

Bei europäischen Anlegern war bisher eine ausgeprägte Präferenz für die jeweils eigenen nationalen Papiere festzustellen. Dieser Trend, der auf eine Reihe von Einflußfaktoren wie die Existenz des Wechselkursrisikos, die Kosten im An- und Verkauf von Devisen sowie auf das Vorliegen asymmetrischer Informationen zurückgeführt werden kann, dürfte sich mit der Realisierung der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erheblich abschwächen.

Eine neue Beweglichkeit

**Europäische Währungsunion und
Internationalisierung von Aktienportfolios**

Von Rainer Elschen und Michael Nelles

Mit der Einführung des Euro entsteht in Europa und Teilen Afrikas, die eine Währungsunion mit Frankreich bilden (CFA-Franc-Zone), der zweitgrößte Währungsraum der Welt nach dem der USA. Zwar wird durch die Einführung der gemeinsamen europäischen Währung die Existenz des nationalen Aktienhandels zunächst nicht beeinträchtigt, aber durch die einheitliche Euro-Kursnotierung aller Aktien der elf Teilnehmerländer (Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien) verschmelzen deren Aktienmärkte zu einem einzigen europäischen Aktienmarkt. Mit 2769 börsennotierten Unternehmen und einer Markt-

kapitalisierung von 4,859 Billionen DM rangiert dieser europäische Aktienmarkt nach den USA (8559 börsennotierte Unternehmen, Marktkapitalisierung 19,496 Billionen DM) noch vor Japan (2334 börsennotierte Unternehmen, Marktkapitalisierung 3,697 Billionen DM) weltweit an zweiter Stelle (Stand November 1997, Deutsche Morgan Grenfell, 1998).

Die Vereinheitlichung der Kursnotierungen in der einheitlichen europäischen Währung könnte den Blick der Aktienanleger innerhalb der Währungsunion verstärkt auf Aktienengagements außerhalb ihres nationalen Marktes richten. Empirische Untersuchungen zeigen nämlich, daß die Anleger generell eine

ausgeprägte Präferenz für die eigenen nationalen Papiere haben und ihre Aktienportfolios weit überwiegend aus solchen heimischen Anteilspapieren zusammenstellen („home bias“).

Diese Bevorzugung heimischer Aktien hat sich jedoch bereits vor der Währungsunion von Fall zu Fall als unvorteilhaft erwiesen – obwohl hiermit die mit dem Währungsumtausch verbundenen Wechselkursrisiken vermieden wurden. Seit Markowitz im Jahre 1952 herausfand, daß durch die Kombination unterschiedlicher Aktien innerhalb eines Portfolios bei gleichem Gesamtrisiko eine höhere Rendite erzielt werden oder bei gleichbleibender Rendite das Risiko des Portfolios unter den mit dem Anteil der Aktien am Portfolio gewichteten Durchschnitt der Einzelrisiken gesenkt werden kann, weiß man auch, daß es dabei besonders darauf ankommt, daß die Aktien des Portfolios in ihrer Kursentwicklung nicht vollständig positiv korreliert sind – stärker gegenläufige Kursentwicklungen vergrößern diesen günstigen Portfolioeffekt.

Da zu erwarten ist, daß die Kursentwicklungen zwischen den nationalen Aktienmärkten nicht völlig parallel verlaufen, könnte die internationale Streuung des Engagements in Aktien über das jeweilige Heimatland hinaus schon vor der Währungsunion Diversifikations- und Renditevorteile gehabt haben. In diesem Fall hätten die Aktionäre Fehler gemacht, die bislang heimische Aktien bevorzugt haben. Da die Aktionäre jedoch überwiegend so handeln, könnte man von einem kollektiven Fehlverhalten sprechen, in dessen Folge es zu Ineffizienzen und Fehlbewertungen am Aktienmarkt kommt. Ob diese Einschätzung richtig ist und was sich daran nach Einführung des Euro voraussichtlich ändern wird, versucht dieser Beitrag zu klären.

Wir werden in unserer Argumentation kein individuell zusammengestelltes Aktienportfolio verwenden, sondern die nationalen Ak-

tiendizes mit einem eigens konzipierten EWU-Indexportfolio vergleichen, das aus den nationalen Aktienindizes, gewichtet mit den jeweiligen Marktkapitalisierungsraten, besteht. Damit simulieren wir Aktieninhaber, die ihr Portfolio anteilig so zusammenstellen, wie es der Zusammenstellung und Gewichtung der nationalen Indizes entspricht und vergleichen diese mit solchen, die über den „nationalen Tellerrand“ hinaus Aktien aus den Teilnehmerländern anteilig nach den jeweiligen Marktkapitalisierungsraten in ihr Aktienportfolio aufnehmen. Um die Lage vor und nach der Währungsunion zu vergleichen, wird dabei zugleich die Situation mit und ohne Währungsrisiko analysiert. Auf diese Weise läßt sich der Einfluß der Europäischen Währungsunion für ein idealisiertes europäisches Portfolio aus den marktdäquat gewichteten Anteilen an der gesamten Marktkapitalisierung innerhalb der EWU (hier mit Ausnahme Luxemburgs) ermitteln.¹

Empirische Analyse von zehn europäischen Aktienmärkten

Nach den Erkenntnissen der Kapitalmarkttheorie kann das Gesamtrisiko von Aktieninvestitionen in eine unsystematische und eine systematische Komponente aufgeteilt werden. Unsystematische Risiken sind unternehmungsspezifische Risiken, die durch Diversifikation reduziert und durch das Halten des sogenannten Marktportfolios sogar vollständig beseitigt werden können, in dem alle am Kapitalmarkt gehandelten Aktien nach ihrem Anteil an den gesamten am Kapitalmarkt gehandelten Unternehmungsanteilen in das individuelle Portfolio des einzelnen Anteilseigners aufgenommen werden. Nach Beseitigung des unsystematischen Risikos durch das Halten des Marktportfolios bleibt das systematische Risiko übrig, das auch durch weitere Diversifikation nicht mehr reduziert werden kann.

