

# **Die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken in Erwartung der Europäischen Währungsunion (Darstellung und Kritik)**

Wissenschaftliche Arbeit  
zur Erlangung des Grades eines Diplom-Volkswirtes  
an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Statistik  
der Universität Konstanz

Verfasser: Markus Roth

Bearbeitungszeit: 29.11.1997 bis 2.2.1998

1. Gutachter: Prof. Dr. Läufer
2. Gutachter Prof. Dr. Pohlmeier

Konstanz, den 2. Februar 1998

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis

Vorwort

## **1. Einleitung und Aufbau der Arbeit**

## **2. Die Mehrdimensionalität anlagestrategischer Empfehlungen - ein Überblick**

## **3. Die Einflußfaktoren der anlagestrategischen Empfehlungen der Banken**

- 3.1. Darstellung der wichtigsten Einflußfaktoren und deren Ausprägungen
  - 3.1.1. Risikoeinstellung der Anleger
  - 3.1.2. Europäische Währungsunion
  - 3.1.3. Sonstige Einflußfaktoren
- 3.2. Kritische Betrachtung der wichtigsten Einflußfaktoren
  - 3.2.1. Kritische Betrachtung des Faktors Risikoeinstellung
  - 3.2.2. Kritische Betrachtung des Faktors Währungsunion
- 3.3. Interdependenzen zwischen den Einflußfaktoren

## **4. Marktprognosen als Grundlage anlagestrategischer Empfehlungen**

- 4.1. Marktprognosen für das Szenario der kleinen Währungsunion
  - 4.1.1. Rentenmärkte in der kleinen Währungsunion
  - 4.1.2. Devisenmärkte in der kleinen Währungsunion
  - 4.1.3. Aktienmärkte in der kleinen Währungsunion
  - 4.1.4. Immobilienmärkte in der kleinen Währungsunion
- 4.2. Marktprognosen für das Szenario der großen Währungsunion
  - 4.2.1. Rentenmärkte in der großen Währungsunion
  - 4.2.2. Devisenmärkte in der großen Währungsunion
  - 4.2.3. Aktienmärkte in der großen Währungsunion
  - 4.2.4. Immobilienmärkte in der großen Währungsunion
- 4.3. Das Szenario einer Verschiebung der Währungsunion
  - 4.3.1. Rentenmärkte bei einer Verschiebung der Währungsunion
  - 4.3.2. Devisenmärkte bei einer Verschiebung der Währungsunion
  - 4.3.3. Aktienmärkte bei einer Verschiebung der Währungsunion

## **5. Darstellung der konkreten anlagestrategischen Empfehlungen der Banken**

- 5.1. Allgemeine Anlageempfehlungen
- 5.2. Konkrete Empfehlungen der Banken
  - 5.2.1. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikoaversen Anleger im Fall der kleinen Währungsunion
  - 5.2.2. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikofreudigen Anleger im Fall der kleinen Währungsunion

- 5.2.3. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikoaversen Anleger  
im Fall der großen Währungsunion
- 5.2.4. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikofreudigen Anleger  
im Fall der großen Währungsunion
- 5.2.5. Anlagestrategische Empfehlungen im Fall der Verschiebung der  
Währungsunion

## **6. Kritische Betrachtung der anlagestrategischen Empfehlungen**

## **7. Schlußbemerkung**

Quellenverweise

Quellenverzeichnis

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1 : Aufbau eines EWU-spezifischen Beratungskonzeptes

Abbildung 2-2 : Darstellung einer Kundenmatrix

Abbildung 3-1 : Das Trilemma

Abbildung 3-2 : Einflußgrößen auf die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken

Abbildung 3-3 : Portfolio eines risikoaversen Anlegers aus theoretischer Sicht

Abbildung 3-4 : Portfolio eines risikoaversen Anlegers aus Sicht der Banken

Abbildung 3-5 : Portfolio eines risikoliebenden Anlegers aus theoretischer Sicht

Abbildung 3-6 : Portfolio eines risikoliebenden Anlegers aus Sicht der Banken

Abbildung 3-7 : Anlageempfehlung für einen Anleger, der keiner der zwei Grundausrprägungen entspricht

Abbildung 3-8 : Rendite-Risiko-Diagramm unterschiedlicher Anlagen (1960-1996)

Abbildung 4-1 : Zinsdifferenzen zum deutschen Renditeniveau (kleine Währungsunion)

Abbildung 4-2 : Zinsdifferenzen zum deutschen Renditeniveau (große Währungsunion)

Abbildung 4-3 : Anzahl der Aktiengesellschaften

Abbildung 4-4 : Börsenwerte (in Bill. DM)

Abbildung 6-1 : Kurswert des Schweizer Franken gegenüber der DM (1986-1997)

Abbildung 6-2 : Exporte (in Mrd. DM)

Abbildung 6-3 : Importe (in Mrd. DM)

# Vorwort

Diese Arbeit entstand mit der freundlichen Unterstützung von deutschen Banken. Die Informationen, die im Text enthalten sind, stützen sich vor allem auf Informationsbroschüren, Telefonate, persönliche Gespräche, CD-ROMS, Informationen aus dem Internet und die schriftliche Beantwortung von speziellen Anfragen. Um die Repräsentativität der Ergebnisse zu gewährleisten, wurden die anlagestrategischen Empfehlungen der größten deutschen Banken zugrunde gelegt, die aus dem privaten, dem genossenschaftlichen und dem öffentlich-rechtlichen Bereich kommen. Die Inhalte der Arbeit beziehen sich stets auf einen Querschnitt der Banken, d.h. die einzelnen Banken werden im Text nicht speziell erwähnt (einige Banken erbat sich dies auch). So können auch die meisten Quellenangaben auf andere als die angegebenen Banken bezogen werden. Im einzelnen wurde sich mit den folgenden Banken in Verbindung gesetzt (mit \* gekennzeichnete Banken boten keine Unterstützung):

Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank, München  
Bayerische Landesbank, München \*  
Bayerische Vereinsbank, München  
Berliner Bank, Berlin  
Berliner Handels- und Frankfurter, Frankfurt \*  
BfG Bank, Berlin  
Citibank Privatkunden, Düsseldorf  
Citibank, Ravensburg  
Commerzbank, Frankfurt  
Deutsche Bank, Frankfurt \*  
Deutsche Bank, Ravensburg  
Deutsche Genossenschaftsbank, Frankfurt  
Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank, Hamburg \*  
Deutsche Hypothekenbank Frankfurt, Frankfurt  
Deutsche Pfandbrief und Hypothekenbank, Wiesbaden \*  
Dresdner Bank, Frankfurt  
Frankfurter Sparkasse, Frankfurt  
Hamburger Sparkasse, Hamburg  
Kreissparkasse, Friedrichshafen  
Norddeutsche Landesbank, Hannover  
Südwestdeutsche Landesbank, Stuttgart  
Volksbank, Friedrichshafen  
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, Düsseldorf \*  
Westdeutsche Landesbank, Düsseldorf

# **Die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken in Erwartung der Europäischen Währungsunion (Darstellung und Kritik)**

## **1. Einleitung und Aufbau der Arbeit**

Der Vertrag über die Europäische Union - am 7. Februar 1992 von den Finanz- und Außenministern der Zwölfer-Gemeinschaft im niederländischen Maastricht unterzeichnet - kann als die bedeutendste Weichenstellung für ein gemeinsames Europa seit den Römischen Verträgen von 1957 angesehen werden. Die geplante Einführung einer gemeinsamen europäischen Währung gilt weit über die wirtschaftliche Bedeutung hinaus als Symbol für das zusammenwachsende Europa. Mit der Einführung des Euro werden sich einschneidende Veränderungen an den Finanzmärkten ergeben.

Der Countdown zum Starttermin der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion (EWU) tickt unaufhörlich. Im Zuge der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) stehen auch die deutschen Banken vor bedeutenden Veränderungen. So ist der Bankensektor unter anderem auch gezwungen, die Konzepte seiner anlagestrategischen Empfehlungen neu zu überdenken. Tatsächlich sind im Vorfeld der EWU sowohl im Bankensektor als auch im Bereich der institutionellen und privaten Investoren und Anleger erhebliche Anstrengungen unternommen worden, die Anlagestrategien an die veränderten Rahmenbedingungen der EWU anzupassen. So werden anlagestrategische Konzepte in Zukunft nicht mehr nur auf den traditionellen Einflußfaktoren der letzten Jahre aufgebaut, sondern vielmehr in einem globalen europäischen Kontext gesehen. Die Globalisierung in Europa wird auch die europäischen Finanzmärkte erfassen.

In Kapitel 2 wird die Problemstellung kurz umrissen. In diesem Zusammenhang wird die Mehrdimensionalität des Problems, eine vernünftige anlagestrategische Empfehlung zu geben, erläutert. Dabei wird ein Überblick über die Komplexität und die globale Behandlung des Problems gegeben. Grundlage jeder anlagestrategischen Empfehlung einer Bank ist die Kenntnis der Faktoren, die einen Einfluß auf eine Anlagestrategie ausüben. Grundvoraussetzung ist desweiteren, die möglichen Ausprägungen dieser Einflußvariablen richtig einzuordnen und zu interpretieren. Folglich wird im dritten Kapitel eine ausführliche Darstellung der wichtigsten Einflußgrößen auf die Anlagestrategien der Investoren und somit auf die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken geboten. Darüber hinaus wird sich eine kritische Betrachtung der Ergebnisse unter Berücksichtigung theoretischer Erkenntnisse anschließen. Da jede anlagestrategische Empfehlung auf der Grundlage einer ausführlichen Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklungen beruht, erfolgt im vierten Kapitel die Darstellung der

Marktprognosen, welche die Banken für verschiedene Variationen der EWU geben. Diese dienen den Banken dann als grundlegende Basis für die konkreten Anlageempfehlungen, welche dann in Kapitel 5 erläutert werden. Im sechsten Kapitel werden die wichtigsten Ergebnisse dann kritisch betrachtet. Diese Betrachtung erstreckt sich sowohl auf den Realitätsbezug der Marktprognosen als auch auf die gefolgerten konkreten anlagestrategischen Empfehlungen. Abschließend erfolgt eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse.

## **2. Die Mehrdimensionalität anlagestrategischer Empfehlungen - ein Überblick**

Eine anlagestrategische Empfehlung ist ein Vorgang, bei dem eine Bank versucht, die individuellen Bedürfnisse eines Anlegers und die Entwicklungen des Marktes in Einklang zu bringen. D.h. es handelt sich um eine Empfehlung mit der Zielsetzung, daß die letztendlich gewählte Anlagestrategie einen möglichst hohen Zielerreichungsgrad beim Investor erbringt, wobei der Zielerreichungsgrad sowohl von individuellen Präferenzen des Anlegers als auch von Marktentwicklungen determiniert wird. Um dieser Zielsetzung gerecht zu werden, ist es unumgänglich, die Mehrdimensionalität des Empfehlungsproblems mit in die Analyse einzubeziehen. Unter einer anlagestrategischen Empfehlung sollte, auch unter Berücksichtigung der Komplexität des Problems, nicht nur die konkrete Empfehlung eines Produktpaketes verstanden werden. Für die Banken gehört darüber hinaus die Vorstellung und Erläuterung der anlagestrategischen Einflußfaktoren (insbesondere die Vorstellung des Einflußfaktors „EWU“) genauso zu einer anlagestrategischen Empfehlung, wie auch die Ermittlung der Risikoeinstellung des Anlegers. Desweiteren betrachten die Banken auch die Darstellung des Marktes als Bestandteil der anlagestrategischen Empfehlungen. D.h. die Fundierung der konkret empfohlenen Anlagestrategie durch prognostizierte Marktentwicklungen ist aus der Sicht der Banken genauso relevant. Eine konkret empfohlene Anlage sollte auch für den Anleger hinsichtlich möglicher Marktentwicklungen nachvollziehbar sein. Die Banken messen der konkreten Präsentation ihrer prognostizierten Marktentwicklungen eine zentrale Bedeutung bei. Der konkrete Anlagevorschlag für einen Anleger wird somit nur als kleiner Teil der anlagestrategischen Empfehlung verstanden. Eine anlagestrategische Empfehlung im Sinne der Banken wird als ein komplexer Vorgang betrachtet, der sowohl die Beratung und Information des Anlegers, die Berücksichtigung seiner Präferenzen, als auch die Präsentation des Marktes und die konkrete Anlageempfehlung berücksichtigt.

Die aktuellen Entwicklungen in Europa und die Schaffung der EWU haben jedoch dazu geführt, daß die Konzepte der anlagestrategischen Empfehlungen neu überdacht

werden mußten. Daher entwickelten die Banken EWU-spezifische anlagestrategische Beratungskonzepte, um den Informationsbedarf im Zusammenhang mit dem Euro zu befriedigen <sup>1)</sup>. So nimmt der Faktor Währungsunion mittlerweile eine zentrale Stellung ein. So wie sich im Vorfeld der EWU für viele Anleger die Einstellung zur Geldanlage geändert hat, so hat sich demnach auch die Orientierung der Banken geändert. Spürbar war dies in der Vergangenheit vor allem an der Aufklärungswelle über den kommenden Euro, welche die Banken durchführten.

Der Aufbau eines Beratungskonzeptes könnte wie folgt aussehen:

- 1. Darstellung des Einflußfaktors EWU**
- 2. Ermittlung der Anlegerpräferenz**
- 3. Einordnung des Anlegers in die Kundenmatrix**
- 4. Empfehlung einer Anlagestrategie**
- 5. Individuelle Anpassung des Produktpakets**

Quelle: Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S.2, eigene Darstellung

**Abbildung 2-1 : Aufbau eines EWU-spezifischen Beratungskonzeptes**

In einem EWU-spezifischen Beratungskonzept kommt einer eingehenden Erläuterung der Einflußfaktoren der anlagestrategischen Entscheidung eine erhebliche Bedeutung zu. Die möglichen Auswirkungen, welche die EWU mit sich bringt, spielt bei diesem Punkt des EWU-spezifischen Beratungskonzeptes eine sehr große Rolle. So wird dem Anleger eingehend erläutert, welche Folgen sich für den Markt ergeben, wenn nun z.B. eine kleine Währungsunion realistisch werden würde, oder was für Auswirkungen z.B. die große Währungsunion auf die Rentenmärkte hätte. Für die Banken ist es enorm wichtig, daß ein Anleger eine Vorstellung über die möglichen Formen der EWU erhält, denn das Szenario, welches als Basis für die konkrete anlagestrategische Empfehlung dient, wird nicht von den Banken vorgegeben, sondern vom Anleger selbst präferiert. D.h. für die Banken stellt sich das vom Anleger präferierte Szenario der möglichen Währungsunion ebenso wie die Risikoeinstellung als exogene Größe dar. Eine Aufgabe der Banken bezüglich der anlagestrategischen Beratung besteht somit auch darin, einen Anleger so mit den EWU-Szenarien und den damit verbundenen möglichen Marktentwicklungen

vertraut zu machen, daß dieser in der Lage ist, eine realistische Präferenz für ein bestimmtes Szenario zu erstellen <sup>2)</sup>. Darüber hinaus müssen die Banken dann die Risikoeinstellung des Anlegers einschätzen. Jeder Kombination aus den beiden vorgegebenen Ausprägungen der Einflußfaktoren Währungsunion und Risikoeinstellung entspricht dann ein spezielles, individuell abgestimmtes Produktpaket. Dieses wird der Kundenmatrix entnommen (vgl. Abbildung 2-2).

EWU-Einschätzung des Anlegers	Szenario 3: Verschiebung der EWU		
	Szenario 1: Kleine EWU	Szenario 2: große EWU	
Risikoeinstel- lung des Anlegers			
Risikoaversion	Produktpaket A	Produktpaket B	Produktpaket C
Risikofreude	Produktpaket D	Produktpaket E	Produktpaket F

Quelle: Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 4, eigene Darstellung

**Abbildung 2-2 : Darstellung einer Kundenmatrix**

Im EWU-spezifischen Beratungskonzept sind demnach nur die Einflußfaktoren Risikoeinstellung und Währungsunion enthalten. Das entsprechende, individuell abgestimmte Produktpaket ist jedoch nur als Basispaket zu verstehen. Die Vorstellung des für den Anleger entsprechenden Produktpaketes bildet dann die eigentliche anlagestrategische Empfehlung. Weitere Einflußfaktoren fließen in die anlagestrategische Beratung in der Art mit ein, daß das entsprechende Basispaket hinsichtlich weiterer Faktoren angepaßt wird, d.h. die grundlegenden Produktpakete werden dem individuellen Anlegerprofil und den marktmäßigen Entwicklungen angepaßt. Darüber hinaus besteht für die Banken die Möglichkeit, die Gewichtungen der einzelnen Anlagen innerhalb eines Produktpaketes und die Zusammenstellung der Anlagen so zu variieren, daß alle Einflußfaktoren in ausreichendem Maß berücksichtigt werden. Diese Feinabstimmung kann auch zur Verstetigung des Einflußfaktors Risikoeinstellung

verwendet werden. Teilweise wurden auch neue Produkte konzipiert, die auf die verschiedenen Szenarien der EWU zugeschnitten sind <sup>3)</sup>.

### **3. Die Einflußfaktoren der anlagestrategischen Empfehlungen der Banken**

Grundlage jeder guten anlagestrategischen Empfehlung einer Bank ist die Einsicht, daß die optimale Anlagestrategie, die als Patentrezept für jede Form von Anleger und für jede mögliche Marktentwicklung dient, nicht existiert. Die deutschen Banken versuchen deshalb auch ihre anlagestrategischen Empfehlungen auf die individuellen Bedürfnisse der Anleger und auf veränderte Marktentwicklungen abzustimmen. Vor diesem Hintergrund ist es für den deutschen Bankensektor von elementarer Bedeutung, die Faktoren, welche die anlagestrategischen Empfehlungen beeinflussen, und deren Ausprägungen genau zu spezifizieren.

Das Problem, eine optimale Anlagestrategie zu erstellen, hängt von sehr vielen Einflußfaktoren ab - ist somit ein mehrdimensionales Problem <sup>4)</sup>. Diese Mehrdimensionalität bezieht sich nicht nur auf die Vielfältigkeit der Einflußfaktoren, sondern auch auf die Vielfältigkeit ihrer Ausprägungen. Da jede anlagestrategische Empfehlung ein Vorgang ist, bei dem der Markt und der Anleger zusammengeführt werden sollen, ist es für die Banken unumgänglich sowohl die Einflußfaktoren auf der Anlegerseite, wie z.B. die Risikoeinstellung der Anleger, als auch die Einflußfaktoren des Marktes, wie z.B. die möglichen Entwicklungen in Zusammenhang mit der EWWU, mit in ihre Überlegungen einzubeziehen. Je umfangreicher das Paket der berücksichtigten Faktoren und derer Ausprägungen ist, desto größer ist natürlich auch die Wahrscheinlichkeit, daß eine anlagestrategische Empfehlung sowohl die Erwartungen der Anleger, als auch die Zielsetzung der Banken erfüllt.

