsche Autom. Hldg.	SAP	Technologie
	Mercedes-Benz Group	Infineon	
	Porsche	RWE	Versorger
	Continental	E.ON	
Industrie	BMW	Siemens Healthineers	Gesundheit
	adidas	Sartorius	
	Siemens Energy	Qiagen	
	Siemens	Merck	
	Rheinmetall	Fresenius	Finanzen
	MTU Aero Engines	Bayer	
	Deutsche Post	Münchener Rück	
	Daimler Truck Holding	Hannover Rück	
Rohstoffe	Airbus	Deutsche Börse	
	Symrise	Deutsche Bank	
	Heidelberg Materials	Commerzbank	
	Covestro	Allianz	
	Brenntag	Henkel	Basis-konsum
BASF	Beiersdorf		

Quelle: Qontigo, Bloomberg, DekaBank. Fett = Gründungsmitglied. Klassifizierung: BICS.

Unter den aktuellen 40 Indexmitgliedern befinden sich zwölf Gründungsmitglieder, wobei mit der Commerzbank und Continental zwei Unternehmen zwischenzeitlich in den MDAX „abgestiegen“ waren und später wieder den „Aufstieg“ schafften. Im Fall von Continental waren es sogar je zwei Ab- und Aufstiege, beim Sport würde man wohl von einer „Fahrstuhl-Mannschaft“ sprechen.

Über die vergangenen 35 Jahre durchgängig dabei sind folgende zehn Unternehmen: neben den Automobilherstellern BMW, Mercedes-Benz (unter wechselnden Namen) und Volkswagen sind die Allianz, BASF, Bayer, Deutsche Bank, Henkel, RWE und Siemens die „Dauerbrenner“ im Index. Fasst man die Definition etwas weiter, könnte man auch E.ON als fusioniertes Unternehmen der beiden Gründungsmitglieder Veba und Viag dazuzählen. Außerdem sind die heutigen Mitglieder Infineon, Siemens Healthineers, Siemens Energy und Daimler Truck Holding Abspaltungen der Gründungsmitglieder Siemens und Daimler-Benz.

Von den übrigen Gründungsmitgliedern finden sich derzeit mit der Deutschen Lufthansa und Thyssen (heute Thyssenkrupp) zwei in der zweiten Börsenliga, also dem MDAX. Die übrigen Namen verschwanden im Laufe der Jahre von der großen Börsenbühne durch Fusionen oder Übernahmen. Den Anfang machten 1990 Nixdorf und Feldmühle Nobel, die von Siemens bzw. dem nordeuropäischen Unternehmen Stora übernommen wurden. Mitte der 1990er Jahre flog die Deutsche Babcock aus dem DAX, etwa zehn Jahre später wurden nach einem Insolvenzverfahren Teile des Unternehmens von Bilfinger bzw. Hitachi übernommen. 1996 musste Kaufhof den deutschen Leitindex verlassen, fünf Jahre später folgte mit Karstadt (bzw. KarstadtQuelle nach der Fusion 1999) der zweite große Warenhauskonzern. Heute firmieren beide unter Galeria Karstadt Kaufhof. 1998 fusionierten die Bayerische Vereinsbank und die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank. Die daraus entstandene Bayerische Hypo- und Vereinsbank gehörte rund sieben Jahr zum DAX, bevor sie 2005 von der italienischen UniCredit übernommen wurde.

Die Jahrtausendwende war die Hochzeit für Fusionen und Übernahmen. So fand im Jahr 2000 nicht nur die bereits erwähnte Fusion von Veba und Viag zu E.ON statt, auch die Übernahme und anschließende Aufspaltung von Mannesmann durch Vodafone schrieb Wirtschaftsgeschichte. Ein Jahr zuvor fusionierte Hoechst mit Rhône-Poulenc zu Aventis und ist heute Teil von Sanofi. In den 2000er Jahren verschwanden mit der Dresdner Bank (2009 Fusion mit der Commerzbank), Schering (2006 Übernahme durch Bayer) und Degussa (2006 Übernahme durch RAG – heute Teil von Evonik Industries) weitere Traditionsnamen von der Börsentafel. Im nächsten Jahrzehnt folgte MAN, das von Volkswagen übernommen und später als Teil von Traton wieder ausgelagert wurde.

Einen anderen Weg ging die Linde AG, die 2018 mit dem US-Konkurrenten Praxair zu Linde plc fusionierte und anschließend sowohl im S&P 500 als auch (als größtes Unternehmen) im DAX gelistet war. Im Februar dieses Jahres verließ das Unternehmen jedoch den deutschen Börsenplatz.

