

Falsche Propheten

Der New Yorker Finanzexperte Michael Keppler räumt mit dem Vorurteil auf, steigende Inflationsraten seien Gift für Aktienkurse.

Nur wenige Anleger wagen die weitverbreitete These „Steigende Zinsen sind schlecht für Aktienkurse“ in Frage zu stellen. Ceteris paribus sprechen höhere Zinsen zwar unumstritten für fallende Kurse. Notenbanken erhöhen die Zinsen jedoch nicht in einem Vakuum, sondern im Zusammenhang mit höheren Inflationsraten – und die sind nicht nur nicht negativ sondern meist positiv für die zukünftige Gewinnentwicklung der Unternehmen. Hier liegt der Knackpunkt: Anleger, die glauben, Aktien seien bei höheren Zinsen weniger wert, glauben offensichtlich auch daran, dass Unternehmen bei höherer Inflation nicht mehr verdienen können. In der Vergangenheit sind die Unternehmensgewinne in Zeiten relativ hoher Inflation jedoch überdurchschnittlich stark gestiegen. Und Aktien boten für Anlageperioden von 20 Jahren und mehr nicht nur den besten Inflationsschutz, sondern auch den höchsten Gesamtertrag aller Anlageklassen.

Leider denken meist Immobilienanleger und Versicherungsmathematiker, aber nur wenige Aktiensparer in solchen Zeitdimensionen. Zu viele Teilnehmer am Kapitalmarkt bemühen sich immer noch um die Beantwortung der Frage: Welche Anlageklasse bietet auf Sicht der nächsten drei Monate den höchsten Ertrag? Obwohl Robert Jeffrey in seinem berühmt gewordenen Aufsatz im Harvard Business Review vom Juli/August 1984 „The Folly of Stock Market Timing“ (zu deutsch: Die Torheit des Markt-Timing) bereits vor 20 Jahren zeigte, dass es keinen Sinn macht, sich mit dieser Frage zu beschäftigen, wird sie nach wie vor gestellt. Und nicht wenige Orakel sind gerne bereit, eine plausibel erscheinende Antwort zu liefern.

Da Anleger dazu neigen, die unmittelbare Vergangenheit überzubewerten und als „Normalzustand“ zu akzeptieren, wird der jüngsten



Michael Keppler ist Präsident von Keppler Asset Management, einer Vermögensverwaltungsgesellschaft in New York.

Gewinnentwicklung eine zu hohe Bedeutung beigemessen. Die Finanzprofessoren Franco Modigliani und Richard Cohn bezeichneten den Fehler der Anleger, Aktien nicht als Inflationsschutz zu sehen und nicht zwischen nominalen und realen Preisen zu differenzieren als „Inflations-Illusion“. In ihrem Aufsatz über die Inflation und die richtige Bewertung aus dem Jahr 1979 argumentierten die Professoren, dass die Anleger Ende der 70er Jahre – einer Zeit mit zweistelligen Inflationsraten – Aktien zu niedrig bewerteten, weil sie nominale mit realen Gewinnen gleichsetzten und verkannten, dass das Gewinnwachstum sich deutlich beschleunigen würde. Die Kursexplosion an den Aktienmärkten in den 80er Jahren gab den Professoren recht. Modigliani und Cohn stützten ihre Aussagen vorwiegend auf theoretische Untersuchungen. Jüngste Studien, die sich mehr auf empirische Daten und Anlegerpsychologie konzentrieren, bestätigen nun nach 25 Jahren ihre Ergebnisse.

Ein Arbeitspapier zu diesem Thema zirkuliert zurzeit in akademischen Kreisen. Die Autoren sind die beiden Harvard Professoren R. Cohen und T. Vuolteenaho sowie C. Polk von der Northwestern Universität. In ihrer umfassenden Studie finden sie starke Anzeichen des Vorhandenseins der Inflations-Illusion für den gesamten Untersuchungszeitraum vom Juni 1928 bis Dezember 2001. Mein Rat wie Sie als Aktiensparer der Inflations-Illusion am besten enttrinnen können: keine Angst vor höheren Zinsen und Inflation! Kaufen Sie Ihre Aktien wie Ihre Immobilien: preiswert und als langfristige Anlage. ■