

# Taper Tantrum wiederholt sich nicht

Deutsche Bank nennt in Studie fünf Gründe für Widerstandsfähigkeit von Schwellenländer-Währungen

Anders als beim Taper Tantrum im Sommer des Jahres 2013 haben sich die Schwellenländer-Währungen bislang widerstandsfähig gegen steigende US-Zinsen gezeigt. Die Deutsche Bank nennt in einer Studie fünf Gründe für die verhältnismäßig gute Performance – und warnt vor Risiken im weiteren Jahresverlauf.

Bei den Schwellenländer-Währungen hat dies bislang kaum Spuren hinterlassen. Leichte Kursverluste der Anlageklasse werden am Markt vor allem auf interne Probleme einzelner Länder wie der Türkei zurückgeführt. Für die Widerstandsfähigkeit der Schwellenländer-Währungen hat die Deutsche Bank nun fünf Ursachen ausgemacht und diese in einer Kurzstudie zusammengefasst.

## Realzinsen kaum höher

Erstens weist deren Autor Gautam Kalani, der bei dem Institut in London arbeitet, darauf hin, dass die realen Zinsen in den USA zuletzt deutlich weniger gestiegen sind als die nominalen Zinsen – und auch diese jüngst wieder zurückgefallen seien. „Schwellenländer-Währungen reagieren stärker auf reale als auf nominale Zinsen“, schreibt Kalani.

Zweitens weist der Währungsstrategie auf den globalen konjunkturellen Aufschwung hin, der sich in den Einkaufsmanagerindizes und im Fall Asiens in starken Exportdaten widerspiegelt. „Schwellenländer-Währungen sind eine sehr wachstumssensitive Anlageklasse.“

Drittens weist Kalani auf die stabile wirtschaftliche Situation in China hin. Die Lage in der Volksrepublik sei typischerweise ein wichtiger Antriebsfaktor für die Risikobereitschaft globaler Anleger. „Das robuste Wachstum in China hat außerdem geholfen, die Rohstoffpreise gut zu unter-

stützen“, so der Analyst. Zuletzt hatten sich insbesondere die Währungen von Rohstoffexporteuren wie Russland gut entwickelt.

Viertens sprechen Kalani zufolge die Investmentflüsse für Schwellenländer-Währungen. „Die Abflüsse aus den Emerging Markets nach der US-Wahl waren nur von kurzer Dauer“, so der Experte. „Sie haben sich bereits wieder umgekehrt und sich in Zuflüsse verwandelt, sowohl bei Anlagen in lokaler Währung wie auch bei Aktien.“ Dies könnte teilweise durch die Positionierung von Anlegern erklärt werden. „Die kumulativen Zuflüsse in die Emerging Mar-

wundbarkeit“ der Schwellenländer an. Als Anlageklasse seien die Emerging Markets daher weniger starken Risiken ausgesetzt. Die Bewertung der Währungen sei attraktiver geworden. Fundamentaltrage dazu bei: höhere reale Zinsen, der Aufbau von Währungsreserven und eingegrenzte Inflation. „In der Folge sind die Emerging Markets weniger verwundbar als in der Vergangenheit, auch wenn sie noch immer einem schnellen und starken US-Zinsanstieg ausgeliefert sind. Aber sie können mehr externen Schmerz aushalten als 2013“, schreibt Kalani. Vor diesem Hintergrund könnten die Schwellenländer trotz steigender US-Zinsen in den kommenden Wochen vor einer Rally stehen, lautet seine Schlussfolgerung.

## Risiko US-Steuerreform

Im weiteren Jahresverlauf könnten die Risiken für Schwellenländer-Währungen jedoch wieder steigen, warnt der Strategie. Als Hauptgefahr sieht er eine Reduzierung der Bilanz der Federal Reserve – und damit steigende US-Realzinsen – sowie Fortschritte bei der US-Unternehmenssteuerreform und einer Grenzsteuer in den Vereinigten Staaten. Letzteres sei negativ für Exporteure aus den Schwellenländern und positiv für die US-Realzinsen – und damit negativ für Schwellenländer-Währungen.

