

Michael M. Bechtel (Konstanz)

Tanzt auch die Politik auf dem Börsenparkett? Wahlen, Parteipolitik und die Entwicklung von Aktienmärkten

Wie wichtig sind Wahlen und die Parteizugehörigkeit von Regierungen für die Entwicklung des Aktienmarktes? Um diese Frage zu beantworten, liefert der vorliegende Beitrag eine kritische Bestandsaufnahme zur Wirkung von Politik auf Aktienmärkte. Nach einer kurzen Skizzierung jener beiden polit-ökonomischen Grundmodelle, die die Forschung zum Zusammenhang zwischen Politik und Aktienmarkt inspiriert hat, werden die Befunde empirischer Studien zu Wahlzyklus- und Partieeffekten vorgestellt und kritisch beleuchtet. Dabei wird insbesondere herausgearbeitet, warum die klassischen, vor dem Hintergrund des amerikanischen politischen Systems entwickelten polit-ökonomischen Modelle nicht ohne weiteres auf andere Länder übertragbar sind und welche potentielle Bedeutung institutionelle Charakteristika für den Einfluss von Politik auf Aktienmärkte haben. Der Aufsatz schließt mit einer Zusammenfassung und einigen Anmerkungen für weitere Forschungsanstrengungen.

Keywords: Parteipolitik, Parteien, Wahlen, Aktienmärkte, Wirtschaftspolitik, Demokratie government partisanship, parties, elections, stock markets, economic policy, democracy

1. Einleitung

Aktienmärkte sind aus entwickelten Volkswirtschaften nicht mehr wegzudenken. Sie sind entscheidend für den wirtschaftlichen Wohlstand eines Landes (Demirgütç-Kunt/Levine 1996; Levine/Zervos 1998, 1996) und nicht zuletzt deshalb regelmäßig Gegenstand der öffentlichen Berichterstattung. Häufig wird dabei die Politik für Börsenentwicklungen verantwortlich gemacht. Glaubt man der Berichterstattung, so sorgte beispielsweise der Ausgang der Bundestagswahl am 22. September 2002 auf dem deutschen Börsenparkett nicht für Freudentänze. Am Montagmorgen nach der Wahl zeigte der Nachrichtensender BBC das Bild eines von Sorgenfalten gezeichneten, trübselig dreinblickenden Frankfurter Börsianers. „Schroeder victory hits German stocks“¹ lautete die Schlagzeile der Meldung.

Wie im Falle der Börsenreaktion auf die Wiederwahl der rot-grünen Koalition im Jahr 2002 bringen Nachrichtenagenturen, Kommentatoren des Zeitgeschehens aber auch Analysten von Investmentbanken die Börsenentwicklung häufig mit Politik in Verbindung. Das Unternehmermagazin Impulse berichtete zum Beispiel im Vorfeld der Bundestagswahl 1998 ausführlich über die möglichen Folgen des Wahlausgangs für die Börsenentwicklung: „Schwarz oder Rot? Die Frage nach dem Sieger der Bundestagswahl beschäftigt sowohl private als auch professionelle Investoren. Sie schauen gespannt auf den 27. September. Denn schließlich entscheidet der Wahlausgang über die Anlagestrategie der nächsten Monate und Jahre“², lautete die Überschrift des Beitrags. Die Anlegerzeitschrift Capital gab ihren Lesern vor der Bundestagswahl 2002 Tipps für parteipolitisch „kluge“ Investitionsentscheidungen mit dem Titel: „Weiter so? Bun-

destagswahl. [...] Wie sich die Rezepte von Rot-Grün und Schwarz-Gelb auf Ihr Portmonee auswirken“.³

Während sich vor allem die amerikanische Politikwissenschaft bereits intensiv der Frage nach dem Einfluss von Politik auf den Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten angenommen hat (Leblang/Mukherjee 2005; Booth/Booth 2003; Santa-Clara/Valkanov 2003; Herron et al. 1999; Gärtner/Wellershoff 1995; Roberts 1990), wurde die mögliche Verknüpfung von Politik und Börse in der deutschsprachigen Politikwissenschaft bislang mit beeindruckender Hartnäckigkeit ignoriert. Dies überrascht aus mindestens zwei Gründen. Erstens, weil der enorme Bedeutungszuwachs von Aktienmärkten als eine zentrale Dimension der Globalisierung in der politischen Ökonomie und der Globalisierungsforschung inzwischen unumstritten ist (Beisheim/Walter 1999). Die bloßen Zahlen sind in der Tat eindrucksvoll. Der Wert der an einem einzigen Tag auf den Kapitalmärkten weltweit gehandelten Aktien ist von 1994 bis 2006 von durchschnittlich 10 auf über 65 Billionen Dollar angestiegen.⁴ Dies entspricht einem Wachstum von über 650 Prozent. Die deutsche Börse kann eine ähnliche Wachstumsentwicklung vorweisen. Auf dem deutschen Börsenparkett wurden 2006 an einem einzigen Tag Aktien im Wert von durchschnittlich 250 Milliarden Dollar umgesetzt. Inzwischen übertrifft also das durchschnittliche Handelsvolumen von nur zwei Tagen den Bundeshaushalt eines gesamten Jahres bei weitem.

Zweitens, weil in der Politikwissenschaft ein breiter Konsens darüber besteht, dass der enorme Anstieg internationaler Kapitalströme auf den Finanzplätzen der Welt mit einem sich intensivierenden Wettbewerb der Nationalstaaten um Investitionen in ihre Kapitalmärkte einherging. Diese Entwicklung förderte die Vorstellung, dass die Globalisierung den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum von Regierungen verringert (Kurzer 1993; Sattler et al. 2008; Freeman 2008). Denn Investoren können ihr Kapital innerhalb von wenigen Sekunden aus dem Kapitalmarkt des einen Landes in den Markt eines anderen Staates verschieben, wenn ihnen dort eine möglicherweise politisch verursachte, höhere Rendite winkt. Eine Behauptung in der Globalisierungsforschung lautet nun, dass sich die zunehmend globalisierte Wirtschaft dem Einfluss von nationaler Wirtschaftspolitik entzieht oder gar bereits entzogen hat (Kurzer 1993; Hirschman 1970) und dies Parteien wie auch Wähler zur Verfolgung marktfreundlicher Politiken zwingt (Sattler et al. 2008; Freeman 2008). Für die Politikwissenschaft ergeben sich aus diesem Umstand eine Reihe bedeutender Fragen, die direkt auf die (verbliebene) Qualität demokratischen Regierens gerichtet sind: Haben Regierungen im Zeitalter der Globalisierung einen Einfluss auf die Wirtschaft in entwickelten Demokratien? Spielen Wahlen und/oder die parteipolitische Zusammensetzung der Regierung noch eine Rolle? Können Parteien (wähler-)klientelistische Politik betreiben, bei der einige Wirtschaftsbranchen auf Kosten anderer Sektoren profitabler gemacht werden? Erlauben bestimmte politische Systeme ihren Regierungen mehr effektive Regelungsfähigkeit als andere?