In der Praxis des Portfoliomanagements ist es bislang üblich gewesen, das Marktportfolio und damit das systematische Risiko von Aktieninvestitionen durch ein jeweiliges nationales Portfolio zu approximieren, das bei der Berechnung des repräsentativen nationalen Kursindex verwendet wird. In Deutschland war das etwa der DAX, in den USA der Standard & Poor's 500 (S&P 500). Bei einem solchen Bezug auf ein nationales Indexportfolio war implizit ein „Home-bias“-Phänomen quasi als selbstverständlich unterstellt.

International konzipierte Aktienportfolios bieten aber anscheinend gegenüber nationalen Portfolios die Möglichkeit, dieses approximierte nationale systematische Risiko weiter zu senken. Denn die Approximation durch nationale Indizes enthält noch jenen Teil des unsystematischen Risikos, der durch Diversifikation in das internationale Marktportfolio wegdiversifiziert werden kann. Dabei dürfen die nationalen Aktienkursentwicklungen nicht vollständig gleichlaufend sein, damit der Portfolioeffekt wirksam wird.

Der Blick auf die Kursentwicklungen an den Börsen von zehn der elf Teilnehmerländer an der europäischen Währungsunion für den Zeitraum von Januar 1993 bis Dezember 1997 zeigt ein recht heterogenes Bild (Luxemburg bleibt wegen der geringen Bedeutung des nationalen Aktienmarktes ausgespart: 57 Unternehmen ergeben 58 Milliarden DM Marktkapitalisierung). Dabei wurden Monatsdaten der OECD über die nationalen Gesamtindizes verwendet und die Anfangswerte zum Zwecke der Vergleichbarkeit jeweils auf 100 normiert.

Die Darstellungen (1a) bis (1d) fassen jeweils zwei bzw. drei Kursentwicklungen in der Reihenfolge der Marktkapitalisierung zusammen, angefangen bei den marktkapitalisierungsstärksten Ökonomien Deutschland (1,403 Billionen DM) und Frankreich (1,152 Billionen DM) bis hin zu den marktkapitalisierungs-

schwächsten Ökonomien Irland (89 Milliarden DM), Portugal (66 Milliarden DM) und Österreich (59 Milliarden DM).

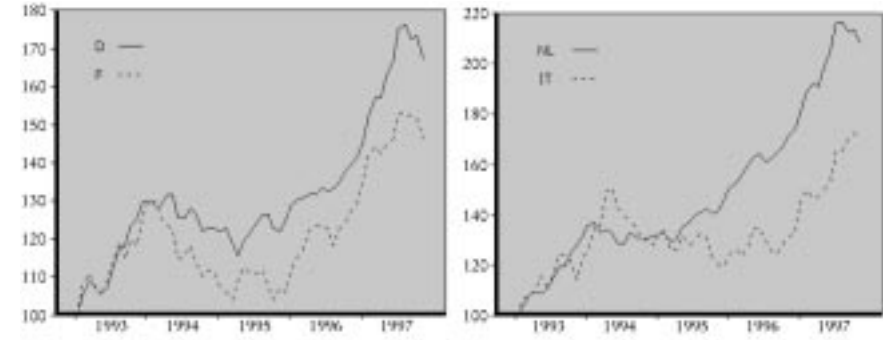
Im Beobachtungszeitraum weisen alle Indizes auf Kursgewinne hin. Die deutlichsten Gewinne lassen sich bei den niederländischen, finni-

Risikos vermuten lassen, wenn der nationale Aktienmarkt zugunsten einer internationalen Diversifizierung verlassen wird.

Was bereits mit den Augen erkennbar ist, läßt sich mathematisch mittels einer Berechnung der Korrelationskoeffizienten präzisieren. Die

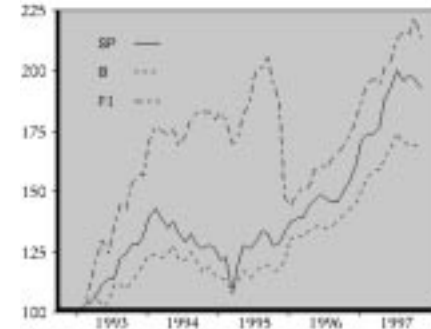
eingerechnet sind. Diese wurden aus der Datenbank des Internationalen Währungsfonds (IWF) entnommen. Für die Berechnung des Verhältnisses der Wechselkurse untereinander wurde das jeweilige Verhältnis zum Kurs des US-\$ betrachtet („US \$ cross-rates“).

