

Schützen Aktien vor Inflation?

Von Ulrich Heil, 2011-03-07

1. Einleitung

Aktien werden seit langem von privaten Anlegern als eine Anlage angesehen, die zumindest sachwertnah sei und damit einen Inflations-Schutz biete. Auf lange Sicht scheint das qualitativ zuzutreffen:

Die Preise gehen hoch, die Aktienkurse gehen auch hoch.

Jeder Fonds-Prospekt bemüht sich um eine exponentielle Darstellung steigender Kurse, notfalls unter Zuhilfenahme von Tricks der deskriptiven Statistik.

Wenn das Preisniveau um 100% steigt und die Aktien steigen nur um 80%, haben wir eine Unterperformance von 20%. Das klingt nicht dramatisch. Aber er kann dazu führen, dass einige Anleger mutlos werden, Aktien abstoßen, um nominal hochverzinsliche Anleihen zu kaufen. Gegenwärtig ist die Wirtschaftswoche voll mit Vorschlägen zu „hochverzinslichen“ Anleihen (Ausgabe 2011-02-28).

Um belastbare Aussagen gewinnen zu können, auf deren Basis man als privater Anleger Geld zumindest werterhaltend anlegen kann, ist es hilfreich einige Dinge vorab zu klären.

2. Definitionen und implizite Annahmen

Implizite Annahmen eines privaten Anlegers:

- Wenn das Preisniveau um n % (z. B. 100%) steigt, sollte das Aktienkursniveau zeitnah auch um mindestens n % (z.B. 100%) steigen. Ist es erfüllt, liegt ein effektiver Inflations-Schutz vor.
- Preisniveau: Gemessen am Warenkorb des privaten Anlegers. Dieser weicht allerdings in der Regel systematisch vom offiziellen Verbraucher-Preis-Index ab.
- Der private Anleger geht von kursnotierten Aktien aus, die ausgelieferte Papierversion soll hier nicht betrachtet werden. Beispiel für eine Sonderentwicklung der ausgelieferten Papierversion einer derzeit noch kursnotierten Aktie:



(Quelle: <http://www.schoene-aktien.de/dm33q-gross.jpg>)

Derzeitiger Kurs: ca. 0,35 €,

Wert des physischen Papiers:

Briefkurs ca. 20-30 €, je nach Erhaltung und Vollständigkeit des Couponbogens

3. Arbeits-Hypothese

„Aktien schützen vor Inflation.“

4. Einfacher Versuch der Widerlegung¹

Basis DAX

Zeitraum: März 2001 bis März 2011, Dauer 10 Jahre

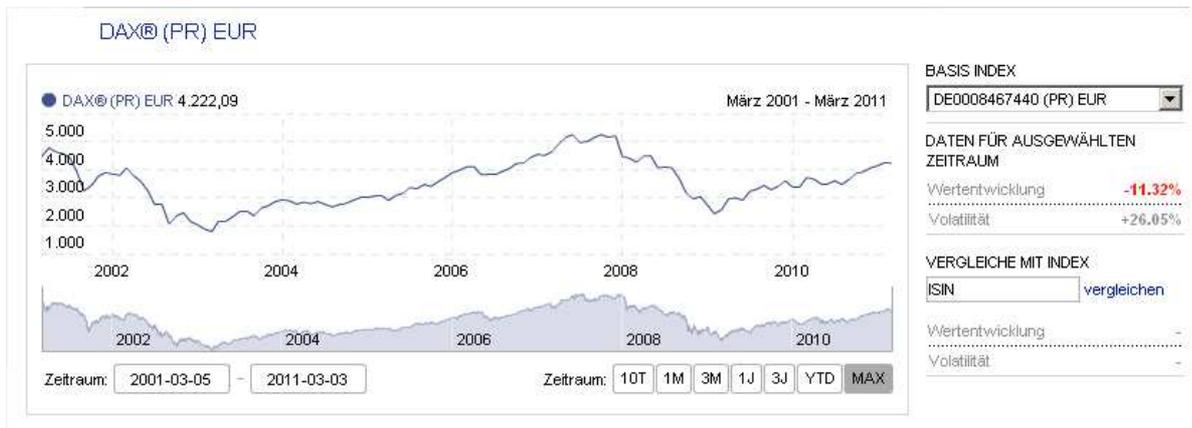
Verbraucher-Preis-Index für 2001 bis 2010 vorhanden

Der deutsche Aktienindex DAX von dem man im Allgemeinen spricht, ist ein Performance-Index. Das bedeutet, dass alle Dividenden sofort bei Ausschüttung wieder angelegt werden. Meines Wissens sogar brutto, das bedeutet, dass die Kapitalertragssteuern/Quellensteuern etc. nicht abgezogen werden, was im Hinblick auf die inzwischen praktizierte Kontrolldichte, für inländische private Anleger nicht realistisch ist.