Die Herausforderungen entgrenzter Kapitalmärkte an die wirtschaftliche Regelungsfähigkeit von Demokratien sorgte nicht nur in der Wissenschaft für Diskussionsstoff, sondern schürte auch in der Öffentlichkeit eine intensive Debatte, meist gepaart mit geharnischter Kritik, etwa an der „unstillbaren Renditesucht“ internationaler Finanzinvestoren oder der vermeintlich überzogenen „Shareholder-value“-Orientierung von Unternehmen.⁵ Auch die Politik mischt in der Debatte um die Begleitphänomene und Folgen scheinbar denationalisierter Aktienmärkte kräftig mit. Das – möglicherweise latente – Bewusstsein um die hohe Kapitalmobilität und ihre Folgen wurde zum Beispiel im Frühjahr 2005 von der Politik in Form der „Heuschreckendebatte“ aufgegriffen. Der damalige SPD-Parteivorsitzende Franz Müntefering bezeichnete dabei international tätige Investoren als „Heuschreckenschwärme“, die bei ihrer Suche nach maximaler Rendite ohne

Rücksicht auf Menschen agierten. Das Wort „Heuschrecken“ schaffte es in der Folge zum Börsernunwort des Jahres 2005.

Was kann nun aber von wissenschaftlicher Seite zum Zusammenhang zwischen Politik und Aktienmarkt gesagt werden? Die vorliegende Arbeit bietet erste kritische Bestandsaufnahme der wesentlichen empirischen Befunde zur Wirkung von Politik auf Aktienmärkte. Hierzu werden zunächst jene Gründe thematisiert, die eine politikwissenschaftliche Beschäftigung mit dem Zusammenhang zwischen Politik und Aktienmarkt motivieren und gleichzeitig die Anbindung dieses Forschungsfelds an übergeordnete Fragestellungen der Politikwissenschaft herstellen. Sodann sind jene beiden polit-ökonomischen Grundmodelle komprimiert zu skizzieren, auf denen die Masse der empirischen Arbeiten implizit oder explizit aufbaut. Diese beiden, im englischen unter dem Überbegriff „Political Business Cycle Models“ rubrizierenden Ansätze sind zum einen das Opportunitäts- (Nordhaus 1975; MacRae 1977) und zum anderen das Parteidifferenzmodell (Hibbs 1977). Beide setzen das strategische Verhalten von Regierungen mit der wirtschaftlichen Entwicklung in Beziehung (Alesina et al. 1997). Die empirische Literatur zur Wirkung von Politik auf Aktienmärkte wird sodann in zwei Großbereichen, Wahlzykluseinflüsse und Parteieffekte, vorgestellt und kritisch diskutiert.⁶ Der Schluss fasst die bisherigen Ergebnisse zusammen und bietet einige Anmerkungen für weitere Forschungsanstrengungen.

2. Politik und Aktienmärkte: Motivation und Erkenntnisinteresse

Die politikwissenschaftliche Beschäftigung mit dem Einfluss von Politik auf Aktien- und Börsenentwicklungen ist kein Selbstzweck. Die Literatur hat (mindestens) vier Gründe anzubieten, die das gesteigerte politikwissenschaftliche Interesse an der politischen Ökonomie von Aktienmärkten erklären und insbesondere die Relevanz der Befunde für übergeordnete Forschungsfragen der Politikwissenschaft verdeutlichen. Dies ist erstens die Möglichkeit, die Erklärungskraft etablierter politikwissenschaftlicher und polit-ökonomischer Theorien an einem besonders bedeutsamen Untersuchungsgegenstand zu evaluieren. Ein zweiter Grund besteht darin, dass es eine Untersuchung der politischen Determinanten der Aktienmarktentwicklung ermöglicht, der Frage nach der Bedeutung von Wahlen und (Partei-)Politik für die Entwicklung der Wirtschaft nachzugehen. Drittens kann die Forschung mit Hilfe von Aktienreaktionen auf Politik erstmalig die Existenz redistributiver Effekte von klientelistischer (Partei-)Politik auf Sektoren- oder gar Unternehmensebene untersuchen. Viertens erlaubt die Verwendung von hochfrequenten Finanzmarktdaten eine realistischere Mikrofundierung der ökonomischen Effekte von Politik.

2.1 Erklärungskraft etablierter politikwissenschaftlicher Theorien

Ein erster Grund für das Interesse am Zusammenhang zwischen politischen Ereignissen und Aktienmärkten ist die Möglichkeit, etablierte politikwissenschaftliche Theorien mit empirischer Evidenz zu konfrontieren. Wie King et al. (1994) unter Rückgriff auf die erkenntnistheoretischen Arbeiten von Karl R. Popper (1934) betonen, ist es für wissenschaftlichen Fortschritt besonders wichtig, dass möglichst viele empirisch beobachtbare Implikationen einer Theorie abgeleitet und empirisch überprüft werden. Denn je mehr Implikationen einer Theorie empirische Überprüfungen erfolgreich überstehen, desto höher die Erklärungskraft der Theorie und desto eher lässt sich das Vertrauen in ihren Wahrheitsgehalt rechtfertigen (King et al. 1994).⁷

In der Tat leiten die Arbeiten zum Einfluss von Politik auf die Entwicklung von Aktienmärkten aus einer großen Zahl von etablierten Theorien empirisch beobachtbare Implikationen ab. Beispiele sind das Wahlzyklusmodell (Nordhaus 1975; MacRae 1977), das Parteidifferenzmodell (Alesina et al. 1997; Hibbs 1977), räumliche Politikmodelle gesetzgeberischen Handelns (Krehbiel 1998; 1996; Tsebelis 1995; 2002) oder auch Interessengruppenmodelle (Gordon/Hafer 2007; Gordon et al. 2007; Baldwin und Magee 2000; Austen-Smith 1995; Grossman/Helpman 1994; Snyder 1990; Baron 1989). Die aus diesen theoretischen Gebilden ableitbaren, teilweise miteinander in Konkurrenz stehenden Hypothesen werden empirischen Überprüfungen unterzogen, die nicht nur unmittelbare Aussagen darüber zulassen, ob und wie bestimmte politische und institutionelle (z.B. das Wahlrecht) Faktoren die Börse beeinflussen. Allgemeiner betrachtet liefern die Resultate empirische Evidenz für oder gegen jene Theorien, aus denen Hypothesen abgeleitet wurden. Hierdurch tragen die durchgeföhrten Untersuchungen Wissen um die Erklärungskraft und den Wahrheitsgehalt von in der Politikwissenschaft gängigen theoretischen Modellen bei.