Die Entwicklung an den Aktienmärkten der EWU-Mitgliedsländer 1993-1997

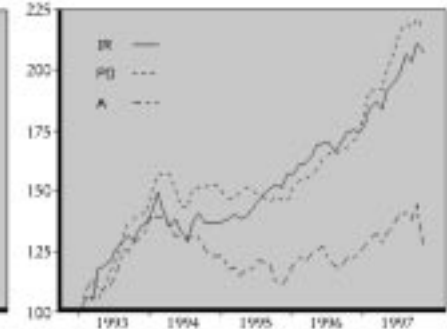


(1a) Deutschland (D) und Frankreich (F)

(1b) Niederlande (NL) und Italien (IT)



(1c) Spanien (SP), Belgien (B) und Finnland (FI)



(1d) Irland (IR), Portugal (PO) und Österreich (A)

Grafik: Eichen/Nelles/Weigend

schon und portugiesischen Kursverläufen ablesen. Die Kursentwicklung in Österreich blieb dagegen deutlich hinter der Entwicklung in den anderen europäischen Aktienmärkten zurück. Damit zeigen sich jedoch auch deutliche Unterschiede in den Kursentwicklungen, die ein erhebliches Potential für eine Senkung des

Matrix der Darstellung (2) zeigt in ihrem oberen Teil die monatlichen Korrelationen der nationalen Aktienindizes von Januar 1993 bis Dezember 1997 ohne Berücksichtigung der Wechselkursveränderungen, während im unteren Teil zudem die monatlichen Veränderungen der jeweiligen bilateralen Wechselkurse

In der letzten Zeile und in der letzten Spalte der Matrix wurden die Korrelationen der nationalen Indizes zum EWU-Indexportfolio ermittelt. Dieses Portfolio repräsentiert die mit den Marktkapitalisierungen gewogenen durchschnittlichen Kursentwicklungen in den Aktienmärkten der hier betrachteten Teilnehmer an

der europäischen Währungsunion. Auch hier wurden im oberen Teil (ex) die Wechselkursänderungen nicht berücksichtigt, während die Koeffizienten im unteren Teil (cum) entsprechend angepaßt sind.

In der Praxis des internationalen Portfoliomanagements finden sich weniger vollständige und weniger komplexe Gegenstücke zu dem hier konstruierten EWU-Indexportfolio, besonders der Dow Jones STOXX 50 als Index der 50 größten Unternehmen der Teilnehmerländer der EWU. Dieser Index, der von der Deutschen Börse AG, der SBF

kapitalisierung bei allen vorläufigen Teilnehmern an der EWU bis auf Luxemburg) und Markttiefe (Erfassung auch der kleinen und mittleren Unternehmungen) überlegen (vgl. Abb. 2).

Die Korrelationskoeffizienten der Tabelle wurden auf der Basis zeitgleicher Preisentwicklungen zwischen den nationalen Märkten und dem EWU-Indexportfolio ermittelt. Die hier nicht betrachteten zeitversetzten Korrelationen weisen allesamt wesentlich geringere Werte auf. Dies läßt auf schnelle und zielgerichtete Reaktionen der Aktienanleger

und dem Wechselkursrisiko (vgl. Solnik, 1996). Die imperfekte Korrelation der Entwicklung an Aktien- und Devisenmärkten kann ihrerseits mit dem relativen Einfluß der Dividenden- und Zinssensitivität von Sozialproduktveränderungen sowie dem relativen Einfluß monetärer und realwirtschaftlicher Störungen erklärt werden (vgl. Nelles, 1996). Das Ausmaß dieser imperfekten Korrelation hängt aber vom Einzelfall ab.

In der Tabelle der Abbildung (2) beispielsweise ist der Wechselkurseffekt stark ausgeprägt für die finnisch-österreichische (0.591 vs. 0.150)

	D	F	NL	IT	SP	B	FI	IR	PO	A	EWU (ex)
D	1	0.951	0.979	0.902	0.989	0.982	0.778	0.951	0.985	0.697	0.997
F	0.947	1	0.916	0.849	0.956	0.944	0.654	0.876	0.920	0.759	0.955
NL	0.978	0.910	1	0.846	0.984	0.988	0.740	0.985	0.978	0.569	0.986
IT	0.873	0.875	0.820	1	0.882	0.857	0.833	0.821	0.914	0.741	0.903
SP	0.976	0.965	0.967	0.867	1	0.989	0.748	0.958	0.979	0.659	0.995
B	0.978	0.932	0.988	0.823	0.976	1	0.711	0.966	0.969	0.623	0.988
FI	0.787	0.620	0.770	0.703	0.736	0.734	1	0.736	0.815	0.591	0.779
IR	0.950	0.904	0.976	0.791	0.929	0.967	0.647	1	0.963	0.541	0.963
PO	0.987	0.929	0.981	0.886	0.974	0.975	0.806	0.949	1	0.659	0.989
A	0.696	0.688	0.575	0.603	0.677	0.585	0.150	0.167	0.636	1	0.677
EWU (cum)	0.974	0.931	0.977	0.821	0.964	0.973	0.672	0.969	0.968	0.609	-

(2) Korrelationskoeffizientenmatrix der Aktienmärkte der EWU-Mitgliedsländer

Bourse de Paris, der Schweizer Börse und Dow Jones entwickelt wurde, berücksichtigt aber weder nur die größten Unternehmungen (einige der größten Unternehmungen wie Volkswagen oder SAP fehlen), noch werden kleine und mittlere Unternehmungen und deren Kursentwicklung eingerechnet.