#### **3.1. Darstellung der wichtigsten Einflußfaktoren und deren Ausprägungen**

Im Folgenden werden die Einflußfaktoren, welchen von den Banken die aktuell größte Bedeutung für eine vernünftige anlagestrategische Empfehlung beigemessen wird, dargestellt. Die Darstellung beschränkt sich nicht nur auf die Beschreibung der Faktoren, sondern verdeutlicht auch die Einschätzungen der Banken über deren Ausprägungen. Darüber hinaus wird auch die Frage, wie homogen sich der deutsche Bankensektor in seinen Ausführungen zu den Einflußfaktoren präsentiert, behandelt. Es wird sich jedoch zeigen, daß ein repräsentativer Querschnitt durch die deutsche Bankenlandschaft bei einigen Punkten nur schwer möglich ist.

### 3.1.1. Risikoeinstellung der Anleger

Der nach wie vor von der Anlegerseite her entscheidende Einflußfaktor für die Anlageempfehlung einer Bank ist die Risikoeinstellung des Anlegers <sup>5)</sup>. Die Einstellung des Kunden zum Risiko von Geldanlagen spielt eine entscheidende Rolle für die Art der Anlage. Als Ausprägungen werden von den deutschen Banken jedoch lediglich die Risikoaversion und die Risikofreude berücksichtigt, d.h. dem Einflußfaktor Risikoeinstellung der Anleger wird nur durch zwei diskrete Elemente Rechnung getragen <sup>6)</sup>. Andere Ausprägungen werden nicht erwähnt. Diese Vorgehensweise reduziert die Vielfältigkeit der Ausprägungen natürlich enorm.

Neben der sehr vereinfachten Einteilung von Anlegern in lediglich zwei Risikoklassen, erfolgt die Empfehlung einer bestimmten Anlageart für einen entsprechenden Risikotyp auf ähnlich triviale Weise. So sind für einen risikoaversen Anleger vor allem Empfehlungen für Anlagen auf dem Rentenmarkt, sowie für Termin- und Sparanlagen vorgesehen, während für den risikofreudigen Anleger in erster Linie Empfehlungen für Investitionen in die Aktienmärkte gegeben werden <sup>7)</sup>. D.h. eine grundlegende Beziehung zwischen Anlageart und Risikoeinstellung des Anlegers ist bereits vor Kenntnis des Anlegers vorherbestimmt. Die Banken setzen somit voraus, daß z.B. ein risikofreudiger Anleger auch automatisch in Aktien investieren wird, und bauen auf dieser Voraussetzung ihre anlagestrategischen Empfehlungen auf. Auch diese Verhaltensweise bedeutet natürlich eine erhebliche Vereinfachung für die Lösung des Empfehlungsproblems der Banken.

Eine Verstärkung der Ausprägungen Risikoaversion und Risikofreude wird von den Banken durch eine Kombination beider Ausprägungen erreicht. So könnte z.B. Risikoneutralität durch ein ausgewogenes Portfolio des Anlegers, in welchem sowohl riskante als auch risikolose Papiere enthalten sein können, erreicht werden. Ein risikoneutraler Anleger wird aus Sicht der Banken als eine Kombination aus risikoscheuem und risikoliebendem Anleger interpretiert - die Risikoneutralität wird als eigenständige Ausprägung jedoch nicht behandelt, d.h. eine konkrete Anlage ist für den risikoneutralen Kunden standardmäßig nicht verfügbar <sup>8)</sup>. Stetige Ausprägungen des Einflußfaktors Risikoeinstellung der Anleger werden somit über diversifizierte Portfolios der Anleger erreicht. In der deutschen Bankenlandschaft ist jedoch erkennbar, daß - nicht zuletzt aus Kostengründen - diese Diversifizierungsaufgabe oft auf den Kunden verlagert wird <sup>9)</sup>. Die Banken empfehlen nach einer primären Risikoeinschätzung oft eine Anlage, die einer reinen Risikoausprägung sehr nahe kommt.

Die vorangegangenen Ausführungen sind durch eine hohe Homogenität im gesamten deutschen Bankensektor gekennzeichnet. Der Bankenquerschnitt zeigt, daß die Repräsentativität der Erkenntnisse in hohem Maß zutreffend ist, d.h. Einheitlichkeit über

die Auffassung des Einflußfaktors Risikoeinstellung auf die anlagestrategischen Empfehlungen ist unter den größten deutschen Banken durchaus erkennbar.

### 3.1.2. Europäische Währungsunion

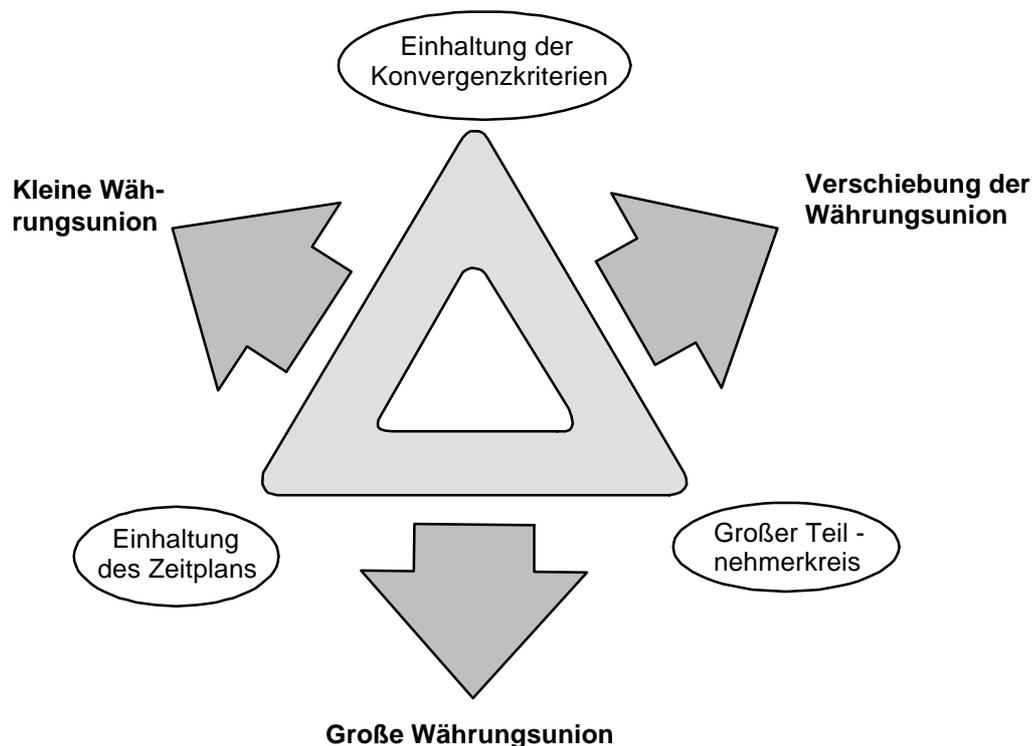
Nachdem im vorangegangenen Unterabschnitt mit der Risikoeinstellung der Anleger der wichtigste Einflußfaktor auf die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken von Anlegerseite her erläutert wurde, erfolgt in diesem Unterabschnitt eine Darstellung des Faktors Europäische Währungsunion <sup>10)</sup>. Unter dem Oberbegriff Europäische Währungsunion (EWU) sollte die Größe (eventuelle Teilnehmer) und der Starttermin der Währungsunion, sowie darüber hinausgehende Einflüsse auf die anlagestrategischen Empfehlungen, welche im engeren Sinn von der Existenz der EWU abhängig sind, verstanden werden. Im Gegensatz zur Risikoeinstellung der Anleger kann die EWU nicht als ein Einflußfaktor verstanden werden, der direkte Auswirkungen auf die anlagestrategischen Empfehlungen hat. Vielmehr wirkt sich die EWU auf aktuelle und zukünftige Marktentwicklungen aus, die wiederum Einfluß auf die Anlageempfehlungen der Banken haben - die EWU ist somit ein Einflußfaktor der indirekt über die Märkte wirkt.

Um die Ausprägungen des Faktors EWU genauer spezifizieren zu können, sollte man sich zunächst über die grundlegende Zielsetzung der EWU-Übergangsphase klar sein. Dabei wird die Erreichung von drei entscheidenden Zielen angestrebt <sup>11)</sup>:

- Konvergenz der wirtschaftlichen Lage der einzelnen Länder
- Termingerechte Einhaltung des Zeitplans
- Wunsch nach einer möglichst umfassenden EWU

Das erste Ziel, eine möglichst hohe Konvergenz der wirtschaftlichen Situation der einzelnen potentiellen EWU-Teilnehmerstaaten zu erreichen, wird oft auch als das ökonomische Ziel bezeichnet, da es den wirtschaftlichen Parallellauf der Mitgliedsstaaten und die Stabilität des Euros sichern helfen soll. Meist wird synonym für dieses Ziel auch die Einhaltung der Konvergenzkriterien angeführt. Das zweite Ziel (Einhaltung des Zeitplans) bedeutet, daß die Währungsunion am 1. Januar 1999 beginnt. Die terminliche Einhaltung sichert die Glaubwürdigkeit der EWU und bestätigt den politischen Integrationswillen der Teilnehmerstaaten. Der Wunsch nach einer möglichst umfassenden Währungsunion (drittes Ziel) wird vor allem geleitet von der Auffassung, daß die Vorteile, die man sich von einer monetären Union Europas verspricht, nur dann voll zur Geltung kommen, wenn möglichst viele Teilnehmer starten. Nun besteht jedoch zwischen den Zielen ein Zielkonflikt, d.h. maximal zwei der drei Ziele sind gleichzeitig erreichbar. Möchte man z.B. bei strikter Einhaltung der Konvergenzkriterien den Zeitplan einhalten,

so müßte man sich mit einem kleinen Teilnehmerkreis zufrieden geben. Ebenso würde die strikte Einhaltung der Konvergenzkriterien mit dem Ziel einer großen Teilnehmerzahl dazu führen, daß man nicht termingerecht starten könnte, da eine noch längere Phase der Konvergenzbemühungen erforderlich wäre. Schließlich wäre die Einhaltung des Zeitplans unter Berücksichtigung einer großen Teilnehmerzahl nur unter einer Aufweichung der Konvergenzkriterien möglich. Eine gleichzeitige Erfüllung aller drei Grundziele ist nach dem gegenwärtigen Stand der wirtschaftlichen Konvergenz innerhalb Europas nicht absehbar <sup>12)</sup>. Abbildung 3-1 verdeutlicht diese Trilemma-Situation.



Quelle: Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 10, eigene Darstellung

**Abbildung 3-1 : Das Trilemma**

Aus dieser Trilemma-Situation ergeben sich somit die drei möglichen Ausprägungen des Einflußfaktors Europäische Währungsunion. In Anlehnung an die entsprechenden Ausführungen der einzelnen deutschen Banken werden diese Ausprägungen meist als Szenarien bezeichnet <sup>13)</sup>. Das erste Szenario - die kleine Währungsunion - kann als Kompromiß zwischen Politik und Ökonomie verstanden werden. Mit diesem Szenario werden meist die Teilnehmerstaaten Deutschland, Frankreich, Österreich, Luxemburg, Belgien, Niederlande, Irland und Finnland in Verbindung gebracht. Die Staaten, welche den Beitrittswillen vermissen lassen, tauchen in der kleinen Währungsunion nicht auf. Bei

der Betrachtung dieses Szenarios drängt sich unweigerlich die Diskussion um die Interpretation der Maastrichtkriterien auf. An der Frage, ob der Maastricht-Vertrag eine Punktlandung vorsieht, oder ob eine offensichtliche Konvergenz ausreicht, beteiligen sich die Banken jedoch weitgehend nicht. Vielmehr sehen sie dieses Szenario als eine exogen gegebene mögliche Ausprägung des Einflußfaktors Währungsunion an und berücksichtigen diesen Faktor in ihren anlagestrategischen Empfehlungen in gleicher Weise, wie z.B. den erheblich unumstritteneren Einflußfaktor Risikoeinstellung. Die Banken sehen die Diskussion um die Konvergenzkriterien meist als politisch dominierte Diskussion an. Als politisches Projekt wird die Währungsunion vor allem durch politische Konstellationen bestimmt. Das Szenario kleine Währungsunion weckt die größten Hoffnungen auf einen stabilen Euro, da die wahrscheinlichen Teilnehmerstaaten schon jetzt ein hohes Maß an wirtschaftlicher Konvergenz aufweisen <sup>14)</sup>. Das zweite Szenario - die große Währungsunion - ist durch das Primat der politischen Rücksichtnahme gekennzeichnet. Ökonomische Bedenken werden hier zurückgestellt. Somit bietet dieses Szenario wohl die größten Stabilitätsgefahren für den Euro. Neben den Teilnehmerstaaten der kleinen Währungsunion würden bei diesem Szenario wohl auch Spanien, Portugal und Italien zum Starttermin teilnehmen. Großbritannien, Dänemark (opt-out-Klauseln) und Schweden werden wohl auch bei diesem Szenario den politischen Willen zur Teilnahme vermissen lassen. Bei einer ohnehin großzügigen Interpretation der Konvergenzkriterien dürfte sich jedoch auch die Hürde, daß einige Länder noch nicht mindestens zwei Jahre am EWS beteiligt sind, aus dem Weg räumen lassen. Lediglich Griechenland, das sehr weit von der Erfüllung der Konvergenzkriterien entfernt ist, dürfte eindeutig von der Teilnahme ausgeschlossen sein <sup>15)</sup>. Die dritte Ausprägung des Einflußfaktors Währungsunion stellt das dritte Szenario, eine Verschiebung der Währungsunion, dar. Dies wäre dann der Fall, wenn die Kriterien sehr strikt ausgelegt würden und eine große Teilnehmerzahl für politisch unumgänglich gehalten würde. Nach derzeitigem Stand, wäre eine Verschiebung der Währungsunion dann nicht vermeidbar. Der Glaubwürdigkeit der Verschiebung würde dann die zentrale Bedeutung beigemessen werden.

Auch bei dieser Einflußgröße auf die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken sind die Ausprägungen diskret. Im Gegensatz zur Risikoeinstellung der Anleger erscheint eine Verstetigung der Ausprägungen hier nicht sinnvoll. Mit den drei Szenarien wird dem Faktor Währungsunion durchaus Rechnung getragen.

Der Faktor Währungsunion zeichnet sich in der deutschen Bankenlandschaft als der Faktor aus, der wohl die größte Heterogenität von allen Faktoren aufweist. So halten sich zwar fast alle Banken an das beschriebene Grundmuster, jedoch existieren in einigen Banken kleinere Abweichungen. Zum einen gibt es Szenariodarstellungen, welche nicht die Teilnehmer sondern direkt die Stabilität des Euros als Basis der Anlageempfehlungen nehmen <sup>16)</sup>, zum anderen existieren auch Szenario-Systeme, die im ersten Szenario auch Staaten wie Spanien, Portugal und Italien sehen, jedoch weiterhin von einem sehr

stabilen Euro ausgehen <sup>17)</sup>. Während das erste Szenario dabei als das Hauptszenario angesehen wird, wird das zweite Szenario als Risikoszenario (schwacher Euro bei gleichen Teilnehmerländern wie im Hauptszenario) interpretiert. Das Szenario Verschiebung der Währungsunion wird mancherorts auch noch weiter unterschieden in eine glaubhafte Verschiebung und eine unglaubliche Verschiebung. Darüber hinaus existiert manchmal auch ein weiteres Szenario - die Absage der Veranstaltung Europäische Währungsunion <sup>18)</sup>. Trotz der beschriebenen Heterogenitäten kann man den Einflußfaktor Währungsunion zumindest in seinen Grundstrukturen und seinen Grundausrägungen als homogen im Bankenquerschnitt bezeichnen. Bei einem etwas höheren Aggregationsgrad kann man die dargestellten Grundstrukturen wohl auch als repräsentativ für den deutschen Bankensektor bezeichnen - jedoch ist immer zu berücksichtigen, daß sehr spezielle Szenarien diese Repräsentativität nicht unterstützen.

### 3.1.3. Sonstige Einflußfaktoren

Neben der Risikoeinstellung des Anlegers als wichtigsten Einflußfaktor von der Anlegerseite her und der EWU als derzeit aktuellsten Einflußfaktor von der Marktseite her, existieren eine Vielzahl weiterer Faktoren, die die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken beeinflussen. Dabei spielen vor allem die Faktoren, welche die Marktentwicklungen beeinträchtigen eine erhebliche Rolle. Um eine umfassende anlagestrategische Empfehlung geben zu können, sollten die Banken den gesamten Raum der möglichen Anlagen überblicken können. Sollte dieser Raum nicht vollständig sein, kann eine anlagestrategische Empfehlung zu Ineffizienzen führen. Da sich die Gesamtheit der zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten jedoch ständig verändern kann, ist es für die Banken wichtig, diesen Raum und die Einflüsse, die ihn verändern können, ständig zu beobachten. Diese Einflüsse sind vor allem an den Kapitalmärkten zu suchen. Zu den traditionellen Einflußgrößen auf die anlagestrategischen Empfehlungen zählen die Konjunkturentwicklung, die Preisniveaumentwicklung oder die Geld- und Fiskalpolitik <sup>19)</sup>. Das erfordert von den Banken folglich einen stetigen Überblick über die Politik, die Wirtschaft, das Rechtssystem, das Steuersystem und sonstige Elemente, welche die Kapitalmärkte beeinflussen könnten. Aus allen diesen Bereichen können sich Einflüsse auf die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken ergeben. Darüber hinaus bieten auch andere Märkte Signale für die Finanzmärkte. Die Hauptaufgabe der Banken hinsichtlich der anlagestrategischen Empfehlungen besteht folglich darin, alle diese Einflußfaktoren, die von den Märkten herrühren, genau zu erfassen. Wichtig in diesem Zusammenhang ist die internationale Erfassung der Einflußfaktoren. Die Beschränkung auf eine nationale Sichtweise könnte dazu führen, daß wichtige Einflußgrößen nicht richtig eingeschätzt werden. Gerade im Hinblick auf die EWU ist eine globale Denkweise von enormer Wichtigkeit für die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken.



Quelle: eigene Darstellung

**Abbildung 3-2 : Einflußgrößen auf die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken**

Ein weiterer Einflußfaktor ist die Zeit. Zum einen sind die Anlagestrategien von Fristigkeiten abhängig, zum anderen spielt es für die empfohlenen Strategien eine bedeutende Rolle, ob die Märkte kurz-, mittel- oder langfristig beurteilt werden. Fristigkeiten können natürlich auch von der Anlegerseite auferlegt werden und beeinflussend auf die Anlageempfehlungen wirken. Vermögensverhältnisse, Liquiditätswünsche, Erfahrungen sowie persönliche Präferenzen werden natürlich auch berücksichtigt (So wäre es vorstellbar, daß eine Bank Aktien der Waffenindustrie, aufgrund der großen Ablehnung in der Bevölkerung nicht mit in ihre anlagestrategischen Empfehlungen aufnimmt.)<sup>20)</sup>.

Schließlich existieren auch Einflüsse von den Banken selbst. So kann die Gewinnbeteiligung einer Bank an einer Anlage einen Einflußfaktor für die Empfehlung darstellen. Zumindest in Indifferenzsituationen empfehlen die Banken jene Anlagestrategie, welche ihnen einen höheren Gewinn zukommen läßt.