2.2 Politik und Aktienmärkte in der Demokratie: Spielen Wahlen und Parteien (noch) eine Rolle?

Ein Kernelement der normativen Demokratietheorie ist die Vorstellung, dass Bürger Einfluss darauf haben sollen, wie sich das Gemeinwohl entwickelt (Dahl 1989). In einer repräsentativen Demokratie sind es allen voran Wahlen, in deren Rahmen Bürger (wirtschafts-)politische Änderungen herbeiführen. Bei Wahlen sollen Bürger zwischen politischen Alternativen entscheiden und so ihren Vorstellungen von der „idealen Gesellschaft“ (Downs 1968, 93) Ausdruck verleihen. Aber nur wenn Parteien verschiedene Politiken anbieten, haben Bürger überhaupt eine Chance, zwischen Alternativen zu wählen und sich im politischen Prozess repräsentiert zu sehen. Die Existenz unterschiedlicher Parteipolitiken und die Unterschiedlichkeit der Regierungspolitiken gelten somit aus Sicht der normativen politischen Theorie als etwas besonders Erstrebenswertes (Pitkin 1967; Birch 1971).

Unter der Annahme von Interessenheterogenität der Bürger ist demokratische Repräsentation ja überhaupt nur dann möglich, wenn Parteien verschiedene Politiken anbieten. Wenn aber die politischen Auswahlentscheidungen der Wähler keine unterschiedlichen ökonomischen Wirkungen hat, weil Parteien die Wirtschaft entweder genau gleich, d.h. überhaupt nicht unterschiedlich, oder gar nicht beeinflussen, dann fällt es schwer, von einer Selbstbestimmung der Bürger zu sprechen, die demokratischen Ansprüchen genügen könnte (Sattler et al. 2008; Freeman 2008; Ezrow 2007; Blais et al. 1993). Die Vorstellung, dass Parteipolitiken sich unterscheiden, ist jedoch alles andere als unumstritten. In einem weit beachteten Aufsatz fragen beispielsweise Blais et al. (1993): „Do parties make a difference?“. Die in dieser Frage zum Ausdruck gebrachten Zweifel an der Unterschiedlichkeit der Parteipolitiken und somit der Existenz von Parteieffekten sind ganz besonders durch die vermuteten Folgen der Globalisierung genährt. Denn eine zentrale Behauptung in der Globalisierungsforschung lautet, dass sich die zunehmend globalisierte Wirtschaft dem Einfluss von nationaler Wirtschaftspolitik entzieht oder gar bereits entzogen hat (Kurzer 1993; Hirschman 1970) und dies Parteien wie auch Wähler zur Verfolgung marktfreundlicher Politiken zwingt. Die weit verbreitete Auffassung hinsichtlich der Auswirkungen der Globalisierung auf die Demokratie fassen William Bernhard und David Leblang (2006, 2) in ihrer Arbeit „Democratic Processes and Financial Markets: Pricing Politics“ wie folgt zusammen:

The nature of capital markets threatens the quality of democracy by limiting the choices available to voters. Owners of mobile capital may react to „unfavorable“ election outcomes by shifting their assets out of a market or even out of the country, punishing voters for choosing politicians unfriendly to their interests.

Die zunehmende Unabhängigkeit der Kapitalanleger von nationalen Politiken führt demnach nicht nur zu einem Verlust an staatlicher Einwirkungsmöglichkeit auf die Finanzmärkte, sondern Bürger werden zunehmend dazu gedrängt, für Investoren vorteilhafte Politiken zu unterstützen, da Investitionen in Produktivkapital eine wichtige Finanzierungsquelle von Unternehmen darstellt. Dies wiederum zwingt Parteien dazu, ihre Politiken anzugeleichen. Wenn diese Vermutung zutrifft, sollten Parteien dieselben Politiken anbieten. Da es keinen Unterschied mehr macht, wen die Bürger wählen, sollte natürlich auch die Wirtschaft nicht vom parteipolitischen Regierungsprofil beeinflusst werden. Wahlen und dabei auftretende Regierungswechsel wären nur rein formelle Akte, ohne dass hiermit wirtschaftspolitische und ökonomische Veränderungen einhergehen.

Wenn ein Bereich der Wirtschaft sich in besonderen Maße durch hohe Kapitalmobilität auszeichnet, dann der Aktienmarkt. Die Kosten, sein Kapital „renditeschädlichen“ Politiken zu entziehen, sind in keinem anderen Bereich der Wirtschaft so gering. Insofern ist es besonders interessant, ob Politik für die Entwicklung der Börse und den dort notierten Unternehmen eine Rolle spielt. Folgt man nämlich den skeptischen Tönen der Literatur und berücksichtigt die hohe Kapitalmobilität von Finanzinvestoren, ist die Untersuchung des Einflusses von Politik auf die Aktienmarktentwicklung als ein besonders strenger Test zu betrachten. Denn es ist besonders wahrscheinlich, dass gerade hier Wahlen und (Partei-)Politik keinen Unterschied mehr machen.

2.3 Aktienmarktreaktionen auf Politik als Maß für (partei-)politisch induzierte Umverteilung

Ein weiterer Motivationsgrund für die Beschäftigung mit den politischen Determinanten der Aktienmarktentwicklung ergibt sich aus der Chance, Umverteilungswirkungen von Politik zu untersuchen. Denn Politik könnte auch auf dem Aktienmarkt Gewinner und Verlierer schaffen. Von Börsenreaktionen sind zum einen Investoren, zu denen mehr und mehr auch private Haushalte gehören, wie auch Unternehmen (und deren Beschäftigte) unmittelbar monetär betroffen. Zum anderen ist die Aktienmarktentwicklung eines Landes jedoch ebenfalls entscheidend für die Entwicklung des ökonomischen Wachstums (Kamara 1997) und den Wohlstand eines Landes (Levine/Zervos 1998; Demirguc-Kunt/Levine 1996).

