

Sind fundamentale Überlegungen wirklich nichts mehr wert?



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
VR-Präsident Valartis Group

Fundamental argumentierende Ökonomen haben in der heutigen Zeit einen harten Stand. Sowohl Kaufkraftparitäten, die einen Hinweis auf «richtige» Wechselkurse abgeben könnten, als auch Quantitätsgleichungen, die einen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation postulieren, oder irgendwelche Formen von Dividenden-, Cash-flow- oder Gewinn-Diskontierungsmodellen, die uns «richtige» Bewertungen im Aktienbereich liefern, lassen uns allesamt ziemlich alt aussehen.

Die kürzlichen Währungsturbulenzen haben beispielsweise den Schweizer Franken auf Niveaus katapultiert, die noch vor wenigen Monaten in den Bereich der Phantastereien abgeschoben worden wären. Ein Dollar auf 70 Rappen oder Euros im Bereich von 1:1

scheinen sich so weit von einem wie auch immer definierten Gleichgewicht wegbewegt zu haben, dass man bald weniger dem Marktergebnis als dem Gleichgewicht selbst zu misstrauen beginnt.

Zweites Beispiel: Ver-x-fachungen von Geldangebotsaggregaten bei mehr oder weniger stabilen Preisniveaus lassen manchen daran zweifeln, ob die gute alte Quantitätsgleichung, die wir in den ersten Ökonomie-Vorlesungen gelernt haben, irgendwelche Stabilitätseigenschaften aufweist und damit irgendwelche Relevanz beanspruchen darf.

Und schliesslich lassen zweistellige Dividendenrenditen von hervorragend positionierten Weltfirmen sowie Unternehmen, die am Aktienmarkt zu einem Bruchteil ihres Buchwertes gekauft werden können, grundsätzliche Zweifel aufkommen, ob denn die traditionelle Ökonomie überhaupt etwas zur Erklärung der gegenwärtigen Situation beitragen kann.

Nun wird aber nicht zum ersten Mal die Suppe nicht so heiss gegessen, wie sie gekocht wird. Und schliesslich ist es ja auch nicht verboten, ein wenig über Economics 101 hinaus zu denken.

Überschiessende Wechselkurse

Dass flexible Wechselkurse ihre Gleichgewichte überschreiten, ist mindestens seit dem guten alten Modell von Rudi Dornbusch aus den frühen 70er Jahren bekannt. Dass die Abweichungen vom Gleichgewicht nicht a priori determinierbar sind, aber auch nicht a priori als irrational bezeichnet werden können, wissen wir ebenfalls seit vielen Jahren aus der Literatur zu den «Bubbles».

Für den internationalen Anleger gibt es zwei Möglichkeiten: Entweder er akzeptiert das kurzfristig-zufällige Wechselkursergebnis als rationales Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage (im Sinne von «der Markt hat immer Recht») und fügt sich kurzfristig seinem Schicksal. Oder man interpretiert das Über- und Unterschreiten von freien Wechselkursen als das, was es eigentlich ist: eine mittelfristige Arbitrage-Opportunität für denjenigen, der eine entsprechende Risikotoleranz und/oder -freude aufweist.

Versicherung der Risiken und «unordentliche Marktbedingungen»

Für denjenigen allerdings, der eine industrielle Fremdwährungsexposition hat (Importeur, Exporteur etc.) und sich die kurzfristigen Schwankungen nicht leisten kann oder will, liefern die kurz- und mittelfristigen Abweichungen nichts anderes als den Zwang zur Versicherung der Risiken. In diesem Kontext wäre hier natürlich die Frage zu stellen, ob in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft, wie es die Schweiz ist, nicht die Zentralbank einen Teil dieser Versicherungsfunktion übernehmen sollte. Dies dadurch, dass sie einerseits den Märkten signalisiert, wo in etwa sie das langfristige Gleichgewicht sieht, andererseits aber auch dadurch, dass sie deutlich macht, bis wohin in

Einfach zu meinen, die gegenwärtige Spezialsituation würde alles Bisherige ad absurdum führen, könnte ein teurer Trugschluss werden.