¹ Einen positiven Beweis hier zu führen ist leider prinzipiell nicht möglich. Daher hier der Versuch der Widerlegung.

Wenn man den DAX-Preisindex heranzieht, welcher die Dividenden nicht berücksichtigt, kommt man auf folgendes Ergebnis:

<http://www.dax-indices.com/DE/index.aspx?pageID=25&ISIN=DE0008467440>



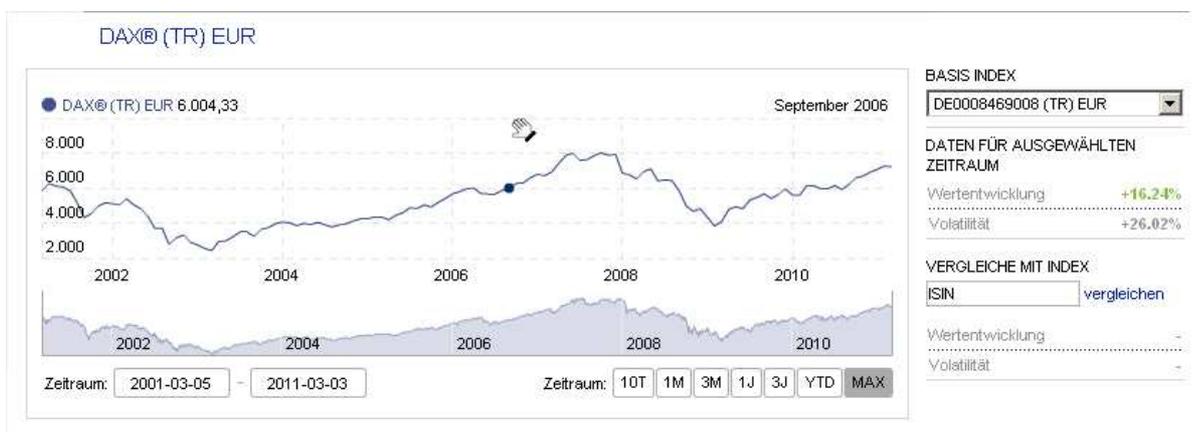
Anlage-Erfolg: Minus 1,2% p.a. für den Zeitraum von 10 Jahren

Wichtiger Hinweis:

Seit 1.1.2009 sind Kursgewinne von Aktien, die nach diesem Stichtag erworben wurden, unabhängig der Haltedauer steuerpflichtig. Die Steuer beträgt derzeit knapp 30%². Sie wird in Deutschland an der Quelle direkt erhoben. Das gilt auch für Index-Zertifikate.

Unter der Berücksichtigung der reinvestierten Bruttodividenden (Performance-Index) ergibt sich für den Selben Zeitraum folgendes Ergebnis:

<http://www.dax-indices.com/DE/index.aspx?pageID=25&ISIN=DE0008469008>



Anlage-Erfolg: Kumulierte Wertentwicklung zwischen 2001 und 2011 ist 16,2%

Das sind ca. 1,5% p.a. brutto, vor Steuern für Kursgewinne und Ertragssteuern. Wenn wir von der Bruttorendite davon ca. 30% (gerundete Steuerbelastung für deutsche Anleger) abziehen, erhalten wir netto ca. 1,1% p.a. Die kumulierte Verbraucher-Inflation für Verbraucher war offiziell 14,5%³ in Summe für 2001 bis 2010, also 1,4% p.a. (aufgerundet).

Nach Inflation und Steuern ergibt sich eine geschätzte Rendite für den DAX für den Zeitraum von ca. **-0,3% p.a.**

Im Hinblick darauf, dass generell Aktien ein höheres Risiko haben und normalerweise einen Risikoaufschlag zugebilligt bekommen, ist das Ergebnis eher dünn.

² 25 % zuzügl. 5,5 % Solidaritätszuschlag (ggf. zuzügl. Kirchensteuer) also 26,4% bis ca. 28,5 %

³ Quelle: https://www-genesis.destatis.de/genesis/online.jsessionid=135857A681F3749C31DD2BC09F89639E.tomcat_GO_2_2?sequenz=tabelleErgebnis&selectionname=61111-0001

Marktbreite deutsche Aktien waren somit für diesen Zeitraum kein deutlich wirksamer Schutz gegen die offiziell zugegebene Inflation.