**Seminare – Events  
Lehrgänge**

**Geld ist rund und rollt weg,  
aber Bildung bleibt.**

Heinrich Heine (1797–1856)

Unser aktuelles Seminarangebot unter  
**www.wm-seminare.de**

kets im Vorfeld der US-Wahlen waren viel kleiner als vor dem Taper Tantrum.“

Schließlich führt Kalani als Fünftes die „verbesserten Fundamentaldaten und geringere externe Ver-

# Dividendensumme im Dax auf Rekordniveau

Weitere Steigerung für 2017 erwartet

**Börsen-Zeitung, 17.3.2017**  
ku Frankfurt – Die Dividenden der Unternehmen im Dax für das vergangene Jahr sind auf Rekordniveau gestiegen. Zu diesem Ergebnis kommen die Analysten der Commerzbank in einer jetzt vorgelegten Studie. Für 2016 haben die 30 Konzerne im deutschen Leitindex 31,7 Mrd. Euro an die Aktionäre ausgekehrt, so viel wie nie zuvor und mehr, als gemäß der Konsensschätzung der Analysten erwartet worden war. Gegenüber Vorjahr ergibt sich ein Anstieg von 8,6%. Die Dividendenrendite lag nach Angaben der Analysten bei 2,6%. Sie ist zwar in den vergangenen Jahren wegen der Hausse am Aktienmarkt tendenziell gesunken, nach Einschätzung der Commerzbank bleibt sie allerdings im Vergleich zu der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 0,4% und von 1,2% bei in Euro denominierten Corporate Bonds mit einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren und einem Rating von „BBB“ attraktiv.

## Stützender Faktor

Die Dividendenentwicklung im Dax bleibe ein wichtiger den Aktienmarkt stützender Faktor. Für 2017 sind die Analysten der Commerzbank optimistisch: Aufgrund ihrer Bottom-up-Analyse rechnen sie mit einem Anstieg der Dividendensumme im Dax von 7,4% auf 34,1 Mrd. Euro.

23 der 30 Unternehmen im Dax hätten für den abgelaufenen Turnus ihre Dividende angehoben. Nur zwei Unternehmen hätten sie gesenkt. Zehn der Dax-Konzerne hätten für 2016 eine Dividende gezahlt, die über den Markterwartungen gelegen habe. Dies seien Allianz, BMW, Continental, Deutsche Bank, Deutsche Post, Fresenius Medical Care, Heidelberg Cement, Linde, Munich Re und SAP. Dagegen hätten nur fünf Dividendenankündigungen enttäuscht, nämlich die von Daimler,

Merck, ProSiebenSat.1, RWE und Thyssenkrupp.

Die Analysten verweisen auf den Einfluss der Dividenden auf den Dax, der im Gegensatz zu den meisten anderen internationalen wichtigen Aktienbarometern als Performance-Index angelegt ist, der Dividenden einbezieht. Andere Indizes wie der S&P500 lassen als Kursindizes die Ausschüttungen außen vor. Der Dax habe seit dem Beginn der aktuellen Hausse im März 2009 um 228% zugelegt. Davon hätten Dividenden 75 Prozentpunkte beigetragen. Der Dax-Kursindex, der die Dividenden nicht berücksichtigt, habe sich im gleichen Zeitraum um 153% verbessert. Während der Dax – als Performance-Index – derzeit bei rund 12080 Punkten steht, notiert der Dax-Kursindex bei lediglich 5800 Zählern. Dividenden hätten also bisher 6200 Indexpunkte beim Dax als Performance-Index ausgemacht.

Die Dividendenrendite liege im Dax-Durchschnitt derzeit um 220 Basispunkte (BP) über derjenigen der zehnjährigen Bundesanleihen. Dieser Spread weicht stark von seinem langjährigen Durchschnitt ab. Wie die Analysten der Commerzbank errechneten, lag die Rendite zehnjähriger deutscher Anleihen im Durchschnitt von 29 Jahren um 130 BP höher als die Dividendenrendite im Dax.

## S & P 500 vorn

Würde man den US-Leitindex S&P500 nach Art des Dax berechnen, stünde er nach Berechnungen der Commerzbank aktuell bei 18500 Punkten. Diese Berechnung setzt voraus, dass der S&P500 wie der Dax im Januar 1988 mit 1000 Indexpunkten als Performance-Index gestartet wäre. Ein S&P500, der also exakt wie der Dax berechnet würde, wiese seit 1988 eine um 54% bessere Performance auf als der deutsche Leitindex.