Für Investoren und Unternehmen haben politisch induzierte Aktieneffekte unmittelbare monetäre Auswirkungen. Politisch induzierte Börsenreaktionen betreffen heutzutage nicht nur einige wenige Millionäre, die ihr Geld in Aktien investiert haben. Im Zeitraum von 1983 bis 1993 ist der relative Anteil von Aktienfonds am Geldvermögen privater Haushalte in Deutschland beispielsweise um mehr als das vierfache angestiegen.⁸ Allein im Jahr 2003 legten die Bundesbürger etwa 23 Prozent ihres ersparten Einkommens direkt in Aktien an.⁹ Wer nun in Aktien investiert hat, die durch parteipolitische Entscheidungen der Regierung an Wert gewinnen, der profitiert unmittelbar von Parteipolitik. Dieser Gruppe stehen jene gegenüber, deren Aktien an Wert verlieren, weil die Regierung eine Politik verfolgt, die den Unternehmen schadet, an denen

man in Form von Aktien beteiligt ist. Für Unternehmen erschwert ein sinkender Aktienkurs die Beschaffung von Kapital auf dem Aktienmarkt, das erforderlich ist, um Wachstum zu finanzieren. Es drohen Arbeitsplatzabbau und im schlimmsten Fall sogar die Insolvenz. Dem stehen wiederum jene Unternehmen und ihre Investoren gegenüber, die von der Politik, etwa den parteipolitischen Entscheidungen der Regierung, profitieren und sich „politischer Renditen“ erfreuen.¹⁰

Mit herkömmlichen Herangehensweisen der politischen Ökonomie, die sich mit dem Einfluss von Parteipolitik auf makroökonomische Schlüsselvariablen beschäftigt (Kittel/Winner 2006; Garrett/Mitchell 2001; Garrett 1998; Rodrik 1998; Alesina et al. 1997; Alesina/Sachs 1988), oder der Wohlfahrtsstaats- bzw. Staatstätigkeitsforschung, die Varianz in sozialstaatlichen Leistungen (Scruggs/Allan 2006; Allan/Scruggs 2004) oder sonstigen Haushaltspositionen mittels (partei-) politischer Variablen zu erklären versucht (König/Tröger 2006; Bräuninger 2005), sind solche nuancierten ökonomischen Effekte schlicht nicht erfassbar.

Diese Formen „politischer Renditen“ erscheinen umso gewichtiger, da die umfangreiche Literatur zum Einfluss von wirtschaftlichen Interessengruppen auf die von Kandidaten und Parteien vertretenen Politiken vermuten lässt, dass ein Großteil der redistributiven Effekte von Politik nicht über die Allokation von Haushaltsgeldern oder Wohlfahrtsprogrammen, sondern sektorspezifisch durch steuer- handels- und industriepolitische Maßnahmen herbeigeführt werden (Magee et al 1989; Baron 1989; Austen-Smith 1995; Verdier 1995; Mansfield/Busch 1995; Grossman/Helpman 2001, 1994). Um der Frage nachzugehen, ob solch klientelistische Politik existiert, die die Profitabilität von Unternehmen oder ganzen Wirtschaftszweigen beeinflussen kann und so zwischen Unternehmen, deren Beschäftigten und beteiligten Investoren umverteilt, sind die in der Forschung bislang zur Anwendung gelangenden Daten – meist Beobachtungen für ein Land in einem Jahr – offensichtlich ungeeignet. Um die theoretisch zu erwartenden Effekte zu untersuchen, macht sich die Literatur zum Einfluss von Politik auf Aktienmärkte den Umstand zunutze, dass Märkte alle – auch politischen – Informationen, die Aufschluss über die zukünftige Performanz von Unternehmen bzw. Sektoren geben, verarbeiten (Fama 1970). Somit können unternehmens- bzw. sektorspezifischen Aktienmarktreaktionen auf Politik als Indikator für Umverteilungswirkungen, d.h. eine Änderung der erwarteten Unternehmens- bzw. Sektorperformanz, instrumentalisiert werden.

2.4 Realistische Mikrofundierung der ökonomischen Effekte von Politik

Wer die Wirkung von Politik auf die Wirtschaft genauer untersuchen und dabei einer plausiblen mikrotheoretischen Fundierung gerecht werden will, der muss – so die Auffassung in der einschlägigen Literatur – zwangsläufig hochfrequente Daten analysieren. Beispielsweise impliziert die Theorie rationaler Erwartungsbildung (Lucas 1976), dass Individuen Änderungen in der Eintrittswahrscheinlichkeit von politischen Ereignissen gegenüber responsiv sind und ihr Verhalten dementsprechend ändern (Antizipationseffekte). Wer sich im Vorfeld der Bundestagswahl zwischen verschiedenen Aktieninvestitionen entscheiden muss, der wird vermutlich eher in Aktien von Unternehmen investieren, die von dem *erwarteten* Wahlsieger mit einer gewinnträchtigen Politik rechnen können. Diese Siegeswahrscheinlichkeit einer Partei ändert sich aber eben nicht quartalsweise oder gar jährlich. Mit jeder Änderung der Umfragewerte, mit jedem Tag, den der Wahltermin näher rückt, ändert sich auch die Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges. Die hohe Beobachtungsfrequenz von Aktienmarktdaten ist somit ein wichtiger Vorteil, weil auch kurzfristige Reaktionen auf Politik, wie etwa die Änderung der erwarteten Parteizugehö-

rigkeit der Regierung, erfasst werden können. Aggregation der Daten auf ein höheres Niveau würde diese Effekte im Mittelwert untergehen lassen.

Allerdings sind die unmittelbaren Wirkungen politisch induzierter Aktienmarktreaktionen als Indikatoren redistributiver Politik als *kurzfristige* Effekte zu qualifizieren. Bemerkenswerterweise scheinen solche kurzfristigen Wirkungen heutzutage wichtiger denn je. Bereits ein Blick in das politische Tagesgeschäft macht deutlich, dass Politik mit einer deutlich höheren „natürlichen“ Frequenz abläuft als die bislang in der klassischen polit-ökonomischen Forschung zur Anwendung gelangenden Jahresdaten oder gar Fünfjahresdaten unterstellen. Die Geschwindigkeit, mit der Politik betrieben wird, kommt prägnant in einem Ausspruch des britischen Premierministers Harold Wilson (1916–1995) zum Ausdruck. Dieser stellte schon vor mehr als drei Dekaden fest: „A week is a long time in politics“.