Das letztere ist vor allem deshalb bedenklich, weil gerade diese Unternehmungen besonderes innovativ sind und nicht zuletzt deshalb im Vergleich zu den Großunternehmungen überdurchschnittliche Renditen erzielen („small cap effect“ bei Fama/French, 1996 oder Kang/Schulz, 1997). Im Vergleich zum Dow Jones STOXX 50 ist das hier vorgestellte EWU-Indexportfolio in Marktbreite (Erfassung der Markt-

und damit auf einen hohen Grad an Markteffizienz an den Aktien- und Devisenmärkten schließen. Weil die Korrelationskoeffizienten wegen der nicht gleichlaufenden Kursentwicklung zwischen den nationalen Aktienmärkten durchweg – und zum Teil erheblich – geringer als eins sind, führt eine Internationalisierung des Aktienportfolios zu deutlichen Diversifikationsvorteilen. Die Korrelationskoeffizienten im unteren Teil der Matrix weisen dabei durchgängig geringere Werte auf als diejenigen im oberen Teil, so daß die Diversifikationsvorteile bei Berücksichtigung der Wechselkursbewegungen zunehmen.

Dieses Ergebnis ist allgemein beobachtbar und basiert auf der imperfekten Korrelation zwischen dem nationalen systematischen Risiko

oder die irisch-österreichische Relation (0.541 vs. 0.167) und eher schwach ausgeprägt für die deutsch-niederländische (0.979 vs. 0.978) und die deutsch-österreichische Relation (0.697 vs. 0.696). Allgemein ist aus der Tabelle ersichtlich, daß vor allem kleinere Länder sehr hohe Diversifikationsvorteile im europäischen Raum erzielen können (etwa Finnland und Österreich), während bei anderen diese Vorteile geringer ausfallen (etwa Deutschland und Frankreich). Die Ursache hierfür ist, daß die Enge der kleineren nationalen Märkte die Vorteile der Bildung eines nationalen Portfolios in engeren Grenzen hält als bei größeren nationalen Märkten, die auch ohne Vereinigung zu einem gemeinsamen Markt bereits größere Diversifikati-

onsvorteile ermöglichen. Inwieweit dieser Effekt allerdings auch in der Praxis anzutreffen ist, hängt davon ab, ob der „Home-bias“-Effekt in den kleineren Ländern tatsächlich so ausgeprägt ist wie in den größeren oder ob hier bereits heute die Aktienanleger häufiger als in den großen Ländern die Enge des heimischen Marktes verlassen.

Unsere Analyse belegt, daß sich Aktienanlegern in solchen Ländern stärkere Anreize bieten, bei der Planung ihres Aktienportfolios über den Tellerrand der heimischen Wirtschaft hinauszublicken. Dies schlägt sich auch in der Relation zum EWU-Indexportfolio nieder, welches die nationalen systematischen Risiken Finnlands und Österreichs wesentlich stärker reduziert als jene Deutschlands und Frankreichs.

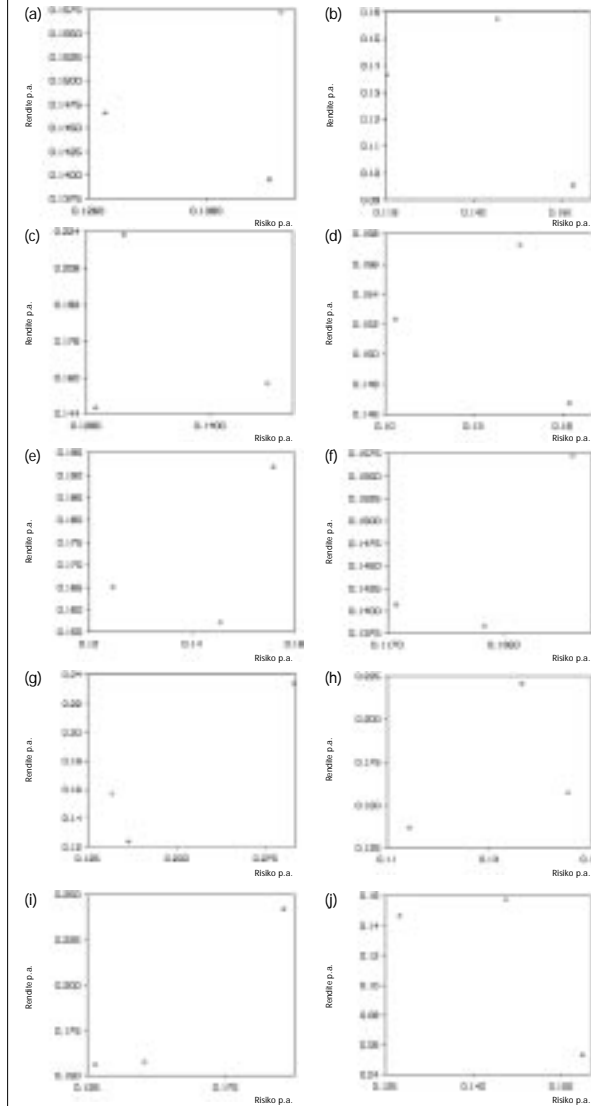
Anhand der Abbildung (3) lassen sich nationale sowie internationale Aktienportfolios mit Hilfe ihrer Rendite-Risiko-Position bewerten. Die Rendite wurde dabei durch die über den Jahresverlauf akkumulierten monatlichen Änderungsraten der nationalen Indizes sowie der EWU-Indexportfolios mit (ex) und ohne (cum) Währungsrisiko gemessen. Als Risikomaß wurde die auf Jahresbasis ermittelte Standardabweichung der monatlichen Veränderungen verwendet.