In der Abbildung 3-2 sind die wichtigsten Einflußgrößen nochmals graphisch zusammengefaßt.

## 3.2. Kritische Betrachtung der wichtigsten Einflußfaktoren

### 3.2.1. Kritische Betrachtung des Faktors Risikoeinstellung

Die kritische Betrachtung der Einflußfaktors Risikoeinstellung richtet sich natürlich hauptsächlich auf die Existenz von nur zwei diskreten Ausprägungen - der Risikoaversion und der Risikofreude. Es stellt sich die Frage, ob sich diese Vorgehensweise mit theoretisch fundierten Ergebnissen in Einklang bringen läßt.

Eine erste Diskrepanz besteht in den verschiedenen Definitionen von Risikoaversion und Risikofreude. Risikoaversion wird von den Banken oft mit Anlagen, die überhaupt kein Risiko beinhalten in Verbindung gebracht, d.h. einem risikoaversen Anleger wird im allgemeinen eine Anlage empfohlen, die keine riskanten Werte beinhaltet. Diese Vorgehensweise der Banken dient natürlich auch dem Gedanken, die Aufgabe der Portfolio-Diversifikation weitestgehend auf den Anleger zu übertragen. Im Gegensatz dazu wird in der Theorie ein risikoaverser Anleger normalerweise als Anleger interpretiert, der ein höheres Risiko nur in Kauf nimmt, wenn er auch eine höhere Rendite erwarten kann - eine generelle Ablehnung von Risiko wird jedoch nicht vorausgesetzt. Dies drückt sich in steigenden, konvex verlaufenden Indifferenzkurven I im  $\mu / \sigma$  - Raum aus ( $\mu$  bezeichnet hierbei die erwartete Rendite,  $\sigma$  spiegelt die Standardabweichung wider und könnte als Risiko interpretiert werden) <sup>21</sup>). Die Abbildungen 3-3 und 3-4 verdeutlichen diese Zusammenhänge.

Quelle: Thompson (1993), S. 8, eigene Darstellung

#### **Abbildung 3-3 : Portfolio eines risikoaversen Anlegers aus theoretischer Sicht**

Quelle: eigene Darstellung

#### **Abbildung 3-4 : Portfolio eines risikoaversen Anlegers aus Sicht der Banken**

Während der Punkt S eine sichere Anlage repräsentiert, spiegelt der Punkt R eine riskante Anlage wider. S kann als eine Anlage verstanden werden, die ohne Risiko eine positive erwartete Rendite einbringt (die erwartete Rendite ist somit eine sichere Rendite). Die Banken sehen in solch einer Anlage meist festverzinsliche Wertpapiere oder Sparanlagen (eventuelle Risiken solcher Anlagen werden in diesem Modell vernachlässigt). Im Modell könnte R dann durch eine Aktienanlage repräsentiert werden.

Die Strecke S-R stellt dann den Opportunitätslokus im Modell mit einem sicheren und einem riskanten Asset dar <sup>22)</sup>. Die Theorie würde eine nutzenoptimale Lösung für einen risikoaversen Anleger irgendwo entlang des Opportunitätslokus hervorbringen (vgl. Abbildung 3-3). Aus Bankensicht wird die optimale Lösung O für einen Risikoaversen jedoch gerade im Punkt S liegen, was eine sehr steile Indifferenzkurve bedeuten würde (vgl. Abbildung 3-4). D.h. die Banken schätzen risikoaverse Anleger so ein, daß sie den Punkt S (oder zumindest einen Punkt sehr weit links auf dem Opportunitätslokus) für nutzenoptimal halten. Die Einschätzung der Risikoaversion durch die Banken bedeutet somit eine Randlösung der Theorie.

Bei der zweiten Ausprägung des Einflußfaktors Risikoeinstellung, der Risikofreude, ist die Diskrepanz der Definitionen etwas anders geartet. Wie die Abbildungen 3-5 und 3-6 verdeutlichen, führt sowohl die Einschätzung der Banken als auch die Portfolio-Theorie zu einer nutzenoptimalen Lösung eines risikoliebenden Anlegers in Punkt R.

Quelle: Thompson (1993), S. 10, eigene Darstellung

#### **Abbildung 3-5 : Portfolio eines risikoliebenden Anlegers aus theoretischer Sicht**

Quelle: eigene Darstellung

#### **Abbildung 3-6 : Portfolio eines risikoliebenden Anlegers aus Sicht der Banken**

Die Diskrepanz liegt nun jedoch in der begrifflichen Handhabung der Risikofreude. Die Theorie definiert einen risikoliebenden Anleger als ein Wirtschaftssubjekt, welches ein höheres Risiko gegen eine niedrigere erwartete Rendite substituieren würde (siehe Verlauf der Indifferenzkurve in Abbildung 3-5) <sup>23)</sup>. Die Banken hingegen, definieren die Risikofreude im Sinne der Theorie als einen Spezialfall der Risikoaversion (vgl. Abbildung 3-6) <sup>24)</sup>. D.h. wenn die Banken bei ihren anlagestrategischen Empfehlungen von einem risikofreudigen Anleger sprechen, dann meinen sie einen Anleger, der zwar Risiko in Kauf nimmt, dieses jedoch nur erhöht, wenn er auch eine entsprechend höhere Rendite erwarten kann. Unter Risikofreude wird von den Banken auch in diesem Fall eine Lösung sehr nahe der Randlösung verstanden (Punkt R). Risikoliebe im Sinne der Theorie behandeln die Banken nicht.

Nun stellt sich die Frage, inwiefern diese Diskrepanzen ins Gewicht fallen. Eine Rechtfertigung für diese Bankendefinitionen liegt sicher im Informationsnachteil der Banken über die Risikoeinstellung der Anleger. Zum einen stoßen die Banken auf

erhebliche Schwierigkeiten bei der Einschätzung der Risikoeinstellung der Anleger, zum anderen ist die tatsächliche Risikoeinstellung eines Kunden nicht unbedingt mit den geäußerten Risikovorlieben gleichzusetzen. Informationsasymmetrien über die Risikoeinstellung können zu Anlageempfehlungen führen, welche die tatsächliche Risikoeinstellung des Anlegers nicht repräsentieren. Darüber hinaus stellt es für die Banken ein erhebliches Problem dar, den Äußerungen und den Verhaltensweisen des Anlegers eine Risikoeinstellung zuzuordnen. So können viele Anleger nicht einmal für sich selbst die Risikoeinstellung genau definieren. Ein weiteres Problem für die Banken ist es, die Risikoeinstellung von anderen Faktoren, von denen der Anleger beeinflusst wird, zu trennen (z.B. eventuelle persönliche Abneigungen gegen ganz bestimmte Anlageformen). Die Banken stehen also bei der Feststellung der Risikoeinstellung erheblichen Problemen gegenüber. Unter Berücksichtigung des Sachverhalts, daß die von den Banken festgestellte Risikoeinstellung ohnehin nicht mit Sicherheit der tatsächlichen entspricht, erscheint es den Banken durchaus ausreichend, nur mit zwei Ausprägungen zu arbeiten. Darüber hinaus ist nicht sichergestellt, ob eine umfassendere Untergliederung der Ausprägungen des Einflußfaktors Risikoeinstellung zu besseren anlagestrategischen Empfehlungen führen würde.

Wie bereits erwähnt, versuchen die Banken die Aufgabe der Portfoliozusammenstellung weitestgehend auf den Anleger zu verlagern. Trotzdem sehen sich die Banken auch mit Risikoeinstellungen konfrontiert, die zwischen den zwei Risikoausprägungen anzusiedeln sind. Eine anlagestrategische Empfehlung, die auf der Annahme einer der zwei Risikoausprägungen beruht, ist dann nicht mehr durchzuführen. Die Banken versuchen nun den Anleger als eine Kombination aus risikoaversen und risikofreudigen Anlegern zu sehen. Im folgenden Modell soll nun die Vorgehensweise der Banken bei einer solchen anlagestrategischen Empfehlung beschrieben werden ( Dies entspricht der individuellen Anpassung eines Produktpakets, wie es in Abbildung 2-1, dargestellt ist.). Es muß jedoch berücksichtigt werden, daß in diesem Modell für die Anlageempfehlungen der Bank nur der Einflußfaktor Risikoeinstellung eine Rolle spielt, d.h. Interdependenzen mit anderen Einflußfaktoren werden ausgeschlossen. Dadurch besitzt der Anleger einen Informationsvorsprung und die Bank muß stichprobenartig versuchen, die Risikoeinstellung des Anlegers zu ermitteln. Weiterhin wird angenommen, daß der Anleger seine Risikoeinstellung nicht genau äußern kann. Könnte der Anleger seine Risikovorlieben (als einziger Einflußfaktor der Empfehlung) genau interpretieren und eine Anlage zuordnen, so wäre die Empfehlung der Bank überflüssig. Annahmegemäß existieren wieder ein sicheres und ein riskantes Asset. Die oben beschriebenen Annahmen gelten weiterhin. Abbildung 3-7 zeigt dies.

**Abbildung 3-7 : Anlageempfehlung für einen Anleger, der keiner der zwei Grundausrägungen entspricht**

Die Indifferenzkurve I spiegelt die tatsächliche Risikoeinstellung wider. Der Punkt O stellt die nutzenmaximale Tangentiallösung zwischen Indifferenzkurve und Opportunitätslokus dar. Auf der  $\mu$ -Achse sind die entsprechenden erwarteten Renditen abgetragen, auf der  $\sigma$ -Achse die entsprechenden Standardabweichungen. Annahmegemäß ist die Bank über die Risikoeinstellung und somit die Tangentiallösung nicht informiert. Der Anleger könnte nun sagen, daß er eine riskante Anlage tätigen will. Die Bank wird nun den Punkt R vorschlagen, d.h. sie geht von einem risikoliebenden Anleger aus. Wie bereits bekannt ist, betrachtet die Bank die Anlage R synonym für einen risikoliebenden Anleger. Dieser wird den Vorschlag nicht akzeptieren, sondern z.B. bei gleicher Rendite ein geringeres Risiko fordern (Punkt A). Die Bank weiß nun, daß der Anleger nicht der Ausprägung risikoliebend und auch nicht der Ausprägung risikoavers entspricht und wird den Punkt B empfehlen. Auch bei diesem Punkt wird der Anleger nicht zufrieden sein. Ein Anpassungsvorgang (z.B. C  $\rightarrow$  D  $\rightarrow$  E  $\rightarrow$  O) wird sich vollziehen, bis ein Punkt auf dem Opportunitätslokus erreicht ist, mit dem der Anleger einverstanden ist. Nun sind die einzelnen Punkte, die die Bank vorschlägt so zu verstehen, daß die Bank lediglich die Gewichte der beiden Anlagen variiert, d.h. um vom Vorschlag B zum Vorschlag D zu gelangen, wird die Bank den Anteil der riskanten Anlage erhöhen. Im Punkt O wird sich die Gewichtung dann so darstellen, daß sich die sichere und die riskante Anlage im Verhältnis w:v auf das Anlagevolumen aufteilen. Diese Erkenntnis verdeutlicht zum einen, daß es zumindest im dargestellten Modell ausreicht, nur zwei Ausprägungen des Faktors Risikoeinstellung und die dazugehörigen Geldanlagen zu verwenden. Der Bank muß nach ihrer abschließenden Empfehlung noch nicht einmal den genauen Verlauf der Indifferenzkurve des Anlegers kennen. Sie berücksichtigt den Einflußfaktor Risikoeinstellung schon dann in ausreichendem Maß, wenn der Anleger mit einer Rendite-Risiko-Kombination auf dem Opportunitätslokus einverstanden ist. D.h. eine weitere Ausprägung des Einflußfaktors Risikoeinstellung ist nicht nötig. Zum anderen verdeutlicht dieser Vorgang die Tatsache, daß die Risikoeinstellung ein Einflußfaktor auf die anlagestrategischen Empfehlungen ist, der von der Anlegerseite her determiniert wird - für die Banken stellt sich dieser Faktor wie eine exogene Größe dar. Die Schwierigkeit für die Bank besteht darin, den Wert bzw. die zugehörige Anlage zu bestimmen.

Im Modell wurde zwar die Existenz von nur zwei Assets angenommen, jedoch besteht für die Bank auch bei Existenz von mehreren Assets keine Möglichkeit, den Suchprozeß bei der Ermittlung der Risikoeinstellung (bzw. der entsprechenden Anlagekombination) zu umgehen. Die Assets würden sich im  $\mu / \sigma$ -Raum als Punktwolke präsentieren. Über die Portfolio-Diversifikation wäre eine unendlich große Menge an Anlagekombinationen

erreichbar. Dadurch, daß die Banken für jeden Risikotypen eine steigende konvexe Indifferenzkurve annehmen, existiert für jeden Anleger auch im Fall mehrerer Assets mindestens ein Punkt O. Natürlich können sich die Banken nun nicht mehr nur auf eine unterschiedliche Gewichtung der einzelnen Anlagen beschränken; die Banken müssen nun auch Diversifizierungsvorteile, d.h. die Korrelationen der Anlagen untereinander, berücksichtigen. Diese Aufgabe wird jedoch in vielen Banken derart gelöst, daß sie Fonds, welche diese Vorteile ausschöpfen, auflegen.

Die zweite einschneidende Vereinfachung, welche die Banken treffen, ist die enge Verbindung zwischen Risikoeinstellung und Anlageart. Bei isolierter Betrachtung der Risikoeinstellung als Einflußfaktor und unter Berücksichtigung der Bankendefinition der Risikoliebe erscheint es jedoch gerechtfertigt, einem risikoliebenden Anleger eine Anlage zu empfehlen, die sehr weit rechts oben auf dem Opportunitätslokus liegt. Daß für diesen Typen meist eine Anlage auf dem Aktienmarkt empfohlen wird, liegt daran, daß diese Anlageart zum einen die Anforderungen an das Risiko-Rendite-Verhältnis erfüllt und zum anderen in ihrer Handhabung bei den Anleger ein relativ großes Know-how genießt. Aus analogen Gründen, scheinen auch die Rentenmärkte und risikolosen Anlagen, die Anforderung, die der Typ des risikoaversen Anlegers fordert zu erfüllen. Abbildung 3-8 zeigt die Rendite-Risiko-Kombinationen verschiedener Märkte. Es wird deutlich, daß die Rentenmärkte in ihrer Gesamtheit Märkte sind, die eher für die risikoaversen Anleger empfehlenswert sind, während die Aktienmärkte eher für Risikofreudige vorteilhaft sind. Eine Trendgerade zwischen den Rentenmärkten und den Aktienmärkten würde approximativ den Opportunitätslokus des stark vereinfachten Modells wiedergeben.

(Schwankungsrisiko gemessen als Standardabweichung der Jahresrenditen um ihren Mittelwert)

Quelle: übernommen aus Frankfurter Sparkasse (1997), S. 26

**Abbildung 3-8 : Rendite-Risiko-Diagramm unterschiedlicher Anlagen (1960-1996)**

### 3.2.2. Kritische Betrachtung des Faktors Währungsunion

Der Einflußfaktor Währungsunion ist eine Größe, die bei den anlagestrategischen Empfehlungen der Banken eine zunehmend größere Rolle spielt. Die einzelnen Szenarien können nicht als eine willkürliche Interpretation dieses Faktors gesehen werden, sondern sind Ausprägungen, die sich als Folge der europäischen Entwicklungen und Diskussionen herauskristallisiert haben. Unterschiede zwischen den einzelnen Banken sind auf

mangelnde Erfahrungen, die Dynamik der EWU und auf Risiken der EWU zurückzuführen.

Bei der Betrachtung des Einflußfaktors Währungsunion stellt sich die Frage, ob die einzelnen Banken ein Szenario bevorzugen oder ob sie vielleicht alle drei Szenarien für gleich wahrscheinlich halten. Tatsächlich erscheint es recht plausibel, z.B. das Szenario der großen Währungsunion für doch wesentlich wahrscheinlicher zu halten, als die Verschiebung der Währungsunion. Eine Verschiebung wäre bei einer weiten Auslegung des Artikels 109k des Maastricht-Vertrages zwar vertragskonform <sup>25)</sup>, jedoch stünde solch eine Vertragsinterpretation dem Geist der Währungsunion entgegen und wäre wohl nicht haltbar. Eine Verschiebung würde sehr wahrscheinlich das Aus für die EWU für die nahe Zukunft bedeuten. Auf der anderen Seite könnte man auch die kleine Währungsunion nicht als die realistischste Variante ansehen. Politisch könnte es schwierig werden, Italien - ein Gründungsmitglied der EU - von der Währungsunion auszuschließen. Darüber hinaus könnte der Wunsch der südlichen Staaten Europas nach einer Teilnahme an der Währungsunion dadurch Nachdruck gewinnen, daß die Mittelmeerländer Italien, Spanien, Portugal und Griechenland zusammen über eine Sperrminorität im Rat der Staats- und Regierungschefs verfügen und somit das Projekt Währungsunion insgesamt scheitern lassen könnten <sup>26)</sup>. Die Südeuropastaaten werden die Maastrichter Konvergenzkriterien ohnehin so interpretieren, daß die offensichtliche Konvergenz und nicht die Punktlandung zur Kriterienerfüllung ausreicht. Gegen die große Währungsunion könnte sprechen, daß sich trotz der offensichtlichen Konvergenzbemühungen der südlichen Staaten doch ein ökonomisch sicheres Teilnehmerfeld durchsetzt und einem stabileren Euro Vorrang eingeräumt wird. Alle angesprochenen Möglichkeiten verdeutlichen zwei Aspekte. Zum einen ist die Diskussion um die Teilnehmerstaaten der EWU mit sehr großen Unsicherheiten behaftet <sup>27)</sup>, jedoch ist zum anderen (auch aufgrund politischer Diskussionen) eine größere Wahrscheinlichkeit der großen EWU zum Starttermin (mit leichten Fragezeichen hinter Italien, Spanien und Portugal) zu erkennen. Zumindest kann eine Verschiebung der Währungsunion als das Szenario mit der geringsten Wahrscheinlichkeit angesehen werden <sup>28)</sup>.