## Lyxor lanciert Green-Bond-ETF

**Börsen-Zeitung, 17.3.2017**  
ck Frankfurt – Der französische ETF-Anbieter Lyxor hat den nach eigenen Angaben weltweit ersten Green-Bond-ETF lanciert. Der Lyxor Green Bond UCITS ETF bildet den Solactive Green Bond EUR USD IG-Index ab. Das Produkt mit der ISIN LU1563454310 ermöglichte Zugang zu einem Portfolio von 116 auf Euro und Dollar lautende Investment-Grade-Green-Bonds. Um in den Index aufgenommen zu werden, müssten Anleihen den Standards der Climate Bond Initiative entsprechen, eine Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten sowie ein Marktvolumen von mindestens 300 Mill. Euro oder Dollar aufweisen. Angetrieben durch eine verstärkte Nachfrage der Investoren und verschiedene politische Initiativen wachse der Markt für Green Bonds dynamisch. Zwischen 2013 und 2016 sei das Volumen der Neuemissionen von 11 Mrd. auf 81 Mrd. Dollar gestiegen. Der Gesamtmarkt belaufe sich inzwischen auf 170 Mrd. Dollar. Der physisch replizierende ETF ist an der Euronext handelbar. Die Gesamtkostenquote wird mit 0,25% angegeben.

# Yellen drückt Dollar auf Monatstief

Euro zeigt sich deutlich fester – Dissens in Bank of England belastet Pfund

**Börsen-Zeitung, 17.3.2017**  
ku Frankfurt – Der Dollar ist gegenüber einem Korb aus den Währungen der wichtigsten sechs Handelspartner auf ein Monatstief gefallen. Der Dollar-Index gab bis auf 100,25 Punkte nach, damit auf den niedrigs-

ten Stand seit dem 9. Februar. Am Abend notierte der Dollar-Index dann bei 100,46 Punkten, ein Minus von 0,3% gegenüber Vortag. Am Markt hieß es, die Akteure am Devisenmarkt hätten vor allem darauf reagiert, dass Janet Yellen, die Chefin der US-Notenbank Federal Reserve, auf ihrer Pressekonferenz nach der Zinsentscheidung keinerlei Hinweise auf eine Beschleunigung der Zinserhöhungen gegeben hat. Stattdessen ließ sie erneut erkennen, dass sie einen graduellen Kurs in der Geldpolitik bevorzugen.

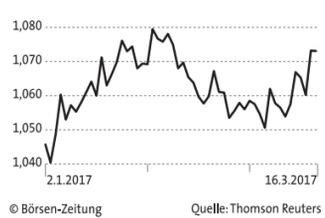
## DEVISEN

Der Euro wurde zudem durch den Ausgang der Wahlen in den Nieder-

landen beeinflusst, bei denen sich der Rechtspopulist Geert Wilders nicht durchsetzen konnte und mit seiner Partei hinter dem Ergebnis der Partei des regierenden Premierministers Mark Rutte lag. Die Gemeinschaftswährung kletterte bis auf 1,0746 Dollar, damit auf den höchsten Stand seit dem 7. Februar. Am Abend wurde der Euro zu 1,0732 Dollar gehandelt. Am Mittwochabend, also vor der Zinsentscheidung der Fed und der Bekanntgabe der Wahlergebnisse in den Niederlanden, hatte der Euro bei rund 1,06 Dollar gestanden. Händler betonten, es gebe nun eine sich verstärkende Hoffnung, dass sich bei der noch wichtigeren Wahl in Frankreich die Rechtspopulisten Marine Le Pen ebenfalls nicht durchsetzen wird.

Das britische Pfund ist am Donnerstag auf den höchsten Stand seit zwei Wochen geklettert. Sterling befestigte sich bis auf 1,2374 Dollar, fiel später aber leicht auf 1,2363 Dollar zurück. Die Niedrigzinspolitik der Bank of England ist innerhalb

