

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 181

1. Juli 1997

Zu starke Märkte?

1. Euro: überschätzte Währungsrisiken

Kaum ein Tag vergeht, ohne dass eine weitere umfangreiche Studie über die Einführung des Euro auf den Tisch flattert. Wir haben letztmals im September 1995 das Thema der Europäischen Währungsunion (EWU) ausführlich behandelt und uns in der Zwischenzeit einer Neu Beurteilung der Lage weitgehend enthalten. Damals hatten wir festgestellt, dass es im Grunde genommen drei Möglichkeiten der weiteren Entwicklung gebe, nämlich:

a) die Währungsunion als Chance für einen breiten europäischen Aufschwung, hervorgerufen durch den definitiven Abbau zwischenstaatlicher Handelsbarrieren und durch die Elimination von Währungsrisiken innerhalb des Binnenmarkts,

b) die Währungsunion als Büchse der Pandora für politische Turbulenzen und Gefahren innerhalb der EU und mithin als Ursache für eine langdauernde und in ihren Auswirkungen unabsehbare Destabilisierung des globalen Wirtschafts- und Währungsgefüges,

c) die EWU als auf Dauer vor sich hergeschobene Utopie, da die Maastrichtkriterien ohnehin nie von einer vernünftigen Zahl europäischer Staaten ehrlich erfüllt werden können.

Wir können heute feststellen, dass sich an der damaligen Lagebeurteilung nicht viel verändert hat. Den drei Entwicklungsszenarien kommt immer noch eine gewisse Wahrscheinlichkeit zu; es sind noch keine Würfel definitiv in die eine oder andere Richtung gefallen. Selbst der Aufschub bzw. die durch Vor-Sich-Herschieben herbeigeführte Nicht-

einführung des Euro ist, so kurz vor dem Einführungstermin!, noch durchaus denkbar.

Die Mehrheit der Analysten und Experten geht momentan allerdings von einer rechtzeitigen Einführung des Euro aus und ist auch

der Meinung, dass es zu einer „grossen“ Lösung komme. Dass also Länder mit fragwürdigem Erfüllungsgrad der Maastrichtkriterien ebenso dabei sein werden wie die „Kernländer“ Deutschland, Frankreich, Holland, Luxemburg oder Österreich. Dies paradoxerweise nicht wegen namhafter Verbesserung auf Seiten der schmalbrüstigen Kandidaten (oder salopp des sog. „Club Méd“), sondern wegen der dramatischen Verschlechterung in der Situation des bisherigen Musterschülers Deutschland. Ohne sehr grosszügige Interpretation der Maastrichtkriterien wird es mittlerweile nicht mehr möglich sein, überhaupt zu einer Währungsunion zu gelangen.

Hierin liegt denn auch der Grund für die vorherrschende Befürchtung, dass der Euro tendenziell eine schwache Währung sein werde. Zu viele Problemnationen würden in die Währungsunion inkorporiert. Auf den ersten Blick mag diese Voraussage einleuchten. Wir sind allerdings der Ansicht, dass nicht vor-

Value at Risk im Vermögensverwaltungsgeschäft

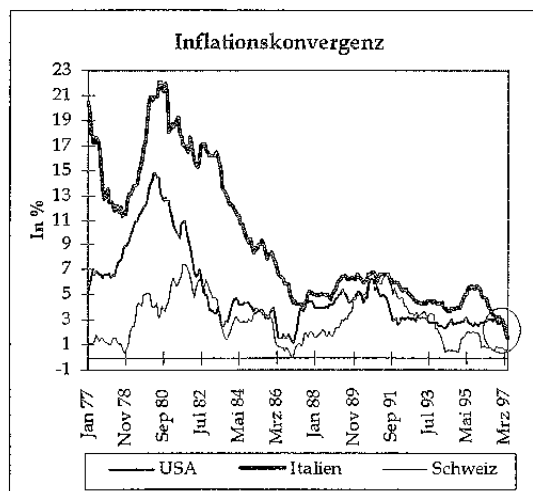
Diesem Anlagekommentar liegt der Prospekt eines von den zwei geschäftsführenden Teilhabern Dr. Otto Bruderer und Dr. Konrad Hummler herausgegebenen Buches über Bedeutung und Technik der Risikomesung im Portfoliomanagement bei. Das Werk mit Beiträgen von Prof. A. Grünbichler, Prof. H. Zimmermann, Dr. S. Tolle u.a.m. wird vom Stämpfli Verlag Bern herausgegeben und den Lesern des Wegelin-Kommentars zu einem Vorzugspreis abgegeben.

eilige Schlussfolgerungen gezogen werden sollten. Darf man, sollte man zum Beispiel rigoros alle DM-Obligationen verkaufen und sich unbesehen in Richtung Schweizer Franken oder Dollar begeben?

