

Vom trügerischen Schein der Sachwerte

Eine Investition in Aktien soll vor Inflation schützen. Doch ein Blick auf 110 Jahre Börsengeschichte zeigt: Das Gegenteil ist der Fall

VON CHRISTIAN KIRCHNER

Es war eine Titelseite, die Geschichte schrieb: Den „Tod der Aktie“ verkündete das US-Magazin „Business Week“ 1979. Da lagen bereits 13 schlechte Jahre hinter den Anlegern – und drei weitere vor ihnen, ehe 1982 der Superbullmarkt der 80er- und 90er-Jahre begann. Die Unterzeile des berühmten Artikels ist indes inzwischen in Vergessenheit geraten: „Wie die Inflation den Aktienmarkt zerstört“. Damals spürten Anleger in den Depots, welche verheerende Wirkung die Geldentwertung auch auf die Aktienmärkte hat.

Heute hingegen muss die Inflation oft als Argument für den Einstieg in den Aktienmarkt herhalten: Als Sachwerte böten sie schließlich einen Schutz vor Inflation, zumal die Notenbanken weltweit im Kampf gegen die Rezession die Notenpressen laufen lassen.

Doch in der Praxis waren Aktien in den vergangenen Jahrzehnten allenfalls bei sehr langen Betrachtungszeiträumen und im Umfeld einer Währungsreform wie in Deutschland 1923 und 1948 ein wirksamer Schutz vor Inflation. „Die Aussage, Aktien bieten einen Inflationsschutz, ist ein theoretisches Argument“, sagt Frank Bulthaupt, Professor an der Hochschule der Sparkassen-Finanzgruppe in Bonn. In der Praxis ist eine hohe Inflation seit Jahren Gift für die Aktienmärkte. Sie sorgt real, also nach Abzug der Geldentwertung, meist für Kursverluste, selbst wenn die Wirtschaft wächst.

So verliefen die beiden Jahrzehnte der Inflation – die 40er- und 70er-Jahre – für Anleger in den US-Aktienmarkt enttäuschend. In den 40ern legte der Dow-Jones-Index 2,7 Prozent pro Jahr zu, in den 70ern sogar nur 0,5 Prozent. Dabei waren die 40er-Jahre das Jahrzehnt mit dem real höchsten US-Wirtschaftswachstum seit dem Beginn des Jahrhunderts – und auch in den 70er-Jahren wuchs die US-Wirtschaft allen Unkenrufen von der „Stagflation“ zum Trotz real im Schnitt um 3,0 Prozent pro Jahr. Dennoch ging es an den Aktienmärkten zwischen 1966 und 1982 mit nur wenigen Unterbrechungen meistens abwärts, wie das US-Ana-

lysehaus Crestmont Research errechnet hat.

Ein einfacher Grund dafür: Die wichtigste Determinante für die künftige Kursentwicklung der Märkte ist nicht das Wirtschaftswachstum, sondern das Bewertungsniveau zum Zeitpunkt der Betrachtung. In Zeiten hoher Inflation billigt der Markt aber den Aktien nur weit niedrigere Bewertungen zu als in Zeiten stabiler Preise. Lag die Teuerung in den USA im Schnitt seit 1900 zwischen zwei und drei Prozent, also nahe an der Preisstabilität laut der Definition der Notenbanken, so betrug das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis am US-Aktienmarkt 22. In Phasen sehr hoher Inflation lag es lediglich bei acht. Wer 1966 in den US-Aktienmarkt eingestiegen ist, hatte bis Anfang der 80er-Jahre real fast die Hälfte seines Vermögens verloren und sah erst nach über 20 Jahren seinen Einstandskurs wieder.

Steigen also Inflation und Inflationserwartungen, geben die Kurse selbst bei unveränderten realen Gewinnerwartungen nach, weil die Käufer von Aktien einen Risikoabschlag für den Kauf von Aktien verlangen. Im historischen Mittel sorgt ein Anstieg der Teuerung von zwei bis drei Prozent auf über zehn Prozent selbst bei unveränderten Gewinnerwartungen für eine Drittelung der Aktienkurse – der Inflationsschutz wird so konterkariert.