35 Jahre DAX

Tab. 3 DAX: „Auf- und Absteiger“

Zugänge	Jahr	Abgänge
Metallgesellschaft	1990	Feldmühle Nobel
Preussag	1990	Nixdorf
SAP	1995	Deutsche Babcock
Metro	1996	Kaufhof
Münchener Rück	1996	Continental
Deutsche Telekom	1996	Metallgesellschaft
Bay. Hypo- u. Vereinsbank	1998	Bay. Vereinsbank
adidas-Salomon	1998	Bay. Hypo- u. Wechselbank
Fresenius Medical Care	1999	Hoechst
Epcos	2000	Mannesmann
E.ON	2000	Veba
Infineon	2000	Viag
Deutsche Post	2001	Karstadt Quelle
MLP	2001	Dresdner Bank
Altana	2002	Degussa
Deutsche Börse	2002	Epcos
Continental	2003	MLP
Hypo Real Estate	2005	Bay. Hypo- u. Vereinsbank
Deutsche Postbank	2006	Schering
Merck KGaA	2007	Altana
K+S	2008	TUI
Beiersdorf	2008	Continental
Salzgitter	2008	Hypo Real Estate
Fresenius Pref.	2009	Infineon
Hannover Rück	2009	Deutsche Postbank
Infineon	2009	Hannover Rück
HeidelbergCement	2010	Salzgitter
Lanxess	2012	MAN
Continental	2012	Metro
Vonovia	2015	Lanxess
ProSiebenSat.1	2016	K+S
Covestro	2018	ProSiebenSat.1
Wirecard	2018	Commerzbank
MTU Aero Engines	2019	Thyssenkrupp
Deutsche Wohnen	2020	Deutsche Lufthansa
Delivery Hero	2020	Wirecard
Siemens Energy	2021	Beiersdorf
Airbus	2021	
Brenntag	2021	
HelloFresh	2021	
Porsche Autom. Holding	2021	
Puma	2021	
Qiagen	2021	
Sartorius	2021	
Siemens Healthineers	2021	
Symrise	2021	
Zalando	2021	
Beiersdorf	2021	Deutsche Wohnen
Daimler Truck Holding	2022	Beiersdorf
Hannover Rück	2022	Siemens Energy
Beiersdorf	2022	Delivery Hero
Siemens Energy	2022	HelloFresh
Porsche	2022	Puma
Commerzbank	2023	Linde
Rheinmetall	2023	Fresenius Medical Care

Branchenbetrachtung: Strukturveränderungen, Indexanpassungen aber auch viel Kontinuität

Bei allen Veränderungen der vergangenen 35 Jahre auf Einzeltitlebene ist auffällig, dass heute wie damals die Hälfte der Unternehmen den drei industrielastigen Sektoren Rohstoffe, Industrie und Gebrauchsgüter zugeordnet werden können. Ebenso sind 2023 und 1988 jeweils sechs Finanzdienstleister unter den Mitgliedern zu finden, wobei damals das Verhältnis von Banken zu Versicherungen bei 5:1 lag, während es heute 3:3 beträgt. Deutlich zugenommen von drei auf sechs hat die Anzahl der Unternehmen aus dem Gesundheitssektor. Dies ist nicht zuletzt der Erweiterung des Index von 30 auf 40 Mitgliedern im Jahr 2021 zu verdanken. Denn unter den zehn Aufsteigern waren drei Unternehmen aus diesem Sektor.

Der Wandel im Unternehmenssektor spiegelt sich jedoch nicht nur in den Zu- und Abgänge des Leitindex wider, sondern auch in der Entwicklung der Sektorengewichte. Diese liegen uns seit Mitte 2001 vor. Am auffälligsten ist in diesem Zeitraum der Bedeutungsverlust der Finanztitel: Zwischen 2001 und 2021 sank ihr Gewicht von knapp 29 % auf gut 12 %. Seitdem konnte der Sektor – u.a. durch die Aufnahme der Hannover Rück und der Commerzbank – wieder zulegen und erreicht derzeit ca. 17 %.

Gegenüber dem Tiefpunkt 2007 hat sich das Gewicht des Technologiesektors verdreifacht (aktuell knapp 15 %). Bemerkenswert daran ist, dass der Sektor – mit Ausnahme von knapp zwei Jahren (Wirecard) – unverändert aus den beiden Unternehmen SAP und Infineon besteht.

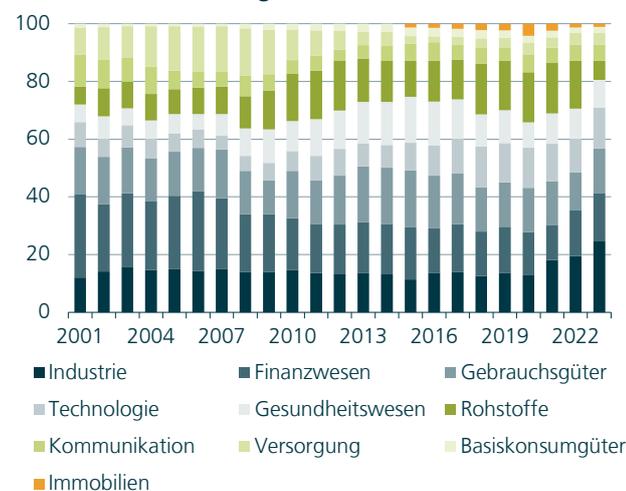
Ebenfalls eine Verdreifachung des Indexanteils konnte der Gesundheitssektor zwischen 2006 und 2015 aufweisen. Anschließend sank das Gewicht von etwa 16 % auf gut 10 %. Hauptverantwortlich für beide Entwicklungen war die Bayer AG, die Ende 2015 das mit Abstand höchste Gewicht im Leitindex aufwies. Gut sieben Jahre später war der Anteil etwa 5,5 Prozentpunkte niedriger, was in etwa dem Rückgang des Sektorengewichts entspricht.

Einen starken Bedeutungszuwachs erlangte in den 2000er Jahren der Rohstoffsektor, was in erster Linie mit der Entwicklung von BASF verbunden war. Nach einer kurzen Schwächephase war der Rohstoffsektor, u.a. dank der Linde-Fusion, am Ende der 2010er Jahre der gewichtigste im Leitindex. In diesem Jahr folgte dann nach dem Linde-Rückzug der Absturz auf ein Niveau, welches nicht weit über dem Wert von 2001 liegt.

