

# Dividenden und Inflation – real(istisch) betrachtet ...

Verfasst von: Alicia Ansorg, Robert Bush, Jay Joshi

„Wissen Sie, was mir als Einziges Freude bereitet? Den Eingang meiner Dividenden zu verfolgen.“

– John D. Rockefeller

## In Kürze

- Dividenden sind für Aktienanleger ein wichtiger Bestandteil der Gesamrendite. In den letzten 20 Jahren waren sie für etwa ein Viertel der durchschnittlichen monatlichen Gesamrendite des MSCI World-Index verantwortlich, während ihr Beitrag zum Risiko praktisch bei null liegt.
- Es lässt sich keine offensichtliche Beziehung zwischen den beiden Bestandteilen der Gesamrendite – Kursrendite und Dividendenrendite – feststellen. Dividenden sind über die Zeit stabil und unabhängig von der Kursrendite.
- Die Verteilung der Dividenden ist annähernd normal, aber der Ertrag ist (wie erwartet) immer positiv und tendiert scheinbar zur Schiefe (Skew) nach rechts. Überraschenderweise fällt diese Schiefe (Skew) nicht mit niedrigeren Kursrenditen zusammen.
- Obwohl die Inflation auf kurze Sicht weder mit Dividendenrenditen noch mit Kursrenditen korreliert, gibt es auf längere Sicht Hinweise darauf, dass in Zeiten mäßiger bis höherer Inflation Value-Strategien, die auf Substanzwerte setzen, besser abschneiden als Growth-Strategien mit Wachstumswerten.

**A**uch wenn wir hoffen, dass bei Ihnen der Eingang Ihrer Dividenden nicht der einzige Anlass zur Freude ist, Rockefeller hatte in einem Recht – Dividenden sind wichtig. Dies ist das erste Whitepaper in einer Reihe von vier und untersucht das Verhältnis zwischen Dividenden und Inflation in den letzten zwanzig Jahren und darüber hinaus. Unsere Erkenntnisse könnten gerade für Investoren, die zum ersten Mal eine Phase höherer Inflation erleben, aufschlussreich sein. In den später folgenden Whitepapers wollen wir uns mit der Beziehung zwischen Dividenden und Zinsen, Sektoren und Faktoren befassen. So hoffen wir, Anlegern mit diesen vier Whitepapers neue Einblicke zu gewähren, wohlbekanntes Dividententheorien neu zu diskutieren und ein klares Verständnis des Zusammenspiels von Dividenden und diesen vier wichtigen Finanzthemen zu vermitteln. Denn ein besseres Verständnis ist die Voraussetzung für bessere Investitionen. Und ein besseres Verständnis beginnt mit Daten und Fakten.

## Die Daten

Bei der Untersuchung langfristiger Finanzdaten stehen wir immer vor einem Dilemma: Einerseits muss eine ausreichend große Datenmenge möglichst weit in der Zeit zurückgehen, andererseits verändert sich die Welt, sodass ältere Daten möglicherweise nicht mehr relevant sind. Hier gibt es kein richtig oder falsch – wir gehen bei diesem Beitrag systematisch vor und blicken zuerst auf die monatlichen Erträge des MSCI World-Index in den letzten zwanzig Jahren (der MSCI World-Index ist ein marktkapitalisierungsgewichteter Index der globalen entwickelten Märkte, also der Vereinigten Staaten, Europas, Australasiens und des Fernen Ostens). Dies bietet in unseren Augen den Vorteil, ausreichend viele Konjunkturzyklen, Finanzkrisen und Phasen mit höherer und niedriger Inflation zu erfassen, sodass unsere Analyse sowohl gründlich als auch aussagekräftig ist. Im späteren Verlauf vergleichen

wir unsere Ergebnisse mit einer längeren Datenserie in den USA und stellen einige interessante Unterschiede fest.

Unsere ursprünglichen Daten waren Kursrenditen und Gesamtrenditen des MSCI World-Index. Die Differenz zwischen diesen beiden Werten verwenden wir als die Einkommens- oder Dividendenkomponente der Rendite. Wir stellen fest, dass es viele unterschiedliche Möglichkeiten zur Definition und Berechnung von Dividendenrenditen gibt, aber uns

erscheint die Verwendung der Differenz zwischen Kurs- und Gesamtrendite einfach und nachvollziehbar. Unsere Inflationsdaten kommen von Eurostat und FRED. Sowohl in den USA als auch im Euroraum greifen wir auf Kursveränderungen zum Vormonat zurück. Bei der Umrechnung von nominal in real ziehen wir die entsprechende Inflationsrate für diesen Zeitraum ab – eine von mehreren denkbaren Berechnungsmethoden.