Die Frage, die sich stellt, ist die, ob die Banken eventuelle Wahrscheinlichkeitsunterschiede zwischen den einzelnen Szenarien berücksichtigen, d.h. ob sie in ihren anlagestrategischen Empfehlungen den einzelnen Szenarien verschiedene Gewichte beimessen. Einige Banken tragen dieser Gewichtung dahingehend Rechnung, daß sie Eintrittswahrscheinlichkeiten für die verschiedenen Szenarien <sup>29)</sup> oder einen Wahrscheinlichkeitsrang <sup>30)</sup> verteilen. Die Kritik richtet sich nun gegen die mangelnde Fundierung dieser Eintrittswahrscheinlichkeiten. Zum einen leistet keine Bank eine ausreichende Begründung, warum nun gerade ein bestimmtes Szenario ihrer Meinung nach die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit besitzt. Zum anderen gibt es Banken, die zwar keine Eintrittswahrscheinlichkeiten verteilen, jedoch ohne erkennbare Motivation

ein bestimmtes Szenario favorisieren. Dies führt unweigerlich dazu, daß die einzelnen Szenario-Wahrscheinlichkeiten zwischen den Banken sehr stark variieren und somit an Aussagekraft erheblich verlieren<sup>31)</sup>. Der zweite Kritikpunkt in diesem Zusammenhang richtet sich gegen die Aktualität dieser Eintrittswahrscheinlichkeiten und der Szenariozusammensetzungen allgemein. Der Einflußfaktor Europäische Währungsunion ist ein Faktor, dessen Ausprägungen durch tägliche Diskussionen, politische Entscheidungen und Rechtsurteile tangiert werden, d.h. die Szenarien können sich im Gegensatz zu den Ausprägungen des Faktors Risikoeinstellung wesentlich schneller verändern. Die Banken beziehen sich jedoch bei ihren anlagestrategischen Empfehlungen sehr oft auf Szenarien (und die damit verbundenen Eintrittswahrscheinlichkeiten), die sich nicht mehr mit den aktuellen wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen vereinbaren lassen. Dieser time lag wird zwar versucht, sehr gering zu halten, jedoch sind Anpassungszeiten von bis zu mehreren Wochen (vor allem bei Anlageempfehlungen an private Kleinanleger) zu beobachten<sup>32)</sup>. Von diesem time lag sind vor allem die schriftlichen anlagestrategischen Empfehlungen betroffen.

Diese Probleme und die Komplexität des gesamten Einflußfaktors bereiten den Banken bei der Bereitstellung einer vernünftigen anlagestrategischen Empfehlung natürlich weitere Schwierigkeiten. Deshalb versuchen viele Banken auch bei dieser Einflußgröße die entsprechende Auswahl der Ausprägung auf den Anleger zu verlagern. Da diese Auswahl aufgrund des Informationsnachteils (gerade bei privaten Kleinanlegern) jedoch enorm viel schwieriger ist als bei der Einschätzung der Risikoeinstellung, kann eine Auswahl von Anlegerseite her zu erheblichen Abweichungen zwischen der gegebenen und der für den Anleger optimalen anlagestrategischen Empfehlung führen. Hier ist die Anlageberatung gefordert, die bestehende Informationslücke zum Anleger zu schließen. Darüber hinaus sehen es auch viele Anleger als eine Aufgabe der Bank an, die Ausprägungen der Einflußfaktoren des Marktes auszuwählen. Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der Tatsache, daß die Einschätzung der (einem Szenario) entsprechenden Marktentwicklung ohnehin mit einer Prognoseunsicherheit behaftet ist, scheint auch die Verwendung von diskreten Ausprägungen gerechtfertigt.

Die mangelnde Fundierung und die angesprochene hohe Dynamik der Ausprägungen sind sicherlich auch Gründe für die relativ große Heterogenität des Einflußfaktors Währungsunion. Trotzdem sehen fast alle Banken die Währungsunion als einen außerordentlich wichtigen Einflußfaktor für ihre anlagestrategischen Empfehlungen an. So ist positiv anzumerken, daß alle Banken dem Faktor EWU in ihrem Empfehlungsproblem einen hohen Stellenwert zuweisen.

### **3.3. Interdependenzen zwischen den Einflußfaktoren**

Bisher wurden die einzelnen Einflußfaktoren immer isoliert betrachtet, d.h. Interdependenzen und Korrelationen zwischen einzelnen Faktoren waren ausgeschlossen. Tatsächlich stehen einige Variable aber in enger Verbindung miteinander. Bei den Faktoren Risikoeinstellung und Währungsunion lassen sich erste Beziehungen zwischen den Ausprägungen erkennen. Wenn man die Wahrscheinlichkeiten heranzieht, mit der ein bestimmtes Szenario eintritt, dann erscheint ein Anleger, der z.B. seine Anlage auf der Basis einer Verschiebung der Währungsunion wünscht, aufgrund der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Szenarios eher risikofreudig als risikoavers. D.h. eine anlagestrategische Empfehlung auf der Basis eines bestimmten Szenarios ist durchaus mit dem Risiko, das die EWU andere Formen annimmt verbunden. Ebenso steht auch der Faktor Zeit in enger Beziehung mit dem Faktor Risiko, da anlagestrategische Entscheidungen Auswirkungen auf die Zukunft haben und somit mit Unsicherheiten behaftet sind, ebenso wie sehr langfristige Marktprognosen riskanter sind als kurzfristige. Natürlich existieren auch Interdependenzen zwischen den einzelnen Einflußfaktoren des Marktes. So könnte z.B. das Szenario Verschiebung der Währungsunion aufgrund eines Urteils des Bundesverfassungsgerichts zustande kommen. Die wechselseitigen Verflechtungen zwischen den einzelnen Einflußfaktoren und deren Ausprägungen sind vielfältig. Das Empfehlungsproblem der Banken kann deshalb nur effizient gelöst werden, wenn die Banken diese Interdependenzen ausreichend berücksichtigen. Eine globale Betrachtung des Empfehlungsproblems ist daher unumgänglich.

## **4. Marktprognosen als Grundlage anlagestrategischer Empfehlungen**

Für eine anlagestrategische Empfehlung ist es enorm wichtig, die zukünftigen Marktentwicklungen möglichst präzise einzuschätzen, denn das Kernstück jeder empfohlenen Anlagestrategie ist ein realistischer Bezug zum Markt. Aus der Sicht der Banken ist es somit unumgänglich auch den Einflußfaktor Währungsunion und seine möglichen Ausprägungen zu berücksichtigen. Die Banken betrachten die aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten und ordnen, aufbauend auf dieser Basis, dann jedem Szenario auch eine Marktprognose zu, welche dann als Grundlage der konkreten Empfehlung dient. Der Anleger gibt zwar eine Präferenz für ein bestimmtes Szenario an, jedoch stellen die Banken die zugehörigen Marktprognosen zur Verfügung. Diese Einschätzungen des Marktes durch die Banken werden im Folgenden dargestellt.

### **4.1. Marktprognosen für das Szenario der kleinen Währungsunion**

#### **4.1.1. Rentenmärkte in der kleinen Währungsunion**

An den Rentenmärkten wirkt sich die Einführung der EWU schon heute durch eine fast vollständig abgeschlossene Angleichung der nationalen Renditen der potentiellen Teilnehmerstaaten aus <sup>33</sup>). Abbildung 4-1 verdeutlicht diese Entwicklung.

Quelle: Norddeutsche Landesbank (10/1997), S. 6, eigene Darstellung

**Abbildung 4-1: Zinsdifferenzen zum deutschen Renditeniveau (kleine Währungsunion)**

Auf der Ordinate sind die Zinsdifferenzen zwischen den Zinsen für langlaufende Staatspapiere der einzelnen Teilnehmerstaaten und 10jährigen Bundesanleihen abgetragen. Positive Differenzen bedeuten eine niedrigere Rendite in Deutschland, verglichen mit der Rendite des entsprechenden EWU-Landes. Es ist zu erkennen, daß sich diese Differenzen in den Jahren 1995 bis 1997 erheblich verringerten. Der Konvergenzprozeß innerhalb des Teilnehmerkreises, der beim Szenario der kleinen Währungsunion angenommen wird, führte dazu, daß die Renditespreads zwischen den einzelnen Ländern mittlerweile nicht mehr als 0,5 Prozent betragen. Diese Angleichung ist vor allem auf Fortschritte bei der Preisstabilität und auf die relative Wechselkursstabilität zwischen den einzelnen Ländern zurückzuführen <sup>34</sup>).

Das absolute Renditeniveau liegt in den angenommenen EWU-Mitgliedsstaaten derzeit im Bereich von 5 1/4 % bis 5 3/4 %. Nur in Irland ist momentan eine etwas größere Abweichung des Renditeniveaus zu den Niveaus der anderen Länder zu erkennen. Dieser Wert stellt jedoch keine bedeutende Gefahr für die Erfüllung des Zinskriteriums dar <sup>35</sup>).

Das Szenario der kleinen Währungsunion ist somit durch eine sehr konvergente Entwicklung der Renditen gekennzeichnet. Im Gegensatz dazu hat sich z.B. der Renditespread langlaufender britischer Anleihen gegenüber Bundesanleihen in den vergangenen Jahren ausgeweitet. Eine weitgehende Angleichung zwischen deutschen und britischen Renditen wurde bisher nicht erreicht. Obwohl dies teilweise auch auf eine Anhebung der britischen Geldmarktzinsen zurückzuführen ist, hängt diese Entwicklung vor allem damit zusammen, daß in Großbritannien nach wie vor keine politische Mehrheit für eine EWU vorhanden ist. Folgerichtig entwickelt sich der britische Rentenmarkt nicht vollkommen konvergent zu den restlichen europäischen Rentenmärkten <sup>36</sup>). Als Faustregel gilt für viele Banken: Je größer die Euro-Skepsis eines Landes ist, desto größer ist der Renditespread zu den deutschen Kapitalmarktzinsen <sup>37</sup>).

Mit der Einführung des Euro fallen somit nicht nur die nationalen Währungen der einzelnen Mitgliedsstaaten weg, sondern auch die in der Vergangenheit zu

beobachtenden Zinsunterschiede der betreffenden Teilnehmerländer. Die früheren währungsspezifischen Zinsstrukturen werden durch eine Euro-Zinsstruktur abgelöst, so daß im monetär integrierten Europa künftig in der Regel nur noch ein Zins pro Laufzeitklasse existiert<sup>38</sup>). Verbleibende Renditedifferenzen werden in erster Linie auf Bonitätsunterschiede (Emittentenbonität) zurückzuführen sein. Darüber hinaus können allerdings auch die Liquidität einer Emission, die steuerliche Behandlung, sowie die Frage, ob eine Anleihe in den künftigen Euro-Zinsfuture lieferbar ist, zu Bewertungsunterschieden und damit zu Renditedifferenzen führen<sup>39</sup>). So wird damit gerechnet, daß vor allem Deutschland und Frankreich eine höhere Liquidität im Segment Staatsanleihen verzeichnen können<sup>40</sup>). Von den Banken wird erwartet, daß diese Renditeunterschiede im Fall einer kleinen Währungsunion jedoch allenfalls gering ausfallen werden. Die darüber hinaus bestehenden Differenzen zwischen den Renditeniveaus der Teilnehmerstaaten, die im Vorfeld der Währungsunion existieren, können als Risikoprämie für eine mögliche Nichtteilnahme (und somit resultierenden Zins- und Wechselkursschwankungen) interpretiert werden<sup>41</sup>).

Aufgrund der sich bildenden einheitlichen Euro-Zinsstruktur werden die nationalen Rentenmärkte in einen einheitlichen europäischen Rentenmarkt übergehen. Wegen der relativ hohen Konvergenz der nationalen Renditen der Geld- und Kapitalmärkte bewegen sich die Teilnehmerstaaten schon heute in einer Quasi-Währungsunion<sup>42</sup>).

Die Banken nehmen an, daß sich die zukünftige Euro-Rendite im Fall der kleinen Währungsunion aber nur geringfügig über dem deutschen Niveau bewegen wird. So lauten einige Schätzungen dahingehend, daß der Zinssatz in der EWU allenfalls um 1/2 bis 1/4 Prozentpunkte über den durchschnittlichen DM-Zinssätzen liegen wird<sup>43</sup>). Darüber hinaus prognostizieren viele Banken ein Renditeniveau, welches unter dem Korb-ECU liegt, da in dieser Korbwährung auch weichere Währungen, die nicht zu den Startteilnehmern der kleinen Währungsunion zählen, enthalten sind<sup>44</sup>).

Die Einschätzung des zukünftigen Renditeniveaus ist natürlich mit Unsicherheiten behaftet. Auch Einflußfaktoren wie die Konjunktorentwicklung, die Lohn- und Strukturpolitik oder die Fiskalpolitik schlagen sich auf die Rentenmärkte nieder<sup>45</sup>). Im Wesentlichen wird die Entwicklung der Euro-Rendite jedoch von der zukünftigen Stabilität des Euro abhängen. Da sich die Mitgliedsstaaten beim Szenario der kleinen Währungsunion sehr konvergent bewegen und auch von der Europäischen Zentralbank (EZB) starke Abweichungen von einer preisstabilitätsorientierten Geldpolitik nicht erwartet werden, wird von einem stabilen Euro ausgegangen<sup>46</sup>). Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik der EZB wird beträchtliche Auswirkungen auf die Stabilität des Euro haben, und so wird zumindest in der Anfangsphase der Währungsunion ein relativ restriktiver Kurs der EZB erwartet<sup>47</sup>). Auch wird die Umsetzung einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik in den Teilnehmerstaaten (auch unter Berücksichtigung des Stabilitäts- und Wachstumspakts) beim Szenario der kleinen Währungsunion wohl leichter fallen, als bei anderen Szenarien. Der Außenwert des Euro

(vor allem gegenüber dem US-Dollar) wird natürlich auch von der Entwicklung der Konjunktur und der Handelsströme zwischen den Ländern der EWU und dem Rest der Welt geprägt. Die kleine Währungsunion wird von den Banken meist als Signal für einen stabilen Euro gewertet. Zumindest hat die Idee einer Währungsunion bereits im Vorfeld dazu geführt, daß fast alle Länder Europas eine haushaltspolitische Trendwende durchgeführt haben <sup>48</sup>).

Einer der größten Vorteile, die der europäische Rentenmarkt aufgrund der EWU erfahren wird, wird von den Banken in seinem enormen Volumen gesehen. Die Integration vieler nationaler Rentenmärkte bringt sowohl Größenvorteile als auch Transparenzvorteile. Der Euro-Rentenmarkt wird wegen seiner größeren Liquidität tendenziell unabhängiger von Schwankungen anderer Märkte (insbesondere des US-Rentenmarktes) sein <sup>49</sup>).

Die Banken betrachten neben dem EWU-Rentenmarkt natürlich auch die anderen Rentenmärkte der Welt. So wird von einigen Banken erwartet, daß sich die Geldmarktzinsen in den europäischen Ländern, welche nicht für das Szenario der kleinen Währungsunion vorgesehen sind, kurz- bis mittelfristig auf einem höheren Niveau bewegen als in den Teilnehmerstaaten der EWU. Begründet wird dies in erster Linie dadurch, daß eine restriktivere Geldpolitik in den nichtteilnehmenden, jedoch beitriftswilligen Ländern angestrebt wird, um die Konvergenzdifferenzen zur EWU bezüglich der Inflationsraten in naher Zukunft vollständig aufzuholen <sup>50</sup>). Darüber hinaus ist bei einem ausgegrenzten Land mit Teilnahmeambitionen eventuell eine Währungsverteidigung durch Zinsanhebung nötig.

Eine historische Bedeutung für deutsche Anleger hat nach wie vor die Schweiz. Die Ängste, die mit der Einführung des Euro verbunden sind, haben die Schweiz als traditionellen Ort politischer und wirtschaftlicher Stabilität als Fluchtland wieder in den Vordergrund gestellt. So könnte der Schweizer Franken als mögliche Fluchtwährung dienen. Da die Schweiz jedoch einen erheblichen Renditenachteil gegenüber DM-Anleihen bietet, wäre eine Investition in den Rentenmarkt der Schweiz nur ratsam, wenn der Schweizer Franken gegenüber der DM bzw. dem Euro erheblich steigt. Eine kräftige Aufwertung des Schweizer Franken, die den Renditenachteil kompensiert ist jedoch aus Sicht der Banken nicht zu erwarten <sup>51</sup>). Im Falle der kleinen Währungsunion, die mit der Hoffnung auf einen stabilen Euro verbunden ist, ist die Möglichkeit einer massiven Aufwertung gegenüber der DM bzw. dem Euro nur sehr gering.

Für den Yen gilt ähnliches wie für den Schweizer Franken. Der Renditenachteil japanischer Anleihen ist zu groß, um erwarten zu können, daß sich ein Investment am japanischen Rentenmarkt über den Wechselkursmechanismus lohnt. Darüber hinaus warnen die Banken wegen der Asienkrise derzeit ohnehin vor unüberlegten Anlagen an asiatischen Finanzmärkten.

Bei Anlagen in den US-Rentenmarkt sehen die Banken in erster Linie nicht die Rendite, sondern das Wechselkursrisiko als derzeit wichtigstes Entscheidungsmerkmal.

Die Schwankungen des US-Dollars im Vergleich zur DM bieten sehr viel größere Chancen bzw. Risiken als der direkte Renditevergleich zu langfristigen DM-Anleihen <sup>52</sup>).

Die Banken sehen in einer kleinen Währungsunion eine große Chance auf einen großen und sehr liquiden europäischen Rentenmarkt. Der erwartete stabile Euro wird dafür sorgen, daß sich dieser Markt mit den größten Rentenmärkten dieser Welt messen kann. So wird der EWU-Rentenmarkt eine stabile Alternative für die Investoren Asiens und der USA. Sofern keine erheblichen Währungsspannungen mehr auftreten, werden die Umstellungseffekte der Rentenmärkte als verhältnismäßig gering angesehen <sup>53</sup>).

#### 4.1.2. Devisenmärkte in der kleinen Währungsunion

Die Wechselkurse zwischen den Währungen der Teilnehmerstaaten der kleinen Währungsunion sind seit Jahren relativ stabil. Selbst die Unruhen im EWS 1992/93 und 1995 konnten von diesen Ländern unbeschadet überstanden werden. So dürfte die kleine Währungsunion auch an den Devisenmärkten als Signal für einen stabilen Euro verstanden werden. Viele Banken sehen den Höhenflug des US-Dollars und des britischen Pfundes gegenüber der DM nicht nur als Folge der günstigen Fundamentaldaten in den USA und Großbritannien, sondern auch als DM-Flucht zahlreicher Marktteilnehmer aus Angst vor einer eventuellen Schwäche des Euro <sup>54</sup>). Somit wird für das Szenario der kleinen Währungsunion und einem damit verbundenen stabilen Euro erwartet, daß dieser Höhenflug gestoppt wird. Die Ängste von privaten und institutionellen Anlegern, die eine Flucht aus dem Euro-Raum bisher begünstigten, werden weitgehend beigelegt. Mit der kleinen Währungsunion und der damit verbundenen Stabilität des Euro wären wohl auch die Sorgen einiger Notenbanken um die Kaufkraft des Euro aus der Welt geschafft. Devisenreserven, die im Vorfeld der EWU in US-Dollar und andere Nicht-EWU-Währungen umgeschichtet wurden, werden wohl zunehmend in Euro gehalten werden. Die Banken glauben, daß eine verstärkte Flucht aus der DM mit weiteren Aufwertungen von US-Dollar und britischem Pfund somit eher unwahrscheinlich ist <sup>55</sup>). Die Befürchtungen, daß der Euro nicht so stabil wie die DM werden könnte, werden von den Banken beim Szenario der kleinen Währungsunion als nicht gerechtfertigt betrachtet.

Nachdem die EZB weitgehend nach deutschem Vorbild errichtet wird, und die Preisniveaustabilität als oberster Grundsatz Anwendung findet, sollte auch die europäische Geldpolitik keinen Anlaß zur Sorge um die Stabilität des Euro geben. Zwar bestehen auch hier noch einige Unsicherheiten, wie z.B. die geldpolitischen Instrumente, jedoch wird die EZB aller Voraussicht nach zumindest genauso unabhängig wie die Deutsche Bundesbank werden. Nach derzeitigem Stand sollte die EZB durchaus in der Lage sein, das gewünschte geldpolitische Stabilitätsumfeld für den Euro zu schaffen.