Quelle: Qontigo, DekaBank. Nicht berücksichtigt werden technische Änderungen, z.B. Wechsel von Aktiegattungen desselben Unternehmens oder eintägige Notierungen nach Unternehmensabsplattungen.

35 Jahre DAX

Abb. 2 DAX: Sektorengewichte (in %)

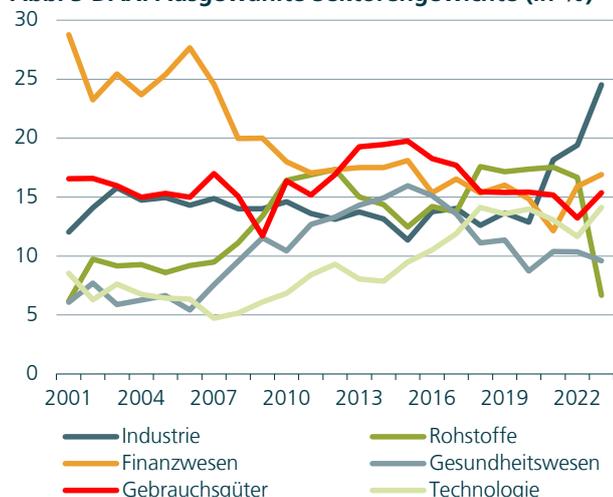


Quelle: Bloomberg, DekaBank. jeweils Jahresende (Ausnahme: 2023); Klassifizierung: BICS.

Der klare Profiteur der vergangenen Jahre ist der Industriesektor: Während der Anteil zwischen 2001 und 2020 relativ wenig um den Mittelwert von knapp 14 % schwankte, führten die Regeländerungen und die DAX-Aufstockung 2021 zur Aufnahme von Airbus. Im Zuge der Aufrüstungsdebatte stieg die Marktkapitalisierung von Airbus – wie auch die von Rheinmetall, das im März 2023 in den DAX aufstieg. Aktuell ist die Industrie mit rund 23,5 % der stärkste Sektor im deutschen Leitindex.

Eine Konstante für den Index stellt der Gebrauchsgütersektor dar, der – zumindest was den DAX betrifft – als Synonym für die Automobilindustrie betrachtet werden kann. Der Anteil des Sektors bewegt sich nahezu kontinuierlich zwischen 15 und 20 %, mit Ausnahme der Jahre 2022 und insbesondere 2009, in denen das Intervall kurzzeitig nach unten durchbrochen wurde.

Abb. 3 DAX: Ausgewählte Sektorengewichte (in %)



Quelle: Bloomberg, DekaBank. jeweils Jahresende (Ausnahme: 2023); Klassifizierung: BICS.

Hervorragend positionierte Unternehmen

Die Stärke des DAX beruht auf der Stärke der im Index enthaltenen Unternehmen. Der Export war schon immer das wichtigste Standbein der deutschen Wirtschaft. Bewährt und bekannt ist die Stärke in Sachen Qualität der Produkte und Dienstleistungen „Made in Germany“. Dennoch galt Deutschland Ende der 1990er Jahre als zu schwerfällig und die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie war gefährdet. Die damals einsetzende Globalisierung hätte somit durchaus zu einer Gefahr werden können. Doch die deutschen Unternehmen haben sich in einzigartiger Art und Weise den Herausforderungen der Globalisierung gestellt und sich auf diese eingrichtet.

Eine Phase der Lohnzurückhaltung, zusammen mit angebotsorientierten wirtschaftspolitischen Weichenstellungen wie der Agenda 2010, waren die Grundlage für die generelle Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich. Die deutschen Unternehmen konnten ihre technologischen Stärken im High-Tech Bereich ausspielen und qualitativ hochwertige Produkte und Dienstleistungen am Weltmarkt anbieten.

Diese herausragende Positionierung war die Grundlage für die Erfolgsgeschichte der vergangenen 35 Jahre und lässt sich nicht nur an der Indexentwicklung des DAX sondern auch an der Entwicklung der Unternehmensgewinne ablesen.

Außerordentliche Entwicklung der Unternehmensgewinne

Nicht nur der Index, sondern auch die Unternehmensgewinne feiern neue Höchststände. Gewinne sind eine gesellschaftlich stark diskutierte Größe. Vielen erscheinen Unternehmensgewinne als Einkommen, welches den Arbeitnehmern „weggenommen“ wird. Andere weisen darauf hin, dass Unternehmen Kapital brauchen, um erfolgreich zu sein und gut bezahlte Arbeitsplätze bereitstellen zu können. Dieses Kapital wird nur angelockt durch eine ausreichende Verzinsung, eben die Gewinne, aus denen die Dividenden gezahlt werden. Umso wichtiger wäre es, dass Dividenden bei Arbeitnehmern ankommen, indem die Beteiligung am Produktivvermögen möglichst breit in der Bevölkerung gestreut wäre.

Tatsächlich kommt der Blick auf die Gewinnentwicklung der in einem Index enthaltenen Unternehmen oftmals zu kurz, dabei ist er zur Beurteilung der Indexniveaus unabdingbar. Denn wer angesichts neuer Indexrekorde bereits Übertreibungen und damit die Sorge vor einem Crash nach der jahrelangen Aufwärtsbewegung heraufziehen sieht, kann beruhigt sein. Die Gewinnodynamik der im Index enthaltenen Unternehmen hält mit

35 Jahre DAX

der Kursentwicklung locker Schritt. Noch nie haben die im Index enthaltenen Unternehmen mehr Gewinn abgeliefert als im vergangenen Jahr.