**Abbildung 1: Zusammenfassende Statistik der monatlichen Renditen des MSCI World und Inflation im Euroraum und in den USA (monatlich, 30.09.2003 bis 29.09.2023)**

Metrik	Nominale Erträge			Inflation			Realer Ertrag
	Gesamtertrag	Kursrendite	Dividendenrendite	Eurozone	USA	Durchschnitt	Gesamtertrag
Min	-13,07%	-13,37%	0,07%	-0,43%	-1,77%	-1,06%	-12,73%
Max	11,54%	11,12%	0,54%	1,64%	1,38%	1,32%	11,63%
Mean	0,79%	0,59%	0,20%	0,18%	0,21%	0,19%	0,60%
Attribution	100%	74%	26%				
Vol	3,75%	3,75%	0,10%	0,26%	0,32%	0,26%	3,76%
Var	0,0014	0,0014	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0014
Attribution	100%	100%	0,07%				100%
Mean/Vol	0,21	0,16	2,14				0,16

Quelle: DWS, MSCI, Eurostat

## Die Fakten

Abbildung 1 stellt einige der zusammenfassenden Statistiken der monatlichen Renditen des MSCI World-Index in den letzten 20 Jahren dar. Für uns liefert diese Tabelle eine besonders wichtige Erkenntnis. Betrachtet man nur die nominalen Renditen in den drei Spalten links, lässt sich ablesen, dass die durchschnittliche monatliche Gesamtrendite in diesem Zeitraum bei 0,79 Prozent lag. Darüber hinaus zeigen die beiden nächsten Spalten den Durchschnitt dieser Zahl – etwa 0,59 Prozent sind den Kursbewegungen der Aktien zuzurechnen, die verbleibenden 0,20 Prozent den Dividenden. So haben im Lauf der letzten zwanzig Jahre Kursrenditen im Durchschnitt etwa 74 Prozent der Gesamtrendite eines Anlegers ausgemacht, während die Dividenden- oder Einkommensrendite (diese beiden Begriffe verwenden wir synonym) die restlichen 26 Prozent beisteuert.

Diese Verteilung der Rendite dürfte unsere Leserinnen und Leser kaum überraschen, der Risikobeitrag dieser Renditen könnte dies aber durchaus. Bemerkenswert ist, dass im Prinzip das gesamte Risiko einer Investition am Aktienmarkt in diesem Zeitraum den Kursschwankungen zuzuschreiben ist, während das Dividendenrisiko im Vergleich dazu so verschwindend gering war, dass es praktisch keine Rolle spielte. Die monatliche Volatilität der Dividendenrendite beläuft sich auf 0,10 Prozent, gegenüber 3,75 Prozent für die Kursrendite (bei der Risikoaufschlüsselung verwenden wir die Varianz, sodass die Endsumme 100 Prozent ergibt). Dieses Ergebnis lässt sich visuell

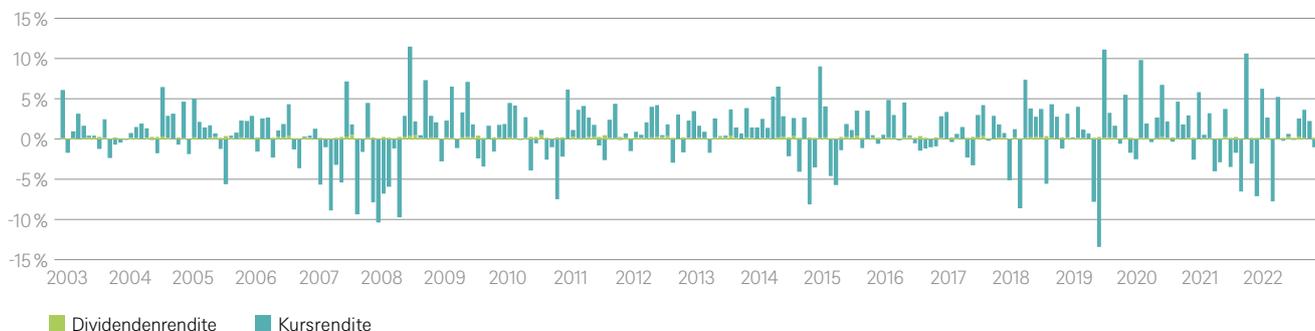
besser verstehen. Abbildung 2 zeigt die tatsächliche monatliche Kurs- und Dividendenrendite im untersuchten Zeitraum, und Abbildung 3 zeigt, wie sich diese Renditen im Lauf der Zeit zusammensetzen.

Abbildung 2 zeigt den großen Unterschied zwischen den beiden Renditekomponenten hinsichtlich des Risikos, wobei die Kursrendite ein stark schwankendes Profil aufweist. Das Ergebnis ist im Durchschnitt aber positiv – Aktienanleger gehen Risiken schließlich nur mit gutem Grund ein! Die Dividende ist hingegen wesentlich stabiler. Zu keinem Zeitpunkt war sie in diesem Zeitraum negativ (theoretisch wäre eine negative Dividendenrendite möglich, aber nur, wenn viele Unternehmen gleichzeitig sehr viele Aktien ausgeben), und ihre relativ geringe Volatilität ist deutlich zu sehen.

Abbildung 3 zeigt die Auswirkungen dieser beiden doch sehr unterschiedlichen Renditearten im Lauf der Zeit. Die Dividendenkomponente wächst über die Jahre langsam und stetig, während die Kurskomponente stärker ausschlägt und nach mehreren Jahren sogar schlechter abschneidet als die Dividendenrendite.