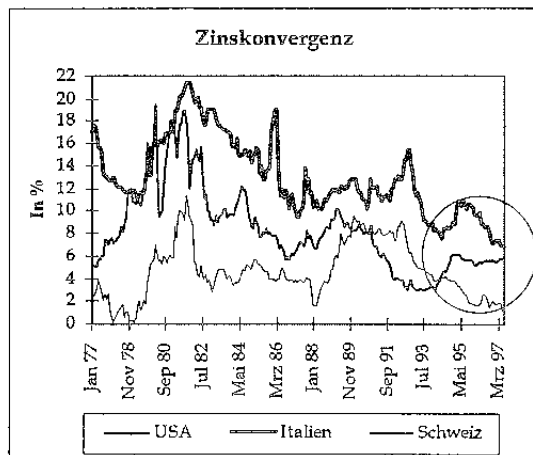
Zweierlei ist zu beachten. Zum ersten wird a priori nur derjenige ein Problem mit einem schwachen Euro haben, der nicht auch Verbindlichkeiten in ebendieser Währung hat. Was soll zum Beispiel eine Flucht aus der Deutschen Mark für einen deutschen Anleger, der künftig sein Leben mit Euro zu bestreiten hat? Wer in DM denkt, weil er nämlich in Deutschland wohnt und wirkt, der wird später in Euro denken und auch in Euro zahlen müssen. Legt er sein Geld jetzt in einer Fremdwährung wie Schweizerfranken oder US-Dollar an, dann baut er sich ein Währungsrisiko auf, ob der Euro nun „hart“ oder „weich“ sein werde - Gewissheiten bestehen ja keineswegs! Anlageprobleme sollte man immer unter Berücksichtigung sowohl der Aktivseite wie auch der Passivseite der Bilanz beurteilen. Es ist deshalb in vielen Fällen sehr fraglich, ob sich der Aufbau eines währungsbedingten Bilanzrisikos rechtfertigt. Dies sei namentlich unsern Lesern im nördlichen Nachbarland mit der nötigen Deutlichkeit ans Herz gelegt.

Zweitens stellt sich darüber hinaus aber die Frage, wie gross denn der Spielraum für eine europäische Währungsbehörde sein wird, einen weichen Euro überhaupt zuzulassen. Unsere Beobachtungen der letzten Jahre weisen darauf hin, dass sich unter dem Druck der enorm effizienter gewordenen Finanzmärkte, d.h. nicht zuletzt wegen den sehr kostengünstigen derivativen Finanzinstrumenten, eine strukturelle Konvergenz in den Hauptwährungen der Welt ergeben hat. Die folgenden zwei Grafiken zeigen diese Tendenz für zwei der Hauptdeterminanten des Währungsgefüges, die Inflationsrate und die Zinsentwicklung, sehr deutlich auf. Wir bezweifeln lebhaft, dass dieser Trend zu mehr Disziplin und Konvergenz auf eine willentlich formulierte, allorts konsequent durchgesetzte Politik der Fiskal- und Währungsbehörden zurückzuführen ist. Vielmehr spricht vieles dafür, dass die wahre Ursache für weniger geldpolitische Schocks im Umstand liegt, dass jegliches Abweichen vom monetären Pfad der Tugend durch unmittelbar eintretende, unmissver-

ständige Turbulenzen an den Zins- und Währungsmärkten bestraft wird.