3. Wirtschaftspolitik als Dienstleistung der Parteien: Zur polit-ökonomischen und investitionstheoretischen Fundierung

Die beiden klassischen polit-ökonomischen Modelle liegen auch der Forschung zum Einfluss von Politik auf Aktienmärkte im- oder explizit zu Grunde. Dabei handelt es sich zum einen um das so genannte Opportunitätsmodell (*opportunistic business cycle model*) (Nordhaus 1975; MacRae 1977) und zum anderen das Parteidifferenzmodell (*partisan business cycle model*) (Hibbs 1977). Beide gehen von der Vorstellung aus, die Anthony Downs (1968) in seiner klassischen Arbeit „Ökonomische Theorie der Demokratie“ entwickelt. Demokratie ist demnach als Wettbewerb von politischen Parteien um die Stimmen der Wähler zu betrachten. Die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes ist innerhalb dieses theoretischen Rahmens als Ergebnis des strategischen Verhaltens von Parteien unter der Annahme rationaler, nutzenmaximierender, aber kurzfristig orientierter Wähler aufzufassen.¹¹

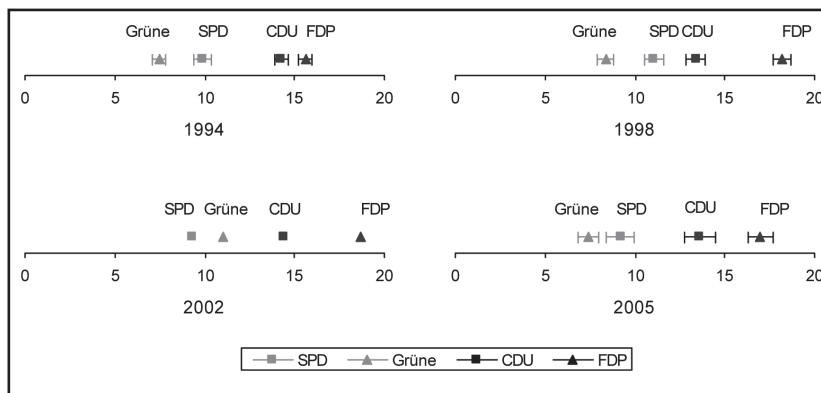
Das opportunistische Konjunkturzyklusmodell (Nordhaus 1975; MacRae 1977) geht davon aus, dass Parteien die Zentralbank kontrollieren und somit unmittelbaren und von Dritten ungehörten Einfluss auf die Geldpolitik besitzen. Ausgelöst wird der Zyklus dadurch, dass für die regierende Partei unmittelbar vor Wahlen ein Anreiz zu expansiver Geldpolitik besteht, mit der die Arbeitslosigkeit unter Ausnutzung des von der Phillips-Kurve beschriebenen, zielkonfliktiven Zusammenhangs kurzfristig auf Kosten der Inflation reduziert werden kann. Mit diesem Verhalten zielt die regierende Partei darauf ab, die eigene Attraktivität für die Wählerschaft zu erhöhen und so ihren Stimmenanteil zu maximieren. Über einen längeren Zeitraum betrachtet, ergibt sich somit ein mit dem Wahlzyklus synchronisierter Wirtschaftszyklus: Während die Phase zu Beginn einer Legislaturperiode durch niedrige Inflation und höhere Arbeitslosigkeit gekennzeichnet ist, sorgt die Regierung für die Phase vor den folgenden Wahlen für eine geringere Arbeitslosigkeit und nimmt dafür höhere Inflationsraten in Kauf. Charakteristisch ist an diesem Modell, dass sich Parteien in ihrem Verhalten als Regierungen, insbesondere während der Vorwahlphase, nicht voneinander unterscheiden.¹²

Demgegenüber verwendet das Parteidifferenzmodell von Douglas C. Hibbs (1977) die Ideologie der Parteien als exogenen Bestimmungsfaktor für die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik. Die Parteien bieten in diesem Modell ihrer Ideologie entsprechende Wirtschaftspolitiken an, die unterschiedlich auf die makroökonomische Entwicklung wirken. Ideologie kann dabei Anthony Downs folgend als „sprachliches Bild der idealen Gesellschaft und der wichtigsten Mittel, die zum Aufbau einer solchen Gesellschaft nötig sind“ (Downs 1968, 93) definiert werden.

In der Modellwelt dieses Ansatzes lässt sich Ideologie mit einer Links-Rechts-Skala erfassen, auf der politische Akteure wie Wähler oder Parteien entsprechend ihrer Vorstellungen von der „idealen Gesellschaft“ angeordnet werden können. So stellt Douglas Hibbs fest: „governments pursue macroeconomic policies broadly in accordance with the objective economic interests and subjective preferences of their class-defined core political constituencies“ (1977, 1467). Folglich sollten sich insbesondere die Wirtschaftspolitiken verschiedener Parteien voneinander deutlich unterscheiden (Hibbs 1977; Alesina et al. 1997; Alesina 1987). Die Unterschiedlichkeit der Wirtschaftspolitiken voraussetzend, besagt das ursprüngliche Parteidifferenzmodell, dass die Inflationsrate im Falle von Regierungen rechter Parteien geringer sein sollte als unter linken Parteien, da hohe Inflation für den Wohlstand ihrer kapitalstärkeren Wähler schädlicher ist als hohe Arbeitslosigkeit. Umgekehrtes gilt für die Wählerklientel von linken Parteien, die eine Reduzierung der Arbeitslosigkeit einer geringeren Inflation vorziehen.

Zur Veranschaulichung stellt Abbildung 1 die wirtschaftspolitischen Positionen der deutschen Parteien auf einer solchen Links-Rechts-Skala für die Wahljahre 1994, 1998, 2002 und 2005 dar.¹³

Abbildung 1: Politikpositionen deutscher Parteien auf der Links-Rechts-Dimension (1994, 1998, 2002, 2005)



Idealpunktschätzungen auf Basis einer Wordscore-Analyse der Parteiprogramme. Fehlerindikatoren kennzeichnen 95%-Konfidenzintervalle. Keine Standardfehler für 2002. Datenquelle: Debus (2006).

Die Skala reicht von extrem links (0) bis extrem rechts (20). Für jede Partei positioniert ein Fehlerindikator das zugehörige, 95-Prozent-Konfidenzintervall der Verteilung. Bekanntermaßen reflektiert die ökonomische Links-Rechts-Position größtenteils die Idealvorstellung hinsichtlich der Frage, ob staatliche Leistungen mit Hilfe von Steuererhöhungen ausgeweitet oder zu Gunsten von Steuersenkungen reduziert werden sollten. Deutlich wird, dass die Politik-Positionen der Parteien sich voneinander klar unterscheiden, da die Konfidenzintervalle sich nicht schneiden. Übereinstimmend mit der dominierenden öffentlichen Wahrnehmung sind SPD und Grüne links von der CDU positioniert, während die FDP am stärksten für Steuersenkungen auf Kosten staatlicher Leistungen eintritt. Über die Zeit betrachtet, nähern sich CDU und SPD 1998 an. Betrachtet man allein die beiden großen Parteien SPD und CDU, so fällt auf, dass sich für diese das Vorzeichen des Downs'schen Parteidifferentials (Downs 1968, 37f.) nicht ändert,

da ihre Reihenfolge auf der Skala über die Zeit erhalten bleibt.¹⁴ Wie im Weiteren noch deutlich werden wird, ist die Beständigkeit solcher Parteiunterschiede insbesondere für die Unverzerrtheit der Ergebnisse von Langzeitstudien eine wichtige Voraussetzung.