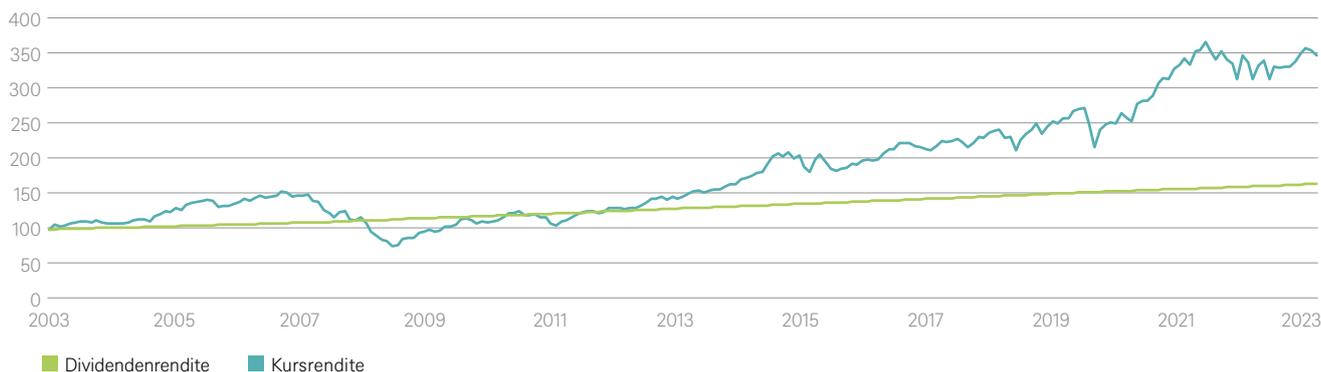
Allerdings fällt das Endergebnis wie erwartet aus – in den letzten zwanzig Jahren war die Gesamtrendite für den Anleger positiv. Die risikoreichere Komponente der Rendite trägt den Löwenanteil dieser Gewinne bei, aber der Anteil der Dividende übernimmt die Schlüsselrolle eines sicheren Hafens im Ozean der Aktienmärkte.

**Abbildung 2: Die beiden Bestandteile der monatlichen Gesamtrendite des MSCI World**  
(in Prozent, September 2003 bis September 2023)



Quelle: MSCI, DWS

**Abbildung 3: Die beiden Bestandteile der monatlichen Gesamtrendite des MSCI World im Lauf der Zeit**  
(Index 100, März 2003 bis September 2023)



Quelle: MSCI, DWS

### Die Erkenntnisse

Die Zerlegung der Gesamtrendite in Kurskomponente und Dividendenkomponente ist im Finanzwesen übliche Praxis. Zwei sich daraus ergebende Erkenntnisse werden aber unserer Meinung nach zu wenig diskutiert. Der erste Punkt ist das Rendite-Risiko-Verhältnis der beiden Renditeströme, vergleichbar mit der Sharpe Ratio, aber unter Verwendung der Gesamtrendite und nicht der Überrendite. Für die Kurskomponente ergibt eine durchschnittliche Rendite von 0,59 Prozent geteilt durch eine Volatilität von 3,75 Prozent ein Verhältnis von ungefähr 0,16. Dies bedeutet, dass jeden Monat etwa 0,16 Prozent der Kursrendite auf eine Risikoeinheit entfallen. Für den Dividendenstrom beläuft sich dasselbe Verhältnis auf 2,14. In diesem Fall trägt der gleiche Risikoanteil etwa 2,14 Prozent zur Dividendenrendite bei.

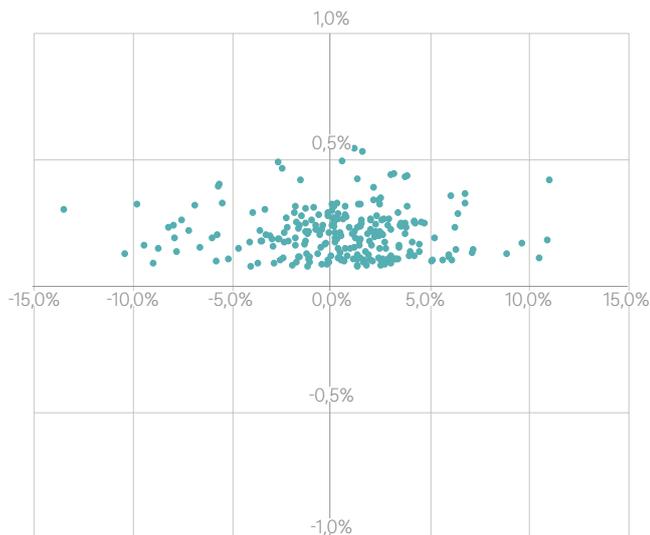
Welche Faktoren sind für das bessere Profil verantwortlich? In unseren Augen sind es zwei: Der erste Faktor ist, dass die Kursrendite das Potenzial zu hohen Ausschlägen nach oben hat, die bei Dividenden nicht möglich sind. Sie werden in der

Regel von den Unternehmen nach einem festen Zeitplan im Voraus bekannt gegeben, der sich kaum ändert. Der zweite Faktor hängt damit zusammen, dass die Kursrendite vollständig den Marktbewegungen und Marktnachrichten ausgesetzt ist, während der feste Dividendenplan sicherlich einer der Hauptgründe für das geringere Risiko ist.