Quelle: Bloomberg. Eigene Darstellung



Quelle: Bloomberg. Eigene Darstellung

Aus unserer Sicht gibt es wenig Gründe zur Annahme, dass der Euro - so er eingeführt wird - nicht auch diesem strukturellen Druck der globalen Finanzmärkte ausgesetzt sein wird. Oder anders herum: Es ist davon auszugehen, dass sich eine europäische Notenbank, nolens oder volens, genauso an die neuen Gesetze der Märkte halten muss wie beispielsweise heute schon die Deutsche Bundesbank oder selbst die Italienische Zentralbank. Ja, man müsste eigentlich sogar davon ausgehen, dass sich die Europäische Zentralbank weniger leisten kann als jegliche heutige Notenbank in Europa. Denn es macht für die Finanzmärkte einen Unterschied, ob „nur“ die Lira oder die Peseta destabilisiert

wird oder ob die Werthaltigkeit einer gesamt-europäischen Währung gefährdet sei. In währungstechnischer Hinsicht warnen wir deshalb vor übertriebener Angst vor dem Euro, wie breit oder eng auch immer der Teilnehmerkreis bei der EWU sein wird.

2. Untertriebene politische Risiken!

Die Märkte sind also auf die Länge zu stark für eine schwache europäische Einheitswährung. Eine allfällige Delle zu Beginn der neuen Währungsordnung müsste bald einmal durch eine auf Stabilität ausgerichtete Geldpolitik korrigiert werden. Das bedeutet mithin, dass eine Reflationierung in Europa relativ unwahrscheinlich sein wird, wenn der Euro eingeführt wird. Und genau hierin liegt der Schlüssel für das Unbehagen in politischer Hinsicht.

Beginnen wir beim Beispiel Frankreich. Nachdem es die sogenannte bürgerliche, in Tat und Wahrheit aber durch und durch unliberale, etatistische Regierung Juppé trotz komfortabelster Parlamentsmehrheit verpasst hatte, wirksame Reformen zugunsten einer auf die freien Weltmärkte ausgerichteten Wirtschaftspolitik zu konzipieren, setzt nun das zu Recht enttäuschte französische Volk auf eine Linksregierung, die weitestgehend mit den alten sozialistischen Vorstellungen den grossen Problemen von Arbeitslosigkeit und Stagnation zu Leibe rücken will. Jeder Beobachter der Szene weiss, dass solches ohne Nachfragesstimulierung nicht möglich sein wird. Da der neue Regierungschef Jospin unter Zeit- und Erwartungsdruck steht, müsste ein regelrechtes Strohfeuer entfacht werden, um die Versprechungen (vorderhand) zu befriedigen.

Für keynesianische Avancen sind nun aber die Maastrichtkriterien im Vorfeld der Währungsunion wie auch die allfällige Einführung der letzteren sehr hinderlich. Jospin müsste eigentlich abwerten können; früher, das heisst vor der Konkretisierung der Ideen für eine europäische Währungsunion, hätte dies vermutlich auch unweigerlich stattgefunden. Die nach aussen eher mühsam verschleierte Divergenzen am jüngsten Amsterdamer Gipfel weisen auf das wachsende politische Spannungspotential hin.

Es rächt sich nun eben, dass mit dem ungebrochenen Glauben an politische Gestaltungskraft der Sinn für das praktisch Mögliche verloren ging. Man denke nur an die gewaltigen faktischen Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern bezüglich der Steuerpolitik, Wirtschaftspolitik, Sozialpolitik, Arbeitslosenquoten, Schwarzmärkte und Schwarzarbeit etc. etc. Wie konnte man nur auf die Idee kommen, zusammenzufügen, was (noch?) nicht zusammenpasst?

3. Widrige Zeiten für die soziale Marktwirtschaft

Das mag etwas oberflächlich tönen. In der Tat war in den Anfängen der Bemühungen um die Wirtschafts- und Währungsunion noch keineswegs absehbar, in welchem Ausmass und mit welcher Geschwindigkeit sich die relevanten Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft verändern würden. Ja, man übertreibt nicht mit der Behauptung, dass der seit etwa drei Jahren laufende Strukturwandel von vielerlei Instanzen noch weitgehend unverstanden ist. Welche sind die wesentlichen Komponenten?

Zum einen muss man sich des Umstandes bewusst sein, dass sich die im globalen Rahmen verfügbare Arbeit in den letzten paar Jahren etwa verfünffacht hat. Dies als direkte Folge des Untergangs der Sowjetunion: Die bis anhin geschlossenen Grenzen am Eisernen Vorhang fielen dahin und öffneten den Ländern Osteuropas den Zugang zu den Weltmärkten. Zudem, und vermutlich noch wichtiger, fiel die ständige militärische Bedrohung der meisten Schwellenländer von Lateinamerika über Afrika bis nach Südostasien dahin - es braucht seither nicht mehr übermässigen Wagemut, in diesen Ländern zu investieren und in der Folge zu produzieren.