Abb. 4 DAX: Gewinnentwicklung in Indexpunkten



Quelle: Factset, DekaBank. Basierend auf den tatsächlich erwirtschafteten Gewinnen, rollierend über die vergangenen 12 Monate.

Ähnlich wie die Indexentwicklung stellt auch die Gewinnentwicklung keine Einbahnstraße dar: Gewinne schwanken im Zeitablauf durch die einzelnen Wirtschaftsphasen. Allerdings bewegen sich die Gewinne über den langen Zeitraum betrachtet mit einer hohen Konstanz nach oben. Die Daten, die uns seit dem Jahr 2001 vorliegen, zeigen einen Anstieg der Indexgewinne auf mehr als das Siebenfache. Unterbrochen wurde der stetige Aufwärtstrend in diesem Zeitraum lediglich von zwei einschneidenden Phasen, die zu heftigen, aber nur relativ kurzen Gewinneinbrüchen führten, die Finanzmarktkrise der Jahre 2008 und 2009 sowie die Corona-Krise im Jahr 2020.

Während der Finanzmarktkrise sind die Indexgewinne innerhalb kürzester Zeit von ihrem Hochpunkt im Juni 2008 bis zu ihrem Tiefpunkt im September 2009 um 43% eingebrochen. Dennoch gelang dem DAX wesentlich schneller als anderen europäischen Indizes die Gewinnerholung. Dabei war es unter anderem von Vorteil, dass die Gewichtung von Finanztiteln wesentlich geringer war als beispielsweise im Eurostoxx 50. So konnte der DAX bereits im Jahr 2011 die Rekordniveaus aus dem Jahr 2009 wieder übertreffen. Der europäische Aktienmarkt hat seine Rekordgewinne aus dem Jahr 2009 dagegen erst im vergangenen Jahr wieder erreicht und wird sie erst in diesem Jahr übertreffen können.

Ebenso beeindruckend schnell gelang die Erholung der Unternehmensgewinne nach dem durch die Corona-Pandemie ausgelösten weltwirtschaftlichen Einbruch im Jahr 2020. Allerdings hatte der DAX in dieser Phase kein Alleinstellungsmerkmal, da eine rasante Gegenbewegung der Gewinne bei nahezu allen großen Indizes zu beobachten war.

Moderate Bewertung

Der imposante Anstieg der Unternehmensgewinne hat dazu geführt, dass trotz der Index-Rekordstände die Bewertungsrelationen von Kursen und Gewinnen von aktuell dem 11,5-fachen, in einem gesunden Verhältnis stehen.

Das war nicht immer der Fall. Mit dem Entstehen der großen Technologie-Spekulationsblase Ende der 1990er Jahre waren die KGVs in der Spitze auf das über 30-fache der erwarteten Unternehmensgewinne angestiegen. Die Erwartung an die Technologieunternehmen, in diese hohen Bewertungsrelationen hineinzuwachsen, konnten jedoch nicht in Gänze erfüllt werden.

Abb. 5 DAX: Kurs-Gewinn-Verhältnis



Quelle: Factset, DekaBank.

In der anschließenden Korrektur fielen die Bewertungen dann in den einstelligen Bereich zurück. Der DAX notierte im Jahr 2003 sogar leicht unterhalb seines Buchwertes (also der Summe der einzeln bewerteten Bilanzposten abzüglich des Fremdkapitals), eine Marke, die nur in absoluten Krisenzeiten und dann auch nur für einen sehr kurzen Zeitraum erreicht wurde, so wie in den Jahren 2009, 2011 und 2020.

Phasen der Bewertungskontraktionen sind in der Regel heftig aber kurz, während die Phasen der Bewertungsausweitung über einen wesentlich längeren Zeitraum tragen. Seit dem Platzen der Technologieblase notierte der Index in den letzten 20 Jahren in einer KGV-Bandbreite von 7 bis 18 mit einer durchschnittlichen KGV-Bewertung von 13,5. Aktuell liegt die Bewertung somit unter dem langjährigen Durchschnitt, was eine sehr gute Ausgangslage für die kommenden Jahre darstellt und für Kursanstiege spricht, die auch in Zukunft mindestens mit der Entwicklung der Unternehmensergebnisse schritthalten werden.

35 Jahre DAX

Dividende

Es kommt bei der Aktienanlage aber nicht nur auf die Kursgewinne an. Ein ganz wichtiger Teil des gesamten Anlageerfolges geht auf die Dividendenausschüttungen der Unternehmen zurück. Der DAX berücksichtigt diesen Beitrag implizit. Denn interessanterweise hat sich bis heute gehalten, dass der Index als „Performance Index“ berechnet und veröffentlicht wird. Das bedeutet, dass sämtliche historischen Dividendenzahlungen in die Indexentwicklung eingerechnet werden. Damit unterscheidet sich das DAX-Indexkonzept deutlich von anderen globalen Leitindizes, die als reine „Kursindizes“ veröffentlicht werden.

Bei direkten Vergleichen einzelner Indizes ist somit Vorsicht angebracht. Im Laufe der Jahre entstehen durch die unterschiedlichen Berechnungsweisen deutliche Abweichungen. Besonders ersichtlich wird dies im direkten Vergleich des DAX Performance Index und des DAX Kursindex. Denn während der Performance Index Ende Mai 2023 beim 15,7-fachen des Ausgangswerts vom Dezember 1987 notierte, erreichte der Kursindex zum selben Zeitpunkt nur das 6,2-fache seines Ausgangswerts. Damit stieg der Kursindex um durchschnittlich 5,3 % pro Jahr, wohingegen sich die Gesamterträge auf 8,1 % p.a. beliefen.