Ein Portfolio ist gemäß der Theorie von Markowitz (1952) nur dann vorteilhaft, wenn kein weiteres existiert, das bei gegebener Rendite ein geringeres Risiko aufweist oder bei gegebenem Risiko eine höhere Rendite. In der Abbildung (3) ist folglich ein Portfolio einem anderen immer dann vorzuziehen, wenn sich die Rendite-Risiko-Position des ersteren links oberhalb derjenigen des letzteren befindet. Ein Vergleich der Rendite-Risiko-Positionen nationaler

(3) Rendite-Risiko-Analyse nationaler Indizes (□), des EWU-Indexportfolios (ex, ◊) sowie des EWU-Indexportfolios (cum, △), 1993: 1–1997: 12. (a) Deutschland, (b) Frankreich, (c) Niederlande, (d) Italien, (e) Spanien, (f) Belgien, (g) Finnland, (h) Irland, (i) Portugal, (j) Österreich

Grafik: Eichen/Nelles/Weigend

Risiko und Rendite



Indizes und der EWU-Indexexportfolios zeigt, daß eindeutige Aussagen für Deutschland, Frankreich, Italien und Österreich möglich sind. In diesen Ländern bringt die internationale Diversifizierung unabhängig von der Veränderung der bilateralen Wechselkurse eindeutig Rendite-Risiko-Vorteile. Für alle anderen Länder ist die Vorteilhaftigkeit uneindeutig und hängt von der relativen Rendite-Risiko-Präferenz ab.

Eine nähere Betrachtung der EWU-Indexexportfolios mit und ohne Berücksichtigung der bilateralen Wechselkursveränderungen zeigt, daß sich durch die Eliminierung der Wechselkursschwankungen für Finnland Vorteile, für Spanien allerdings Nachteile für die Rendite-Risiko-Position ergeben. Bei allen anderen Ländern befindet sich das EWU-Indexexportfolio (ex) rechts oberhalb vom EWU-Indexexportportfolio (cum), so daß für diese Länder die Berücksichtigung der Wechselkursbewegungen eine Reduktion systematischer Risiken bei geringeren Renditeerwartungen verursacht.

Die mit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion verbundene Fixierung der bilateralen Wechselkurse der Teilnehmerländer impliziert demnach auf der Basis des verwendeten Datensatzes, daß eine Steigerung der Rendite europäischer Aktienportfolios zu erwarten ist, die sich allerdings auf Kosten verringerter Diversifikationsvorteile einstellt.

Internationale Portfolio-diversifikation und „home bias“

Die Ergebnisse der vorangegangenen Überlegungen lassen den Schluß zu, daß internationale Portfolios wie das EWU-Indexexportfolio gegenüber nationalen Indexportfolios Diversifikationsvorteile aufweisen. Diese Vorteile entstehen unabhängig von der Existenz einer einheitlichen Währung, werden durch letztere aber im Hinblick auf die Rendite-Risiko-Konstellation beeinflusst:

Stehen Renditeaspekte bei Anlegern im Vordergrund, so ergeben sich aus der Europäischen Währungsunion für nahezu alle Teilnehmerländer Vorteile. Mit der Fixierung der bilateralen Wechselkurse ist allerdings auch ein erhöhtes Portfoliorisiko verbunden, das bei überwiegender Risikoaversion der Aktienanleger als Nachteil der Währungsunion beurteilt werden muß.

Diese nachteilige Erhöhung des Portfoliorisikos durch Eliminierung der bilateralen nominellen Wechselkursschwankungen kontrastiert mit den traditionellen Argumenten für die Vorteilhaftigkeit einer Währungsunion aus der Perspektive des internationalen Handels und der Bewertung ausländischer Direktinvestitionen. So wirkt sich die reduzierte Erwartungsunsicherheit über die Entwicklung der relativen Preise durch die Eliminierung von Wechselkursschwankungen positiv auf das internationale Handelsvolumen aus (vgl. Visser, 1995). Ferner stimuliert die verminderte Schwankung („Volatilität“) der relativen Preise das Volumen ausländischer Direktinvestitionen (vgl. Dixit und Pindyck, 1994).

Die im Rahmen des vorangegangenen Kapitels aufgezeigten Diversifikationsvorteile internationaler Portfolios hätten in der Vergangenheit bereits zu einer verstärkten internationalen Ausrichtung europäischer Portfolios führen müssen. Demgegenüber zeigen zahlreiche empirische Untersuchungen eine starke Präferenz der Anleger für inländische Investments. Dieses „Home-bias“-Phänomen haben Feldstein und Horioka (1980) anhand einer hohen Korrelation nationaler Spar- und Investitionsvolumina verdeutlicht. Bhandari und Mayer (1990) zeigen jedoch, daß diese Korrelationen innerhalb des Europäischen Währungssystems wesentlich geringer sind als für Länder, die dem System nicht angehören. Im Gegensatz dazu haben Bayoumi und Rose (1993) keine Korrelation zwischen

regionalen Spar- und Investitionsvolumina innerhalb Großbritanniens feststellen können.

Zusammengenommen deuten die oben genannten Studien auf den wesentlichen Einfluß von Wechselkursrisiken bei der Erklärung des „Home-bias“-Phänomens hin. Zwar stehen Hedginginstrumente (wie Forwards, Futures, Options, Swaps) zur Absicherung des Wechselkursrisikos zur Verfügung, diese sind aber mit Kosten für den Anleger verbunden. Sie reduzieren die Rendite des internationalen Portfolios und können damit das „Home-bias“-Phänomen begründen.

Unabhängig von den variablen Kosten für die Absicherung des Wechselkursrisikos lassen sich weitere fixe sowie variable Kosten einer internationalen Portfoliodiversifikation aufzählen. Zu den fixen Kosten zählen Sprachbarrieren, institutionelle Aspekte wie die ungenügende Kenntnis der rechtlichen Rahmenbedingungen sowie zusätzliche Informationskosten. Variable Kosten beinhalten die Kosten des An- und Verkaufs ausländischer Devisen sowie unterschiedliche Kapitaleinkommensbesteuerungen im In- und Ausland.