Zum andern und obendrein wurde der Faktor Arbeit durch die immensen Fortschritte in der Computer- und Kommunikationstechnologie potenziert, das heisst die Produktivität erhöht. Auch hierin fehlen zum Teil die Vorstellungen über das Ausmass und die Implikationen. Und wir sind noch weit davon entfernt, die Konsequenzen der intensiven weltweiten Nutzung des Internet abzusehen. Der völlig problemlose und kostengünstige Zugriff auf jegliche Daten irgendwo auf unserem

Globus (Bibliotheksbestände, Fachkataloge, technische Normen, statistische Zahlen usw.) und der ebenso effiziente weltweite Informationsaustausch hat viele mühselige und teure Vorgänge eliminiert und neue Verfahren, zum Beispiel die Arbeitsauslagerung im grossen Stil, erst ermöglicht. Ein Ende dieser Entwicklung ist nicht abzusehen.

Die europäischen Volkswirtschaften und ihre Sozialsysteme waren und sind aber darauf ausgerichtet, dass Arbeit knapp und relativ teuer ist. Arbeitslosenversicherungen sorgen dafür, dass bei Nachfrageveränderungen nicht die Preise (d.h. die Löhne) sinken, sondern dass Überkapazitäten aus dem Arbeitsmarkt abgeschöpft werden. Viele Sozialwerke sind zudem so konstruiert, dass ihre Finanzierung direkt vom ausbezahlten Lohnniveau abhängt. Das passt unendlich schlecht in eine Welt, in der andere Leute zu tieferen Löhnen bereit sind, Arbeit in vergleichbarer Qualität zu liefern.

Kommt noch dazu, dass das europäische Sozialsystem an einer weiteren strukturellen Schwäche leidet. In den meisten europäischen Ländern sind die Geburtenraten seit einiger Zeit rückläufig, und die Lebenserwartung steigt. Immer mehr Rentner müssen von der Leistungskraft einer zahlenmässig immer kleiner werdenden jüngeren Generation leben. Etwas verkürzt könnte man argumentieren, dass diese Systeme (ohne Leistungsverzicht) nur überleben können, wenn entweder durch Inflationierung das Lohnniveau und die Beschäftigung wieder steigen, oder wenn eine Unzahl neuer, zugewanderter Arbeitskräfte zu tieferen Löhnen das entstandene Generationenloch einigermaßen füllen würde. Die politischen Folgen solcher Massnahmen wären allerdings unabsehbar ...

Der Zustand der Finanzen auch bisher stabiler Länder wie der Bundesrepublik Deutschland weist mit aller denkbaren Deutlichkeit auf die ziemlich ausweglose Situation hin. Europa müsste, unter den gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen hoher Staatsschulden und hoffnungslos ins Abseits driftender Sozialsysteme, inflationäres Wachstum haben. Die Märkte und mithin der den Märkten ausgesetzte Euro lassen dies aber nicht zu. Ohne den politischen Kraftakt zur wirklichen Reform der Sozialsysteme wie

auch der Arbeitsmärkte ist es deshalb undenkbar, dass in Europa so bald Ruhe einkehrt. Der tendenziell längerfristig eher starke Euro wird weitgehend verunmöglichen, dass die EU als Ganzes oder die einzelnen nationalen Regierungen das Problem monetär (d.h. durch übermässige Geldschöpfung) zu lösen versuchen. Bleibt dann eben nur die politische Zerreihsprobe, notfalls der Staatsbankrott einzelner, besonders exponierter Mitgliedsländer, wie dies kürzlich an einer wissenschaftlichen Tagung zu geldpolitischen Fragen durch den englischen Ökonomen Goodhart postuliert wurde (vgl. NZZ Nr. 144 vom 25.6.97, S. 23).