Die europäischen Staaten, die nicht zu den Startteilnehmern der Währungsunion zählen, jedoch auf eine Mitgliedschaft in naher Zukunft drängen, werden voraussichtlich versuchen ihre Währungen eng an den Euro zu koppeln. D.h. ein Abwertungsdruck auf die Währung sollte gar nicht erst entstehen und Währungsturbulenzen sollten vermieden werden <sup>56</sup>). Wenn diese Länder versuchen würden, ihre Exportstellung über den Wechselkursmechanismus zu stärken, dann würde die Chance einer baldigen Mitgliedschaft sehr gering werden. Eine zur EWU konvergente volkswirtschaftliche Entwicklung ist für Staaten, welche sich als spätere Teilnehmerländer sehen, unerlässlich. Für Länder, die keine Ambition auf eine baldige Mitgliedschaft haben, ist es natürlich reizvoll, das Wechselkursinstrument einzusetzen. Um dem entgegen zu wirken und eine Spaltung innerhalb Europas zwischen EWU-Ländern und Nichtteilnehmern zu verhindern, wurde das EWS 2, das an die Tradition des EWS anknüpft, eingeführt. Obwohl das EWS 2 ähnliche Schwächen wie das EWS aufweist (z.B. freiwillige Mitgliedschaft), gehen die Banken davon aus, daß zwischen dem "Euro-Land" und den Nichtteilnehmern relativ stabile Wechselkursverhältnisse herrschen <sup>57</sup>).

Darüber hinaus könnte der Euro sich zu einer der bedeutendsten Währungen neben dem US-Dollar und dem Yen entwickeln. So auch zu einer Weltreservewährung <sup>58</sup>).

#### 4.1.3. Aktienmärkte in der kleinen Währungsunion

Die Einführung des Euro bedeutet auch für die Aktienmärkte einschneidende Veränderungen. Nationale Abgrenzungen zwischen den Börsen werden zunehmend verschwinden und letztendlich wird sich ein europäischer Aktienmarkt etablieren, der bezüglich seiner Liquidität und seiner Diversifikationsmöglichkeiten weltweit zu den bedeutendsten Aktienmärkten gehören wird <sup>59</sup>). Dieser Euro-Aktienmarkt wird daher auch das Interesse institutioneller Anleger außerhalb der EWU-Teilnehmerstaaten zunehmend wecken <sup>60</sup>). Aber auch für Privatanleger innerhalb der EWU wird dieser Markt interessant sein. Zum einen drohen auf diesem Markt für Anleger aus den EWU-Mitgliedsstaaten zukünftig keine Währungsverluste mehr, zum anderen werden die Kursentwicklungen wesentlich transparenter und die Transaktionskosten werden tendenziell sinken.

Derzeit bestehen innerhalb Europas zwar noch erhebliche Divergenzen bei der Aktienbewertung, jedoch wird der Trend in Richtung einer gemeinsamen Bewertung des gemeinsamen EWU-Aktienmarktes gehen. Bislang sind jedoch noch erhebliche Abweichungen bei der Betrachtung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den einzelnen Ländern erkennbar, was auf Unterschiede bei der Besteuerung, den Subventionen, der Tarifpolitik, der Bilanzerstellung, sowie bei Umweltauflagen zurückzuführen ist <sup>61</sup>). Jedoch ist die Europäische Kommission bestrebt, frühzeitig Rahmenbedingungen zur

Stärkung des Binnenmarktes zu schaffen (Angleichung von Recht, Steuerregelungen usw.), um wettbewerbsverzerrende Faktoren weitgehend zu beseitigen <sup>62</sup>).

Bis der europäische Aktienmarkt verwirklicht ist werden die nationalen Aktienmärkte bestehen bleiben. Jedoch wird sich schon in naher Zukunft die Korrelation einzelner nationaler Aktienmärkte untereinander stetig erhöhen. Darüber hinaus werden unterschiedliche Branchenzusammensetzungen kurz- bis mittelfristig weiterhin für unterschiedliche Gesamtmarktrenditen an den nationalen Aktienmärkten sorgen. Länderspezifische Kurstendenzen werden somit vorübergehend beibehalten <sup>63</sup>).

Bei Existenz eines europäischen Aktienmarktes wird sich auch das Selektionsverhalten der Investoren ändern. Bisher stand meistens der Top-Down-Ansatz im Vordergrund, d.h. zuerst wurde die Länderstruktur, dann die Branchenallokation und schließlich die Titelauswahl festgelegt <sup>64</sup>). Da in einem EWU-Aktienmarkt das Wechselkursrisiko keine Rolle mehr spielt, wird die Länderselektion tendenziell an Bedeutung verlieren. Der traditionelle Top-Down-Ansatz wird durch die Branchenselektion und die Einzelaktienselektion abgelöst werden, womit sich auch der Alternativenraum der Aktien erheblich vergrößert. D.h. eine BMW-Aktie wird im europäischen Aktienmarkt nicht nur mit einer Daimler-Benz-Aktie, sondern auch mit einer Renault-Aktie verglichen. Anlagestrategien, die insbesondere auf die Positionierung einzelner Branchen im Konjunkturzyklus achten, werden zunehmend ins Blickfeld rücken <sup>65</sup>). Desweiteren werden in einem monetär integrierten Europa zunehmend Werte ins Blickfeld rücken, die bisher an den deutschen Börsen eine eher untergeordnete Rolle gespielt haben. Schließlich werden die bisherigen Länderindizes wie der DAX oder der CAC 40 in ihrer Bedeutung von einem Europaindex, der eventuell einer ganz anderen Gewichtung unterliegt, abgelöst <sup>66</sup>).

Für die Unternehmen bedeutet die Umstellung auf den Euro ein erhöhter Wettbewerbs- und Rationalisierungsdruck, da zum einen die Gütermärkte aufgrund des Wegfalls von Transaktionskosten für die Nachfrager transparenter werden, und da zum anderen für einige Länder das Instrument der Wechselkursabwertung zur Stärkung der preislichen Situation entfällt <sup>67</sup>). Für die deutsche Exportgüterindustrie kann das bedeuten, daß sie angesichts ihrer hervorragenden Marktstellung innerhalb Europas überproportional profitieren wird. Auf der anderen Seite werden insbesondere mittlere und kleine Betriebe den zunehmenden Konkurrenzdruck und die Last der enormen Umstellungskosten spüren. Per Saldo wird jedoch davon ausgegangen, daß die Vorteile einer gemeinsamen Währung für die deutsche Wirtschaft überwiegen, d.h. es wird insgesamt von Gewinnsteigerungen ausgegangen <sup>68</sup>). Die Unternehmenserträge werden nur kurzfristig von den Umstellungskosten belastet. Die Banken gehen davon aus, daß sich die Aktienmärkte der EWU-Mitgliedsstaaten günstiger entwickeln werden, als ohne EWU <sup>69</sup>).

Die branchenbezogene Betrachtung der Banken verspricht sich vor allem in der Softwareindustrie steigende Gewinne während der momentanen Übergangsphase. Eine

ähnliche Sonderkonjunktur wird auch für die Papier- und Druckindustrie erwartet <sup>70</sup>). Demgegenüber werden zumindest vorübergehend überproportionale Einbußen im Bereich Banken und Versicherungen gesehen. Zum einen fallen in der deutschen Finanzbranche erhebliche Umstellungskosten an, und zum anderen fällt für den Bankensektor ein Teil des Devisengeschäftes weg. Nach anfänglichen Verlusten werden von den Banken mittel- bis langfristig auch der Handel und die Transport- und Touristikbranche als Euro-Gewinner gesehen. In der Bauindustrie wird sich nach Einschätzung der Banken (zumindest in mittelständischen Betrieben) die angespannte Lage eher noch verschärfen. Für die exportorientierten Branchen (Automobil, Chemie-Pharma, Elektro, Maschinenbau) wird sich, abgesehen von den mittelfristigen Wachstumseffekten, nur wenig ändern, da die Wechselkursverhältnisse innerhalb der kleinen Währungsunion ohnehin schon durch ein hohes Maß an Stabilität gekennzeichnet sind <sup>71</sup>). Je stärker eine Branche auf dem derzeitigen europäischen Markt vertreten ist, desto höher wird die Wahrscheinlichkeit gesehen, daß diese Branche zu den Euro-Gewinnern zählt <sup>72</sup>).

#### 4.1.4. Immobilienmärkte in der kleinen Währungsunion

Die Einführung einer europäischen Gemeinschaftswährung wird zweifellos auch den Immobilienmarkt beeinflussen. Im Fall der kleinen Währungsunion werden sich Immobilienengagements, die allein darauf basieren, daß mit einer steigenden Inflationsrate gerechnet wird, nicht rechnen <sup>73</sup>).

Ähnlich wie bei anderen Märkten werden auch die nationalen Immobilienmärkte tendenziell in einen vereinheitlichten europäischen Immobilienmarkt übergehen. Die größere innereuropäische Transparenz und die höhere Liquidität auf diesem europäischen Immobilienmarkt vereinfachen nicht nur die Engagements europäischer Anleger, sondern werden auch das Interesse asiatischer und amerikanischer Investoren wecken <sup>74</sup>). Der Immobiliensektor dürfte deshalb einen Schub erfahren.

Bis zur vollständigen Schaffung des europäischen Immobilienmarktes werden jedoch Unterschiede zwischen den nationalen Immobilienmärkten bestehen bleiben. Kriterien wie die steuerliche oder rechtliche Situation eines Landes beim Immobilienhandel werden nach wie vor eine Länderselektion notwendig machen. Diese Verzerrungsfaktoren werden allerdings nach und nach abgebaut. Die Vorteile des deutschen Immobilienmarktes verglichen mit anderen europäischen Immobilienmärkten liegen in der günstigen rechtlichen und steuerlichen Behandlung und den relativ niedrigen Kaufnebenkosten. Nachteilig wirken jedoch die im Vergleich zu anderen Immobilienmärkten geringeren Wachstumsperspektiven <sup>75</sup>).

Vom Wegfall des Wechselkursrisikos bzw. des Devisentransaktionsrisikos dürfte vor allem die Branche der Gewerbeimmobilien profitieren. Ein verstärkter Wettbewerb in

einem liquideren europäischen Immobilienmarkt mit einer sehr hohen Transparenz wird zu einem Boom am Gewerbeimmobilienmarkt führen. Auch ein niedriges Renditeniveau beflügelt den Immobilienmarkt <sup>76</sup>).

## **4.2. Marktprognosen für das Szenario der großen Währungsunion**

### **4.2.1. Rentenmärkte in der großen Währungsunion**

Im Gegensatz zum Szenario der kleinen Währungsunion ist die bisherige Annäherung der Renditedifferenzen zwischen den potentiellen Teilnehmerstaaten im Fall der großen Währungsunion noch weit von einer vollständigen Angleichung entfernt. Die Renditen passen sich zwar zunehmend an ein europäisches Niveau an, jedoch weisen alle Länder, welche die kleine Währungsunion zur großen Währungsunion ergänzen noch erhebliche Renditedifferenzen zu den Hartwährungsländern auf (vgl. Abbildung 4-2).

Quelle: Norddeutsche Landesbank (10/1997), S. 6, eigene Darstellung

#### **Abbildung 4-2 : Zinsdifferenzen zum deutschen Renditeniveau (große Währungsunion)**

Auf der Ordinate ist wiederum die Differenz zu deutschen 10jährigen Bundesanleihen abgetragen. Zwar sind die Konvergenzbemühungen der Südländer Italien, Spanien und Portugal durchaus erkennbar (so sind die Renditespreads zu Spanien und Portugal auf historische Tiefstände zurückgegangen), jedoch hat eine vollständige Angleichung der Renditen bisher noch nicht stattgefunden <sup>77</sup>). Darüber hinaus sind die Konvergenzerfolge erst in jüngster Vergangenheit zu beobachten. Ein Indiz hierfür ist die Tatsache, daß Escudo, Peseta und Lira während der EWS-Krise 1992/93 einem erheblichen Abwertungsdruck ausgesetzt waren und auch wie im Fall der Lira ein zeitweiser Austritt aus dem Wechselkursverbund in Kauf genommen werden mußte. Diese Wechselkursturbulenzen und die Unsicherheit über die Zugehörigkeit zu den Startländern der Währungsunion können als Hauptgründe dafür gesehen werden, daß eine Angleichung der Geld- und Kapitalmarktzinsen an das Niveau der Hartwährungsländer bisher nicht erfolgte <sup>78</sup>).

Die Renditespreads werden oft als Risikoprämie für die Nichtteilnahme interpretiert und sind im Fall der großen Währungsunion natürlich sehr viel größer als bei Betrachtung des Szenarios der kleinen Währungsunion <sup>79</sup>). Natürlich können auch weiterhin Bonitätsunterschiede Gründe für einen Teil der Abweichungen zwischen den

einzelnen Ländern sein. So gilt insbesondere für den Fall der großen Währungsunion die Behauptung, daß die Renditedifferenz zu den Renditen der Hartwährungsländer um so größer ist, je geringer die Wahrscheinlichkeit ist, bei der EWU von Beginn an dabei zu sein.

Die Euro-Rendite, die sich bei Entwicklung eines europäischen Rentenmarktes ergeben wird, beinhaltet dann auch die weicheren Währungen der südlichen Staaten. Der Renditeanstieg der Euro-Rendite im Vergleich zur DM-Rendite würde aufgrund der mangelnden Angleichung der nationalen Renditeniveaus im Vergleich zum Anstieg beim Szenario kleine Währungsunion folglich größer ausfallen <sup>80</sup>). Das europäische Renditeniveau wird sich im Gegensatz zum Szenario der kleinen Währungsunion sehr nahe an das Niveau des ECU-Korbes anpassen. Für die Hochzinsländer werden in den nächsten Monaten noch weitere Zinssenkungen erwartet <sup>81</sup>).

Bei der Alternative einer großen Währungsunion wird vor allem die zukünftige Stabilität des Euro sehr kritisch betrachtet. Viele Banken sehen die große Währungsunion als einen Vorboten eines schwächeren Euros an. Die eventuelle Schwäche des Euros hängt natürlich auch vom Interpretationsspielraum der Konvergenzkriterien ab. So würde eine sehr lockere Auslegung der Kriterien die Möglichkeit eines schwachen Euros unterstützen. Obwohl auch im Fall der großen Währungsunion der Euro-Kapitalmarkt nach Einführung der dritten Stufe der EWU entscheidend von der konjunkturellen Entwicklung abhängt, dürfte das Vertrauen der Finanzmärkte in die Stabilität des Euro wohl deutlich geringer ausfallen als bei einer kleinen Währungsunion. Der konsequenten Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes kommt bei diesem Szenario eine noch bedeutendere Rolle zu <sup>82</sup>). Geld- oder fiskalpolitische Maßnahmen, die auf den Euro destabilisierend wirken, würden das ohnehin schon geringere Vertrauen in den Euro mit der Folge eines weiteren Euro-Renditeanstiegs zusätzlich unterminieren. Bei einer großen Währungsunion ist es sehr wichtig, daß die EZB die Zielsetzung der Preisstabilität konsequent durchsetzt.

Andrerseits wäre der gemeinsame Euro-Rentenmarkt allein aufgrund seiner enormen Liquidität noch unabhängiger von Schwankungen anderer Rentenmärkte (insbesondere des US-Rentenmarkts). So könnte der europäische Rentenmarkt größer sein als der US-Rentenmarkt oder der japanische Rentenmarkt (mit einem Gewicht von etwa einem Drittel an den bedeutendsten Rentenmärkten der Welt) <sup>83</sup>). Jedoch rechnen die Banken auch damit, daß ausländische Investoren aufgrund der größeren inflationären Gefahren eine etwas abwartendere Haltung einnehmen.

Das Szenario der großen Währungsunion wird die Ängste um die Stabilität des Euro bei den Anlegern verstärken. Alternativen Rentenmärkten kommt dann eine größere Bedeutung zu als im Fall der kleinen Währungsunion. Traditionell gilt auch bei diesem Szenario der schweizer Rentenmarkt als eine mögliche Alternative. Allerdings halten die Banken den Euro gegenüber dem Schweizer Franken auch im Fall der großen Währungsunion zumindest für so stabil, daß eine Aufwertung des Schweizer Franken, die

den Renditenachteil gegenüber DM-Anleihen kompensiert, nicht zu erwarten ist <sup>84</sup>). Ähnliche Überlegungen gelten auch für die asiatischen Rentenmärkte. Als Ausweichmöglichkeit wird in erster Linie der US-Rentenmarkt gesehen.

#### 4.2.2. Devisenmärkte in der großen Währungsunion

Beim Szenario der großen Währungsunion nehmen von Beginn an auch die südeuropäischen Staaten teil, deren Währungen einem erheblichen Druck während der EWS-Krisen ausgesetzt waren. So schied Italien sogar zeitweise aus dem Wechselkursverbund aus. Zwar sind die Konvergenzerfolge in Spanien, Portugal und Italien enorm, jedoch sind inflationäre Tendenzen in diesen Ländern immer noch größer als in den Hartwährungsländern. Eine große Währungsunion dürfte von den Finanzmärkten als Zeichen eines schwachen Euro gewertet werden. Aufgrund des Vertrauensnachteils, mit dem der Euro ohnehin schon startet, würde es sich für den Euro als sehr schwierig erweisen, sich als stabile Weltwährung neben dem US-Dollar und dem Yen zu bewähren. Somit könnte die Position der europäischen Hartwährungen gegenüber dem US-Dollar weiter zur Schwäche neigen <sup>85</sup>). Eine weitere Flucht in den US-Dollar wäre dann nicht auszuschließen. Von den Banken wird erwartet, daß der US-Dollar im Fall der großen Währungsunion sowohl für die Anleger als auch für die Notenbanken die wichtigste und bedeutendste Alternative zum Euro sein wird.

#### 4.2.3. Aktienmärkte in der großen Währungsunion

Das Szenario der großen Währungsunion wird die im Szenario der kleinen Währungsunion beschriebenen Wettbewerbs- und Wachstumseffekte verstärken. Der europäische Aktienmarkt wird sich dann neben den Aktienmärkten von New York, Tokio und London zu einem der weltweit größten Aktienmärkte entwickeln <sup>86</sup>) (vergleiche Abbildungen 4-3 und 4-4).

Quelle: Deutsche Bank (1998b)

#### **Abbildung 4-3 : Anzahl der Aktiengesellschaften**

Quelle: Deutsche Bank (1998b)

#### **Abbildung 4-4 : Börsenwerte (in Bill. DM)**

In der Übergangsphase zu einem europäischen Aktienmarkt präsentieren sich die nationalen Aktienmärkte verschieden attraktiv. Als EWU-Gewinner werden sich jene Länder erweisen, deren Volkswirtschaften die größten Umstellungsfortschritte in der Globalisierung machen können. Branchen, die typischerweise als Konjunkturvor- und -gleichläufer bezeichnet werden können, werden überdurchschnittlich profitieren<sup>87)</sup>. Für die Aktienmärkte in Dänemark und Schweden werden wegen der Nichtteilnahme an der EWU eher negative Auswirkungen erwartet. Es wird erwartet, daß dänische und schwedische Werte im Schatten der großen europäischen Werte zunehmend an Terrain einbüßen<sup>88)</sup>.

