

# moneymarkets

INTERVIEW

## Das Wachstum wird sich fortsetzen“

von ARNO KONKEL



Dr. Ulrich Stephan,  
Chef-Anlagestrategie  
Privat- und Firmenkun-  
den bei der Deut-  
schen Bank, spricht  
im großen FOCUS-  
MONEY-Interview **über  
günstige Aktien,  
seine favorisierten  
Branchen** und warum  
ihm trotz hoher  
**Inflation** die  
Fantasie für Gold fehlt

## Vita

### Dr. Ulrich Stephan

Studium der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre. **1997** Promotion an der Universität zu Köln und am Massachusetts Institute of Technology

Ab **2001** als Chief Investment Officer für Anlagestrategien und Portfolio-Management für Privatkunden verantwortlich

Von **2008 bis 2010** Leitung des Private Banking für Privat- und Geschäftskunden der Deutschen Bank

Chef-Anlagestrategie für Privat- und Firmenkunden der Deutschen Bank seit 2010. In dieser Funktion verantwortet er **seit 2010** die Marktanalyse und die Anlagestrategie

Im **Juli 2021** zusätzlich Übernahme der Funktion des Chef-Anlagestrategen für vermögende Privatkunden (Wealth Management) in Deutschland

**Sie haben eine schwungvolle Erholung in Europa angekündigt. Nach den schwachen volkswirtschaftlichen Daten aus China und der Angst vor der Delta-Variante des Coronavirus ist die Luft allerdings zwischenzeitlich aus den europäischen Indizes gewichen. Worauf haben sich Anleger nun einzustellen?**

*Dr. Ulrich Stephan:* Es war und ist natürlich klar, dass sich die Wachstumsdynamik mit fortschreitender Zeit wieder verlangsamen würde. Die Entwicklung im ersten Halbjahr 2021 – und hier speziell im zweiten Quartal – ist im Vergleich zum Vorjahr vor allem durch Aufholeffekte gekennzeichnet. Daher ist die derzeitige Situation weder überraschend noch besonders erschreckend. Das bedeutet allerdings nicht, dass wir auf eine Rezession zusteuern – im Gegenteil. Das Wachstum wird sich im laufenden Jahr und auch 2022 fortsetzen. Kürzlich gab die Bundesbank ihre BIP-Prognose heraus und geht für Deutschland für 2021 von 3,7 Prozent Zuwachs aus. Dabei soll die Dynamik im dritten Quartal 2021 gegenüber dem Vorquartal noch einmal zunehmen. Für 2022 sind es dann 5,2 Prozent. In den USA, in China und in Asien wird sich die Wachstumsgeschwindigkeit meiner Ansicht nach etwas reduzieren.

**Viele Volkswirtschaften sind eng mit der chinesischen verknüpft. Welche Folgen hat der schwache wirtschaftliche Ausblick Chinas für die Weltwirtschaft?**

*Stephan:* Frei nach dem ehemaligen US-Präsidenten Bill Clinton: „It’s the politics, stupid“. Wirtschaft und Konjunktur sind in China stark politisch getrieben. Beispiel Stahlproduktion: Chinas Regierung möchte den Ausstoß für 2021 auf dem Niveau von 2020 einfrieren. Nach einem Zuwachs von acht Prozent im ersten Halbjahr bedeutet das nun, dass im zweiten Halbjahr zehn Prozent weniger erzeugt werden sollen. Unmittelbar nach der Ankündigung sanken die Preise für Nickel und Eisenerz. Das sind aber, so gesehen, hausgemachte und gewollte Maßnahmen. Es ist denkbar, dass die People’s Bank of China, also die chinesische Zentralbank, im September noch einmal die Mindestreservesätze für die Banken senkt, um Liquidität zur Verfügung zu stellen. Wir rechnen im laufenden Jahr für China mit gut acht Prozent BIP-Wachstum und im kommenden Jahr mit mehr als fünf Prozent. Das ist also schon Jammern auf hohem Niveau.

**Da liegen Sie mit Ihrer Wachstumsprognose gleich zwei Prozentpunkte über der der chinesischen Regierung. Sind Chinas Volkswirte mit einem BIP-Wachstum von sechs Prozent einfach zu konservativ unterwegs?**

*Stephan:* Die sechs Prozent beziehen sich auf den Durchschnittswert. Wenn China das große Ziel erreichen möchte, Mitte der 2030er-Jahre das Wohlstandsniveau eines mittleren Industriestaats aufzuweisen, braucht es Wachstumsraten von etwa fünf Prozent pro Jahr. Außerdem hat die gesamte chinesische Wirtschaft die ökologische Transformation noch vor sich. Dafür wird ebenfalls noch viel Geld fließen. Ich bin optimistisch, dass China weiterhin wachsen wird.