Abb. 6 DAX: Performanceindex vs. Preisindex



Quelle: Bloomberg, DekaBank. Jeweils Monatsendstände, 31.12.1987 = 1000.

DAX im internationalen Vergleich

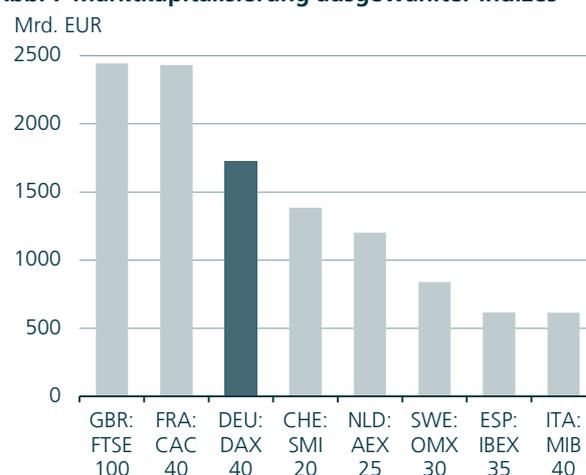
Auch nach 35 Jahren ist der DAX das wichtigste Börsenbarometer in Deutschland. Ein Aufstieg in den Leitindex ist für die meisten Firmen nach wie vor erstrebenswert. Eine Mitgliedschaft in der ersten deutschen Börsenliga bringt den im DAX gelisteten Unternehmen Prestige, verschafft Gehör, sorgt vor allem aber auch für einen guten Zugang zu Kapital, da der Index eine beliebte Benchmark darstellt und entsprechend weitverbreitet repliziert wird.

Allerdings darf sich der DAX nicht auf seinen Lorbeeren ausruhen. Sowohl die Unternehmen als auch der Börsenplatz Deutschland stehen im harten internationalen Wettbewerb. Was den Börsenplatz anbelangt musste erst in diesem Jahr ein herber Verlust vermeldet werden. Mit Linde hat nicht nur eines der Gründungsmitglieder den DAX verlassen, sondern zugleich auch das zuletzt schwergewichtigste Unternehmen im Index. Die Linde hat aufgrund ihrer Größe und guten Performance regelmäßig die Kappungsgrenze des DAX von 10 % überschritten und wurde so in der Gewichtung begrenzt. Auch wenn Linde ihren Ursprung in Deutschland hat, so war sie schon lange kein rein deutsches Unternehmen mehr. Spätestens mit der Fusion mit Praxair und der Verlegung des Firmensitzes nach Irland ist sie ein multinationales Unternehmen geworden, das zu drei Vierteln in US-amerikanischem Besitz ist. Andere erfolgreiche Unternehmen wie Biontech haben erst gar nicht den Weg an die deutsche Börse gewählt, sondern haben gleich ein Listing in den USA angestrebt. Mit einer Marktkapitalisierung von 27 Mrd. US Dollar wäre der Aktie selbst bei einem geringen free float ein Platz im DAX sicher.

Auf der anderen Seite sind auch Unternehmen im DAX enthalten, die ihren Börsensitz außerhalb von Deutschland haben. Ganz prominent, mit einer Gewichtung von rund 6 Prozent, ist dies die Airbus SE, die ihren Sitz in Frankreich hat. Grundsätzlich spricht nichts dagegen, dass sich ein Unternehmen an verschiedenen Börsenplätzen notieren lässt und dann auch in unterschiedlichen Indizes vertreten ist.

Gemessen an der Marktkapitalisierung hat der DAX durchaus noch Luft nach oben, was der Vergleich mit anderen europäischen Leitindizes zeigt.

Abb. 7 Marktkapitalisierung ausgewählter Indizes

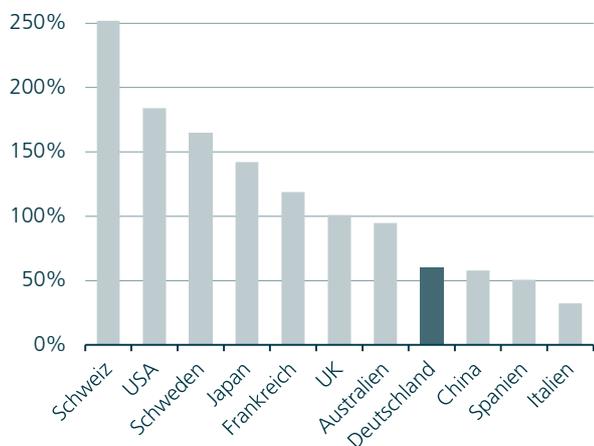


Wert unter Index-Kürzel=Anzahl Indexmitglieder. DAX: Marktkapitalisierung aller Aktiegattungen der 40 Unternehmen. Quelle: Bloomberg, DekaBank.

Der ebenfalls 40 Werte umfassende französische Leitindex hat eine deutlich höhere Marktkapitalisierung als der DAX und selbst der nur 20 Werte umfassende Schweizer Leitindex reicht erstaunlich nah an die Marktkapitalisierung des DAX heran.