4. Wohin gehen die Länderrisiken?

In diesem Zusammenhang interessiert ein weiterer Aspekt bei der Einführung der Europäischen Währungsunion. Nach bisherigem Regime war es ja so, dass durch den Kursverlauf der einzelnen Landeswährungen und die währungsspezifischen Zinssätze das jeweilige Länderrisiko ausgedrückt wurde. Drachme, Peseta und Lira notierten höhere Zinssätze als die Mark und der Gulden und schwankten in ihrem Kursverlauf auch weit mehr. In Erwartung der EWU haben sich die Verhältnisse zwar angeglichen, gewisse Divergenzen sind aber immer noch existent.

Werden nun mit dem Währungszusammenschluss die Länderrisiken eliminiert? Die Portfoliotheorie besagt, dass nicht korrelierte Risiken zumindest teilweise eliminiert werden. Das heisst, dass die EWU einen gewissen Diversifikationseffekt zeitigen wird. Wer regelmässig italienische Guthaben entgegennehmen und mithin immer wieder spezifische Lira-Risiken tragen muss, wird durch den Diversifikationseffekt, den all die andern eingepackten Währungen mit ihren teilweise gegenläufigen Risiken bewirken, nach Einführung des Euro bessergestellt sein.

Das wird aber nur ein Teil der ganzen Angelegenheit sein. Der andere Teil wird darauf hinauslaufen, dass sich die bisher durch Währungsrisiken ausgedrückten Länderrisiken auf die einzelnen Schuldner niederschlagen, es sei denn, die EU übernehme die Schuldnerisiken. Maastricht schliesst eine solche Übernahme zur Verhinderung des Staatsbankrotts (Bailing out) grundsätzlich aus. Über die

Tragweite eines solchen Ausschlusses kann nur spekuliert werden. Wir gehen aber davon aus, dass in jedem Falle die Privatschuldner einen Teil des spezifischen Länderrisikos selber tragen müssen. Ihre Refinanzierung dürfte um die jeweilige Risikoprämie teurer werden. Ausstehende Obligationen von Schuldner risikoreicherer Länder werden um diese Prämie an Wert verlieren.

Was die Refinanzierung der einzelnen Länder betrifft, so kann man sich noch auf interessante Zeiten gefasst machen. Im erwähnten Aufsatz von Goodhart wird darauf hingewiesen, dass der amerikanische Gliedstaat Louisiana von den Ratingagenturen angesichts seiner Schuldenlastquote (Schuldendienst in Prozent der Staatseinnahmen) von 11,5 % lediglich mit „Baa1“ bewertet wird und entsprechend höhere Kreditzinsen entrichten muss. Italien hat eine entsprechende Quote von 50 %, Belgien von 46 % und Spanien von 29 % ...

Eines ist gewiss: Die Märkte sind heute zu effizient und zu stark, als dass sie sich durch noch so raffinierte institutionelle Manöver täuschen liessen. Weltweit wachen hunderte tausende Augenpaare rund um die Uhr darüber, ob nicht der eine oder andere Schuldner, das eine oder andere Länderrisiko, zu tief oder zu hoch eingestuft werde. Kapitalströme schwappen hin und her und eliminieren jegliche Unstimmigkeiten. Information wird auf diese Art nachrichtendienstlicher Tätigkeit enorm effizient verbreitet und umgesetzt. Effizienter jedenfalls, als es je ein verschlafener staatlicher Nachrichtendienst tun könnte. Weshalb? Weil Geld, sehr viel Geld bei dieser Art der Nachrichtenverbreitung und -verarbeitung im Spiele ist. Es ist das Geld der Anleger, von denen uns weltweit keiner bekannt ist, dass er unbesehen Geld verlieren möchte.

Wir nehmen also an, dass es im Rahmen einer europäischen Einheitswährung zu einer erhöhten Diskriminierung zwischen den verschiedenen Bonitätsklassen kommen wird. Das Rating, bisher vor allem in den USA auf breiter Basis angewendet, wird in Europa Einzug halten. Die Rating Agencies werden auf unserem Kontinent Hochkonjunktur erhalten. Und wir können uns lebhaft vorstellen, dass dann Schuldner wie die City of

Naples oder die Stadt Brüssel schlechtere Noten erhalten werden als einige der grossen Privatschuldner wie etwa Pirelli oder Solvay.

