

*Newsletter März 2017*

## Die Beine der Börse

Politische Börsen haben kurze Beine, heisst es. Ist es so leicht, „politische“ Börsen von anderen, sagen wir „wirtschaftlichen“ Börsen abzugrenzen? Was war der Ölpreis-Schock nach dem Yom-Kippur-Krieg im Oktober 1973? War der Lieferboykott, von den OPEC-Ländern ausgesprochen gegen jene Staaten, die nach Auffassung ihrer arabischen Mitglieder eine zu Israel-freundliche Politik betrieben, etwa kein politischer Entscheid? Waren die Ölpreis-Erhöhungen in den vier Folgejahren markt- oder politikinduziert? Sie waren politisch (s. dazu „*The Prize*“, das über 800 Seiten umfassende Standardwerk von Daniel Yergin zur Geschichte des Öls, von den Anfängen bis 2008). Sie hatten Folgen für Güter- und Geldwirtschaft, Beschäftigung, Inflation, ökonomische Paradigmen („Fiskalismus“ wurde durch „Monetarismus“ ersetzt), bis hin zur grossen Bankenkrise, die 1982 mit Zahlungsausfällen Mexikos begann und sich schlussendlich ausweitete in alle Länder, die damals unter dem Kürzel LDC für „Less Developed Countries“ zusammengefasst wurden – mit anderen Worten: Alle, ausser die industrialisierten Länder des damaligen Westens. Diese spezifische Bankenkrise hatte ihren Ursprung darin, dass die ölproduzierenden, vor allem nahöstlichen Staaten ihre gewaltigen Geldüberschüsse bei westlichen Banken deponierten, die ihrerseits diese nicht treuhänderisch weiterleiteten, sondern wegen der grösseren Marge auf ihre Bücher nahmen und Kredite an Staaten vergaben, deren Zahlungsbilanz-Defizite durch die expansiven Ölpreiserhöhungen explodierten. Als diese Länder zahlungsunfähig wurden, schlingerten die amerikanischen und europäischen Banken in gefährlicher Weise. Die Stabilisierung des US-Bankensystems erfolgte erst 1990 mit der Einführung der sogenannten Brady Bonds, während die europäischen Banken sich dadurch retteten, dass sie die Abschreibungen auf Ausleihungen an notleidende Staaten über damals übliche stille Reserven abbuchen konnten.

Nach Niklas Luhmann kann eine klare Trennung zwischen den einzelnen sozialen Systemen wie Politik, Rechtssystem, Wirtschaft, Religion, Sprache, Börse und andere nicht vorgenommen werden. Alle sozialen Systeme sind geschlossen und offen zugleich: offen in dem Sinne, dass einige miteinander kommunizieren, sich gegenseitig beeinflussen, allerdings nicht kontinuierlich und auch nicht stets in gleichem Ausmass. Entre parentèses: Wer glaubt, dass kulturelle, religiöse oder andere ausserwirtschaftliche Systeme keinen Einfluss auf Anlagestrategien hätten, täuscht sich gewaltig. Stichworte: islamkonformes Investieren, nachhaltiges Investieren, u.a.m. Geschlossen werden soziale Systeme dadurch, dass ihre Entwicklung von einer Bifurkation zur anderen übermässig von einem Block von angenommenen Ideen, Wertvorstellungen, wissenschaftlichen Theorien geprägt sind und andere vernachlässigt werden. Zwischen den Bifurkationen kommt ein Lock-in zu-

stande: ein paradigma-ähnliches Verhältnis beherrscht den Mainstream und wird nicht weiter hinterfragt. Wer nicht dazugehört, dessen Stimme wird nicht wahrgenommen, z.B. jene von William White, dem seinerzeitigen Chef-Ökonomen der BIZ, der schon ab 2005 vor einer globalen Finanzkrise infolge einer eines Tages platzenden Immobilienblase warnte. Wer trotzdem zu hinterfragen wagt, ist ein Outsider, wie seinerzeit etwa Hyman Minsky oder sogar Friedrich von Hayek. Das Diktat von „publish or perish“ zwingt auch die meisten Wissenschaftler dazu, konform zu denken, konform nach Lösungen zu suchen, sich dem Konsens zu beugen und dabei die Suche nach Wahrheit in der Kant'schen Definition zu kompromittieren.

Ich habe den Eindruck, dass „*Die Gesellschaft der Gesellschaft*“, wie Luhmann die Summe der sozialen Systeme nannte und daher sein Opus Magnum unter diesen Titel setzte, an einen Bifurkationspunkt angekommen ist, der sich auf politischer Ebene manifestiert und auf die potentielle Entstehung von neuen Paradigmen an den Börsen einwirkt. Aus meiner Sicht ist das Links-Rechts-Schema, das in der französischen Nationalversammlung nach der Revolution von 1789 aufgestellt wurde, in Auflösung begriffen und scheint ersetzt zu werden durch „Inklusivisten“ auf der einen Seite, die weiterhin offene Gesellschaften in Popper'schen Sinne befürworten und „Exklusivisten“, die die Segnungen ihrer Parochie exklusiv auf jene beschränken wollen, die ihrem Spiegelbild entsprechen. Damit löst sich jenes Paradigma auf, das seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges kontinuierlich in ganz Europa, den USA (u.a. z.B. durch die Bürgerrechtsgesetze der Administrationen Kennedy und Johnson eingeleitet) bis hin zu Südafrika (Abschaffung der Apartheid) seine virale Ausbreitung fand.