35 Jahre DAX

Abb. 8 Marktkapitalisierung in Relation zum BIP



Marktkapitalisierung aller im Umlauf befindlicher, aktiv gehandelter, primärer Aktien (ohne ETFs und ADRs) in Relation zum nominalen BIP; Länderauswahl, Quelle: Bloomberg, Weltbank, Macrobond, DekaBank.

Damit der DAX auch in Zukunft eine international bedeutende Benchmark bleibt, braucht es eine starke Unternehmensbasis in der heimischen Wirtschaft. Deutschland, als viertgrößte Wirtschaftskraft der Welt gemessen am Bruttonominalprodukt, hat eine hervorragende Ausgangslage, in der Top Liga der internationalen Aktien-Leitindizes mitzuspielen. Allerdings hat Deutschland eine stark mittelständisch geprägte Unternehmenslandschaft und ein ausgeprägtes Defizit in Sachen Kapitalmarktaffinität. Dies erklärt auch, warum die Marktkapitalisierung aller deutschen Aktien in Relation zur Wirtschaftsleistung im internationalen Vergleich eher unbedeutend ist.

Ein Gradmesser für den Zustand der deutschen Volkswirtschaft ist der DAX somit nicht. Eher lassen sich aus ihm Rückschlüsse über den Zustand der Weltwirtschaft ziehen. Denn neben der technologischen Führerschaft in vielen Bereichen profitieren die DAX-Unternehmen von ihrer globalen Ausrichtung. Aktuell erwirtschaften die im Index enthaltenen Unternehmen lediglich 17% ihrer Umsätze in Deutschland. Dagegen stammen 23% der Umsätze aus den USA und 20% aus der Region Asien/Pazifik.

Die nächsten 35 Jahre

Der Blick in den Rückspiegel hat gezeigt, dass es die im DAX notierten Unternehmen in den vergangenen 35 Jahren geschafft haben, durch allen Strukturwandel hindurch weltweit wettbewerbsfähig zu bleiben und zu wachsen.

Die Herausforderungen halten an. Das Wachstum deutscher Unternehmen wurde massiv von der Globalisierung begünstigt. Doch die Globalisierung hat ihren Zenit schon lange überschritten, die Globalisierungsgeschwindigkeit lässt nach, was spätestens seit dem konfrontativer werdenden Kurs zwischen

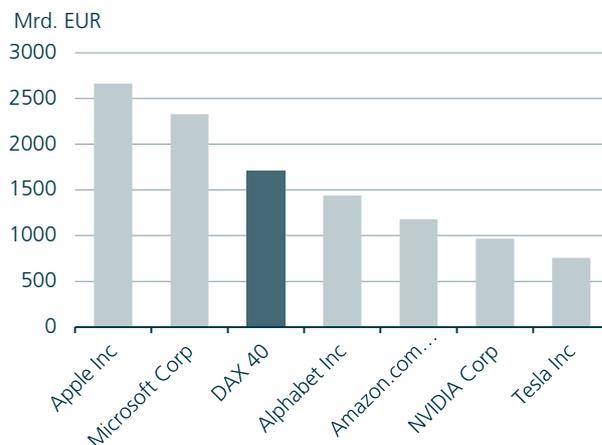
den USA und China auch auf der Unternehmensebene zu spüren ist. Die 2020er Jahre werden keine Rückkehr der Trends der vergangenen Jahrzehnte bereithalten, es wird für die Unternehmen also darauf ankommen, in einer von zunehmend regionalen Interessen geprägten Wirtschaftswelt zurecht zu kommen. Das bedeutet vor allem, Resilienz aufzubauen gegenüber politischen Einflüssen, sowohl auf der Produktions- als auch auf der Absatzseite.

Neben dem Umgang mit der stockenden Globalisierung wird es für die deutschen Unternehmen aber auch ganz entscheidend darauf ankommen, ob sie dazu in der Lage sind, nicht nur auf den rasanten technologischen Wandel zu reagieren, sondern in den neuen Feldern ebenfalls globale Spitzenpositionen einzunehmen. Noch besitzen die Unternehmen in vielen Bereichen eine hervorragende Stellung und können qualitativ hochwertige Produkte und Dienstleistungen anbieten. Allerdings zeigt sich, dass das rasante Wachstum in einigen konsumnahen Technologiebereichen komplett an den deutschen Unternehmen vorbeigegangen ist.

Diese Entwicklung lässt sich im direkten Vergleich der großen US-amerikanischen Technologie- und Plattformunternehmen mit dem DAX deutlich ablesen. Diese haben in den letzten 15 Jahren nicht nur den US-Leitindex aufgrund ihrer steigenden Gewichtung kontinuierlich nach oben gezogen, sondern auch die Schere in der Wertentwicklung gegenüber nahezu allen anderen globalen Indizes, und so auch gegenüber dem DAX, massiv auseinandergehen lassen.

Die Corona-Pandemie hat den Geschäftsmodellen dieser quasi Monopolunternehmen dann einen zusätzlichen Schub verliehen und so bringen heute einzelne Unternehmen eine deutlich größere Marktkapitalisierung als die 40 DAX zusammengenommen auf die Waage.

Abb. 9 Marktkapitalisierung in Mrd. Euro



DAX: Marktkapitalisierung aller Aktiegattungen der 40 Unternehmen. Quelle: Bloomberg, DekaBank.