Für diesen Risikoabschlag bei Aktien spricht gleich eine Reihe von Gründen. Erstens konkurrieren Aktien bei Anlegern mit risikoärmeren Anleihen. Doch auch die Emittenten von Anleihen – Unternehmen ebenso wie Staaten – müssen den Käufern ihrer Papiere in inflationären Zeiten attraktive Zinskupons bieten. Schließlich nagt die Inflation bei den Haltern von Anleihen direkt am Vermögen. Ein steigendes Renditeniveau bei Anleihen macht aber Aktien relativ zu Anleihen unattraktiver und führt automatisch zu niedrigeren Bewertungen. Zweitens setzt die Inflation auch die Gewinne der Unternehmen unter Druck. Verbraucher vergleichen die Preise genauer als sonst, und nicht alle Unternehmen können Preissteigerungen an die Kunden weitergeben. Drittens verunsichern anziehende Inflationsra-

ten die Investoren. „Die Nervosität mit Blick auf die bevorstehenden Notenbankreaktionen lassen Aktienquoten und Kurse abschmelzen“, sagt Sparkassen-Professor Bulthaupt.

Wichtiger als Inflationsraten sind für die Märkte daher Inflationserwartungen. Und die sind derzeit – der gefühlten Inflationsgefahr zum Trotz – niedrig: Bei etwa 1,9 Prozent jährlich liegt die aus den Kapitalmärkten abzuleitende Inflationserwartung auf Sicht von fünf Jahren in der Euro-Zone. In den USA sind es sogar nur 1,3 Prozent pro Jahr. Wer aus diesen niedrigen Erwartungen Kapital schlagen will, greift statt zu Aktien als Inflationsschutz besser zu inflationsindexierten Anleihen, sofern er eine hohe Teuerung erwartet. „Zieht man empirische Untersuchungen heran, so kann man einen Inflationsschutz von Aktien nur dann nachweisen, wenn der Anlagehorizont 20 Jahre oder mehr beträgt“, argumentiert Bulthaupt.



Langsam, aber sicher zerfrisst die Inflation den realen Wert der Aktie – auch wenn mancher Anlageexperte etwas anderes behauptet

Ein Argument gegen Aktien als Inflationsschutz hat zudem der Fiskus in diesem Jahr mit der Abgeltungssteuer erfunden. Denn die greift beim Verkauf von neu angekauften Papieren mit 25 Prozent auf alle nominalen Kursgewinne. Wie hoch der reale Gewinn war, interessiert den Fiskus nicht. Ver-

dient ein Anleger etwa über 20 Jahre vier Prozentpunkte pro Jahr, weil Aktien im Schnitt um neun Prozent zulegen und die Teuerung fünf Prozent pro Jahr auffrisst, schrumpft seine wahre reale Rendite nach Steuern auf magere 1,3 Prozent pro Jahr. Ein überzeugender Inflationsschutz sieht anders aus.

Urteil stärkt Rechte von Kreditkartenkunden

Bei Streitigkeiten mit Banken wegen der Kreditkartenabrechnung hat das Amtsgericht München die Rechte der Verbraucher gestärkt. Nach einem gestern veröffentlichten Urteil muss die Bank im Zweifelsfall nachweisen, dass der Kunde die von ihm bestrittenen Kreditkartengeschäfte getätigt hat. Gelingt es ihr nicht, muss die Bank den abgebuchten Geldbetrag erstatten. Das Urteil ist rechtskräftig (Az.: 242 C 28708/08). Das Gericht gab damit der Klage einer Frau statt, die von 2007 an festgestellt hatte, dass in der Kreditkartenabrechnung von ihr nicht veranlasste Abbuchungen auftauchten. Sie ließ daraufhin die Karte sperren, und die Bank erstattete zunächst auch anstandslos die Beträge. Nach Ausstellung zweier weiterer Kreditkarten wiederholte sich das Spiel. Die Bank erstattete ihr beim letzten Mal aber nur knapp 60 €, den Rest in Höhe von rund 700 € jedoch nicht. Die Bank argumentierte, die Kundin habe entweder die Abbuchungen selbst veranlasst oder Dritten leichtfertig die Möglichkeit verschafft, die Karte zu nutzen. Nach Darstellung des Gerichts hat die Bank aber nicht dargelegt, wie sich die Datenübermittlung in den fraglichen Fällen abgespielt haben soll. Selbst wenn ein Virus auf dem Computer der Kundin vorhanden war, sei dies nur eine Möglichkeit, wie die Händler an die Daten gekommen sein könnten. Weil die Daten wegen des vielfachen Einsatzes der Kreditkarte auch anderen Leuten bekannt gewesen sein könnten, könne ein Datentransfer auch ohne Verschulden der Kundin zustande gekommen sein, so das Gericht. Deshalb müsse die Bank den strittigen Betrag erstatten. DPA

Ausgezeichnet! Das beste Kundenmagazin.*



Jetzt kostenlos abonnieren unter www.rbs.de/markets

* It. FOCUS Money – Zertifikate Preis 2009

- Ja, ich möchte das Gratis-Magazin „MÄRKTE & ZERTIFIKATE“ jeden Monat per Post erhalten.
- Bitte schicken Sie mir auch den wöchentlichen E-Mail-Newsletter „MÄRKTE & ZERTIFIKATE weekly“.