Eine letzte Anmerkung: Die Korrelation zwischen Kurs- und Dividendenrendite liegt in den letzten zwanzig Jahren effektiv bei null (-0,01). Oder anders ausgedrückt: Dividendenströme fließen unabhängig von Kursrenditen (s. Abbildung 4). Natürlich trifft das nicht unbedingt zu, wenn man einzelne Unternehmen betrachtet, bei denen Dividendenpolitik und die Signalwirkung der Dividende den Aktienkurs möglicherweise beeinflussen und umgekehrt. Aber auf Indexebene verringert sich unserer Meinung nach die Auswirkung der Dividendenpolitik eines einzelnen Unternehmens auf die Dividendenrendite des gesamten Index – ähnlich wie sich unternehmensspezifische Risiken durch eine Erhöhung der Anzahl von Aktien im Portfolio verringern lassen.

**Abbildung 4: Streudiagramm der Kurs- und Dividendenrendite (monatlich, September 2003 bis September 2023)**

MSCI World Kursrendite (x-Achse) vs. Dividendenrendite (y-Achse), monatlich



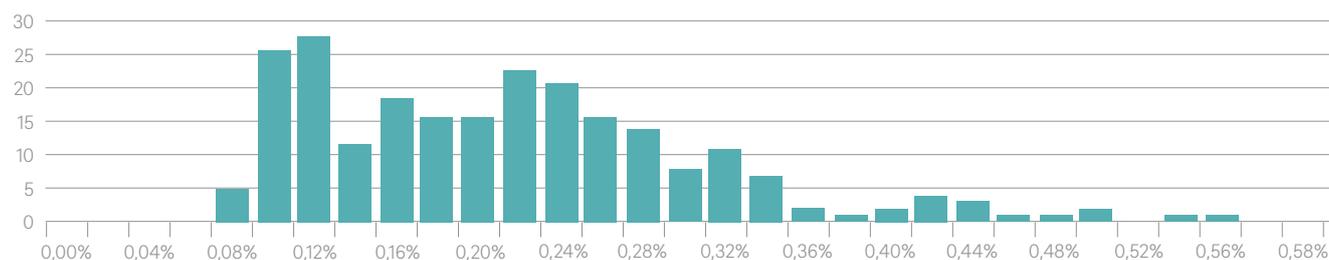
Quelle: MSCI, DWS

### Die Verteilung

Am Ende des ersten Teils wollen wir die Verteilung der Dividendenrenditen im Lauf der Zeit beleuchten (s. Abbildung 5). Derartige Histogramme sind äußerst nützlich – werden aber in unseren Augen überraschenderweise selten genutzt –, weil sie die approximierte statistische Verteilung der zugrunde liegenden Variablen zeigen.

Zur Erinnerung: Die x-Achse ist eine Reihe eigens bestimmter Segmente unterschiedlich hoher Dividendenrenditen, alle gleichmäßig verteilt von 0,00 Prozent bis 0,60 Prozent. Die y-Achse zählt, wie oft sich die Rendite in diesem Bereich befindet. Wir haben hier also 240 Beobachtungen, und die Addition der Spalten ergibt diese Zahl.

**Abbildung 5: Verteilung der monatlichen Dividendenrenditen des MSCI World (März 2003 bis September 2023)**



Quelle: MSCI, DWS

Welche Schlüsse ziehen wir aus dieser Abbildung? Erstens: Sie dient als eine weitere visuelle Bestätigung, dass die Dividendenrendite in diesem Zeitraum niemals negativ war. Damit ist sie dem allseits bekannten Histogramm für Aktienkurse nicht unähnlich, auch wenn dieses absolut bei null begrenzt ist – Aktienkurse können niemals negativ sein. Sollten Sie jemanden finden, der gewillt ist, Sie für den Kauf einer Aktie zu bezahlen, lassen Sie es uns wissen! Zweitens: Man könnte argumentieren, dass die Verteilung der Dividenden zwar annähernd normal ist, aber eine signifikante positive Schiefe (Skew) aufweist, d.h. nach rechts ist der Ausschlag größer. Dies ergab für uns anfangs Sinn, weil wir von der Annahme ausgingen, dass dies die Tendenz für Aktienerträge zu einer Schiefe (Skew) nach links widerspiegelt – die für häufigere negative Renditen oder massive Einbrüche am Aktienmarkt steht. Aber Abbildung 4 impliziert, wie bereits erwähnt, dass dies nicht der Fall ist, sodass diese verwirrende, wenn auch willkommene, Schiefe (Skew) nach rechts anders erklärt werden muss. Drittens: Wir bemerken eine stärkere Häufung von Renditen im Bereich zwischen 0,08 und 0,12 Prozent – das sind die beiden höchsten Spalten –, messen dem aber keine besondere Bedeutung zu, sondern argumentieren lediglich, dass wir bei einer größeren Datenmenge eine ausgeglichene Form erwarten würden.