35 Jahre DAX

Die Unternehmen dürfen nicht aufhören, weiterhin in ihre Kernkompetenzen zu investieren. Die weltweit führende Stellung in bestimmten Branchen oder Produktgruppen muss permanent gegen Konkurrenz verteidigt werden. Nicht zuletzt gegenüber Unternehmen aus den Emerging Markets. Hat man bisher in dieser Region vor allen Dingen stark von der rasanten Entwicklung der Absatzmärkte profitieren können, so droht von dort nun auch immer stärker die Gefahr konkurrenzfähiger Wettbewerber. Die Unternehmen aus diesen Ländern sind auf der Entwicklungsstufe einen enormen Schritt vorangekommen, oder aber sie kaufen sich Wissen in den Bereichen der Technik, des Designs, des Marketings oder des Managements von außen zu. Dabei werden sie oftmals auch durch Subventionen der Heimatregierung großzügig unterstützt, so dass sich im freien Wettbewerb Verzerrungen ergeben, was für die deutschen Unternehmen zukünftig eine Gefahr darstellen könnte. Im richtigen Umgang mit dem veränderten Umfeld aber gleichzeitig auch große Chancen bietet.

Eines sollte man dabei allerdings nicht unterschätzen: die Innovationsfähigkeit gerade der deutschen Unternehmen. Viele Unternehmen spielen in den Zukunftsfeldern bereits heute eine weltmarktführende Rolle, dies gilt gerade auch in den Wachstumsbereichen der Industrie 4.0, der Nachhaltigkeit oder auch der Biotechnologie.

Vermeintlich kommt gegenwärtig wieder Kritik an den Standortbedingungen für Unternehmen in Deutschland auf. Vom Mangel an Arbeitskräften über zu rigiden Regulierungen bis hin zu Energiepreisen reicht eine lange Liste. Die Aktienkurse der deutschen Unternehmen sind davon nicht so direkt betroffen wie es auf den ersten Blick erscheint: DAX Unternehmen sind internationale Unternehmen. Sie erzielen achtzig Prozent ihrer Umsätze im Ausland und auch die Eigentümer sitzen zu achtzig Prozent außerhalb Deutschlands. Somit muss man die Debatte um die Qualität der DAX Unternehmen entkoppeln von der Qualität des Wirtschaftsstandortes in Deutschland. Ganz unabhängig sind Börse und Wirtschaft aber natürlich nicht: Unternehmen, die immer mehr Produktion ins Ausland verlagern, drohen den Bezug zum Ursprungsland zu verlieren und könnten am Ende auch den Börsenplatz verlassen. Daher kommt es für die deutsche Wirtschaftspolitik sehr wohl darauf an, die Wertschöpfung, die in diesen Bereichen entsteht, nicht abwandern zu lassen, so dass neben dem DAX auch die deutsche Volkswirtschaft davon profitiert.

Wenn dies dem DAX in den nächsten 35 Jahren genauso gut gelingt, wie es ihm seit seiner Auflegung gelungen ist, dann würde er zu seinem 70. Geburtstag bei rund 250.000 Punkten notieren. Aber selbst die größten Apokalyptiker, die dem DAX keine Kurssteigerungen zutrauen, müssen zur Kenntnis nehmen, dass alleine über die Ausschüttung und Wiederanlage der Dividenden der Index bei einer gleichbleibenden Dividendenrendite von 3% seinen 70. Geburtstag bei einem Indexstand von 45.000 Punkten feiern könnte.

Wir rechnen für die kommenden Jahre mit einer Renditeentwicklung von durchschnittlich 6% pro Jahr – unter den aus der Vergangenheit bekannten Schwankungen. Auf den ersten Blick sind das geringere Aussichten für den Aktienmarkt als dies in der Vergangenheit der Fall war. Der Hintergrund dafür liegt darin, dass das weltwirtschaftliche Wachstum tatsächlich in den kommenden Jahrzehnten weltweit geringer sein wird als in den vergangenen Jahrzehnten. Eine Reihe von Belastungsfaktoren, insbesondere die weltweite demografische Entwicklung, sind hierfür die Ursache. Dieser geringere Renditeausblick betrifft aber alle Anlageklassen. Das beste Beispiel sind die so genannten sicheren Zinsanlagen, also etwa Bankanlagen oder Staatsanleihen. Zwar ist hier der positive Zins zurückgekommen. Aber trotz des rasanten Zinsanstiegs in den vergangenen beiden Jahren liegen auch die Zinsen deutlich unterhalb ihres langjährigen Durchschnitts. Nach Abzug einer – ebenfalls deutlich gestiegenen – Inflationsrate stellt sich die Aktienanlage sogar als die einzige Anlageform unter den genannten heraus, die noch eine positive „reale“ Rendite produzieren kann. Das bedeutet, dass trotz der Rückkehr des Zinses lediglich die Anlage von Spargeldern „in der Wirtschaft“ in der Lage ist, die Kaufkraft des Vermögens zu erhalten, geschweige denn zu vermehren.

Bei diesen Perspektiven ist es umso erfreulicher, dass der DAX seinen Geburtstag nicht nur zu Index-Rekordständen feiert, sondern auch mit einer Rekordzahl an Aktionärinnen und Aktionären in Deutschland teilt. Noch nie hat es in Deutschland mehr Aktienbesitzer als im vergangenen Jahr gegeben. Zwar liegt Deutschland im internationalen Vergleich damit nach wie vor zurück, aber der Trend stimmt hoffnungsfroh, dass immer mehr und vor allem junge Menschen die Chancen wahrnehmen, am Wachstum von Unternehmen zu partizipieren. Mit dem DAX haben die Anlegerinnen und Anleger ein hervorragendes Vehikel, um auch in der Zukunft einen hohen realen Wertzuwachs ihres Ersparnis zu ermöglichen.