Die Untersuchung des Einflusses von Politik auf Aktienmärkte erfordert natürlich auch eine theoretische Fundierung der auf diesem Markt stattfindenden Preisbildungs- und Informationsverarbeitungsprozesse. Investitionstheoretisch basieren die im Folgenden vorgestellten Studien auf dem klassischen Dividendenbarwertmodell. Vereinfacht gesprochen ergibt sich der Aktienwert eines Unternehmens dabei aus der Summe aller zukünftigen Unternehmensüberschüsse (unendlicher Dividendenstrom), die mittels eines risikokonformen und inflationsadjustierten Faktors diskontiert werden (Fama/Miller 1972; Franke/Hax 2004). Dabei verringert (erhöht) die Zunahme (Abnahme) der Inflation den Wert einer Investition in Aktien. Hier wird sofort deutlich, dass der Einfluss von Politik beispielsweise von der strategischen Manipulation der Inflationsrate durch die Regierungspartei herrühren kann, wie dies im Opportunitätsmodell angenommen wird. Aber auch die Risikobehaftetheit einer Investition, zu verstehen als quantifizierbare Abweichung von der erwarteten Wertentwicklung, ist eine weitere, wichtige Größe. Der Kapitalmarkttheorie folgend lässt sich das Gesamtrisiko einer Wertpapieranlage in systematische und unsystematische Risiken unterteilen. Während das titelspezifische Risiko im Rahmen der Portfoliodiversifikation weitgehend eliminiert werden kann, basieren systematische Risiken auf marktinhärenten Veränderungen, die Einfluss auf den gesamten Aktienmarkt oder ganze Assetklassen ausüben (Uhlir/Steiner 1994, S. 170ff.; Haugen 2001, 136ff.). Die Menge politischer Faktoren, die aus dieser Perspektive risikowirksam sein können, ist sehr groß. Wirtschaftspolitische Veränderungen (Leitzinsänderungen, Steuerreformen, Subventionen), außenpolitische (wirtschaftliche Sanktionen) oder sicherheitspolitische Ereignisse (Unruhen, Kriege) können dabei exemplarisch als systematische, originär politische Risikofaktoren genannt werden.¹⁵

Darüber hinaus fußen die empirischen Arbeiten auf der Annahme halb-strenger Informationseffizienz im Sinne von Eugene F. Fama (1970). Dies bedeutet, dass bei der Preisbildung alle vergangenen Kursentwicklungen wie auch alle öffentlich zugänglichen Informationen Berücksichtigung finden.¹⁶ Da nun der Aktienpreis eines Unternehmens auf einem effizienten Markt aus investitionstheoretischer Sicht der Summe aller diskontierten, zukünftigen Unternehmensüberschüsse (Dividendenzahlungen) gleicht, die wiederum von den Restriktionen abhängen, die die Politik der Wirtschaft auferlegt, können Aktienmärkte als Spiegel für die (erwarteten) wirtschaftlichen Konsequenzen von Politik betrachtet werden (Knight 2006; Herron et al. 1999). Deshalb werden Börsenmarktreaktionen zunehmend auch als Indikator für die ökonomische Wirkung von Politik instrumentalisiert (Bernhard/Leblang 2006; McGillivray 2004; 2003).

4. Wie politisiert sind Aktienmärkte?

Die empirische Literatur zum Einfluss von Politik auf Aktienmärkte lässt sich in zwei Bereiche einteilen. Ein erster Bereich konzentriert sich auf die Überprüfung von Wahlzykluseffekten, wie sie theoretisch das opportunistische Konjunkturzyklusmodell nahe legt. Im erheblich umfangreicherem, zweiten Bereich werden ökonometrische Studien für die aktuellen und antizipierten Wirkungen der Parteizugehörigkeit von Regierungen (so genannte aktuelle und antizipierte Parteieffekte) durchgeführt, womit dieser Forschungsstrang in der Tradition des Parteidifferenzmodells steht. Quasi flankierend widmet man sich in beiden Literatursträngen partiell auch dem Einfluss politischer Institutionen. Anzumerken ist vorweg, dass Studien für die Vereinigten

Tabelle 1: Studien zum Wahlzykluseffekt

Studie Land (Zeitraum) DF	Abhängige Variable (Renditen)	Analyseverfahren	Kontrollvariablen	Befund
Gärtner/Wellershoff 1995 Vereinigte Staaten (1961–1992) v	S&P 400, S&P 500, NASDAQ composite index, DJI, small-cap stock index	OLS mit ARMA(9,17)- Residuenspezifikation	Inflationsrate , Börsen-Schock Oktober 1987, Parteizugehörigkeit des Präsidenten	Renditen in zweiter Hälfte der Wahlperiode höher
Johnson et al. 1999 Vereinigte Staaten (1929–1996) j	S&P 500, small stock index	Wilcoxon-Test	Inflationsrate, Parteizugehörigkeit des Präs.	Rendite des S&P 500 höher während der zweiten Hälfte der Wahlperiode
Booth/Booth 2003 Vereinigte Staaten (1946–1996) m, y, j	S&P 500, Indizes großer und kleiner Unternehmen	OLS mit Newey-West- Standardfehlern	Zins-Spread, algem. Marktrendite, Über- schussrendite hochbewerteter Aktien	Renditen kleiner und großer Unternehmen in zweiter Hälfte der Wahlperiode höher
Foerster/Schmitz 1997 16 OECD-Länder (1960–1996) m	Nationale Aktienindizes	OLS mit White-Stan- dardfehler	Kurzfristiger Zinssatz, Zins-Spread	Renditen höher in zweiter Hälfte der US-Wahlperio- de
Worthington 2006 Australien (1958–2005) t	Australischer „All Ordinaries“ Aktien-Index	OLS mit Newey-West- Standardfehlern	Inflationsrate	Volatilität steigt mit Nähe des Wahltermins
Bohl/Gottschalk 2005 Deutschland (1957–2004) m	DAX	OLS mit Newey-West- Standardfehlern, Instrumentalvariablen- Verfahren	Inflationsrate, Rendite NYSE, realer u. erwarteter Zinssatz, Differenz zw. lang- u. kurzfristiger Zinssatz, Parteizuge- hörigkeit Bundesreg. u. US-Präsident	Rendite in zweiter Hälfte der Bundestagswahlperio- de höher