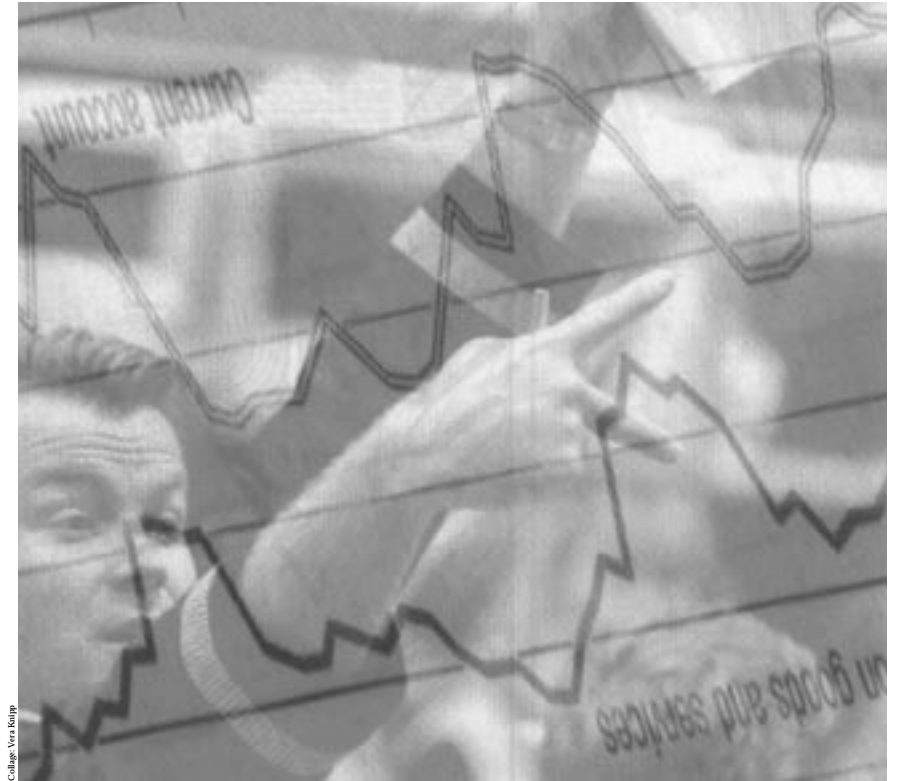
Gemessen am Renditegewinn eines diversifizierten internationalen Portfolios stellen die fixen Kosten im allgemeinen keine Markteintrittsbarriere dar (vgl. Tesar und Werner, 1995). Zu beachten ist allerdings, daß fixe Kosten in Form von institutionellen Rigiditäten gerade in Europa eine bedeutende Rolle spielen. So werden beispielsweise deutschen und spanischen Versicherungen sowie Pensionsfonds nur in begrenztem Umfang internationale Portfoliodiversifikationen ermöglicht (The Economist, 1998). Ferner verweist Dumas (1994) auf die Bedeutung asymmetrischer Informationen zur Erklärung des „Home-bias“-Phänomens.

Im Rahmen der empirischen Untersuchung des zweiten Kapitels wurde das Risiko auf der Basis historischer Standardabweichungen be-

wertet. Unzureichende Informationen über ausländische Unternehmen sowie Märkte können jedoch dazu führen, daß Anleger für das Halten ausländischer Wertpapiere eine zusätzliche Risikoprämie verlangen, die nicht in den historischen Standardabweichungen berücksichtigt wird. Bei den variablen Kosten spielen un-

Quellensteuer auf die Erträge aus ausländischen Wertpapieren auf die heimische Einkommenssteuer anzurechnen (Anrechnungsmethode). Die Kosten im An- und Verkauf von Devisen zum Erwerb der ausländischen Aktien hingegen sind durchaus bedeutsam und werden durch die jeweilige Spanne zwischen Ver-

union auf unterschiedliche Weise beeinflusst. Zunächst entfällt mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion das Wechselkursrisiko durch die endgültige Fixierung der bilateralen Wechselkurse. Hierdurch fehlt künftig einerseits die Notwendigkeit des Hedgings zur Absicherung des Wechsel-



Collage: Vera Kopp

terschiedliche Kapitaleinkommensbesteuerungen in- und ausländischer Aktien zur Erklärung des „Home-bias“ eine untergeordnete Rolle, zumal diese üblicherweise steuerlich geltend gemacht werden können (vgl. French und Poterba, 1991). So besteht etwa die Möglichkeit, die nichtleistungsfähige ausländische

kaufs- und Ankaufskurs („bid-ask spreads“) determiniert. Diese „bid-ask spreads“ machen im Eurodevisenhandel in der Regel 12,5 Basispunkte p. a. aus, also 0,125 Prozent (vgl. Campa und Chang, 1996).

Die verschiedenen Facetten des „Home-bias“-Phänomens werden durch die Europäische Währungs-

kursrisikos eines internationalen Portfolios, andererseits werden die „bid-ask spreads“ durch die Eliminierung der bilateralen Wechselkursvolatilität reduziert (Bollerslev und Melvin, 1994).