Ähnliche Widerlegungen kann man auch für amerikanische Aktien des DJ-Index führen. Hierbei sind natürlich auch die Wechselkurs-Änderungen zu berücksichtigen.

Bei europäischen Aktien ist der Nachweis etwas schwieriger zu führen, weil die Inflationsrate für Verbraucher sich sehr unterschiedlich entwickelt hat. Beispielsweise in Spanien, Griechenland, Frankreich und der Slowakei sind die Preise deutlich stärker im Zeitraum gestiegen als in Deutschland.

4.1. Anmerkungen zu einem atypischen Aktien-Index

Ein Aktien-Index verhält sich in diesem Zeitraum signifikant anders:

<http://www.dax-indices.com/DE/index.aspx?pageID=25&ISIN=DE000A0C4CZ7>



Anlage-Erfolg: Wertentwicklung zwischen Ende 2001 und März 2011 ca. +28,0 % p.a.

Erklärung: DAXglobal® Russia bildet die Performance der 30 größten und liquidesten auf russische Unternehmen hinterlegten ADRs und GDRs ab. Es ist ein Performance-Index, also mit Wiederanlage der Dividenden.

Möglicher Grund für das atypische Verhalten: Firmen aus dem Rohstoffsektor sind hier hoch gewichtet.

Anmerkungen:

- Die Währung ist USD.
- Daten für die Monate März bis Dezember 2001 sind nicht verfügbar.
- Nicht berücksichtigt:
 - o Währungsverluste,
 - o etwaige russische und deutsche Steuern,
 - o Anlage-Restriktionen für Ausländer
 - o Verwaltungskosten für ADR etc.

Resultat für russische Aktien:

Hier wäre eine Inflations-Resistenz zumindest über die letzten gut 9 Jahre gewährleistet gewesen.

4.2. Anmerkungen zum Verbraucher-Preis-Index in Deutschland

Es werden hier offizielle Inflationsraten abgeleitet. Die realen, individuellen Teuerungsraten sind meist höher. Bei der offiziellen Inflationsrate gibt es einige systematische Verzerrungen, welche die Rate meist künstlich senken.

Beispiel: Private Krankenversicherungsbeiträge, die zuverlässig fast jedes Jahr um ein Vielfaches der offiziellen Inflationsrate steigen. Diese Prämien sind in keinem Warenkorb enthalten, welcher zur offiziellen Ermittlung des Preisniveaus herangezogen wird. Das wäre nicht weiter schlimm, wenn es eine zu vernachlässigende kleine Ausgabe wäre. Diese Ausgabe allein ist bei vielen Haushalten größer als die Ausgabe für alle Lebensmittel zusammengenommen. Sie ist im Vergleich oft, nicht immer niedriger als die Kaltmiete. Es gibt in der Regel auch keine diskussionswürdige Möglichkeit diese Prämien vollständig zu umgehen. Der Verbraucher

hat geringe Möglichkeiten der Einflussnahme. Hat man so eine Versicherung einige Jahre, oder hat gar bekannte Vorerkrankungen⁴, so ist ein Wechsel zu einem anderen Anbieter nur schwer möglich.

Die Erhöhung Krankenversicherungsbeiträge für 2011 berücksichtigte natürlich noch nicht die neuesten Entwicklungen wie z.B. die Forderung der Zahnärzte in Deutschland für 69% (in Worten: neunundsechzig Prozent) Honorarerhöhung, welche in diesem Ausmaß sicher nicht durchgeführt wird, aber sicherlich deutlich höher sein wird als die offizielle Inflationsrate.

Die offiziellen Statistiken werden von Institutionen erstellt, welche vom Staat bezahlt werden. Der Staat als großer Kreditnehmer hat Interessen, die mit denen von privaten Anlegern nicht immer korrelieren.⁵

4.3. Anmerkungen zu Steueraspekten

Bis 1999 waren alle Spekulationsgewinne bei Aktien in Deutschland nach mehr als 6 Monaten Haltedauer für private Anleger steuerfrei. Das galt auch für Milliardäre.

Nach 1999 wurde unter der Rot-Grünen Regierung der Zeitraum auf 12 Monate ausgedehnt.