5. Die säkulare Machtverschiebung

So wundert einen denn nicht, dass angesichts dieser Überhandnahme von Kontrollfunktionen wirtschaftlicher und geldpolitischer Natur durch die Finanzmärkte sich Widerstände jener regen, deren Aufgabe es bis anhin gewesen war, an den vielen Schräubchen und Hebelchen der Regulierung und Steuerung zu hantieren. Wenn die Weltbank in ihrem neuesten Bericht (World Development Report 1997) eine Kräftigung öffentlicher Institutionen verlangt, um die Märkte auf dem Pfad der Tugend zu halten und um „Marktversagen“ zu verhindern, dann ist dies im Lichte des säkularen Machtverlustes regulierender Institutionen zu sehen. Die Weltbank gehört auch zu dieser Art Institutionen, und gerade sie ist für vielerlei Unheil in Entwicklungsländern verantwortlich, wo nicht Markt-, sondern Staatsversagen offenkundig ist.

Kein Tag vergeht, ohne dass nicht „die Märkte“ (wer diese auch immer seien!) für irgendwelche widrige Entwicklungen verantwortlich gemacht werden. Die Mafia in Russland - ein Marktversagen! Die Kostenexplosion im Gesundheitswesen - dem Gewinnstreben böser Pharmakonzerne zuzuschreiben! Die Arbeitslosigkeit in Europa - der mangelnden Regulierung der Arbeitsmärkte anzulasten! Keine solcher Behauptungen ist zu absurd und zu unlogisch, als dass sie nicht Eingang in die Spalten selbst renommierter Zeitungen und in die Sendeminuten von Medienanstalten finden würde. Der Ruf nach „Good Governance“ ertönt wieder lauter. Weshalb? Weil die Intelligenz und die Regulatoren und die Politiker fühlen, dass ihnen die Felle davonschwimmen.

Die Ardennenschlacht des Sozialismus oder „the lifting of the socialist blanket“, wie es jüngst Paul Craig Roberts in Business Week (2. Juni 1997, S. 11) vorausgesagt hat? Ein Wunschtraum lediglich, den auch der Kommentator aus dem Hause Wegelin teilt? Vielleicht. Vielleicht aber auch mehr, und wenn es zutrifft, dann von höchster Relevanz für die Investoren. Wir glauben aufgrund der ma-

kroökonomischen Daten der letzten Jahre zu erkennen, dass dieser Machtwechsel, weg von der absichtsvoll steuernden und regulierenden Politik hin zur unsichtbaren Hand der Finanzmärkte, voll in Gang gekommen ist. Wie anders ist denn erklärbar, dass es im Gegensatz zu den Siebziger- und den frühen Achtzigerjahren nicht mehr zu Inflationschüben zweistelligen Ausmasses gekommen ist? Wie anders ist erklärbar, dass sich damit die Wachstumsraten der einzelnen Volkswirtschaften so stark geglättet haben?

Inflation kann man als eines der Instrumente zur Besteuerung der Bürger verstehen. Wenn die normale Art der Steuererhebung nicht mehr ausreicht, um den Staat zu finanzieren, dann ist Inflation eine recht elegante Art, die Staatsschulden zu verringern und mittels Progression und Lohnprozenten die Steuersätze heimlich zu erhöhen. Für Inflation braucht es weder die Zustimmung eines Parlaments und schon gar nicht ein Volksreferendum. Der durch die Effizienz der Märkte erzwungene Verzicht auf dieses Instrument beraubt die Politik eines bewährten Verfahrens der Machtausbreitung. Das Ende der Inflation ist zugleich auch das Ende sozialistischer Träume. Kunststück, wehrt man sich dagegen!

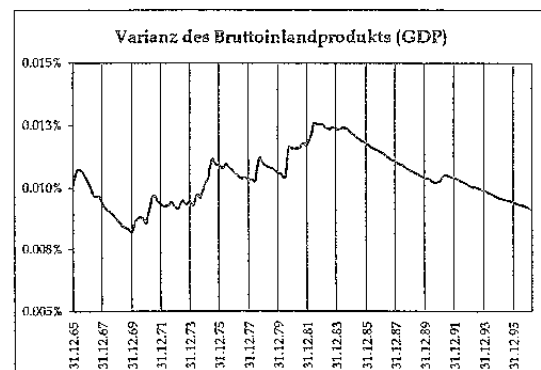
6. Zu starke Märkte - zu hohe Aktienkurse?