Die deutschen EWU-Gewinner werden bei der großen Währungsunion in erster Linie die exportorientierten Branchen (Automobil, Chemie-Pharma, Elektro, Maschinenbau) sein. Die Währungsunion verschafft diesen Branchen insofern einen Vorteil, als daß die Konkurrenz aus den Mitgliedsländern mit tendenziell schwacher Währung keine Wettbewerbsvorteile mehr über den Abwertungsmechanismus ihrer Währungen erzielen können, d.h. der wechselkursabhängige Außenhandelsanteil wird sich erheblich reduzieren<sup>89)</sup>. Die Hausse des Sommers 1997 an den deutschen Börsen führen einige Banken zumindest teilweise auf die Vorteile einer erwarteten Währungsunion mit möglichst vielen Teilnehmern zurück. D.h. die Banken vermuten vor allem in den Aktienkursen exportorientierter Unternehmen eine gewisse Euro-Gewinn-Phantasie. Eine endgültige Entscheidung für die große Währungsunion sollte dem deutschen Aktienmarkt weitere Impulse verleihen<sup>90)</sup>.

#### **4.2.4. Immobilienmärkte in der großen Währungsunion**

Im Fall der großen Währungsunion wird der Immobilienmarkt wohl einen noch größeren Schub als beim Szenario der kleinen Währungsunion erfahren. Die größeren Inflationsängste bei diesem Szenario werden eine Flucht in Sachwerte für viele Anleger als eine realistische Möglichkeit der Geldentwertung zu entkommen, erscheinen lassen<sup>91)</sup>. Die Banken sehen einen um so stärkeren Aufschwung der Immobilienmärkte, je größer die inflationären Tendenzen in der EWU sind, d.h. je umfangreicher das Startteilnehmerfeld ist.

### **4.3. Das Szenario einer Verschiebung der Währungsunion**

#### **4.3.1. Rentenmärkte bei einer Verschiebung der Währungsunion**

Eine Verschiebung der Währungsunion würde heftige Reaktionen an den Finanzmärkten hervorrufen, so auch an den Rentenmärkten. Je unglaublicher die Verschiebung wäre, desto weiter würden sich die zusammengeschmolzenen Renditen wieder ausweiten. Von vielen Banken wird ein Abfallen der Renditen am deutschen Rentenmarkt prognostiziert. Der Glaubwürdigkeit der Verschiebung käme eine zentrale Rolle zu <sup>92)</sup>. Die Heftigkeit der Reaktionen an den Finanzmärkten würde enorm abgemildert, wenn ihnen glaubhaft dargelegt werden könnte, daß es sich bei der Verschiebung um eine geregelte Verschiebung und nicht um das endgültige Aus der Währungsunion handeln würde.

Die Heftigkeit der Reaktionen auf die Finanzmärkte wird in den einzelnen Ländern verschieden sein. So werden die Turbulenzen in den Ländern, welche die meisten Konvergenzkriterien schon erfüllt haben geringer ausfallen als in den Ländern, die innerhalb kürzester Zeit sehr große Konvergenzerfolge erzielt haben. Die Zurückbildung der Konvergenz kann in diesen Staaten zu einem erheblichem Abwertungsdruck der nationalen Währungen und zu einem starken Anstieg der Kapitalmarktzinsen führen. Als Fluchtländer gelten dann vor allem Deutschland, die Niederlande, Finnland oder Österreich. Möglicherweise werden Investoren über den deutschen Rentenmarkt in die DM als sicherste Währung fliehen. Auch eine Krisensituation wie in der EWS 1992 ist bei einer Verschiebung der Währungsunion nicht auszuschließen <sup>93)</sup>.

#### 4.3.2. Devisenmärkte bei einer Verschiebung der Währungsunion

Im Fall einer Verschiebung der Währungsunion, würde die DM gegenüber dem US-Dollar wohl eine kräftige Aufwertung erfahren. Wie auch auf dem Rentenmarkt, hängt das Ausmaß der Turbulenzen entscheidend von der Glaubwürdigkeit der Verschiebung ab. Der erwartete Renditerückgang würde mit hoher Wahrscheinlichkeit vom Aufwertungseffekt der DM überkompensiert werden <sup>94)</sup>.

#### 4.3.3. Aktienmärkte bei einer Verschiebung der Währungsunion

Eine Verschiebung der Währungsunion und eine damit eventuell verbundenen Aufwertung der DM hat die Gewinnrevision nach unten in den deutschen Unternehmen zur Folge. Deutliche Kursverluste - insbesondere bei exportorientierten Branchen - sind dann nicht zu vermeiden.

Wie auf den anderen Märkten auch, mildert die Glaubwürdigkeit der Verschiebung diese Effekte.

## **5. Darstellung der konkreten anlagestrategischen Empfehlungen der Banken**

### **5.1. Allgemeine Anlageempfehlungen**

Die Einführung der EWU und des Euro stellt einen entscheidenden Einflußfaktor auf die Anlagestrategien und die Zusammensetzung der Portfolios der Anleger dar. Grundsätzlich raten die Banken jedoch dazu, daß die Anlageentscheidung nicht nur von einzelnen Einflußfaktoren abhängig gemacht werden soll, sondern alle anlagerelevanten Fundamentaldaten gleichermaßen Berücksichtigung finden <sup>95</sup>). D.h. die EWU ist für die zukünftige Anlagestrategie zwar ein gewichtiger Faktor, jedoch sollte die EWU bei den Anlegern in keinem Fall Panik verursachen. Die Entscheidung über eine Geldanlage sollte nicht von Emotionen geleitet sein. Da die Einführung des Euro jedoch einschneidende Veränderungen bedeutet, ist eine Überprüfung der Anlagestrategie auf jeden Fall ratsam <sup>96</sup>).

Die Portfolio-Zusammensetzung des Anlegers sollte somit die persönliche Anlagementalität berücksichtigen <sup>97</sup>). Eine sinnvolle Anlagestrategie sollte neben der schwerpunktmäßigen Anlage, die entsprechend der individuellen Risikobereitschaft und der Markterwartung gesetzt wird, auch andere Anlagen mit verschiedenen Laufzeiten beinhalten. Darüber hinaus sollte jede Anlage innerhalb dieses Mixes auf Gesichtspunkte wie steuerliche Behandlung oder Kosten überprüft werden. Ein ausgewogenes Portfolio wird jedem Anleger als Basis empfohlen <sup>98</sup>). Die zukünftigen Marktentwicklungen sollten vor allem auch bei der Mischung der Laufzeiten berücksichtigt werden. Werden z.B. steigende Zinsen erwartet, so sollten die Fristigkeiten bei festverzinslichen Wertpapieren eher kurz gehalten werden <sup>99</sup>).

Ausschlaggebend sind somit der Anlagehorizont, die gewünschte Liquidität, die Vermögenssituation und das Risikoprofil des Anlegers. Die EWU ändert an der individuellen Anlegerpräferenz nichts. Erst nach der Strukturierung des Portfolios sollten die möglichen szenarioabhängigen Auswirkungen der EWU auf die einzelnen Anlageformen analysiert werden. D.h. erst nach Auswahl eines Basisproduktpakets sollten auch Alternativanlagen aufgrund der möglichen Auswirkungen der EWU ins Auge gefaßt werden. Diese Alternativanlagen sind zu bewerten und es muß aufgrund einer Chance / Risiko-Analyse abgewogen werden, ob die Alternative gewählt werden soll, oder ob beim bisherigen Basispaket geblieben werden soll.

Die EWU bringt natürlich auch Risiken mit sich. Der Anleger sollte jedoch nicht versuchen, diese Risiken zu umgehen, indem er sein Portfolio umschichtet und dabei größere Risiken bei Alternativanlagen eingeht. In diesem Zusammenhang wird das Aufsuchen eines Anlageberaters meist als sehr wichtig angesehen <sup>100</sup>).

## 5.2. Konkrete Empfehlungen der Banken

In Unterabschnitt 3.3. wurde bereits darauf hingewiesen, daß zwischen den einzelnen Einflußfaktoren und deren Ausprägungen Interdependenzen und Korrelationen bestehen können. Vor diesem Hintergrund werden die konkreten Anlageempfehlungen in den folgenden Abschnitten unter Berücksichtigung einer Vielzahl von Einflußfaktoren und deren Ausprägungen als komplexe Empfehlungen dargestellt. Der Schwerpunkt liegt bei den Banken jedoch weitgehend auf den Faktoren Risikoeinstellung und Währungsunion. Jedoch werden auch andere Faktoren, die für die anlagestrategischen Empfehlungen eine Rolle spielen an den entsprechenden Stellen eingefügt. Die Grunddarstellungen sind mit den bereits bekannten Basispaketen vergleichbar und werden im einzelnen individuell abgestimmt.

### 5.2.1. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikoaversen Anleger im Fall der kleinen Währungsunion

Die EWU hat bei diesem Szenario für den risikoaversen Anleger die geringsten Auswirkungen. Im Fall der kleinen Währungsunion wird von einer Währung ausgegangen, die mindestens so stabil ist wie die DM.

Die Banken raten den risikoaversen Anlegern, ihre Anlagen vor allem in deutschen Rentenpapieren zu halten. Bei diesem Szenario besteht kein Anlaß zur Währungsflucht. Vor allem von Anlagen am schweizer und am japanischen Rentenmarkt wird aufgrund der niedrigen Renditen abgeraten <sup>101)</sup>. Da Investments in den US-Rentenmarkt mit einem nicht kalkulierbaren Wechselkursrisiko verbunden sind, werden diese dem risikoaversen Anleger ebenfalls nicht empfohlen. Darüber hinaus ist auch der Renditeunterschied zwischen US-Anleihen und deutschen Papieren nicht sehr groß <sup>102)</sup>. Anlegern, die trotzdem in internationale Rentenmärkte investieren wollen, um durch die internationale Diversifizierung ihre Gesamrendite zu steigern, wird empfohlen, nur einen geringen Teil der Anlage in anderen Währungen zu halten. Den Chancen durch günstige Kapitalmarkt- und Wechselkursentwicklungen stehen auch entsprechende Risiken gegenüber <sup>103)</sup>. Für international interessierte Anleger empfehlen die Banken dann meist Rentenfonds, deren Schwerpunkt trotzdem auf deutschen Papieren liegen sollte <sup>104)</sup>. Grundsätzlich sind sich die Banken jedoch einig, daß eine Flucht in sogenannte "Safe-Haven"-Währungen aufgrund der kleinen Währungsunion nicht gerechtfertigt ist.

Das größte Risiko bei Anlagen am Rentenmarkt, das derzeit gesehen wird, liegt in einer mittelfristig einzukalkulierenden zyklischen Zinswende. Daher werden den Anlegern Investments im kurzen und mittleren Laufzeitbereich empfohlen <sup>105)</sup>. Darüber

hinaus wird empfohlen, Anlagen mit verschiedenen Laufzeiten im Portfolio zu halten. Von langfristigen Anlagen wird abgeraten, da erwartet wird, daß sich die Zinsen mittelfristig auf einem etwas höheren Niveau einpendeln. Für Anleger, die trotzdem langfristig investieren wollen, werden ebenfalls sichere Rentenfonds empfohlen. Die erforderlichen Anpassungen an die Zins- bzw. Kapitalmarktentwicklungen müssen dann nicht persönlich durchgeführt werden, und eventuelle Zinssteigerungen können mitgenommen werden. Mit der Angleichung der Renten- und Geldmärkte ist auch die Phase zusätzlicher Gewinne aus sogenannten Konvergenz-Trades bei Langläufern am Rentenmarkt weitestgehend vorbei. Diese Konvergenz-Trades setzen auf die Zinskonvergenz möglicher Teilnehmerländer mit dem Niveau der Kernländer (und damit auf überdurchschnittliche Gewinne der Peripherie) <sup>106</sup>). Solche Strategien sind sehr spekulativ und versprechen unter Berücksichtigung der weitgehenden Renditeangleichung in der kleinen Währungsunion keine Gewinne mehr. Für den risikoaversen Anleger wird von solchen Anlagestrategien abgeraten.

Als klassische Anlageform bilden Termin- und Spareinlagen die Basis vieler Anlagestrategien. Bei dieser Anlageform treten keine Umstellungsprobleme und Kursschwankungen auf. An den bereits vereinbarten Zinssätzen ändert sich durch die Einführung des Euro nichts <sup>107</sup>). Das angestrebte Sparziel wird auch in Euro erreicht. Darüber hinaus bilden festverzinsliche Wertpapiere auch weiterhin den Schwerpunkt der Geldanlage <sup>108</sup>). Kassenbriefe, Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere mit vorgegebener Laufzeit bieten im Vergleich zu den Termin und Sparmöglichkeiten höhere Renditen. Ein Kursrisiko ist auch hier nicht existent. Das Risiko bei diesen Anlageformen besteht darin, daß bei eventuellen Liquiditätsschwierigkeiten des Anlegers die Anlage nicht (oder nur unter erheblichen Kosten) vorzeitig aufgelöst werden kann, und daß steigende Renditen aufgrund des gebundenen Kapitals nicht wahrgenommen werden können. Da die kleine Währungsunion jedoch keine erheblichen Renditeanstiege vermuten läßt, ist dieses Risiko jedoch nur gering. Die Banken empfehlen für diese Papiere derzeit mittlere Laufzeitbereiche (etwa bis vier Jahre) <sup>109</sup>). Ein ausgewogener Laufzeitmix im Portfolio des Anlegers wird empfohlen. Für den Anleger, der die Chance von Renditeanstiegen nutzen will, werden variabel verzinsliche Papiere, sogenannte Floater, von den Banken angeboten. Sehr große Risiken sind auch für solche Papiere bei dem Szenario der kleinen Währungsunion nicht zu erwarten. Beim Szenario der kleinen Währungsunion raten die Banken auch davon ab, festverzinsliche Wertpapiere nur noch mit einer Laufzeit bis zum Beginn der Währungsunion zu erwerben. Es sind keine bedeutenden inflationären Gefahren wegen der EWU zu erwarten. Deshalb wird auch von einer DM-Verschuldung aufgrund bestehender Euro-Ängste abgeraten <sup>110</sup>). In jedem Fall sollten deutsche Werte den Schwerpunkt bei der Anlage in festverzinsliche Wertpapiere bilden <sup>111</sup>).

Unter dem Gesichtspunkt der Streuung von Vermögensanlagen, als Ergänzung zu anderen Anlagen oder unter steuerlichen Gesichtspunkten empfehlen die Banken auch

Immobilienanlagen. Hier stehen meist offene Immobilienfonds im Vordergrund. Allein wegen der Währungsunion ist eine Anlage in Immobilien jedoch nicht ratsam. Für eine Flucht in Sachwerte aus Euro-Pessimismus ist keinerlei Anlaß gegeben <sup>112</sup>). Eine Entscheidung für Immobilien sollte weitgehend unabhängig von der EWU getroffen werden. Aufgrund der höheren Transparenz raten die Banken Immobilienanlagen vor allem auf dem deutschen Markt zu tätigen. Zu Immobilieninvestments im Ausland wird nach derzeitiger Marktsituation (z.B. hohe Kaufnebenkosten) nicht geraten <sup>113</sup>). Für Anleger, die sehr langfristig investieren wollen und gewisse Inflationsängste mit der EWU in Verbindung bringen, kann eine Immobilienanlage jedoch durchaus eine Alternative sein. Langfristig wird erwartet, daß die Immobilienmärkte einen Schub durch die EWU erfahren. Allerdings glauben die Banken, daß sich diese Entwicklung kurz- bis mittelfristig noch nicht einstellt. Immobilienengagements sollten eher unter dem Gesichtspunkt der Altersvorsorge getroffen werden.

Versicherungspolizen als Kapitalanlageform (z.B. Lebensversicherungen) erfahren durch die Einführung der EWU keine gravierenden Veränderungen. Die Banken raten davon ab, nur aufgrund der EWU eine Police im Ausland zu erwerben. Gegen solch ein Auslandsengagement sprechen Renditenachteile der Policen, die steuerliche Behandlung oder rechtliche Regelungen <sup>114</sup>). So ändert sich auch für Bausparverträge durch die EWU nichts Wesentliches. Diese Anlageform sollte ebenso eher aus Gründen der Alterssicherung abgeschlossen werden.

Zu Aktienanlagen oder den Handel mit Optionsscheinen raten die Banken dem risikoaversen Anleger nicht. Zum einen sind solche Anlagestrategien riskant und zum anderen verspricht die kleine Währungsunion kurz- bis mittelfristig keine sehr großen Gewinne auf den Risikomärkten.

#### 5.2.2. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikofreudigen Anleger im Fall der kleinen Währungsunion

Traditionell werden den risikofreudigen Anlegern von den Banken Investments in Aktien empfohlen. Die Europäische Währungsunion ändert nichts an der Tatsache, daß eine Anlage in Aktien mit Risiken verbunden ist. Um das Risiko einer Aktienanlage über die Zeit zu minimieren, raten die Banken den Anlegern, beim Aktienkauf längerfristig zu planen <sup>115</sup>). D.h. die Banken raten vom Aktieninvestment ab, wenn die Wahrscheinlichkeit sehr hoch ist, daß das eingesetzte Kapital innerhalb kürzester Zeit wieder verfügbar sein muß. Der Anleger soll davor bewahrt bleiben, daß er in Baissephasen nicht liquide ist und somit gezwungen ist, aus dem getätigten Investment auszusteigen.

Die Banken raten den Anlegern, daß sie ihre bisherigen Portfolios nicht allein wegen der kleinen Währungsunion grundlegend umschichten sollen <sup>116</sup>). So besteht bei diesem

Szenario kein Anlaß, die Gewichtungen der Aktienbestände erheblich zu ändern, da kurzfristig kein enormer Aufschwung an den Börsen erwartet wird. Vielmehr basieren die Ertragsschätzungen vieler Unternehmen (insbesondere exportorientierte Unternehmen) auf der Annahme der großen Währungsunion. Die kleine Währungsunion würde für diese Unternehmen eine Revision der Ertragsschätzungen nach unten bedeuten und es würde zu Enttäuschungen am Aktienmarkt kommen <sup>117</sup>).

Grundlegend raten die Banken also zu einer Fortsetzung der bisherigen Strategien. Jedoch sollten die Aktienanleger darauf achten, daß für ausreichende Diversifikation gesorgt ist. Deshalb ist es durchaus ratsam, kleinere Umschichtungen im Portfolio vorzunehmen. So empfehlen die Banken vor allem Aktienanlagen in Branchen, die derzeit eine Sonderkonjunktur erfahren. Hier werden in erster Linie Titel aus der Softwareindustrie genannt. Wichtig bleibt jedoch, daß auch die Faktoren Konjunktur und derzeitige wirtschaftliche Situation des speziellen Unternehmens nicht unberücksichtigt bleiben. Mittelfristig versprechen jedoch gerade Unternehmen der Computerindustrie gute Gewinne. Desweiteren raten die Banken von Unternehmenswerten ab, die sehr große Umstellungskosten zu tragen haben <sup>118</sup>).