Beides trägt zu einem sprunghaften Anstieg der Rendite von Auslandsinvestitionen innerhalb des ein-

heitlichen Währungsraums bei und führt somit zu einer stärkeren internationalen Diversifikation. Zudem wird mit Beginn der Währungsvereinheitlichung bis zum Jahre 2002 die Notwendigkeit des Währungsumtausches komplett eliminiert und damit die noch bestehenden „bid-ask spreads“ geschlossen, was sich in einem weiteren Anstieg der Renditen bemerkbar machen wird. Schließlich ist zu erwarten, daß der verstärkte Handel in europäischen Indizes wie dem Top 50 EWU sowie deren Derivaten zu erhöhter Markttransparenz und damit zu einem Abbau asymmetrischer Informationen im europäischen Aktienmarkt führt.

All diese Einflüsse tragen zur Überwindung des „Home-bias“-Phänomens bei, indem sie die Vorteilhaftigkeit internationaler Portfoliodiversifikationen erhöhen. Die Europäische Währungsunion bietet damit die Chance zur Überwindung der „Home-bias“-Bewertungsanomalie auf dem europäischen Aktienmarkt.

Fazit

Der vorliegende Beitrag hat die Performance nationaler europäischer Aktienindizes mit derjenigen eines EWU-Indexportfolios verglichen. Letzteres wurde als Durchschnitt der europäischen Aktienindizes der voraussichtlichen Teilnehmerländer der Europäischen Währungsunion konstruiert, wobei die Gewichtung durch die relativen Anteile der nationalen Marktkapitalisierung an der EWU-Marktkapitalisierung vorgenommen wurde. Ein Vergleich der Rendite-Risiko-Position nationaler Indizes und der EWU-Indexportfolios zeigt, daß eine internationale Diversifizierung für Deutschland, Frankreich, Italien und Österreich eindeutige Vorteile bringt, für die anderen potentiellen EWU-Teilnehmerländer die Vorteilhaftigkeit aber von der relativen Rendite-Risiko-Präferenz abhängt. Insgesamt weisen die Ergebnisse der Überlegungen auf die Vorteilhaftigkeit internationaler

Portfoliodiversifikationen am europäischen Aktienmarkt hin.

Demgegenüber zeigt sich in der Praxis des Portfoliomanagements bei Anlegern eine starke Präferenz für nationale Anlagen. Dieser „home bias“ kann auf eine Reihe von Einflußfaktoren zurückgeführt werden, wie auf die Existenz des Wechselkursrisikos, auf die Kosten im An- und Verkauf von Devisen sowie auf das Vorliegen asymmetrischer Informationen.

Die dritte Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion eliminiert durch die Fixierung der bilateralen Wechselkurse das Wechselkursrisiko und schließt im Zeitpunkt der Währungsvereinheitlichung die noch existierenden Spannen zwischen An- und Verkauf ausländischer Devisen („bid-ask spreads“). Letzteres erhöht die Rendite europäischer Aktieninvestitionen und wird sich stimulierend auf die Internationalisierung der Aktienportfolios sowie auf die Überwindung des „Home-bias“-Phänomens auswirken. Diese Internationalisierung wird zudem durch die Bildung neuer europäischer Indizes wie etwa dem Top 50 EWU beschleunigt werden. Ein verstärkter Handel in diesen Indizes sowie die Bedeutung dieser Indizes als Richtwerte (Benchmarks) wird dann auch zu weitreichenden Konsequenzen im Rahmen strategischer Unternehmensbewertungen führen. So ist davon auszugehen, daß künftig die kapitalmarktorientierte Ermittlung der Kosten des Eigenkapitals als mögliche Alternativrendite der Aktienanleger nicht mehr auf der Basis nationaler Indizes, sondern relativ zu europäischen Indizes erfolgt. Die sich hieraus ergebende Internationalisierung der Bewertung von Unternehmen und deren strategischen Geschäftsfeldern dürfte zu einem Abbau von Informationsasymmetrien im Hinblick auf ausländische Aktienengagements beitragen und somit die Überwindung des „home bias“ innerhalb Europas zusätzlich fördern.

Summary

The present paper analyzes the international correlations of the national stock markets and identifies the potential gains which can be reaped by means of international diversification in the emerging European stock market relative to a strategy of purely national diversification both before and after EMU comes into effect. To facilitate a comparison of the *pre-* and *post-*EMU effects of international diversification in European stock markets, we construct an EMU index-portfolio as an average of the national stock market indices weighted by the respective national market capitalizations. The results of our empirical analysis strongly recommend international investments in European stock markets.

Anmerkung:

1) Als „Markt-“ bzw. „Börsenkapitalisierung“ bezeichnet man das Produkt aus dem Kurswert der Aktien und der Anzahl der Aktien. Da die „Aktienkultur“ in den USA viel weiter entwickelt ist als in Europa und speziell in Deutschland, ist dort die Börsenkapitalisierung der Unternehmungen im Vergleich zur Wirtschaftskraft deutlich höher. Im Rahmen dieser Untersuchung wurde die Marktkapitalisierung „Ultimo 1997“ zugrunde gelegt. Setzt man auf dieser Basis die Marktkapitalisierungen von Teilmärkten der Länder ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung des Gesamtmarktes, so erhält man die Marktkapitalisierungsraten der Teilnehmerländer.