Legal aus der Schweiz US-Vermögen verwalten



Responsibility in Wealth

Mit den passenden Kooperationsmodellen unterstützt Kaiser Partner Financial Advisors AG Vermögensverwalter mit US-Geschäft, die Anforderungen bezüglich US-Compliance zu erfüllen. Wir verfügen über die notwendige US-Registrierung mit der SEC und sind der FINMA in der CH unterstellt. Unsere Spezialisten zeigen Ihnen gerne auf, wie Sie Ihrem US-Geschäft eine langfristige Perspektive geben können.

Kaiser Partner Financial Advisors AG

Zollikerstrasse 60, 8702 Zollikon-Zürich, Schweiz, T +41 44 752 51 52, F +41 44 752 51 53, financial.advisors@kaiserpartner.com, www.financial-advisors.ch

etwa ihre Toleranz bei «unordentlichen Marktbedingungen» geht¹⁾.

Ähnliches gilt es zur Quantitätsgleichung des Geldes zu sagen. Diese postuliert eine Beschleunigung der Inflationsraten nach einer exorbitanten Expansion der gesamtwirtschaftlichen Geldaggregate. Über kurz oder lang. Aber was kurz und was lang ist, ist schwer zu spezifizieren und immer erst im Nachhinein klar. Fakt ist, dass die Gleichung in ihrer ursprünglichen Form von stabilen Geldmultiplikatoren ausgeht, das heisst, von einem Publikum (inkl. Banken), welches seine Geldhaltungsgewohnheiten nicht verändert.

Ändernde Bargeld- und Kassenhaltungsgewohnheiten

Dass sich die Bargeld- und Kassenhaltungsgewohnheiten sowohl beim «Mann auf der Strasse» als auch im gesamten Bankensystem in den letzten 12 Monaten dramatisch verändert haben, ist jedoch offensichtlich. Dies führt zu der für Krisenzeiten nicht untypischen Situation, dass jeder durch

die Zentralbank zusätzlich angebotene Franken quasi seine eigene Nachfrage schafft. Natürlich wird dann ein solcher Franken nicht im Coop oder in der Migros an der Ecke nachfragewirksam. Es wäre aber gefährlich, anzunehmen, eine zeitweilige Änderung der Kassenhaltungsgewohnheit beim Publikum sei permanent. Ich habe in einer der letzten Kolumnen hochgerechnet, welche realen Effekte eine moderate Inflation über längere Perioden haben kann.

Aktienbewertungsmodelle auf tönernen Füßen

Und schliesslich die Aktienbewertungsmodelle. Diese standen schon immer auf tönernen Füßen, weil praktisch alle Elemente der entsprechenden theoretischen Ansätze mit vielen Unsicherheiten verbunden sind. Erwartete Gewinne und/oder Dividenden, die Marktpreise der Bilanzpositionen zur Bestimmung des Wertes des Eigenkapitals, Diskontsätze, Zeithorizonte etc. etc. Auch hier gibt aber: Bei aller Komplexität und Unsicherheit zur Bestimmung von «vernünftigen» Werten gibt es Kurs-

niveaus, die nach *allen* Regeln der Kunst fundamentale Irrtümer signalisieren. In nicht wenigen Fällen weisen die geschriebenen Kurse auf Untergangserwartungen hin. Das mag für *einzelne Titel* adäquat sein. Wenn sich aber die *Indizes* in diese Gegenden begeben, dann liegen fundamentale Unterbewertungen vor.

Krisensituationen und Standardlösungen

Vielleicht ist alle ökonomische Theorie, die wir seit 50 Jahren lernen und lehren falsch. Vielleicht ist sie aber einfach nicht für Krisensituationen geschaffen wie wir sie gegenwärtig haben (hat sie im Übrigen auch nie behauptet). Vielleicht verlangen solche Situationen etwas mehr als die Standardansätze. Aber einfach zu meinen, die gegenwärtige Spezialsituation würde alles Bisherige ad absurdum führen, könnte ein teurer Trugschluss werden.

1) Für eine weitere Diskussion dieser Aspekte vgl. die Wechselkurskolumne des Autors in Stocks 17/2011.