Immer davon ausgehend, dass die These stimmt, die Finanzmärkte hätten durch ihre noch ständig wachsende Effizienz die künftige Entwicklung der Geldpolitik unter Kontrolle, könnte man prognostizieren, dass sich die Inflationsprämien für Geld nach und nach reduzieren und dass die Ausschläge der Zinsentwicklung geringer werden. Relativ tiefere Zinssätze und relativ hohe Gewissheit über den künftigen Zinsverlauf wären die Folgen.

Betrachtet man Aktien als Anspruch des Aktionärs auf die künftigen Cash-Flows der betreffenden Unternehmung, dann spielt die Frage der künftigen Zinssätze eine sehr zentrale Rolle. Der Wert der Aktie entspricht dann nämlich dem auf den heutigen Zeitpunkt diskontierten Gegenwartswert der künftigen Cash-Flows. Ob man künftige Erträge mit 2, 4 oder 10 % diskontiert, ist entscheidend: Je tiefer der Zins, desto höher der

Gegenwartswert. Kommt dazu, dass die meisten Unternehmungen in mehr oder weniger hohem Ausmasse fremdfinanziert sind. Die Zinskosten ihrer Schulden werden ebenfalls von der Höhe der Zinssätze bestimmt. Je tiefer die Zinsen, umso tiefer die Kosten der Fremdfinanzierung und umso höher damit der Wert der Unternehmung.

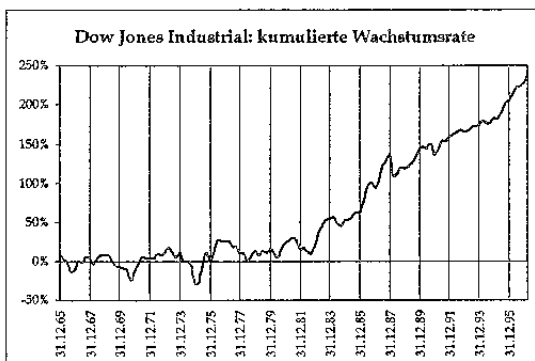
Der mögliche, in unsern Augen wahrscheinliche Wegfall der „Inflationssteuer“ führt deshalb quasi automatisch zu höheren Aktiennotierungen. Wir glauben auch, aus dem Datenkranz erste empirische Nachweise für unsere These erkennen zu können. Nachfolgende Grafik zeigt die Varianz der Quartalsveränderungen des Bruttoinlandprodukts der USA über die letzten 30 Jahre auf. Unter Varianz ist die Schwankungsbreite der Wachstumsraten zu verstehen: Grosse Wachstumsunterschiede, d.h. überhitzte Hochkonjunkturphasen, gefolgt von abgrundtiefen Rezessionen, ergeben eine hohe Varianz. Es ist nun zu beobachten, dass die Varianz der Wachstumsraten in den Siebzigerjahren hoch war. Die damalige „Stop-and-Go-Politik“ der Notenbanken widerspiegelt sich in dieser hohen Varianz. Seit Beginn der Achtzigerjahre sinkt die Varianz des Bruttoinlandprodukts stetig. Ungefähr analog verhält sich der Verlauf des Konsumentenpreisindex (CPI) im Beobachtungszeitraum: Wilde Ausschläge in den Siebzigerjahren, Rückgang in den Achtzigerjahren, ziemliche Konstanz seit 1990.



Quelle: Bloomberg, Eigene Darstellung

Im weiteren haben wir für denselben Zeitraum den Kursverlauf von Aktien anhand der Zuwachsraten des Dow Jones-Indexes dargestellt. In den Siebzigerjahren verharrten die Kurse, von einigem Auf und Ab einmal abgesehen, auf praktisch demselben Niveau. Erst

im Verlaufe der Achtzigerjahre ergab sich ein markanter Anstieg. Mit anderen Worten: Zwischen der Varianz der volkswirtschaftlichen Wachstumsraten (bzw. der einhergehenden Inflationsraten) und dem Trend von Aktienkursen scheint ein Zusammenhang zu bestehen. Ein solcher Zusammenhang ist aus der ökonomischen Theorie auch unschwer ableitbar. Dadurch, dass die künftigen Wachstumsraten besser prognostizierbar sind, ergibt sich ein positiver Investitionsanreiz für die Anleger.