**Reißende Lieferketten in der Chip-Industrie und Warteschlangen vor Chinas Häfen bereiten Ihnen mit Blick auf die Weltwirtschaft kein Kopfzerbrechen?**

*Stephan:* Die Diskussion um Lieferketten und Häfen ist corona-bedingt. Acht von zehn der weltgrößten Häfen liegen in China. Diese können aufgrund der No-Covid-Strategie allerdings nicht an der Kapazitätsgrenze arbeiten. Bei manchen Häfen ist auch die Infrastruktur nicht auf dem neuesten Stand. Anders als sonst bei kon- ▶

junkturrellen Umschwüngen haben wir es derzeit allerdings nicht mit einer Nachfrageproblematik zu tun. Die Nachfrage ist riesengroß, aber das Angebot hält nicht Schritt. Das äußert sich nun in steigenden Preisen, beispielsweise bei Grundstoffen und Zwischenprodukten. Aber auch bei der Containerschifffahrt, deren Preise sich teilweise verzehnfacht haben. Für einige Branchen ist das fraglos ein schwieriges Umfeld. Dennoch denke ich nicht, dass dadurch die gesamte Konjunktur aus der Bahn geworfen wird – weder in diesem noch im nächsten Jahr. Vielmehr rechne ich mit einem temporären Effekt, der sich bei Überwindung der Pandemie mit steigender Impfquote auflösen wird.

**Was bedeutet das für die Börse? Müssen wir dennoch erst einmal mit einer Korrektur rechnen?**

*Stephan:* Wir sehen seit Mitte März 2020 durchweg steigende Börsenkurse. Geld- und Fiskalpolitik haben den Trend befördert, die Volatilität ist insgesamt gesunken. Nach dem herausragenden zweiten Quartal 2021 mit Unternehmensgewinnen, die sich im Durchschnitt im Vergleich zum Vorjahr praktisch verdoppelt haben, kann es nun passieren, dass die Gewinndynamik etwas nachlässt. In Verbindung mit der Tapering-Diskussion in den USA ist es möglich, dass die Börse dann korrigiert. Das halte ich angesichts der bisher rasanten Erholung allerdings für konsequent und gesund. Für Anleger ergibt sich bei einer kurzfristigen Korrektur die Chance für einen Einstieg.

**Wann sehen wir denn die 17 000-Punkte-Marke im Dax, wenn die Korrektur lediglich temporär ist?**

*Stephan:* Eine Korrektur ist keine Katastrophe. Sie bietet Chancen. Ich denke, der Dax könnte sich im kommenden Jahr in Richtung 17 000 Punkte bewegen. Was sind schließlich die alternativen Anlagen zu Aktien?

**Was erwarten Sie für die Entwicklung der Unternehmensgewinne in Deutschland, im Dax?**

*Stephan:* Für 2021 rechnen die Analysten mit 42 Prozent Zuwachs, im kommenden Jahr werden es etwa sechs Prozent sein. Erstaunlich ist, dass wir nach wie vor positive Gewinnrevisionen verzeichnen. Die Gewinnerwartungen steigen also weiter, was ein positives Signal von Unternehmensseite darstellt.

**Dann können wir also davon ausgehen, dass die Gewinnentwicklung der Unternehmen die Kurse weiterhin rechtfertigen wird?**

*Stephan:* Richtig. Teilweise ist es sogar so, dass bei einigen Aktien und sogar kompletten Indizes die Gewinnerwartungen höher gestiegen sind als die zugrunde liegenden Kurse und diese somit in der Bewertung heruntergekommen sind. Das wird sich nicht in dem Maß fortsetzen, da die Gewinne nicht mehr in dieser Größenordnung steigen werden. Aber sie steigen.

**Wie beurteilen Sie die Bewertung des deutschen Leitindex?**

*Stephan:* Der Dax weist ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von derzeit 13,9 aus. Im Vergleich zu US-Werten – und speziell Tech-Werten – ist das günstig.

**Welche Branchen sehen Sie denn vorn, welche haben noch Kraft für Zuwächse?**

*Stephan:* Ich denke, dass noch in diesem Jahr die großen Corona-Verlierer zur Aufholjagd blasen werden. Das sind hauptsächlich zyklische Aktien, die in den vergangenen Monaten aufgrund der Delta-Variante und lückenhafter Lieferketten nicht gut gelaufen sind. Finanzwerte haben gute Chancen, von Versorgern und Verbrauchsgüterproduzenten (Haushaltsartikel) würde ich erst einmal die Finger lassen.