Seit 1.1.2009 sind nominale Kursgewinne unabhängig davon wie lange die Aktie gehalten wurde, in der Regel zu versteuern. Die Summe der Abgaben sind derzeit knapp 30%.

Diese Regelung führt in Phasen hoher Inflation zu folgendem:

Nominale Gewinne müssen versteuert werden, auch wenn diese real unter Berücksichtigung der Inflation nicht bestehen. Dies führt langfristig zu einem Substanzverlust von knapp 30%.

Interessant dabei:

Ein Aktien-Depot, welches sagen wir mal laut Depotauszug 100.000 € wert ist und mit der Inflation die letzten Jahre parallel wuchs, wird im Fall der teilweisen oder vollständigen Auflösung, deutlich weniger Nettoerlös erbringen da bis zu 30% Steuern abgezogen werden. Die Einkaufspreise werden natürlich berücksichtigt. Allerdings je höher die Inflation zwischenzeitig sich auswirkt haben wird, umso geringer wird die Reduktion durch die Berücksichtigung des Einkaufspreises ausfallen.

Viele arglose Anleger, die Aktien lange halten, werden daher zunehmend in ihren Depots versteckte Steuerbelastungen haben, welche später wirksam werden.

4.4. Anmerkungen zu Deflation

Die bestehenden Steuer-Regelungen haben zur Zeit (noch) eingebaute Asymmetrien, die dann wirksam werden können, wenn eine Deflation kommt und die Kurse nominal fallen, obwohl der Wert gleich bleibt oder sogar steigt. In diesem Fall wäre keine Steuer zu zahlen. Wir können heute davon ausgehen, dass solche Fälle von der zeitlichen Ausdehnung kurz bleiben und eher episodenhaft bleiben werden.

Während der Hyperinflation in Deutschland gab es einige kurze Phasen, in denen der Preisauftrieb sich kurze Zeit leicht umkehrte. In Summe wurden diese Phasen jedoch weit überkompensiert von den Phasen starken oder sehr starken Preisauftriebs.

4.5. Anmerkungen zur Wertbestimmung von Aktien

Aktien enthalten nach landläufig⁶ verbreiteter Meinung zwei wertbestimmende Komponenten:

- A) Ertragswert
 - a. Bestimmt durch Dividenden
 - b. Messbar durch
 - i. Dividendenrendite
 - ii. Kurs-Gewinn-Verhältnis
 - iii. Diskontierte zukünftig geschätzte Cash Flows
- B) Substanzwert

⁴ zunehmendes Lebensalter ist aus Sicht der Krankenversicherung eine gravierende Vorerkrankung, die man in Deutschland legal nicht umgehen kann. In der Türkei hat man offenbar das offizielle Recht, einmal im Leben den Geburtstag um maximal plus/minus 5 Jahre ändern zu lassen. Gegen eine nützliche Abgabe wäre es möglicherweise auch ein zweites Mal möglich...

⁵ Plakativer Interessenskonflikt von Otto Walkes: „Rauchen ist nicht gesundheitsschädlich...gez. Dr. Marlboro“

⁶ Es lassen sich auch beliebig andere Ansätze definieren, wie etwa Prestige (Zoologischer Garten Berlin AG, WKN= 503180 mit 4.000 vinkulierten Namensaktien) oder Wert des bei der Hauptversammlung gereichten Freesspakets (bei Brauereien manchmal) oder Design der gedruckten Aktie (Beate Uhse: Hält man die Aktie unter UV-Licht, dann erscheinen noch zwei weitere wohlproportionierte Mädchen im für das bloße Auge nicht sichtbarem fluoreszierendem Sicherheitsdruck)

- a. Messbar durch Schätzung der
 - i. Wieder-Beschaffungswerte
oder sogar
 - ii. Liquidationswerte (der unterste Maßstab)

Um Substanzwerte hinreichend genau beurteilen zu können, ist Erfahrung und eine detaillierte Bilanzanalyse notwendig. Value-Investoren beschäftigen sich damit. Manche sind erfolgreich. Grundsätzlich kann man so etwas lernen, trainieren, aber eine gute Portion Glück gehört immer dazu. Diejenigen die Erfolg damit haben, sind meist deutlich jenseits der 30.

Bei vielen Firmen sind früher als nahezu sicher angesehene Wertgegenstände wie etwa Grundstücke, Gebäude, Maschinen längst verkauft und zurückgemietet (Beispiel: Karstadt). Viele große Kapitalgesellschaften rechnen sich substanzuell reicher indem sie jede Menge immaterieller Werte in der Bilanz haben, die schwer zu beurteilen ist (Beispiele: Celesio, Stada).