Langfristig empfehlen die Banken dem Anleger, sich mehr und mehr auf eine Branchenselektion einzustellen. D.h. der Anleger soll zunehmend auch Aktien verschiedener Länder vergleichen. Vor diesem Hintergrund kann auch ein Aktienengagement im EWU-Ausland interessant sein. Innerhalb Europas wird vor allem an den Aktienmärkten die Transparenz steigen. Zwar wird von steigenden Unternehmensgewinnen ausgegangen, jedoch ist ein erheblicher Aufschwung der Börsen aufgrund der kleinen Währungsunion in den Teilnehmerländern nicht zu erwarten <sup>119</sup>).

Aktienengagements in Nicht-EWU-Ländern sind darüber hinaus mit einem Wechselkursrisiko verbunden. So erwarten die Banken, daß sich der US-Dollar bei der kleinen Währungsunion auf einem etwas niedrigerem Niveau als jetzt einpendeln wird. Auch unter diesem Gesichtspunkt raten die Banken, die Investments vor allem in den EWU-Ländern zu tätigen. Als Beimischung sind amerikanische Aktien oder festverzinsliche US-Dollar-Anleihen mit mittleren Laufzeiten für den risikofreudigen Anleger jedoch durchaus zu empfehlen <sup>120</sup>).

Den risikoliebenden Anlegern wird von den Banken empfohlen, ihre Portfolios ausgewogen zu gestalten, um Diversifizierungsvorteile zu nutzen. Anleger, die nicht selbst den Markt ständig beobachten wollen, werden Aktienfonds empfohlen <sup>121</sup>). So werden auch Fonds empfohlen, die Rentenpapiere oder Immobilienengagements als Beimischungselemente enthalten. Ausländische Investments sollten allerdings nur unter Berücksichtigung des Wechselkursrisikos getätigt werden <sup>122</sup>).

Generell bietet die kleine Währungsunion auch für den risikofreudigen Anleger weniger Chancen bzw. Risiken als die große Währungsunion. Die Banken gehen von einer Stabilitätsgemeinschaft aus, bei der in der Übergangsphase keine überwältigenden Veränderungen entstehen werden. Deshalb raten die Banken, keine panischen

Änderungen der Anlagestrategien durchzuführen. Andere Faktoren, wie die Fundamentaldaten eines Landes können viel entscheidender sein. Die Vorteile, welche die kleine Währungsunion bieten wird, werden sich erst nach Etablierung der europäischen Märkte voll einstellen.

### 5.2.3. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikoaversen Anleger im Fall der großen Währungsunion

Im Fall der großen Währungsunion wird ein etwas beträchtlicherer Renditeanstieg gegenüber der derzeitigen deutschen Rendite angenommen. Folglich raten die Banken risikoaversen Anlegern eher zu kurzfristigen Rentenengagements, da bei Kurzläufnern die Möglichkeit besteht, steigende Renditen in Form von Reinvestments früher wahrzunehmen <sup>123</sup>). Bei langfristigen Anlagen wären Zinssteigerungsgewinne nicht realisierbar. Außerdem sind die Renditen bei Langläufern derzeit nur geringfügig höher als bei Papieren mit kurz- und mittelfristigen Laufzeiten. Renteninvestments sollten auch im Fall der großen Währungsunion vorwiegend in DM gehalten werden. Aufgrund der vermuteten größeren Instabilität des Euro, sind jedoch auch Fremdwährungsanleihen eine Alternative. Zwar existiert das Wechselkursrisiko, allerdings ist anzunehmen, daß der Euro bei diesem Szenario eher einem Abwertungsdruck ausgesetzt ist. Die Banken raten, beim Erwerb ausländischer Anleihen nur kurzfristige Papiere zu wählen und darüber hinaus auch nur einen geringen Teil der Gesamtanlage zu verwenden <sup>124</sup>). Hier raten die Banken jedoch von Anlagen in den schweizer Rentenmarkt oder von asiatischen Engagements ab. Der US-Rentenmarkt bietet hier größere Chancen. Konvergenz-Trades sind dem risikoaversen Anleger nicht zu empfehlen. Alternativ raten die Banken dann schon eher zu Floatern.

Für Anleger, welche große Inflationsgefahren sehen, kann auch eine Immobilienanlage eine Alternative sein. Die meist langfristige Bindung des Kapitals sollte jedoch mitkalkuliert werden <sup>125</sup>). Den Anlegern wird empfohlen, ihre Investments in DM zu tätigen. Langfristig werden dem Immobilienmarkt beim Szenario der großen Währungsunion ohnehin große Chancen eingeräumt.

Für den risikoaversen Anleger sind Fonds sehr attraktiv. Da sich bei diesem Szenario mehrere lukrative Möglichkeiten bieten, ist ein ausgewogenes Portfolio sehr wichtig. So könnte ein risikoaverser Investor die Vorteile des Laufzeitmixes innerhalb eines Rentenfonds nutzen. Da steigende Renditen erwartet werden, hätte solch ein Fonds größere Gewinnchancen. Darüber hinaus könnte er auch die Sicherheit von Immobilienanteilen und die Gewinnmöglichkeiten ausländischer Papiere nutzen. Auch ein geringer Anteil von Aktien (vor allem große exportorientierte Unternehmen) würde das Risiko nicht übermäßig erhöhen.

Von einer sehr langfristigen Bindung des Kapitals raten die Banken ab. So werden Bausparverträge oder Lebensversicherungen mehr als Altersvorsorge und weniger als Kapitalanlage betrachtet.

Eine historische Anlageform bei inflationären Tendenzen ist Gold. Gold ist als Anlage derzeit jedoch uninteressant - den Mythos als Anlageform hat Gold seit längerem verloren. So sollte eine Anlage in Gold selbst bei der großen Währungsunion allenfalls als kleine Depotbeimischung dienen. Von Anlagen in Gold und anderen Edelmetallen raten die Banken deshalb ab. Gold wäre nur bei einer übermäßigen dauerhaften Inflation ein Alternativ. Dies ist jedoch nicht zu erwarten <sup>126</sup>).

#### 5.2.4. Anlagestrategische Empfehlungen für den risikofreudigen Anleger im Fall der großen Währungsunion

Im Fall der großen Währungsunion erhalten vor allem Aktienanleger die Möglichkeit, von der EWU zu profitieren. Die Banken empfehlen vor allem Aktien von Unternehmen, die bisher innerhalb Europas exportorientiert waren. So werden die größten Gewinne bei den Branchen Automobil, Chemie-Pharma, Elektro und Maschinenbau erwartet <sup>127</sup>). Die Softwareindustrie ist auch hier zu empfehlen. Darüber hinaus sind auch Werte aus dem EWU-Ausland aufgrund der wegfallenden Wechselkursrisiken attraktiv <sup>128</sup>). In jedem Fall wird dem Anleger empfohlen, eine branchenbezogene Selektion durchzuführen. Für den risikoliebenden Anleger werden bei diesem Szenario auch amerikanische Aktien empfohlen. Neben den Kurschancen kann auch der Wechselkurs zu Gewinnen führen. Diese Strategie würde auch inflationären Tendenzen in Europa entgegensteuern. Als Beimischung werden deshalb auch verschiedene Fremdwährungsanleihen (z.B. kurzlaufende US-Dollar-Anleihen) empfohlen. EWU-europäische Aktienfonds (eventuell mit geringer US-Beimischung) bieten darüber hinaus auch große Chancen. Für risikoliebende Anleger, die mit ihrer Kapitalanlage sehr hohe Gewinne erwirtschaften wollen, kann auch der Handel mit Optionen attraktiv sein. Die Banken versprechen sich im Fall der großen Währungsunion gerade von den Aktienmärkten Kurssteigerungen. Die Vorteile, welche die Währungsunion mit sich bringen soll, werden bei diesem Szenario, bei dem viele Staaten teilnehmen, am besten ausgeschöpft.

Wie bereits erwähnt enthalten die Südländer in ihren Renditedifferenzen eine gewisse Risikoprämie. Daher ergeben sich Spekulationen um die Teilnahme dieser Länder. Anlagestrategien, welche darauf beruhen, daß Renditeangleichungen zwischen möglichen Teilnehmerländern und den sicheren EWU-Teilnehmerstaaten stattfinden, sind hochriskant (Konvergenz-Trades). Von diesen Strategien, wie auch für Strategien, die darauf abzielen, aus der Art der Festlegung der unwiderruflichen Wechselkurse mögliche Kursgewinne zu erzielen, raten die Banken selbst bei risikoliebenden Anleger ab <sup>129</sup>). Von Kapitalbewegungen, die auf Spekulationen mit möglichen Teilnehmerstaaten oder

möglichen Umstellungsverfahren beruhen, distanzieren sich die Banken in ihren anlagestrategischen Empfehlungen.

#### 5.2.5. Anlagestrategische Empfehlungen im Fall der Verschiebung der Währungsunion

Im Fall einer Verschiebung der Währungsunion werden an den Finanzmärkten heftige Reaktionen folgen. Da wahrscheinlich eine Aufwertung der DM die Folge wäre, empfehlen die Banken, die Fremdwährungsanlagen aus dem Portfolio zu entfernen. Wer weiterhin in den deutschen Rentenmarkt investieren will, dem raten die Banken, vor allem auf mittelfristige Werte zu setzen, denn ein Rückgang der Renditen wird erwartet. Die DM würde wieder als sicherer Hafen gelten.

Gekoppelt mit Währungssicherungen würden für risikofreudige Anleger Aktien aus Weichwährungsändern eine Alternative bedeuten. In jedem Fall wird empfohlen, die deutschen Aktien (vor allem die der deutschen exportorientierten Unternehmen) rechtzeitig abzustoßen, da eine Gewinnrevision nach unten zu Kursverlusten führen würde<sup>130</sup>).

## **6. Kritische Betrachtung der anlagestrategischen Empfehlungen**

Die anlagestrategischen Empfehlungen und die zugrunde gelegten Marktprognosen lassen teilweise die gewünschte Fundierung vermissen. Im Folgenden werden deshalb einige Punkte kritisch betrachtet. Die kritische Betrachtung der Einflußfaktoren einer anlagestrategischen Empfehlung wurde aus Gründen der Übersichtlichkeit bereits in Abschnitt 3.2. vorgenommen.

Generell versuchen die Banken, ihre empfohlenen Anlagestrategien durch erwartete Marktentwicklungen zu fundieren. Der Schritt von einer Marktprognose zu einer konkreten Anlageempfehlung erscheint bei allen Banken nachvollziehbar. Die Hauptkritik richtet sich somit nicht gegen die konkrete Empfehlung, sondern vor allem gegen die Fundierung. Die konkreten Empfehlungen werden unter Berücksichtigung der Einflußfaktoren ohnehin sehr individuell zugeschnitten.

Wenn die Banken von einer Alternative in Drittwährungsändern sprechen, dann wird immer wieder die Schweiz und die USA hervorgehoben. Dies wird damit begründet, daß diese Länder einen traditionellen Stellenwert bei den Anlegern besitzen. Beim Schweizer Franken jedoch wird ohne grundlegende Fundierung ein relative Stabilität zur DM bzw. zum Euro angenommen. Die Empfehlungen für Anlagestrategien in schweizer Finanzmärkte basieren immer darauf, daß der Schweizer Franken keine erhebliche Aufwertung erfährt. Der Schweizer Franken als Euro-Alternative müßte nach

derzeitigem Stand in 10 Jahren auf 1,49 DM/sfr steigen um den aktuellen Renditenachteil für 10jährige Staatsanleihen zu kompensieren <sup>131</sup>). Dies erscheint hinsichtlich der relativen Stabilität des Schweizer Franken in den letzten Jahren tatsächlich nicht möglich (vgl. Abbildung 6-1).

Quelle: Frankfurter Sparkasse, zugesandte Daten, eigene Darstellung

**Abbildung 6-1 : Kurswert des Schweizer Franken gegenüber der DM (1986-1997)**

Auch deutet nichts darauf hin, daß sich mit Einführung der EWU die Stabilität des Schweizer Franken gegenüber dem Euro so drastisch verändert, daß eine massive Aufwertung gegenüber dem Euro die Folge wäre. Darüber hinaus ist die Gefahr nicht auszuschließen, daß die Schweiz bei erheblichen Kapitalzuflüssen Maßnahmen zur Einschränkung des Kapitalzuflusses durchsetzt, um einer massiven Aufwertung entgegenzuwirken (z.B. durch Besteuerung oder Verzinsungsverbot ausländischer Einlagen) <sup>132</sup>). Als protektionistische Maßnahme zur Stärkung der Exportsituation ist dies durchaus vorstellbar. Unter Berücksichtigung dieser Überlegungen basieren die anlagestrategischen Empfehlungen bezüglich des schweizer Frankens auf einer guten Grundlage. Die Ausführungen, welche zum US-Dollar (Wechselkurs und Stabilität) gemacht werden, entsprechen den derzeitigen Marktentwicklungen. Analoge Überlegungen wie beim schweizer Franken finden auch hier Anwendung. Die Prognoseunsicherheiten sind jedoch etwas größer, da der US-Dollar als wichtigste Währung der Welt von sehr vielen Faktoren beeinflußt wird.

Deutschland ist nach wie vor ein exportorientiertes Land. Der größte Teil der deutschen Exporte geht in Länder, die als mögliche Teilnehmerstaaten an der EWU gehandelt werden (vgl. Abbildung 6-2 und 6-3).

Quelle: Frankfurter Sparkasse, zugesandte Daten (von 95), eigene Darstellung

**Abbildung 6-2 : Exporte nach (in Mrd DM)**

Quelle: Frankfurter Sparkasse, zugesandte Daten (von 95), eigene Darstellung

**Abbildung 6-3 : Importe von (in Mrd DM)**

D.h. gerade für die deutsche Exportgüterindustrie bieten sich durch die EWU Chancen. Zum einen entfallen erhebliche Währungssicherungskosten, und zum anderen entfällt für andere Länder das Wechselkursinstrument. Aus den beiden Abbildungen wird auch deutlich, daß sich eine Ausweitung der Währungsunion auf Italien oder sogar Großbritannien in dieser Hinsicht positiv auswirkt für diese Unternehmen. D.h. der Schub auf dem Aktienmarkt, den sich die Banken bei einer möglichst großen Währungsunion versprechen, ist unter Berücksichtigung dieses Gesichtspunktes nachzuvollziehen. Jedoch sollte auch berücksichtigt werden, daß diese Entwicklung auch eine Verschärfung des Wettbewerbs mit sich bringt. Die Banken gehen davon aus, daß die deutschen Unternehmen zumindest kurz- bis mittelfristig in einer europäischen Wettbewerbswirtschaft Vorteile haben. Diese positiven Effekte könnten jedoch von der vollkommenen Flexibilisierung der Faktormärkte und dem Standortnachteil Deutschlands konterkariert werden. Dies könnte sich dann auch in der Wettbewerbsfähigkeit niederschlagen. Darüber hinaus können auch andere Länder beträchtliche Produktivitätsfortschritte verzeichnen (z.B. die Niederlande). Die positiven Effekte auf den deutschen Aktienmarkt werden sich langfristig nur erhalten lassen, wenn die Wettbewerbsvorteile nicht wegschmelzen<sup>133</sup>). Sozialpolitische Einflüsse können hier ebenfalls eine Rolle spielen.

Die Frage, die sich im Zusammenhang mit Immobilienempfehlungen stellt ist die, inwiefern inflationäre Tendenzen die Immobiliennachfrage tatsächlich beeinflussen. Zur Beantwortung dieser Frage betrachtet man den Verlauf des Preisindex für die Lebenshaltung (als das Inflationsmaß) und den Preisindex für den Wohnbau. Es hat sich gezeigt, daß in den letzten Jahrzehnten der Preisindex für den Wohnbau ein deutlicher Vorläufer des Preisindex für die Lebenshaltung war. Dies signalisiert: Sobald eine Beschleunigung des Preisanstieges antizipiert wird, steigt die Immobiliennachfrage noch bevor die Konsumentenpreise steigen, d.h. schon in der Vergangenheit hatten inflationäre Tendenzen zu einer Beflügelung des Immobilienmarktes geführt. Wenn der Euro also die gewünschte Preisniveaustabilität vermissen läßt, wird der Immobilienmarkt wohl auch diesmal beflügelt. Das rechtfertigt auch die Immobilienempfehlungen der Banken für Anleger, die den Euro für eine inflationäre Währung halten.

Grundlage der anlagestrategischen Empfehlungen ist bei den Banken das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte. Die Marktprognosen, welche die Banken bieten, basieren darauf, daß die Europäische Währungsunion weitgehend von ökonomischen Gesichtspunkten dominiert wird. D.h. die Banken vertrauen darauf, daß eine stabilitätsorientierte Geld- und Fiskalpolitik auch umgesetzt werden kann. So gehen die Banken z.B. davon aus, daß das Ziel der Preisniveaustabilität von der EZB auch umgesetzt wird. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wird von den Banken als sichere Grundlage einer stabilitätsorientierten Haushaltspolitik gesehen. Jedoch existieren in vielen Ländern erhebliche Zweifel daran, ob die ökonomische Denkweise sich in Europa

auch bedingungslos durchsetzt. So treten einige Staaten dafür ein, daß man der EZB auch eine politische Instanz zur Seite stellen sollte. Diese Staaten betonen zwar, daß die Unabhängigkeit der EZB dadurch nicht beeinträchtigt werden wird, jedoch stellt sich die Frage, welche Funktion diese Institution dann noch hätte. Es erscheint doch sehr gewagt, Marktprognosen aufzustellen, die auf einer bestimmten europäischen Geldpolitik basieren, wobei noch nicht einmal sicher feststeht, welche Instrumente die EZB verwenden wird oder wie ernst das Stabilitätsziel denn genommen wird. Darüber hinaus teilen sich in vielen Ländern die Meinungen über die Bedeutung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. So besteht auch keine bedingungslose Einigkeit über die Frage, wie nun zwischenstaatliche Transferzahlungen denn wirklich betrachtet werden sollen. Die EWU ist eine Veranstaltung, die es in vergleichbarer Form noch nicht gegeben hat. Es existieren keinerlei Erfahrungswerte. Ein Indiz dafür war schon die teilweise mangelnde Weitsicht bei der Verfassung des Maastricht-Vertrages. So war 1992 nicht vorauszusehen, welche Diskussionen die Auslegung der Konvergenzkriterien, die Beziehungen zu europäischen Drittwährungen oder die nationalen Fiskalpolitiken schaffen würden. Die Folge waren weitere Bestimmungen. Darüber hinaus ist die EWU eine Veranstaltung, die die unterschiedlichsten Politiken, Mentalitäten und Menschen unter einen Hut bringen soll. So ist ein gewisse Rivalität zwischen den potentiellen Mitgliedsstaaten durchaus zu erkennen. So ist es denkbar, daß die Zahlen des Jahres 1997 in einigen Ländern optisch verschönert werden. Auch sind die Anreize einer übermäßigen expansiven Fiskalpolitik in den folgenden Jahren gegeben, solange nicht bedingungslose Sicherheit über die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes besteht. Vor diesem Hintergrund ist durchaus zu erwarten, daß die Politik eine mindestens genauso große Rolle spielen wird wie die Ökonomie. D.h. wie auch schon die jüngste Vergangenheit gezeigt hat, sind rechtliche oder politische Faktoren enorm wichtig. Die wirtschaftliche Entwicklung in der EWU hängt natürlich entscheidend von diesen politischen Einflüssen ab. Der Erfolg der EWU basiert nicht nur auf der Konvergenz der ökonomischen Daten, sondern auch auf der Konvergenz des Denkens in Europa. Die Banken sehen diesen Konflikt zwischen Ökonomie und Politik nur am Rande. Sie wissen zwar um die Gefahren, welche die Politiken und die Rechtssysteme auf die wirtschaftliche Entwicklung in der EWU ausüben können, jedoch bleiben diese bei den anlagestrategischen Empfehlungen weitestgehend unberücksichtigt. Das Vertrauen in die Ökonomie ist so groß, daß davon ausgegangen wird, daß politische Einflüsse die Finanzmärkte in ihren Entwicklungen nicht maßgeblich beeinflussen werden. Auch unter Berücksichtigung der Tatsache, daß die anlagestrategischen Empfehlungen für Anleger geboten werden, die ihre Vorbehalte vor allem auf politische Unsicherheiten zurückführen, wäre es durchaus angemessen, den politischen Einflußfaktoren ein größeres Gewicht beizumessen. Wenig funktionsfähige Märkte werden nicht in Erwägung gezogen.