### Die Strategie

Bis hierhin haben wir mehrere quantitative Erkenntnisse vorgestellt. Aber bevor wir zum nächsten Abschnitt kommen, in dem es zusätzlich um Inflation geht, möchten wir eine oder zwei eher qualitative Bemerkungen einfließen lassen, die auf der Expertise und Erfahrung des DWS Dividententeams beruhen. Wenn wir die Dividendenpolitik aus dem Blickwinkel eines Unternehmens betrachten, handelt es sich letzten Endes um ein recht subjektives Unterfangen – im Wesentlichen muss das Management vorschlagen, wie viel des erwirtschafteten Gewinns an die Aktionäre ausgezahlt werden soll.

In der Regel entscheidet bei US-Unternehmen der Vorstand, ob dieser Vorschlag angenommen oder abgelehnt wird, wobei Dividenden in der Regel vierteljährlich ausbezahlt, die Dividendenzahlungen pro Aktie aber jährlich erhöht werden. In Europa stimmen die Anteilseigner häufiger bei der jährlichen Hauptversammlung des Unternehmens über die vorgeschlagene Dividendenzahlung ab, wobei sie meistens dem Vorschlag des Managements folgen. Viele europäische Unternehmen, vor allem Unternehmen in Deutschland und in der Schweiz, schütten Dividenden einmal jährlich aus, andere zweimal pro Jahr und britische Unternehmen häufig pro Quartal.

Wie wird die Höhe des Auszahlungsvorschlags bestimmt? Für uns ist die Höhe der Dividende eine Funktion des vom Unternehmen benötigten Kapitals. Ein schnell wachsendes Unternehmen zieht es häufig vor, Liquidität für Investitionen oder zur Finanzierung von Fusionen und Akquisitionen einzusetzen, während ein bereits etabliertes Unternehmen den Aktionären einen höheren Anteil seiner Gewinne zukommen lassen möchte. In beiden Fällen versuchen die Unternehmen aber, sorgfältig mit ihrer Liquidität umzugehen, um zeitweilig niedrigere Erträge abpuffern zu können. Tun sie das nicht, laufen sie Gefahr, Dividenden kürzen zu müssen, was bei Investoren und Analysten häufig schlecht ankommt. Nach unseren Erfahrungen wird ein Management dieses Ergebnis möglichst vermeiden, da es den Ruf des Unternehmens nachhaltig beschädigen kann.

Letztlich sind Aktienrückkäufe eine weitere Methode, um Aktionären Geld zurückzuzahlen. Unternehmen ergänzen ihre Dividendenzahlungen häufig mit einem Aktienrückkaufprogramm, d.h. sie streben eine Ausschüttungsquote von 50% der Gewinne an und zahlen nicht benötigte Liquidität in Form von Aktienrückkäufen aus. Dividenden sind daher eine wesentlich stabilere Form der Kapitalrückzahlung, während Aktienrückkäufe in der Regel von Jahr zu Jahr stärker schwanken.

Eine gründliche Diskussion der Vorzüge und Motive für Aktienrückkäufe gegenüber Dividenden würde den Rahmen dieses Whitepapers sprengen. Wenn wir Aktienrückkäufe tatsächlich als Alternative zu Dividenden sehen, können wir zweierlei festhalten. Erstens: Aktienrückkäufe sind Teil der Kapitalrückführungspolitik eines Unternehmens, die hauptsächlich aus dem Verhältnis von Dividendenausschüttung und Einbehalt und aus der Zusammensetzung der Auszahlung in Form von Dividenden und Rückkäufen besteht. Zweitens: Unternehmen gestalten sowohl ihre Kapitalrückführungspolitik als auch ihre Dividenden am liebsten möglichst berechenbar.

## Der Renditekiller

Die Überschrift dieses Abschnitts mag dramatisch klingen, aber Anleger würden sicherlich zustimmen, dass, abgesehen von negativen Renditen selbst, kaum etwas langfristigen Erträgen so zusetzt wie die Inflation. Inflation ließe sich vielleicht sogar am einfachsten als negative Rendite einer Investition beschreiben. Sie tut alles, um einen Anleger am Konsum zu hindern, während Anlagenerträge genau diese Kapazität zu erhöhen versuchen. Und während es natürlich zutrifft, dass höhere Inflation zu höherem nominalen Wachstum, höheren nominalen Anlagerenditen und Zinsen führt, können erfahrene Marktteilnehmer die realen, inflationsbereinigten Zahlen dahinter sehen. Daher ist es kaum verwunderlich, dass Zentralbankmitglieder und politische Entscheidungsträger die Inflationsentwicklung mit ihren häufig schädlichen Auswirkungen auf die realen Volkswirtschaften und Finanzmarktrenditen so aufmerksam verfolgen.

Wenn wir die Beziehung zwischen Dividendenrendite und Inflation genauer untersuchen wollen, müssen wir zuerst auf die heftige Diskussion in der Finanzwelt eingehen, ob Dividendenrenditen nun nominale (vor Inflation) oder reale (nach Inflation) Einkommensströme sind.