Die Bilanzierungsvorschriften wurden in Deutschland in den letzten 20 Jahren schrittweise verändert. Garantierte früher die Anwendung des Niederstwertprinzips das Vorhandensein von stillen Reserven insbesondere in einem inflatorischen Umfeld, so sind heutige Bilanzen meist anders zu interpretieren. Viele private Anleger scheuen den Aufwand und schauen auf das geschätzte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)⁷ oder die Dividendenrendite um Anlageentscheidungen zu treffen.

Einige schauen auch auf den Kurs-Chart.

Leider ist der international bekannte Experte Paul⁸, der die Fußballergebnisse der WM 2010 signifikant besser tippte als langgediente Experten, vor kurzem verstorben. Es hätte sicher einige Sponsoren gegeben, die eine Umschulung zum Börsen-Experten bezahlt hätten.



Der Krake Paul (26.01.2008 bis 26.10.2010)

Warnung:

Sie sollten Ihren Hund zu wichtigen Anlageentscheidungen nicht befragen. Die meisten Hunde sind geborene Opportunisten und als Herdentiere nicht gewohnt, eine eigene Meinung erkennbar zu vertreten. Deren Meinung taugt noch nicht mal als Kontraindikator. Mit einem Hund sollten Sie bei der Bank auch lieber nicht aufkreuzen: Ein vertrauliches bankeninternes Schreiben rät, Haltern von Pudeln einen geringeren Bonitäts-Score zu geben...^{9, 10}

4.6. Wie misst man pragmatisch Inflation?

Wenn Sie ein recht einfaches Hilfsmittel suchen, was Ihnen recht gute Schätzungen für die reale Teuerung bringt, geringe statistische Kenntnisse abverlangt und mit recht wenig Daten auskommt, können Sie mir per E-Mail schreiben. Vielleicht werde ich dann doch noch den Artikel „**Inflationsraten ermitteln für Dummies**“ dann bei erhöhter Nachfrage schneller schreiben.

4.7. Anmerkung zu Minenaktien/Rohstoffaktien

Diese Aktien scheinen theoretisch an den Preis des geförderten Materials und an die Reserven gekoppelt zu sein. Die Praxis ist deutlich komplexer. Hier einige Hinweise zu geben, würde den Rahmen dieses Artikels sprengen.

4.8. Anmerkung zu optionalen Korrekturen

Die Unterperformance von ca. -0,3 % p.a. nach Steuern ist ggf. durch folgende Aspekte weiter zu korrigieren:

- Verwaltungskosten für den entsprechenden Index-Fonds, führt zu einer kleinen Belastung.

⁷ Ist im Bereich von nichtlinearen Veränderungen unbrauchbar. Das Anspringen von starker Inflation gehört dazu.

⁸ http://de.wikipedia.org/wiki/Paul_%28Krake%29

⁹2003, Lutz Ressmann: „Kreditwürdig? Der Unternehmer im Urteil des Bankers“ <http://www.lressmann.de/pdf/KreditwuerdigInternet.pdf>

¹⁰ **Kreative Chance:**

Ob jemand, der einen lästigen Immobilienkredit vorzeitig tilgen möchte, die Diskussion mit der Bank zu seinen Gunsten beeinflussen kann, wenn er mit einer Horde gemieteter Pudeln in der Schalterhalle erscheint, bleibt noch offen. Weitere potentiell wichtige Details dann bitte dem angegebenen Artikel entnehmen.

- Anwendung der realen individuellen Geldwertungsrate, führt unter Umständen zu mittleren bis großen Belastung.
- Abzug einer Risikokomponente für Aktien (Optional, je nach Anleger)
- Abzug sonstiger Verwaltungskosten (Optional, je nach Anleger-Situation)

Keine dieser Faktoren, verbessert deutlich das Resultat, sondern trägt mehr oder weniger in Summe zu einer Verschlechterung bei.

5. Chancen und Risiken der Inflation für private Anleger

Diese vorgeschlagene Kausalkette können Sie gern versuchen zu widerlegen und mir im Idealfall eine bessere nennen, welche nicht deutlich komplexer ist.

Risiko

1. Bei (erwarteter) zunehmender Inflation, steigt die Varianz der Meinungen, wie hoch diese real ist.
2. Steigende Varianz der Meinungen führt zu steigender Varianz der Bewertungen von Ertrags- und Substanzwerten.
3. Die Varianz der Bewertungen führt bei vielen Marktteilnehmern zu entsprechend erhöhten Risikoabschlägen bei den Aktienkursen.
4. Die Aktienkurse sinken relativ zum allgemeinen Preisniveau.