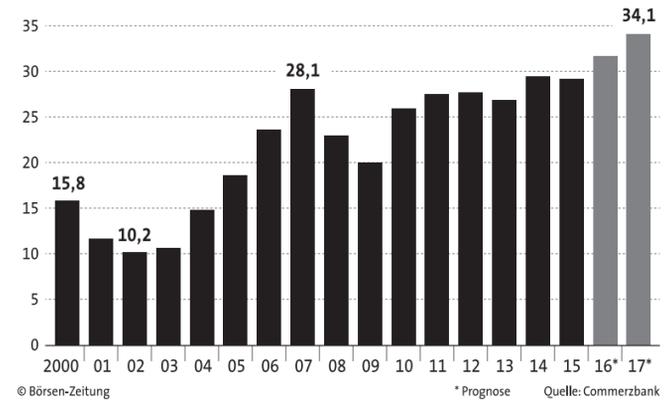
## Euro in Dollar



der Notenbank nicht mehr unumstritten. Bei der Entscheidung der britischen Währungshüter, den Leitzins auf dem historischen Tief von 0,25% zu belassen und auch am Anleihekaufprogramm keine Änderungen vorzunehmen, gab es eine Gegenstimme innerhalb des Monetary Policy Committees. Die dem Ausschuss seit 2014 angehörende Kristin Forbes stimmte für eine Zinserhöhung. Am Markt wird vermutet, dass es weitere Mitglieder geben könnte, die Zweifel an der Fortsetzung der aktuellen Geldpolitik hegen.

## Dividenden im Dax auf Rekordniveau

Ausschüttung der Dax-Unternehmen in Mrd. Euro



## GASTBEITRAG

# Risikoarme Aktien erzielen langfristig höhere Erträge

**Börsen-Zeitung, 17.3.2017**  
Für viele Investoren gilt nach wie vor der Glaubensgrundsatz, dass sich eine höhere Rendite ausschließlich über ein größeres eingegangenes Risiko erzielen lässt. Diese vermeintlich positive Beziehung zwischen Rendite und Risiko ist eine zentrale Erkenntnis in gängigen Kapitalmarktmodellen wie dem CAPM (Capital Asset Pricing Model). Ob dieses Dogma auch in der Praxis Bestand hat, ist dagegen fraglich. Die Robeco-Analyse „High Returns from Low Risk – Der Weg zum eigenen stabilen Aktien-Portfolio“ setzt sich daher kritisch mit dieser Annahme auseinander – und kann sie sogar widerlegen.

## 10,2 Prozent jährlich

Die Auswertung von Daten über einen Zeitraum von mehr als 85 Jahren zeigt: Am US-Markt hat eine Anlage in risikoarme Aktien eine höhere Rendite erzielt als eine Anlage in risikoreiche Aktien. Das Vorgehen ist hierbei denkbar einfach: Jedes Quartal werden die 1000 liquiden Aktien nach ihrer Dreijahresvolatilität (die Schwankung der Renditen) sortiert und dann die 100 Aktien mit der niedrigsten beziehungsweise höchsten Volatilität jeweils in

ein Portfolio zusammengefasst. Diese Analyse wird quartalsweise wiederholt, und die Portfolios werden dann entsprechend angepasst.

Die Ergebnisse sind erstaunlich. So erzielte das risikoarme Portfolio seit dem Januar 1929 eine annualisierte Rendite von 10,2%, während beim risikoreichen Portfolio ledig-

Und hier liegt das Geheimnis: In fallenden Marktphasen verliert das risikoarme Portfolio deutlich weniger an Wert als sein risikoreiches Pendant. Schwankungsarme Aktien erholen sich demnach schneller als risikoreiche und erreichen beispielsweise nach einem Börsen-Crash auch entsprechend schneller ihr ur-

Welche Schlüsse können Investoren daraus ziehen? Zum einen sollte sich die Aktienauswahl für einen konservativen Anleger nicht allein auf Risikofaktoren wie Volatilität oder Aktienmarkt-Beta beschränken. Nützlicher wäre, in einem risikoarmen Portfolio unter anderem Bewertungsfaktoren (Value) zu berücksichtigen – ein Grundkriterium des Investierens.

Zum anderen eignet sich der Faktor Kurstrend, oder Momentum, einer Aktie als weiterer Baustein. Die Kombination der Faktoren Value und Momentum wirkt als Korrektiv, denn im Resultat wird vermieden, risikoarme Aktien zu teuer zu kaufen beziehungsweise auch jene Titel auszuwählen, die stetig an Wert verlieren. Unsere Auswertung zeigt: Investoren, die diese beiden Komponenten zusätzlich berücksichtigt haben, erzielten mit ihrem sogenannten konservativen Portfolio eine jährliche Rendite von rund 15%.