Unserer Ansicht nach haben beide Denkweisen eine gewisse Berechtigung, aber anstatt uns dieser Debatte anzuschließen, sehen wir hier für uns einen einfacheren und für unsere Zwecke praktikableren Weg: Es ist schlicht die Erkenntnis, dass, unabhängig davon, ob wir über vergangene, also bereits beobachtete Renditen und Inflation sprechen oder ob wir diese für die Zukunft prognostizieren, es immer zutreffen muss, dass sich eine nominale Gesamtrendite und eine reale Gesamtrendite um die Inflationsrate unterscheiden. In unseren Augen kann es dann schwierig werden, wenn man versucht, die Inflationsrate zwischen beiden Renditekomponenten aufzuteilen.

Hier ein konkretes Beispiel: Nehmen wir an, dass ein Anleger für das letzte Jahr eine Gesamtrendite von 7 Prozent erzielte, 5 Prozent davon entfielen auf die Kursrendite und 2 Prozent auf die Dividendenrendite. Wenn die Inflationsrate über diesen Zeitraum bei 2 Prozent lag, dann würden wohl alle zustimmen, dass sich die reale Rendite auf etwa 5 Prozent belief (wieder ziehen wir die Inflationsrate ab, obwohl wir wissen, dass eine Division technisch besser ist, sie hier aber praktisch keinen Unterschied macht). Wenn wir Sie jetzt aber fragen würden, wie hoch Ihre reale Kursrendite und wie hoch Ihre reale Dividendenrendite war, dann könnten die Meinungen auseinander gehen. Einige würden vielleicht die gesamten 2 Prozent von der Kursrendite abziehen, andere von der Dividendenrendite, und wieder andere würden sie, je nach

der von ihnen bevorzugten Methode, zwischen den beiden Komponenten aufteilen.

Wir haben auf dieses Problem keine zufriedenstellende Antwort, vielleicht gibt es auch keine – daher stellen wir dieses Problem einfach fest und untersuchen erst einmal das Verhältnis zwischen Inflation und den beiden nominalen Renditekomponenten. Es muss daher im Blick behalten werden, dass Inflation sicherlich Auswirkungen auf die Gesamtrendite haben wird, aber wir sollten dennoch etwas Licht in das Wechselspiel mit jeder der beiden Komponenten in nominaler Betrachtung bringen können.

Da wir jetzt allmählich zur wichtigsten Untersuchung in unserer Analyse vordringen, begutachten wir die Inflation getrennt für die beiden großen geographischen Regionen, die Vereinigten Staaten und den Euroraum. Abbildung 6 zeigt das Verhältnis zwischen der Inflation in diesen beiden Regionen und der Dividendenrendite des MSCI World, Abbildung 7 zeigt dieselben Inflationsdaten, dieses Mal aber im Verhältnis zur Kurskomponente der Aktienerträge. Wir interpretieren diese beiden Diagramme so: Sie zeigen – etwas überraschend –, dass in den letzten zwanzig Jahren weder in den Vereinigten Staaten noch im Euroraum irgendeine Korrelation zwischen Dividenden- oder Kursrenditen und Inflationsrate bestand. Warum überrascht uns dieses Ergebnis? Häufig betrachten wir Aktien als „reale Vermögenswerte“, was inzwischen von Marktteilnehmern gleichgesetzt wird mit „Vermögenswerten zur Inflationsabsicherung“.

Wie die Diagramme zeigen, besteht aber überhaupt keine Beziehung zwischen den Inflationsraten und den beiden Bestandteilen der Aktienerträge. Wer an die These der Inflationsabsicherung glaubt, würde in einem Umfeld höherer Inflation auch höhere Renditen erwarten.

Dies ist aber genau der entscheidende Punkt. Nur weil keine positive Korrelation zwischen Aktienerträgen und Inflationsraten besteht, bedeutet dies in unseren Augen nicht, dass sie keine realen Vermögenswerte sind. Wie die Daten in Abbildung 1 deutlich zeigen, liegt die monatliche Gesamtrendite von Aktien in den letzten zwanzig Jahren in der Tat weit über der durchschnittlichen monatlichen Inflationsrate. Und das ist sicherlich kein schlechtes Ergebnis. Aktienanleger sollten sich bei ihren Investitionen zeitlich nicht nach Veränderungen in der Inflationsrate richten müssen und wollen dies auch nicht. Stattdessen sollten sie sich unserer Ansicht nach darüber freuen, dass Aktienerträge auf lange Sicht – auf unabhängige Art und Weise – reale Renditen über der Inflationsrate liefern.

Für diejenigen, die die Dividendenmethode in den Vordergrund stellen, ist dieselbe Beobachtung – nämlich dass Dividenden auch unabhängig von der Inflation operieren – ebenfalls kein schlechtes Ergebnis. Wir sehen es als Anlass zur Freude, dass ihre Dividendenrenditen nicht von Veränderungen der Inflationsrate beeinflusst werden, die, nicht zu vergessen, Zentralbanken möglichst niedrig halten wollen.