Historische Beispiele:

- Deutschland, Beginn der Hyperinflation¹¹
- Deutschland, 1970 - 1980

Chance

1. Bei (erwarteter) sinkender Inflation, sinkt die Varianz der Meinungen, wie hoch diese real ist.
2. Sinkende Varianz der Meinungen führt zu sinkender Varianz der Bewertungen von Ertrags- und Substanzwerten.
3. Die sinkende Varianz der Bewertungen führt bei vielen Marktteilnehmern zu entsprechenden reduzierten Risikoabschlägen bei den Aktienkursen.
4. Die Aktienkurse steigen relativ zum allgemeinen Preisniveau.

Historische Beispiele:

- Deutschland, 2. Hälfte der Hyperinflation¹²
- Deutschland 1980 bis 2000

6. Zusammenfassung

Aktien können Inflations-resistent sein. Allerdings muss man sehr genau aufpassen, dass man die richtige Phase¹³ für den Kauf wählt.

Sie hängt von Zinsen, Zinserwartungen, Geldmenge, Marktstimmung, Branche, Bilanzrelationen, Marktmacht des Unternehmens bei der Durchsetzung von Preisen, Anlage-Moden und potentiell vielen anderen Dingen ab. Mit anderen Worten: Sie tasten sich in eine Nebelbank rein.

Manche Leute können das, es erfordert Erfahrung, Disziplin, Geduld und Glück.

Mit zunehmender Inflation wird der Ertragswert der Aktie zunehmend entwertet.

Im Extremfall, wenn die Inflation Raten von Simbabwe erreicht, werden Dividenden vollständig wertlos, da sie in Geld gezahlt werden, was praktisch wertlos ist.

Kauft man zu früh einen breiten Aktien-Index kann man durchaus temporär real 90% verlieren.

Zu den potentiellen realen Kursverlusten kämen noch die Steuerforderungen aus den nominalen Kursänderungen, welche dann noch zu zahlen wären.

DAX-Aktien boten zwischen 2001 und Anfang 2011 im Allgemeinen keinen Schutz vor Inflation.

Zwischen 2011 und 2020 ist es eher unwahrscheinlich, dass DAX-Aktien einen sicheren Schutz vor Inflation bieten, da Steuern die Substanz tendenziell schmälern.

¹¹ Aktien verloren relativ zum Preisniveau ca. 90% des Wertes.

¹² Aktienkurse waren massiv unterbewertet und holten dann deutlich auf.

¹³ Theoretisch können Sie sogar den richtigen Zeitpunkt treffen, das ist aber in der Praxis nahezu unmöglich, und nicht notwendig, um überdurchschnittliche Ergebnisse zu erzielen.

© 2011 by Ulrich Heil, Reproduktion/Publikation nur mit Zustimmung des Autors.
Zitate aus diesem Artikel nur mit Angabe des Autors und der Quelle: www.hartgeld.com, HTML-Links auf diesen Artikel benötigen keine Zustimmung.

Disclaimer:

Ich weise darauf hin, dass ich kein Finanzberater bin. Dieser Artikel ist daher als völlig unverbindliche Information anzusehen und keinerlei Anlage- oder sonstige Finanzierungsempfehlung – wie ein Zeitungsartikel. Ich verkaufe auch keine Finanzanlagen oder Kredite. Jegliche Haftung irgendwelcher Art für den Inhalt oder daraus abgeleiteter Aktionen der Leser wird ausdrücklich und vollständig ausgeschlossen. Das gilt auch für alle Links in diesem Artikel, für deren Inhalt ebenfalls jegliche Haftung ausgeschlossen wird. Bitte wenden Sie sich für rechtlich verbindliche Empfehlungen an einen lizenzierten Finanzberater oder eine Bank.

Zum Autor:

Dipl.-Wirtschafts-Ing., Ulrich Heil lebt in Mannheim. Er beschäftigt sich seit Anfang der 1980er mit Investment- und Geldfragen. Seine Spezialgebiete sind Statistik und pharmazeutische Produktion. Wert-, Geld- und Inflationsprobleme hat er zum Teil vor Ort in Russland, Türkei, Ecuador und Cuba analysiert. Er kann unter empirische.inflation.8@web.de („ät“ durch @ ersetzen) erreicht werden.