Die Autoren:

Rainer Elschen studierte von 1972 bis 1976 Wirtschaftswissenschaften in Bochum. 1982 promovierte er dort, 1987 folgte die Habilitation. 1988 übernahm er zwei Vertretungsprofessuren (C4) in Köln und Trier, im selben Jahr erreichten ihn Rufe nach Bremen (Finanzwirtschaft) und Duisburg (Steuerlehre). Ab 1989 übernahm er die Professur in Duisburg und folgte 1993 einem Ruf nach Aachen sowie nach Halle-Wittenberg. 1997 erhielt er Rufe nach Wuppertal und Essen, denen er 1997 nach Wuppertal und 1998 nach Essen (Finanzwirtschaft und Banken) nachkam. Michael Nelles studierte von 1985 bis 1990 Betriebswirtschaftslehre an der Universität

GH Essen, promovierte hier 1994 und arbeitete als Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Internationale Wirtschaftsbeziehungen. Zudem arbeitet er als Lehrbeauftragter an den Universitäten Bielefeld (Geld und Währung, seit 1996) und Wuppertal (Finanzen und Revision, seit 1998). Nach seiner Habilitation im Mai 1999 wechselte Nelles an die Universität Wuppertal (Finanzwirtschaft).

Literatur:

- Bayoumi, T., und A. K. Rose (1993): Domestic Savings and International Capital Flows. *European Economic Review* 37, S. 1197–202
- Bhandari, J., und T. Mayer (1990): A Note on Savings/Investment Correlation in the EMS. *International Monetary Fund, Working Paper* 90/97
- Bollerslev, T., und M. Melvin (1994): Bid-Ask Spreads and Volatility in the Foreign Exchange Market – An Empirical Analysis. *Journal of International Economics* 36, S. 355–372
- Brealey, R. A., und S. C. Myers (1996): *Principles of Corporate Finance*. 5th ed. McGraw-Hill, New York
- Campa, J. M., und P. H. K. Chang (1996): Arbitrage-Based tests of Target Zone Credibility: Evidence from ERM Cross-Rate Options. *American Economic Review* 86, S. 726–740
- Dixit, A. K., und R. S. Pindyck (1994): *Investment Under Uncertainty*. Princeton University Press, Princeton
- Deutsche Morgan Grenfell (1998): *Equity Phoria: Exploring New Dimensions*. Deutsche Bank, Frankfurt
- Dumas, B. (1994): Partial Equilibrium versus General Equilibrium Models of the International Capital Market. In: F. Van der Ploeg (ed.): *The Handbook of International Macroeconomics*. Blackwell, Oxford, S. 301–334
- Fama, E.-F., und K. R. French (1996): Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance* 51, S. 55–84
- Feldstein, M., und C. Horioka (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal* 90, S. 314–329
- French, K. R., und J. M. Poterba (1991): Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 81, S. 222–226
- Kang, J.-K., und R. M. Stulz (1997): Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. *Journal of Financial Economics* 46, S. 3–28
- Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7, S. 77–91
- Nelles, M. (1996): Aktien- und Wechselkursdynamik im Keynesianischen Modell. *Kredit & Kapital* 29, S. 32–53
- Solnik, B. (1996): *International Investments*. 3rd ed., Addison-Wesley, Massachusetts
- Tesar, L. L., und I. M. Werner (1995): Home Bias and High Turnover. *Journal of International Money and Finance* 14, S. 467–492
- *The Economist* (1998): Europe's Index Wars. 21. 2. 1998, S. 86
- Visser, H. (1995): *A Guide to International Monetary Economics*. Edward Elgar, Aldershot

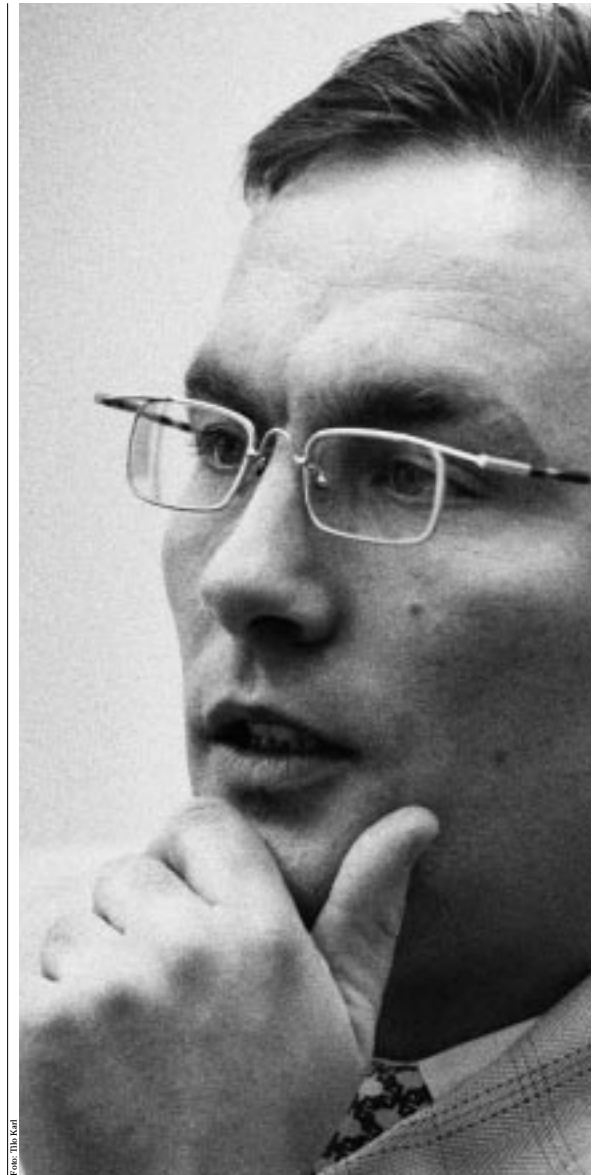


Foto: Thilo Reif

Michael Nelles