**Abbildung 6: Verhältnis zwischen monatlicher Inflationsrate und MSCI World-Dividenden im Euroraum (links) und den USA (rechts)**



Quelle: MSCI, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics

**Abbildung 7: Verhältnis zwischen monatlicher Inflationsrate und MSCI World-Kursrendite im Euroraum (links) und den USA (rechts)**



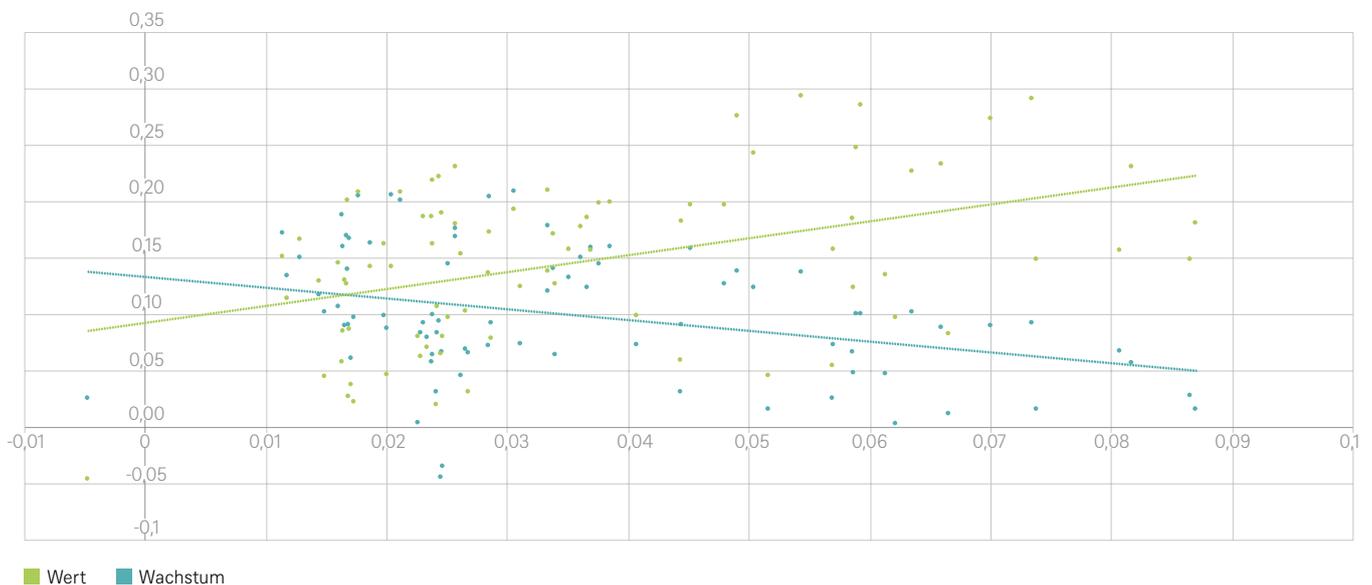
Quelle: MSCI, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics

**Die langfristige Perspektive**

Die Analyse in diesem Beitrag konzentriert sich ausschließlich auf die letzten zwanzig Jahre, was, wie wir eingangs bereits bemerkten, ein guter Kompromiss zwischen einer

ausreichenden Zahl von Konjunkturzyklen und der Betonung der Relevanz jüngerer Daten ist. An das Ende unserer Analyse möchten wir jedoch eine Abbildung stellen, die einen längeren Zeitraum umfasst.

**Abbildung 8 Streudiagramm der durchschnittlichen jährlichen US-Zehnjahresinflation (x-Achse) zu den durchschnittlichen jährlichen Zehnjahresrenditen für Wachstums- (Growth) und Substanzwerte (Value) (1940-2022)**



Quelle: FRED, Ken French Datenbank

Abbildung 8 zeigt das Verhältnis zwischen der jährlichen Inflation in den USA im Durchschnitt der letzten zehn Jahre und den durchschnittlichen Jahresrenditen im selben Zeitraum sowohl für Substanzwerte (Value) als auch für Wachstumswerte (Growth) (vor allem die höchsten und niedrigsten Dezile, abgegrenzt nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis und der Webseite von Kenneth R. French entnommen). Die Betrachtung dieses längeren Zeitraums führt zu einer interessanten Feststellung: Es scheint, dass in Jahrzehnten mit „niedriger“ Inflation (0 bis 2 Prozent) kaum ein Unterschied zwischen den Renditen der beiden Anlagestile besteht.

Bemerkenswert ist, was in den Jahrzehnten mit hoher Inflation (über 4 Prozent) passiert: Die Renditen entwickeln sich allmählich auseinander, wobei Value eindeutig vorne liegt. Sogar in Zeiten mäßig hoher Inflation (2 bis 4 Prozent) schneidet Value in der Regel besser ab als Growth. Von den in Abbildung 8 dargestellten 39 Jahren, in denen sich die Inflation im Bereich zwischen 2 und 4 Prozent bewegte, lag die Rendite von Value in 27 Jahren über der Rendite von Growth. Über den gesamten in Abbildung 8 dargestellten Zeitraum von 1930 bis 2022 lag die Korrelation von Value mit der Inflation bei 0,43, von Growth bei -0,34.