**Der Dax hat bald 40 Mitglieder, da fällt die Wahl bei den Blue Chips noch schwerer. Empfinden Sie die Reform als Aufwertung für den Index?**

*Stephan:* Ja, vor allem mit Blick auf die Marktkapitalisierung, die natürlich mit mehr Mitgliedern um etwa ein Fünftel steigen wird. Parallel dazu steigt aber auch die Qualität, da die Unternehmen mindestens zwei Jahre Gewinn (auf Ebitda-Basis, Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) gemacht haben müssen, im Prime Standard der deutschen Börse notiert sein müssen und das Berichtswesen insgesamt höhere Anforderungen stellt. Auf diese Weise wird der Dax sicherlich noch mehr internationales Publikum anziehen. Es wird mehr Handel geben und die Liquidität wird steigen. Andererseits dürfen wir nicht vergessen, dass der MDax etwas an Attraktivität verliert, wenn zehn seiner Mitglieder in den Dax aufsteigen werden.

**Wer sind denn die großen Aufstiegsprofiteure unter den Dax-Neulingen?**

*Stephan:* Das ist schwierig zu sagen. Historisch betrachtet, profitieren Aufsteiger in den ersten zwölf Monaten der Zugehörigkeit so gut wie gar nicht. Meist verzeichnen die Unternehmen Zuwächse im Zeitraum vor dem eigentlichen Aufstieg. Gemessen an der Größe des Streubesitzes, der für die Börse ein wichtiges Kriterium ist, ist Airbus der größte Aufsteiger. Die Entwicklung wird allerdings eher von der Frage getrieben werden, wie es nach der Pandemie mit der Luftfahrt weitergeht.

**Einen äußeren Einflussfaktor stellt die Bundestagswahl im September dar. Oder stimmt es tatsächlich, dass politische Börsen kurze Beine haben?**

*Stephan:* Dieses Mal scheint es in der Tat etwas anders zu sein. Wir befinden uns mit dem Ende der Ära Merkel vor einem großen Wechsel. Schauen wir uns die Umfragen an, ergibt sich nach wie vor ein diffuses Bild ohne klaren Favoriten. Das macht eine Prognose schwierig und sorgt für Unsicherheit bei großen Fragen. Beispielsweise in der Europa-Politik und in der Umweltpolitik im Sinne der

„  
Eine  
Korrektur  
ist keine  
Katastrophe“

grünen Transformation. Ich rechne damit, dass wir keinen grundsätzlichen Richtungswechsel erleben werden. Daher wird Deutschland weiterhin ein wichtiger und spannender Finanzplatz für Investoren sein.

**Aktien eignen sich auch in einem Umfeld mit hoher Inflation. Welche Entwicklung erwarten Sie bei der Teuerung?**

*Stephan:* Die Notenbanken glauben, dass die hohe Inflation ein temporärer Effekt ist, der durch Basiseffekte und administrative Preise getrieben ist. Will sagen: Wir haben im laufenden Jahr mit einer besonders hohen Inflation von bis zu fünf Prozent zu rechnen, aber bereits im kommenden Jahr reduziert sich der Wert aufgrund des Basiseffekts.

Als inflationsfördernd können sich die Lohnverhandlungen mit den Gewerkschaften erweisen. Diese werden ihre Forderungen natürlich nicht an den niedrigen Inflationserwartungen für das kommende Jahr orientieren, sondern an der momentan hohen Inflationsrate von etwa vier Prozent. In den USA lassen sich diese Tendenzen beobachten. Im Gastronomiebereich sind die Löhne bereits deutlich gestiegen. Auch deshalb, weil kaum Personal zu finden ist. Ich erwarte in diesem Jahr eine hohe Inflationsrate, die sich – wie beschrieben – 2022 abschwächen sollte. Allerdings ist aufgrund der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, verbunden mit der ökologischen Transformation, einer höheren Resilienz der Lieferketten und potenziell steigender Löhne eine höhere künftige Inflationsrate angelegt.

**Eine hohe Inflation vernichtet auch Erträge. In Deutschland ist der Realzins auf einem Rekord-Tiefstand. Für die US-Aktien rechnen einige Analysten mit Erträgen von nur noch zwei Prozent. Das klingt für Anleger sehr bitter.**

*Stephan:* Zwei Prozent halte ich für extrem wenig. Allein die Dividenden und Aktienrückkaufprogramme sollten in einer Bandbreite von drei bis vier Prozent liegen. Letztere haben in den USA einen hohen Stellenwert und ziehen derzeit wieder an. Wenn wir zusätzlich noch volkswirtschaftliches Wachstum verzeichnen, bin ich fest davon überzeugt, deutlich mehr als zwei Prozent Ertrag mit US-Aktien erzielen zu können. Ich gehe aber davon aus, dass sich Europa und Japan mit Blick auf die Vielzahl an zyklischen Werten mittelfristig besser entwickeln könnten als die USA.