## Produkt und Mentalitätsfrage

Wie kann ein Investor aber nun eine solche Strategie selber umsetzen? Hier führen verschiedene Wege zum Ziel. So können Investoren ihr konservatives Portfolio unter Zuhilfenahme von frei verfügbaren Aktien-

marktfiltern selbst zusammenstellen. Alternativen stellen Exchange Traded Funds (ETFs) oder aktiv gemanagte Aktienfonds dar, die diese Low-Risk-Kapitalmarktanomalie gezielt ausnutzen. Aus Investorensicht ist allerdings bei der Auswahl dieser Produkte Vorsicht geboten, da sich die verschiedenen Ansätze merklich in Bezug auf die Aktienauswahl, die Portfoliokonstruktion und die Umschlaghäufigkeit des Portfolios unterscheiden können.

Zudem gilt: Produktauswahl ist das eine, „Kopfsache“ das andere. Das richtige – oder vielleicht besser realitätsorientierte – Erwartungsmanagement mit Blick auf die eigene Anlagestrategie ist ein ebenso wichtiger Baustein. Die Frage lautet, welche Mentalität ein Low-Risk-Investor bestenfalls an den Tag legen sollte. Die Investmentpraxis lehrt uns: Ein konservativer Anleger sollte gewappnet sein, bei stärkeren Marktphasen auch niedrigere Erträge als der Markt hinnehmen zu können. Gewiss keine leichte Aufgabe, wenn andere Investoren dagegen von ihren Profiten in einer Börsenhochstimmung berichten.

Inwieweit müssen konservative Anleger fürchten, dass sich die Kapitalmarktliche „Low-Vol“ angesichts steigender Nachfrage schließen

könnte? Die von Robeco als Buch veröffentlichte Faktoranalyse „High Returns from Low Risk“ erläutert, warum eine solche Strategie langfristig funktionieren kann, auch wenn immer mehr Marktteilnehmer sich der Low-Risk-Anomalie bewusst werden. So müssen viele professionelle Fondsmanager jedes Quartal ihren Vergleichsindex schlagen, um Kunden und auch Vorgesetzte zufriedenzustellen. Welcher Manager möchte schon gerne dem Markt hinterherlaufen, wenn Hochstimmung am Kapitalmarkt herrscht und Anleger ihre Gelder verstärkt in Aktien investieren wollen? Neben diesem Karriererisiko-Faktor verleitet auch der Wunsch nach schnellem Reichtum, also der Faktor Gier dazu, den Low-Risk-Effekt zu ignorieren. Das sind nur zwei Gründe, warum risikoarme Aktien auch in Zukunft von zahlreichen Marktteilnehmern keine Beachtung finden werden.

Unser Ziel ist, mit „High Returns from Low Risk“ Investoren alle Werkzeuge und Hintergründe an die Hand zu geben, um langfristig als erfolgreicher konservativer Anleger am Kapitalmarkt bestehen zu können. Denn das Fazit lautet: Um erfolgreich am Aktienmarkt Geld zu verdienen, müssen keine zu hohen Risiken eingegangen werden.



**Bernhard Breloer**  
Factor-Investing-Spezialist bei Robeco Deutschland



**Pim van Vliet**  
Fondsmanager Conservative-Equities-Strategien bei Robeco

lich ein Ertrag von 6,4% zu Buche steht. Gewissermaßen ähnelt dieser Wettlauf dem von Hase und Schildkröte. Ein Gleichnis, das ohne weiteres auf den Kapitalmarkt übertragbar ist. Denn die Beständigkeit und Ausdauer der risikoarmen „Schildkröten“-Aktien können die schnellen, aber schwankungsintensiven „Hasen“-Aktien über eine längere Distanz schlagen.

sprüngliches Ausgangsniveau. Dies ist keine höhere Mathematik, sondern lediglich der altbekannte Zinsszinseffekt. Verliert ein Portfolio 10% an Wert, braucht ein Investor nur eine Kurserholung von 11%, um den alten Stand wieder zu erreichen. Verliert ein Portfolio dagegen weitere 30%, wird bereits ein Kursplus von 43% benötigt, um wieder bei null anzukommen.