Studie Land (Zeitraum) DF	Abhängige Variable (Renditen)	Analyseverfahren	Kontrollvariablen	Befund
Pierdzioch/Döpke 2006 Deutschland (1960–2002) v	DAX	OLS mit Newey-West-Standardfehlern	Kurzfristiger Zinssatz, Zins-Spread; Börsenschocks	Kein Zusammenhang
Vuchelen 2003 Belgien (1974–2000) v	Belgischer Aktienindex	OLS	Parteidazugehörigkeit der Reg., Rendite NYSE, risikoloser Zinssatz, Konjunktur-entwicklung, Änderung Franken/Dollar-Wechselkurs	Rendite höher unmittelbar nach Wahl
Pantzalis et al. 2000 33 OECD- u. Entwicklungsländer (1975–1995) w	Nationale Morgan Stanley Aktienindizes	OLS, Wilcoxon-Test	Internationale Aktienmarktentwicklung, Inflation, Arbeitslosigkeit, BIP, Ausmaß politischer, ökonomischer und ziviler Freiheit und Pressefreiheit (Skalometer)	Rendite nach vorgezogenen Wahlen positiv
Bohl/Gottschalk 2006 15 OECD-Länder (1957–2004), m	Nationale Aktienindizes	OLS mit Newey-West-Standardfehlern	Verbraucherpreisindex, Zins-Spread, Parteidazugehörigkeit der Regierung	Kein Zusammenhang
Bernhard/Leblang 2006 15 parlament. Demokratien (1975–2002) t	Abweichung nationaler Aktientrenditen von Vergleichsportfolio (Multi-Faktoren-CAPM)	OLS mit White-Standardfehlern	Rendite NYSE, Goldpreis, Ölpreis, 14 Sektorrenditen	Rendite geringer vor Wahlen und während Koalitionsbildung

DF: Datenfrequenz (t=täglich, w=wöchentlich, m=monatlich, v=vierteljährlich, j=jährlich).

Staaten sehr viel zahlreicher sind als für andere Länder. Dieses Ungleichgewicht wird hier insofern ein wenig abgemildert, als sich diese Arbeit auf die Vorstellung und Diskussion jener Untersuchungen beschränkt, deren statistische Analyseverfahren, insbesondere Korrektur der Schätzungen bei Annahmeverletzungen wie etwa Heteroskedastie und Autokorrelation, und Anstrengungen bei der Drittvariablenkontrolle einem gewissen Mindestmaß genügen.¹⁷

4.1 Opportunistische Konjunkturzyklen auf dem Aktienmarkt

Unterliegt die Performance des amerikanischen Aktienmarkts einem Wahlzyklus, weil die Regierung vor Wahlen die Wirtschaft kurzfristig zu ihrem Vorteil manipuliert? In der Tat legen die bisherigen Arbeiten einen solchen Zyklus nahe. Die Ergebnisse von Gärtner und Wellershoff (1995) zeigen, dass die Renditen des Dow Jones Industrial Index in der ersten Hälfte der Präsidentschaftswahlperiode im Durchschnitt niedriger sind als in der zweiten Hälfte. Auch Johnson et al. (1999) stellen eine wahlzyklische Entwicklung fest, bei der die jährliche Rendite des S&P 500 in der zweiten Hälfte der präsidentiellen Wahlperiode höher ausfällt als in der ersten, und zwar unabhängig von der Parteizugehörigkeit des Präsidenten. Die Ergebnisse von Booth und Booth (2003) bestätigen ebenfalls einen Wahlzyklus auf dem US-Aktienmarkt und zwar für Aktien kleiner und großer Unternehmen. Somit findet die Hypothese eines Wahlzykluseffekts für den amerikanischen Aktienmarkt mehrfach empirische Bestätigung. Dies stützt die Vermutung, dass sowohl Demokraten als auch Republikaner die Wirtschaft vor Wahlen manipulieren, um ihre Attraktivität für Wähler zu erhöhen.

Tabelle 1 bietet einen Überblick über die empirischen Studien zum Wahlzykluseffekt, die jeweils verwendeten Schätzverfahren und die inkludierten Kontrollvariablen. Foerster und Schmitz (1997) nehmen eine internationale Perspektive ein und untersuchen, ob sich der amerikanische Präsidentschaftswahlzyklus auf die Aktienmärkte anderer Länder überträgt. Für 18 Staaten im Zeitraum von 1957 bis 1996, darunter auch Deutschland, zeigt sich, dass ebenso wie in den Vereinigten Staaten die durchschnittliche Aktienrendite im zweiten Jahr nach der Präsidentschaftswahl signifikant negativ ist. Dagegen entwickeln sich die Aktienmärkte im ersten, dritten und vierten Jahr nach der Präsidentschaftswahl im Durchschnitt positiv.

So ermutigend diese ersten Befunde für den Wahlzykluseffekt in den Vereinigten Staaten und seine internationale Bedeutung auch sein mögen, scheint es doch spätestens auf den zweiten Blick fraglich, ob das diesen Studien zu Grunde liegende Opportunitätsmodell so ohne weiteres auf andere politische Systeme übertragen werden kann. Schließlich wurde es vor dem Hintergrund des amerikanischen Regierungssystems entwickelt. Die idealtypische Einteilung politischer Systeme in Konsensus- und Mehrheitsdemokratien (Lijphart 1999) bietet für die Frage nach der Plausibilität einer solchen Übertragung einen wichtigen Ansatzpunkt.¹⁸ Diese Typologie erfasst institutionelle Charakteristika politischer Systeme und bringt sie mit der Regierungsbildung, -stabilität und -politik eines Landes in Verbindung.¹⁹ Eine Bedingung für die Existenz von Wahlyzkloseffekten ist beispielsweise, ob Regierungsparteien überhaupt in der Lage sind, vor Wahlen die wirtschaftliche Entwicklung gezielt zu beeinflussen. Eine koordinierte Manipulation der Wirtschaft durch die Geldpolitik, wie sie das opportunistische Konjunkturzyklusmodell unterstellt, ist beispielsweise in Konsensusdemokratien schon insofern unplausibel, als die Zentralbank vom politischen Prozess weitgehend unabhängig ist (Lijphart 1999; vgl. auch Hays et al. 2000).²⁰ Aber auch andere politische Maßnahmen, wie etwa die Manipulation der Steuergesetzgebung (Rogoff 1990), werden durch das Vorhandensein zahlreicher Vetospieler erheblich

erschwert (Tsebelis 2002, 1990). Dafür bieten diese Systeme zusätzliche Quellen für politisch induzierte Unsicherheit, weil der Etablierung einer Regierung lange und in ihrem Ausgang oftmals schwer abschätzbare Koalitionsverhandlungen vorangehen.²¹

Tatsächlich sprechen die Ergebnisse der ökonometrischen Studien insgesamt eher zu Gunsten der kritischen Einwände an einer direkten Übertragung des opportunistischen Konjunkturzyklusmodells auf politische Systeme, die sich vom amerikanischen unterscheiden. Bernhard und Leblang (2006) widmen sich der Reaktion von Aktienmärkten auf die im Rahmen von Wahlen auftretende, erhöhte politische Unsicherheit. Sie argumentieren im Anschluss an die Koalitionstheorie von Laver und Shepsle (1996), dass in Konsensusdemokratien auch nach der Wahl auf Grund der Notwendigkeit zur Koalitionsbildung eine erhöhte politische Unsicherheit vorherrscht. Die empirischen Ergebnisse stützen die Hypothese, dass Unsicherheit über die zukünftige Regierungspolitik unmittelbar *vor* Wahlen einen negativen Einfluss auf die Performance der nationalen Aktienmärkte hat. Auch beeinflusst die regelmäßig *nach* Wahlen beginnende Phase der Koalitionsbildung die Renditen systematisch negativ.