**Wenn wir geografisch in den USA bleiben, drängt sich jetzt die Frage auf, was wir von der Fed zu erwarten haben. Genauer gesagt: wann wir welche Maßnahme zu erwarten haben und wie sie sich auf die Märkte auswirken wird. Denken Sie, dass eine weniger großzügige Geldpolitik bereits im Anleihenmarkt eingepreist ist?**

*Stephan:* Der Anleihenmarkt gibt uns in der Tat einige Rätsel auf. In den USA liefen die zehnjährigen Anleihen bis auf 1,75 Prozent Rendite. In Deutschland hat sich die Bundesanleihe zeitweilig der Null von unten angenähert. Mittlerweile befinden wir uns im amerikanischen Anleihenmarkt wieder bei 1,35 Prozent und in Deutschland mit zehnjährigen

“  
**Wir verzeichnen nach wie vor positive Gewinnrevisionen“**

gen Bundesanleihen bei minus 0,4 Prozent. Das ist erstaunlich. Die Sitzungsprotokolle der US-Notenbank deuten an, dass noch im laufenden Jahr mit einer Rückführung des Anleihenkaufprogramms begonnen werden könnte. Der Markt rechnet mit einem ersten Zinsschritt im kommenden Jahr, zwei weitere sollen 2023 folgen und 2024 wiederum ein weiterer Zinsschritt, womit wir erneut bei einem Leitzins von einem Prozent stünden. In Summe würde das lange Ende der Zinsen nach oben schnellen. Wenn es noch im laufenden Jahr zum Tapering kommt, sind für T-Bonds 1,75 Prozent realistisch. Die Bundesanleihe käme dann vielleicht auf minus 0,2 Prozent.

**Kürzlich warnten Sie, dass die Zinssensitivität im S&P-500 auf einem Rekordhoch notiert. Was haben sich Anleger darunter vorzustellen?**

*Stephan:* Wenn Sie künftige Gewinne der Unternehmen bewerten möchten, benötigen Sie einen Zins. Denn die künftigen Gewinne müssen auf den heutigen Tag abdiskontiert werden, um vergleichbar zu sein. Je höher der Zinssatz ist, desto weniger sind die potenziellen Gewinne der Zukunft heute wert. Wenn wir uns nun fragen, wo die Werte mit großen Gewinnhoffnungen beheimatet sind, kommen wir schnell auf die Technologie und damit auf die USA. Speziell Aktien aus den Bereichen Wasserstoff und E-Mobilität und andere Werte der ökologischen Transformation wurden bereits zu Jahresanfang stark abgestraft, weil der Zins etwas gestiegen ist. Und diese von mir gern als Millennial-Aktien bezeichneten Werte wären auch jetzt wieder von einem Zinsanstieg betroffen, da sie zukünftig hohe Gewinne erwarten lassen, momentan aber teilweise keine vorweisen können. Sie sind also zinssensitiv. Im Gegensatz zu beispielsweise robusten Versorgern oder etablierten Telekommunikationsunternehmen.

**Wie sollten sich denn Anleger nun positionieren? Welche Regionen und Branchen sind Ihre Favoriten?**

*Stephan:* Ich sehe Chancen bei zyklischen Werten: Tourismus, Finanzen, Energie, Bau und Konstruktion, europäische Stahlwerte, aber auch Automobilhersteller. Letztere könnten sich trotz der Halbleiterdiskussion und vor allem vor dem Hintergrund der E-Mobilität positiv entwickeln.

**Wie stehen Sie zu Gold angesichts der hohen Inflation?**

*Stephan:* Gold gehört als Absicherung ins Depot, ist meiner Ansicht nach aber nicht der Renditebringer der Stunde. Zudem müssen Sie Dollar und Zinsen im Blick behalten. In einem Umfeld mit hoher Inflation ist Gold prinzipiell interessant, doch bei hoher Inflation steigen tendenziell auch wieder die Zinsen, was das Edelmetall wiederum unattraktiv macht. Mir fehlt momentan die Fantasie für höhere Goldpreise.

**Aber nicht für Aktien?**

*Stephan:* So sieht es aus.