Name, Vorname

E-Mail

Straße, Nr.

Telefon

PLZ, Ort

Ich erkläre mich mit der Speicherung meiner persönlichen Daten (Name, Anschrift, Telefon, E-Mail) durch ABN AMRO Bank N.V. einverstanden. Diese Daten werden selbstverständlich nicht an Dritte weitergegeben. Diese Zustimmung kann ich jederzeit widerrufen (anlageprodukte@rbs.com).

Jetzt kostenlos abonnieren! Per E-Mail: anlageprodukte@rbs.com, im Internet: www.rbs.de/markets, per Post: **ABN AMRO Bank N.V., Zertifikateabteilung, Postfach 11 46, 90001 Nürnberg**, per Telefon: **+49 (0) 69 - 26 900 900**, per Fax: **+49 (0) 69 - 26 900 829**

Make it happen™

RBS™
The Royal Bank of Scotland

The Royal Bank of Scotland plc (RBS) handelt in bestimmten Jurisdiktionen als rechtsgeschäftlicher Vertreter der ABN AMRO Bank N.V. Die ABN AMRO Bank N.V. ist ein Tochterunternehmen der The Royal Bank of Scotland Group plc (wie in Section 1162 des Companies Act 2006 von England und Wales definiert). © The Royal Bank of Scotland plc. Alle Rechte vorbehalten.

Was zählt

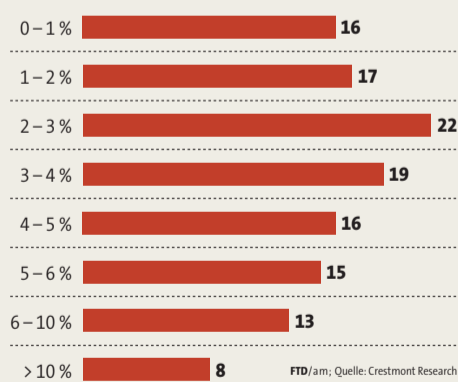
Bewertung Wichtigster Treiber langfristiger Börsenzyklen wie dem Bärenmarkt 1966 bis 1982 oder dem Bullenmarkt 1982 bis 2000 ist nicht das Wirtschaftswachstum, sondern Fluktuationen des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) am Markt.

Inflation Die hohen Inflationsraten der 40er- und 70er-Jahre führten beide zu einem scharfen Rückgang der Bewertungen im US-Aktienmarkt – obwohl beide Jahrzehnte im Hinblick auf das reale Wirtschaftswachstum gute Epochen waren. Ab 1982 trieb vor allem der Rückgang der Inflation die Aktien.

Lage Die Inflationserwartungen sind derzeit historisch niedrig. Der US-Aktienmarkt ist gemessen am S&P 500 mit einem für 2010 erwarteten KGV von 13 sehr moderat bewertet. Allerdings unterstellen Analysten für 2010 einen Anstieg der Unternehmensgewinne gegenüber 2009 um über ein Fünftel.

Zwei Prozent als Wohlfühlzone

Kurs-Gewinn-Verhältnis des Dow Jones in Abhängigkeit von der US-Inflationsrate seit 1900



Geldentwertung bremst Aktienmarkt

Wirtschaftswachstum, Inflation und Kursentwicklung pro Jahr in den USA je Jahrzehnt

Jahrzehnt	Wachstum BIP* real	Inflationsrate	Dow-Jones-Index
1900er	4,1 %	1,4 %	4,1 %
1910er	3,0 %	7,4 %	0,8 %
1920er	3,6 %	-0,2 %	8,8 %
1930er	1,3 %	-1,6 %	-4,9 %
1940er	6,0 %	5,7 %	2,9 %
1950er	4,2 %	2,5 %	13,0 %
1960er	4,4 %	2,5 %	1,7 %
1970er	3,3 %	6,8 %	0,5 %
1980er	3,0 %	4,9 %	12,6 %
1990er	3,0 %	2,4 %	15,4 %
2000-2008	2,9 %	2,4 %	-3,0 %

* Bruttoinlandsprod.; Quelle: Crestmont Research (www.crestmontresearch.com)