„*Die Gesellschaft der Gesellschaft*“ der Nachkriegszeit liess „*Die Wirtschaft der Gesellschaft*“ (ein anderer Buchtitel von Luhmann) zu einer im Vergleich zu jeder Epoche (selbst zu jener als besonders liberal geltenden von 1860 bis 1914) durchdringlichsten gedeihen. Sie führte zu einer globalen wirtschaftlichen und politischen Verflechtung, die globalisierte Konzerne entstehen liess, aber auch grenzüberschreitende, aus der Zivilgesellschaft erwachsene NGOs, (Amnesty International, Human Rights Watch, WWF, Médecins Sans Frontières u.v.a.m.) und legislativen Einfluss nehmende zwischenstaatliche Organisationen (OECD, G20). Die soziökonomische Verflechtung entwickelte sich vertikal und horizontal. Die Folge für die Börse war, dass von Jahr zu Jahr die Diversifikation über Sektoren generell bessere Resultate als über Länder erzielte, was Dank der Effizienzmarkthypothese (ein typischer wissenschaftlicher Lock-in) und des ihr entstammenden Top-Down-Ansatzes übersehen wurde. Ein paar wenige Beispiele: Als der Nikkei Ende 1999 51% tiefer als zehn Jahre zuvor notierte, wiesen viele japanische Aktien eine 10-Jahres-Performance aus, die jener des S&P 500 entsprach oder übertraf. Darunter befanden sich beileibe nicht nur Technologie-Aktien, sondern auch Vertreter „altmodischer“ Industrien, wie z.B. der Reifenhersteller Bridgestone, Fuji Heavy Industries, Honda, KAO (Chemie), Nippon Sheet Glass und andere mehr. Oder: Während

der S&P 500 vor der Finanzkrise seine Kursspitze im Oktober 2007 erreichte, stiegen nicht bloss die relativen, sondern auch die nominellen Preise bis Juni 2008 von Sektoren mit Namen wie Basic Materials, Basic Resources, Chemicals, Coal, Construction Materials (mitten in der Immobilienkrise!), Energy, mehrere Industriegruppen aus Industrials, Food, Gas, Utilities, Heavy Construction (!), Heavy Machinery, Industrial Transportation, um nur einige zu nennen. Die Liste könnte noch erheblich erweitert werden.

Soweit mir geschichtliche Daten vorliegen ist belegt, dass in den USA seit Beginn meiner Datensammlung, die auf 1946 zurückgeht, Sektoren oft massiv vom S&P 500 abgewichen sind. Mit der Zunahme der Globalisierung und der weitgehenden Homogenisierung der Geldpolitik hat sich die Performance der Sektoren zwischen den Regionen stark angenähert – gleichgültig ob linke (Mitterrand, Blair, Schröder) oder rechte (Reagan, Thatcher) Regierungen an der Macht waren. Gleichzeitig entstanden durchaus beachtliche Divergenzen zwischen den Länderindizes, ganz davon abhängig, welche Sektoren in welchen Indizes wie vertreten waren.

Der erste moderne „Exklusivist“ seit vielen Jahrzehnten, wahrscheinlich seit Ende des zweiten Weltkrieges, der an die Macht über Wahlen kam, ist Donald Trump. Seine Politik scheint Erniedrigung anderer und Angrandissement seiner selbst zu sein. Das strategische Mittel dazu ist der Ausschluss von Gruppen durch pauschale Diabolisierung. Auf die Börse hat er bisher, wenn man genau hinschaut, im Gegensatz zu oberflächlich recherchierten Stellungnahmen, keinen Einfluss gehabt. Die relativ stärksten Sektoren, Industrien und zumeist auch Aktien vor seinem Wahlsieg haben nach seinem Wahlsieg und nach seinem Antritt der Präsidentschaft ihre Trends fortgesetzt. Das ist auch nicht erstaunlich, sind doch seitens der Administration Trump noch keine Botschaften an den Kongress ergangen. Hektisch erlassene Dekrete hatten zu keinem Zeitpunkt eine oder beide Kammern des Kongresses zu passieren. Die Pièce de Résistance im Seilziehen zwischen „Exklusivisten“, unter denen es in den republikanischen Fraktionen in Repräsentantenhaus und Senat einige gibt, und „Inklusivisten“, von denen es auch einige gibt, und zwar sowohl bei Republikanern als auch bei Demokraten, werden Budget- und Handelsverträge darstellen. Ich gehe davon aus, dass bei obsiegen der „Exklusivisten“ ein entscheidender Moment für die Börse entstehen würde, „politische Beine“ wachsen zu lassen, die Marathontauglichkeit haben. Sie könnten – und genau darauf muss die Fokussierung unserer Beobachtungen liegen – bisherige Muster kippen. Wenn die zum Dorf geschrumpfte Welt entflochten wird und Regionen wie mittelalterliche Städte ummauert werden, entpuppen sich andere Muster zu den erfolgsträchtigen an der Börse als die bisherigen. Den Einstieg zur Erkenntnis was sich verändert, liegt wie meistens in der Veränderungsrate der relativen Preise. Statt Dogmen zu nähren, was an der Börse zu allen Zeiten und unter allen Bedingungen funktioniert und was nicht, geht es um das, was die *Adaptive Market Hypothesis* von einem Andrew Lo oder die *Evolutionary Finance* von einem Thorsten Hens nahelegen: Die erfolgreichen

Strategien, die die verschiedenen Populationen auslösen werden, an ihren Anfängen zu entdecken. Biologische oder künstliche Intelligenz: beide passen sich pfadabhängig an erfolgreiche Strategien an. Das sollten wir auch tun, womit wir bei dem angelangt wären, was der Nobelpreisträger Herbert Simon als prozedurale Rationalität bezeichnete.

Unifinanz Trust reg.  
Alfons Cortés  
Geschäftsführender Partner

## Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer  
Dienstleistungspalette auf  
[www.unifinanz.li](http://www.unifinanz.li)