Quelle: Bloomberg. Eigene Darstellung

Die Darstellung straft jene Ansicht Lügen, die davon ausgeht, Aktien seien eine gute Absicherung gegen Inflation. Das Gegenteil scheint der Fall zu sein: In den inflationären Siebzigerjahren verdiente man mit Aktien nichts, gar nichts dazu. Seit es immer weniger Inflation gibt, steigen hingegen die Kurse.

Geht man nun davon aus, dass die Entwicklung in Richtung tieferer Ausschläge bei Inflation und volkswirtschaftlichen Wachstumsraten anhält, dann wäre das gegenwärtige Kursniveau von Aktien zumindest nicht ungerechtfertigt. Ja, man könnte sogar davon ausgehen, dass noch einiges in der Erwartungshaltung der Märkte nicht vorweggenommen ist, da „low inflation and steady growth“ noch keineswegs der landläufigen Meinung entspricht.

Selbstverständlich mag man dieses Modell für die Erklärung von Aktienkursen auch verwerfen. Man mag stattdessen etwa psychologisch argumentieren und sagen, die derzeitige Börsenphase sei eben von „viel Momentum“ geprägt. Allerdings zeigten sich deutliche „Anzeichen von Nervosität“, und auch gewisse „spekulative Blasen“ hätten sich in letzter Zeit aufgebaut. Wir bewundern die

Analysten, die mit solchen Erklärungsmodellen umgehen und ihnen konsistente Aussagen entnehmen können. Unsere Gedankenwelt ist es nicht.

7. Der Aktienmarkt als Profiteur der Machtverschiebung

Zu starke Märkte, die das Überleben übertriebenen Staatswachstums und übertriebener sozialstaatlicher Systeme wegen ihrer strukturellen Inflationsverhinderung in Frage stellen: Ist das nun Wunschdenken oder nur ein Gedankenspiel, geboren aus dem Erklärungsnotstand gegenüber dem Phänomen anhaltenden stetigen Wirtschaftswachstums in den USA, gegenüber anhaltender Rezession in Europa, gegenüber rekordtiefen Zinssätzen in vielen wichtigen Währungen, gegenüber boomenden Aktienmärkten, gegenüber ratlosen Angehörigen der politischen Intelligenz angesichts der sich leerenden Staatskassen und sozialstaatlichen Sondervermögen?

Wir bewerten die These als mehr als nur ein Gedankenspiel. Immerhin müsste man sonst ja alternative und ebenso konsistente Erklärungen haben für die angeführten Phänomene. Und man müsste auch über alternative Modelle für die Auswirkungen des Technologieschubs in Informatik und Kommunikation verfügen.

Wenn wir also bei der These bleiben, dann können wir auch getrost weiterhin unsere Ansicht vertreten, dass Aktien eine sinnvolle Anlage seien. Weshalb? Zum einen, weil sich nach dem erwähnten Bewertungsmodell keine Gefahren für die gegenwärtig optisch hohen Aktienkurse ergeben. Wenn die Zinssätze einigermaßen konstant bleiben und die Unternehmensgewinne weiterhin robust ansteigen, dann ist abgesehen von den ohnehin immer möglichen Schwankungen (von etwa $\pm 15\%$) nichts Arges zu erwarten.

Zum andern ist aber auch zu sehen, dass just die Unternehmensgewinne am ehesten zu den Profiteuren einer Entwicklung gehören, die Arbeit dereguliert und eine übermäßige Staatsquote und deren Finanzierung über zu hohe Steuern und über Inflation in Frage stellt. Unternehmensgewinne und Aktienkurse aber hängen ursächlich zusammen.

Die Machtverschiebung weg von der Politik hin zur Ökonomie würde dem Aktiensparen, wie es von anderer Seite propagiert wird, wie es aber auch durch den Aufbau von Aktienpositionen durch die Pensionskassen und auch durch private Anleger momentan ganz klar betrieben wird, eine weitere, sozialpolitisch hochinteressante Komponente geben. Die Verteilung des erarbeiteten volkswirtschaftlichen Mehrwerts würde dann eben nicht mehr lediglich über den ineffizienten staatlichen Umverteilungsapparat erfolgen,

sondern über die Partizipation in Form von Kapitalgewinnen an der Börse.

So gesehen käme der gegenwärtigen Aktienhausse sogar noch eine sozialetische Dimension zu.

KH, 1.7.97