Ein Querschnitt durch den Bankensektor zeigt, daß die einzelnen Beratungskonzepte und Vorstellungen von einer anlagestrategischen Empfehlung sehr verschieden sein können. Trotzdem gibt es gewisse Säulen, an der sich alle Banken orientieren. So spielen die Einflußfaktoren Risikoeinstellung und Währungsunion im gesamten Bankensektor eine wichtige Rolle. Darüber hinaus basieren auch fast alle konkreten Empfehlungen auf einer szenarioabhängigen Marktprognose. An diesen Säulen halten alle Banken fest. Heterogenitäten bestehen zwischen den Banken dann vor allem in verschiedenen Ausprägungen des Faktors Währungsunion. Darauf aufbauend werden die Marktprognosen folglich auch mit unterschiedlicher Gewichtung getätigt. Letztendlich kommen jedoch fast alle Banken zu den gleichen konkreten anlagestrategischen Empfehlungen für einen bestimmten Typ von Anleger.

## **7. Schlußbemerkung**

Es wurde gezeigt, daß das Problem der Banken, eine anlagestrategische Empfehlung zu geben, ein mehrdimensionales Problem ist. Die Banken verstehen unter dem Oberbegriff "anlagestrategische Empfehlung" nicht nur die konkret empfohlene Anlagestrategie, sondern auch die Darstellung der Einflußfaktoren der Empfehlung, die Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklungen und die individuelle Anpassung der Strategie an die Präferenzen des Anlegers. Bei der Vorstellung der Einflußfaktoren stehen vor allem die Größen Risikoeinstellung und Währungsunion im Mittelpunkt des Interesses. Für die verschiedenen Kombination der Ausprägungen dieser beiden Einflußfaktoren stellen die Banken dann konkrete anlagestrategische Empfehlungen zur Verfügung, die dann als Basispakete zu verstehen sind. Diese Empfehlungen stützen sich auf Marktprognosen, welche die Banken vor allem unter Berücksichtigung der Währungsunion aufstellen. Mit einer möglichen kleinen Währungsunion verbinden die Banken dann vor allem eine Situation an den Finanzmärkten, die von einem stabilen Euro beherrscht wird. Für die Anleger ändert sich dann weitaus weniger als im Fall der großen Währungsunion. Bei diesem Szenario wird vor allem an den Aktienmärkten ein Aufschwung erwartet. Eine Verschiebung der Währungsunion würde aus Sicht der Banken zu erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten führen - jedoch wird diese Möglichkeit als sehr unwahrscheinlich eingestuft. Aufbauend auf den Marktprognosen geben die Banken dann die konkreten Anlageempfehlungen. Diese werden dann schließlich den individuellen Bedürfnissen des Anlegers angepaßt. Derzeit wird jedoch unter Berücksichtigung der Risikoeinstellung eine Anlage in DM als Grundlage jeder Anlagestrategie gesehen. Den Abschluß der Arbeit bildete die kritische Betrachtung der wichtigsten Ergebnisse.

Die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken werden in den nächsten Monaten einige unsichere Einflüsse verlieren. So wird Anfang Mai wohl definitiv feststehen, wer die Teilnehmer an der EWU sind, wie sich die EZB entwickeln wird und mit welchem Umstellungsverfahren zu rechnen ist. Jedoch spätestens Anfang 1998 sollte Klarheit darüber bestehen, wohin der Zug EWU fährt. Die Finanzmärkte werden sich sehr schnell an die Rahmenbedingungen anpassen. Somit werden auch die anlagestrategischen Empfehlungen der Banken dann wesentlich präziser und homogener ausfallen. Die derzeitigen EWU-spezifischen Konzepte werden dann überflüssig werden. So bleibt nur zu hoffen, daß die EWWU die mit ihr verbundenen Hoffnungen der Anleger auch erfüllt.

# Quellenverweise

- 1) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 1
- 2) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 3
- 3) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 2/4
- 4) vgl. Deutsche Hypothekenbank (7/1997), S. 14
- 5) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 39
- 6) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 4
- 7) vgl. Dresdner Bank (12/1997), CD-ROM
- 8) vgl. Hypobank (Internet)
- 9) Eine Ausnahme bildet hier z.B. die Deutsche Genossenschaftsbank mit einem Hauptinvestment, einem Nebeninvestment und einer Beimischungsanlage
- 10) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 4
- 11) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 10
- 12) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 10
- 13) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 11
- 14) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 5
- 15) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 3; Westdeutsche Landesbank (1997), S. 18f
- 16) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 6
- 17) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 3
- 18) vgl. Deutsche Hypothekenbank (7/1997), S. 14
- 19) vgl. Commerzbank (12/1997), S. 2
- 20) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 5
- 21) vgl. Thompson (1993), S. 7f
- 22) vgl. Thompson (1993), S. 8
- 23) vgl. Thompson (1993), S. 10
- 24) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 3
- 25) Der Artikel 109k des Maastricht-Vertrages besagt, daß alle Nichtteilnehmer Mitgliedsstaaten mit Ausnahmeregelung sind, d.h. solche, die nicht von Anfang an bei der Währungsunion dabei sein können und für eine erneute Konvergenzprüfung alle zwei Jahre vorgesehen werden. Mitgliedsstaaten mit Ausnahmeregelung wären dann alle europäischen Staaten.
- 26) Die Südländer besitzen zusammen 28 Stimmen, während die Sperrminorität bei 26 Stimmen liegt. vgl. Hypobank (4/1997), S. 8
- 27) So könnte z.B. die Verfassungsklage vom 12.01.98 von vier Professoren die deutsche Teilnahme an der Währungsunion doch noch verhindern. vgl. auch Hypobank (4/1997), S. 5
- 28) vgl. Hypobank (4/1997), S. 4
- 29) vgl. Commerzbank (8/1997), S. 5ff; Frankfurter Sparkasse (1997), S. 14
- 30) vgl. Deutsche Hypothekenbank (7/1997), S. 20ff
- 31) so variieren die Eintrittswahrscheinlichkeiten z.B. für die Verschiebung der Währungsunion zwischen 10% und 40 %
- 32) So stuften einige Banken Großbritannien noch Anfang Dezember mit hoher Wahrscheinlichkeit als Startteilnehmer ein, trotz einer Regierungserklärung der Regierung Tony Blair am 27. Oktober, in welcher der Finanzminister Gordon Brown erklärte, ein Beitritt von Großbritannien vor 2002 sei "höchst unwahrscheinlich". vgl. Knipp (1997)
- 33) vgl. Hamburger Sparkasse (5/1997), S. 1; Frankfurter Sparkasse (Internet)
- 34) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 6; Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 30
- 35) vgl. Santer (1997)
- 36) vgl. Hypobank (4/1997), S. 23
- 37) vgl. Bankgesellschaft Berlin (4/1997), S. 2
- 38) vgl. Commerzbank (12/1997), S. 3; Bankgesellschaft Berlin (4/1997), S. 15; Deutsche Genossenschaftsbank (11/1996), S. 2
- 39) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 24; Frankfurter Sparkasse (1997), S. 18; Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 15
- 40) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 6
- 41) vgl. Hypobank (4/1997), S. 14
- 42) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 6; Frankfurter Sparkasse (1997), S. 18
- 43) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (11/1996), S. 4; Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 15;

- Commerzbank (6/1997), S. 14; Frankfurter Sparkasse (1997), S. 18
- 44) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 16
- 45) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (11/1996), S. 3
- 46) vgl. Hamburger Sparkasse (5/1997), S. 7
- 47) vgl. Hypobank (4/1997), S. 2/14; Commerzbank (6/1997), S. 16, Bankgesellschaft Berlin (7/1997), S. 3
- 48) vgl. Hypobank (4/1997), S. 14/32; Hamburger Sparkasse (5/1997), S. 2; Bankgesellschaft Berlin (7/1997), S. 3; Commerzbank (6/1997), S. 14
- 49) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 24
- 50) vgl. Hypobank (4/1997), S. 23
- 51) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 19f, Commerzbank (12/1997), S. 6; Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 29
- 52) vgl. Westdeutsche Landesbank (Internet)
- 53) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 30, Hypobank (4/1997), S. 24
- 54) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 12
- 55) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 31
- 56) vgl. Hamburger Sparkasse (5/1997), S. 2; Petersen (1997)
- 57) vgl. Hypobank (4/1997), S. 14f
- 58) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 15
- 59) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 24
- 60) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 30
- 61) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 25
- 62) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 5
- 63) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 8; Europäische Kommission (1997), S. 20
- 64) vgl. Deutsche Bank (1998b)
- 65) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 9
- 66) vgl. Deutsche Bank (1998a)
- 67) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 5
- 68) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 32
- 69) vgl. Commerzbank (12/1997), S. 7
- 70) vgl. Bankgesellschaft Berlin (3/1997), S. 14
- 71) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 32ff
- 72) vgl. Bankgesellschaft Berlin (3/1997), S. 15
- 73) vgl. Bankgesellschaft Berlin (7/1997), S. 2
- 74) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 7
- 75) vgl. Commerzbank (Internet)
- 76) vgl. Kral (1997); Bankgesellschaft Berlin (7/1997), S. 4
- 77) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 6
- 78) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 34
- 79) vgl. Hypobank (4/1997), S. 14
- 80) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 35; Commerzbank (6/1997), S. 16
- 81) vgl. Hypobank (4/1997), S. 2
- 82) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 35
- 83) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 24
- 84) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 19f
- 85) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 35; Quandt (1997)
- 86) vgl. Hypobank (6/1997), S. 22; Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 24
- 87) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 12/14
- 88) vgl. Petersen (1997)
- 89) vgl. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (1998)
- 90) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 35f
- 91) vgl. Bankgesellschaft Berlin (7/1997), S. 2
- 92) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 38
- 93) vgl. Commerzbank (6/1997), S. 12f
- 94) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 38
- 95) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 3; Hypobank (6/1997), S. 26, Commerzbank (12/1997), S. 7
- 96) vgl. Hamburger Sparkasse (7/1997), S. 1; Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 16; Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997), S. 2
- 97) vgl. Hamburger Sparkasse (7/1997), S. 2
- 98) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 24; Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 3

- 99) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 28  
 100) vgl. Commerzbank (12/1997), S. 7; Hypobank (6/1997), S. 21  
 101) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 16; Hypobank (6/1997), S. 28  
 102) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 27  
 103) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 28; Bankgesellschaft Berlin (7/1996), S. 6  
 104) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 16  
 105) vgl. Deutsche Genossenschaftsbank (11/1996), S. 6  
 106) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 22; Hypobank (4/1997), S. 14  
 107) vgl. Commerzbank (12/1997), S. 3; Frankfurter Sparkasse (1997), S. 25  
 108) vgl. Hamburger Sparkasse (7/1997), S. 1; Norddeutsche Landesbank (7/1997), S. 16f  
 109) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 1; Vereinsbank (Internet)  
 110) vgl. Hamburger Sparkasse (9/1997), S. 4; Hypobank (6/1997), S. 22; Frankfurter Sparkasse (1997), S. 23  
 111) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 4  
 112) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 30; Hypobank (6/1997), S. 28  
 113) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 20; Norddeutsche Landesbank (9/1997), S. 2  
 114) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 17f  
 115) vgl. Hamburger Sparkasse (7/1997), S. 2  
 116) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 39  
 117) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 33  
 118) vgl. Citibank (Internet)  
 119) vgl. Commerzbank (Internet)  
 120) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 4  
 121) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 30  
 122) vgl. Bankgesellschaft Berlin (6/1996), S. 21  
 123) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 39; Commerzbank (12/1997), S. 7  
 124) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 6  
 125) vgl. Hamburger Sparkasse (7/1997), S. 2  
 126) vgl. Hypobank (6/1997), S. 27; Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 5f  
 127) vgl. Hamburger Sparkasse (6/1997), S. 5  
 128) vgl. Commerzbank (12/1997), S. 7  
 129) vgl. Frankfurter Sparkasse (1997), S. 22  
 130) vgl. Südwestdeutsche Landesbank (1997), S. 39  
 131) Überlegungen hierzu:  
 Annahmen: Devisenkurs = 1,2263 DM/sFr => Wechselkurs = 0,8155 sFr/DM; Renditen (10jährige Staatspapiere): Schweiz: 3,07 / BRD: 5,09; Daten vom 21.01.98, entnommen aus Handelsblatt Nr. 13, S. 26  

$$\Rightarrow \text{Devisenkurs}(\text{Jahr } 2008) = \frac{((1 + \text{Rendite BRD}/100) \exp 10) / ((1 + \text{Rendite Schweiz}/100) \exp 10) * \text{Wechselkurs}(\text{Jahr } 1998)}{1,4889}$$
  
 132) ähnliche Verhaltensweisen zeigte die Schweiz bereits in der Vergangenheit  
 133) Dies könnte mit einem befristeten weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit verbunden sein.

## Quellenverzeichnis

### Literaturliste:

**Bankgesellschaft Berlin (6/1996):** Wirtschaftsreport Juni, Nr. 1, Berlin

**Bankgesellschaft Berlin (3/1997):** Wirtschaftsreport März, Nr. 1, Berlin

**Bankgesellschaft Berlin (4/1997):** Konjunktur aktuell April, Berlin

- Bankgesellschaft Berlin (7/1997):** Konjunktur aktuell Juli, Berlin
- Commerzbank (6/1997):** Die Europäische Währungsunion: Aktienmärkte und Branchen, Investment Research, Frankfurt
- Commerzbank (8/1997):** EWU-Perspektiven nach Amsterdam: Szenarien - Teilnehmer - Konvergenz, Frankfurt
- Commerzbank (12/1997):** Der Euro kommt!, Frankfurt
- Deutsche Bank (1998a):** Mit Aktien in neue Dimensionen, aus Handelsblatt Nr. 15 vom 22.1.1998, Seite 25
- Deutsche Bank (1998b):** Profis setzen auf Euro-Aktien, aus Handelsblatt Nr. 15 vom 22.1.1998, Seite 1
- Deutsche Genossenschaftsbank (11/1996):** update banking: Auswirkungen der EWU auf Zinsniveau und deutschen Rentenmarkt, Ausgabe Nr. 2, Frankfurt
- Deutsche Genossenschaftsbank (8/1997):** update banking: Beratungskonzept für Privatkunden: Der Weg zum Euro, Ausgabe Nr. 6, Frankfurt
- Deutsche Hypothekenbank (7/1997):** Countdown zur Europäischen Währungsunion, 3. Auflage, Frankfurt
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (1998):** Die Währungsunion könnte die Ausfuhren beflügeln, aus Handelsblatt Nr. 15 vom 22.1.1998, Seite 10
- Europäische Kommission (1997):** Auswirkungen des Euro auf die Kapitalmärkte, Brüssel
- Frankfurter Sparkasse (1997):** Die EWWU: Was Anleger beachten sollten, Frankfurt
- Hamburger Sparkasse (5/1997):** Volkswirtschaftliche Aspekte, 2. Auflage, Hamburg
- Hamburger Sparkasse (6/1997):** Geldanlage, 2. Auflage, Hamburg
- Hamburger Sparkasse (7/1997):** Euro-Check, Hamburg
- Hamburger Sparkasse (9/1997):** Euro aktuell, 2. Ausgabe, Hamburg
- Hypobank (4/1997):** Euro-Geld-Info: Aktuelles zur Europäischen Währungsunion, 2. Ausgabe, München
- Hypobank (6/1997):** Fit für den Euro, München
- Knipp, Thomas (1997):** Auch an der Themse wird bald mit Euro bezahlt, aus Handelsblatt Nr. 251 vom 31.12.1997, Seite 35
- Kral, Fritz (1997):** Vielversprechende Perspektiven für europäische Gewerbeimmobilien, aus Handelsblatt Nr. 251 vom 31.12.1997, Seite 45

**Norddeutsche Landesbank (7/1997):** Der Euro - Chancen und Risiken einer gemeinsamen Währung in Europa, Hannover

**Norddeutsche Landesbank (9/1997):** EWWU aktuell (13): Euro-Immobilienmarkt, Hannover

**Norddeutsche Landesbank (10/1997):** EWWU aktuell (14): Der Euro kommt! - Geht der Dollar? Zur Rolle des Euro im Weltwährungssystem, Hannover

**Petersen, Niels Erik (1997):** Auf Kopenhagens Börse ziehen eisige Winde zu, aus Handelsblatt Nr. 231 vom 1.12.1997, Seite 27

**Quandt, Kathrin (1997):** Der Euro wird dem Dollar nicht den Rang ablaufen, aus Handelsblatt Nr. 251 vom 31.12.97, Seite 33

**Santer Jaques (1997):** Die Asien-Krise hat den europäischen Zusammenhalt weiter gestärkt, aus Handelsblatt Nr. 251 vom 31.12.1997, Seite 14

**Südwestdeutsche Landesbank (1997):** Die Europäische Wahrungunion - Entwicklungen und Perspektiven, Stuttgart

**Thompson, Neil (1993):** Portfolio Theory and the Demand for Money, St. Martins Press, New York

**Westdeutsche Landesbank (1997):** EWU-Lexikon, Düsseldorf

### **CD-ROM:**

**Dresdner Bank (12/1997):** Der Euro - eine runde Sache? Unsere CD-ROM gibt Ihnen Antworten, Frankfurt

### **Internetadressen:**

**Citibank:** <http://www.citibank.de>

**Commerzbank:** <http://www.commerzbank.de>

**Frankfurter Sparkasse:** <http://www.fraspa1822.de>

**Hypobank:** <http://www.hypo.de>

**Vereinsbank:** <http://www.vereinsbank.de>

**Westdeutsche Landesbank:** <http://www.westlb.de>