Warum behandeln wir in einem Beitrag über Dividenden Value-Renditen? Der Grund ist, dass das Profil von Dividendeninvestments in der Regel eher Value als Growth ähnlich ist. Dies ist so, weil Wachstums-Unternehmen zum einen ihre Liquidität meistens reinvestieren und weil sich, zum anderen, eine hohe Dividendenrendite (D/P) wie eine hohe Gewinnrendite (E/P) verhält. Dies impliziert ein niedriges Kurs-Gewinnverhältnis (KGV). Dieses Verhältnis werden wir in einer weiteren Folge dieser Whitepaper-Reihe näher untersuchen und dabei die Beziehung zwischen faktorbasierten Investments und dividendenbasierten Investments in den Blick nehmen. Hier zeigen wir, dass zum Beispiel der Faktor „Value“ ein nützliches Gegenmittel zur Inflation zu sein scheint, und wir glauben, dass das Verhältnis zwischen Inflation und traditionellen Aktienmarktsektoren in den einzelnen Sektoren auch sehr unterschiedlich ausfallen wird. An dieser Stelle möchten wir noch einmal einen Punkt hervorheben: Aktienrenditen weisen insgesamt auf kürzere Sicht keine Korrelation zur Inflation auf, aber die Aufspaltung von Aktienrenditen in Value und Growth verändert offensichtlich auf längere Sicht die Natur dieser Korrelation.

## Die Schlussfolgerungen

In diesem Whitepaper untersuchen wir die monatlichen Gesamtrenditen des MSCI World Index in den letzten 20 Jahren. Wir splitten diese Renditen in ihre zwei Bestandteile, nämlich Kurs und Dividende, und stellen diese beiden separaten Renditeströme sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten den monatlichen Inflationsraten gegenüber. Unsere Schlussfolgerungen:

- Dividenden sind überraschend stabil. Sie tragen etwa ein Viertel zur durchschnittlichen Monatsrendite bei, aber nur sehr wenig zum Risiko der Gesamtrendite.
- Es besteht keine Korrelation zwischen Dividendenrenditen und Kursrenditen. Diese beiden Komponenten der Aktienrendite haben nicht nur unterschiedliche Merkmale, sie operieren auch unabhängig voneinander.
- Die Verteilung der Dividenden ist relativ normal. Die Rendite war, wie von uns erwartet, immer positiv und zeigte eine gewisse Schiefe (Skew) nach rechts. Wir waren eigentlich davon ausgegangen, dass höhere Dividendenrenditen mit niedrigeren Kursrenditen einhergehen würden, aber eine Untersuchung dieser Beziehung bestätigte dies nicht.
- Die Beziehungen zwischen monatlicher Inflation im Euroraum und in den Vereinigten Staaten und auch die Dividenden- und Kurskomponente der Gesamtrendite korrelieren nicht miteinander. Obwohl Aktien auf lange Sicht die Inflation schlagen (Investoren also reale Erträge bescheren), haben sie dies offensichtlich unabhängig von der jeweiligen monatlichen Inflationsrate getan.
- Am Ende unserer Analyse untersuchen wir Daten aus den Vereinigten Staaten über einen längeren Zeitraum und nehmen dabei die Beziehung zwischen der durchschnittlichen jährlichen Inflation über zehn Jahre und der durchschnittlichen Zehnjahresrendite für Growth- und Value-Investmentstrategien in den Blick. Hier stellen wir fest, dass in Zeiten niedriger Inflation (unter 2 Prozent) kaum ein Unterschied zwischen den Renditen dieser beiden Stile besteht, aber dass in Zeiten mäßiger bis hoher Inflation Value-Strategien besser abschneiden als Growth-Strategien. Wir stellen fest, dass sich Dividendeninvestments eher wie Value-Investments verhalten und werden diese Beziehungen und ihre möglichen Ursachen in einem weiteren Whitepaper dieser Reihe untersuchen.

# Glossar

**Dividende:** Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner.

**Dividendenrendite:** Jährlich gezahlte Dividende geteilt durch den Aktienkurs.

**Histogramme** fassen die Verteilung einer kontinuierlichen numerischen Variable durch die Messung der Häufigkeit zusammen, mit der bestimmte Werte im Dataset vorhanden sind.

**Inflation:** Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus.

**Normalverteilung:** Auch Gaußverteilung zur Darstellung der Verteilung von Häufigkeiten.

Die **Ausschüttungsquote** gibt den Anteil an erwirtschafteten Gewinnen an, der in einem Geschäftsjahr als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird.

Die **Thesaurierungsquote** ist der Anteil der einbehaltenen Gewinne eines Unternehmens, in der Regel ausgedrückt als Prozentsatz.

**Aktienrückkauf:** Rückerwerb eigener Aktien durch ein Unternehmen.

**Sharpe Ratio:** Das Verhältnis der Rendite, die zusätzlich zum risikofreien Zinssatz erwirtschaftet wird, zu dem dafür eingegangenen Risiko, gemessen als Standardabweichung.

**Skew** ist ein Maß für die Asymmetrie der Wahrscheinlichkeitsverteilung.

**Varianz** ist die Volatilität zum Quadrat.

**Volatilität:** Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

## Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung. DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2024  
Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland  
099194 (03/2024)