35 Jahre DAX

DAX Performanceindex

31.12.1987	31.05.1988	31.05.1989	31.05.1990	31.05.1991	31.05.1992	31.05.1993	31.05.1994	31.05.1995	31.05.1996
31.05.1988	31.05.1989	31.05.1990	31.05.1991	31.05.1992	31.05.1993	31.05.1994	31.05.1995	31.05.1996	31.05.1997
8,34%	29,90%	31,06%	-7,61%	5,82%	-9,50%	30,39%	-1,30%	21,09%	39,52%
31.05.1997	31.05.1998	31.05.1999	31.05.2000	31.05.2001	31.05.2002	31.05.2003	31.05.2004	31.05.2005	31.05.2006
31.05.1998	31.05.1999	31.05.2000	31.05.2001	31.05.2002	31.05.2003	31.05.2004	31.05.2005	31.05.2006	31.05.2007
56,97%	-8,96%	40,23%	-13,87%	-21,31%	-38,10%	31,47%	13,75%	27,62%	38,47%
31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012	31.05.2013	31.05.2014	31.05.2015	31.05.2016
31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012	31.05.2013	31.05.2014	31.05.2015	31.05.2016	31.05.2017
-9,97%	-30,38%	20,72%	22,29%	-14,11%	33,27%	19,10%	14,79%	-10,08%	22,92%
31.05.2017	31.05.2018	31.05.2019	31.05.2020	31.05.2021	31.05.2022				
31.05.2018	31.05.2019	31.05.2020	31.05.2021	31.05.2022	31.05.2023				
-0,08%	-6,97%	-1,19%	33,09%	-6,70%	8,87%				

DAX Preisindex

31.12.1987	31.05.1988	31.05.1989	31.05.1990	31.05.1991	31.05.1992	31.05.1993	31.05.1994	31.05.1995	31.05.1996
31.05.1988	31.05.1989	31.05.1990	31.05.1991	31.05.1992	31.05.1993	31.05.1994	31.05.1995	31.05.1996	31.05.1997
7,07%	26,41%	28,22%	-9,88%	2,49%	-12,13%	28,11%	-4,02%	19,23%	37,42%
31.05.1997	31.05.1998	31.05.1999	31.05.2000	31.05.2001	31.05.2002	31.05.2003	31.05.2004	31.05.2005	31.05.2006
31.05.1998	31.05.1999	31.05.2000	31.05.2001	31.05.2002	31.05.2003	31.05.2004	31.05.2005	31.05.2006	31.05.2007
54,99%	-10,55%	38,98%	-15,37%	-22,68%	-39,64%	28,56%	10,56%	24,80%	34,62%
31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012	31.05.2013	31.05.2014	31.05.2015	31.05.2016
31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012	31.05.2013	31.05.2014	31.05.2015	31.05.2016	31.05.2017
-12,92%	-33,42%	17,04%	18,28%	-17,14%	28,88%	15,75%	11,95%	-12,64%	19,75%
31.05.2017	31.05.2018	31.05.2019	31.05.2020	31.05.2021	31.05.2022				
31.05.2018	31.05.2019	31.05.2020	31.05.2021	31.05.2022	31.05.2023				
-3,10%	-9,82%	-2,97%	28,53%	-9,73%	5,34%				

MSCI World Net Total Return (USD)

31.05.1987	31.05.1988	31.05.1989	31.05.1990	31.05.1991	31.05.1992	31.05.1993	31.05.1994	31.05.1995	31.05.1996
31.05.1988	31.05.1989	31.05.1990	31.05.1991	31.05.1992	31.05.1993	31.05.1994	31.05.1995	31.05.1996	31.05.1997
-0,97%	13,61%	6,65%	0,64%	1,18%	13,79%	9,62%	10,39%	17,81%	17,05%
31.05.1997	31.05.1998	31.05.1999	31.05.2000	31.05.2001	31.05.2002	31.05.2003	31.05.2004	31.05.2005	31.05.2006
31.05.1998	31.05.1999	31.05.2000	31.05.2001	31.05.2002	31.05.2003	31.05.2004	31.05.2005	31.05.2006	31.05.2007
20,02%	13,13%	13,60%	-14,95%	-12,56%	-9,86%	23,60%	11,35%	17,98%	24,51%
31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012	31.05.2013	31.05.2014	31.05.2015	31.05.2016
31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012	31.05.2013	31.05.2014	31.05.2015	31.05.2016	31.05.2017
-3,68%	-34,83%	13,60%	28,07%	-11,02%	27,77%	18,87%	5,70%	-3,96%	16,42%
31.05.2017	31.05.2018	31.05.2019	31.05.2020	31.05.2021	31.05.2022				
31.05.2018	31.05.2019	31.05.2020	31.05.2021	31.05.2022	31.05.2023				
11,57%	-0,29%	6,80%	40,63%	-4,82%	2,07%				

Quelle: Bloomberg, DekaBank.

35 Jahre DAX

Autoren:

Joachim Schallmayer
Gunnar Meyke

Herausgeber:

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater
DekaBank, Makro Research
Tel. (0 69) 71 47 - 28 49
E-Mail: economics@deka.de

Redaktionsschluss: 21.06.2023

Internet: <https://deka.de/deka-gruppe/research>

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



DekaBank
Deutsche Girozentrale
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 7147 - 0
Telefax: (0 69) 7147 - 1376
www.deka.de