Pantzalis et al. (2000) untersuchen den Einfluss von politischer Unsicherheit anlässlich nationaler Wahlen in 33 OECD-Ländern von 1974 bis 1995. Dabei wird argumentiert, dass die vor Wahlen bestehende Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftspolitik wichtig für den Aktienmarkt ist. Unter Verweis auf Brown et al. (1988) vermuten die Autoren, dass diese politische Unsicherheit mit dem Wahlergebnis weitgehend abgebaut wird und die Aktienmärkte sich in der Folge positiv entwickeln. Mit Hilfe von Ereignisstudien (MacKinlay 1997; Campbell et al. 1997) und anschließender Panel-Regressionen können Pantzalis et al. (2001) abnormale Renditen für die nationalen Aktienmärkte unmittelbar nach vorgezogenen Wahlen feststellen.²²

Auch die bislang vorliegenden Studien für einzelne Länder lassen Zweifel an der Existenz eines klassischen Wahlzykluseffekts aufkommen. Einen solchen Zyklus kann Worthington (2006) etwa im Falle Australiens für die Rendite am Aktienmarkt widerlegen. Im untersuchten Zeitraum von 1901 bis 2005 hing allerdings deren Volatilität signifikant positiv mit dem Wahlzyklus zusammen: Je näher der Wahltermin rückte, desto höher war die Abweichung der Renditen vom Durchschnitt. Allerdings sind die Ergebnisse dieser Studie vor allem auf Grund ihres unzureichenden Aufwands bei der Drittvariablenkontrolle mit besonderer Vorsicht zu interpretieren. Vuchelen (2003) untersucht die Reaktion des belgischen Aktienmarktes auf Wahlen und unerwartete Regierungswechsel zwischen 1974 und 2000. Hier scheint der Aktienmarkt sich nach einer Wahl grundsätzlich positiv zu entwickeln. Dies wird als Hinweis darauf gewertet, dass ein gewisses Maß an politisch induzierter Unsicherheit durch die Durchführung der Wahl beseitigt wird, auch wenn die restliche Unsicherheit erst im Laufe der Koalitionsverhandlungen abgebaut wird.

Für Deutschland sind die empirischen Befunde ebenfalls nicht schlüssig. Pierdzioch und Döpke (2006) untersuchen ebenso wie Bohl und Gottschalk (2006, 2005) die Existenz eines Wahlzyklus in Deutschland und übertragen somit das ursprünglich vor dem Hintergrund des amerikanischen Regierungssystems entwickelte, opportunistische Wahlzyklusmodell auf das deutsche Regierungssystem. Pierdzioch und Döpke (2006) kommen zu dem Ergebnis, dass „the political process in Germany does not give rise to systematic and statistically significant cyclical movements in German stock market returns“ (9 Fn. 2). Dahingegen stellen Bohl und Gottschalk (2006; 2005) fest, dass die Renditen des DAX in der zweiten Hälfte der Legislaturperiode signifikant höher sind als in der ersten.

Zusammenfassend ergibt sich das folgende Bild: Die Befunde stützen die Hypothese eines opportunistischen Wahlzyklus in den Vereinigten Staaten, bei dem die Aktienrendite in der ersten

Hälften der Wahlperiode geringer ist als in der zweiten. Weitere Länderstudien können klassische Wahlzykluseffekte in politischen Systemen, die sich von dem der Vereinigten Staaten unterscheiden, bislang nicht überzeugend nachweisen. Hier lassen bereits die Verschiedenheit der institutionellen Charakteristika dieser politischen Systeme eine unmittelbare Übertragung des auf die Vereinigten Staaten zugeschnittenen, opportunistischen Konjunkturzyklusmodells fraglich erscheinen. Gleichzeitig verweist dies auf die Bedeutung von politischen Institutionen für den Einfluss, den Politik auf die Wirtschaft und damit auf den Aktienmarkt auszuüben vermag. Denn wie die Befunde zeigen, ist es jedoch keineswegs so, dass ein Wahlzykluseffekt in diesen Ländern nicht existiert. Allerdings ist dessen zeitliche Schwankung anders, weil der Zyklus nicht bewusst von Parteien zu ihrem eigenen Vorteil herbeigeführt wird bzw. werden kann.

In stärker konsensual ausgerichteten Demokratien deutet einiges darauf hin, dass Unsicherheit über die zukünftige Regierungspolitik *vor* Wahlen wie auch die unmittelbar *nach* Wahlen auftretende Phase der Koalitionsbildung die Rendite verringern. Hier ist somit zu vermuten, dass unterschiedliche politisch-institutionelle Rahmenbedingungen den Parteien in diesen Ländern andere Handlungslogiken aufzwingen, die einen andersartigen Wahlzykluseffekt zur Folge haben. Die empirischen Ergebnisse stützen nicht nur die Vermutung, dass der Übertragung des auf Amerika zugeschnittenen, opportunistischen Konjunkturzyklusmodells Grenzen gesetzt sind. Sie deuten auch auf bislang kaum erforschte, wirtschaftliche Kosten konsensualer Entscheidungsfindung hin. Denn Demokratien, die viel Wert auf Konsensbildung legen, leiden nicht nur unter einer in der Literatur inzwischen theoretisch und empirisch gut untersuchten, höheren Blockadeanfälligkeit (Tsebelis 2002; 1990), sondern könnten auch mit Blick auf die in einer globalisierten Ökonomie so wichtigen Aktienmärkte mit einem zusätzlichen Standortnachteil zu kämpfen haben.

4.2 Welche Partei mag der Aktienmarkt lieber?

Wesentlich umfangreicher als die Untersuchungen zur Existenz eines durch Wahlen induzierten Zyklus auf Aktienmärkten sind jene Arbeiten, die sich in der Tradition des Parteidifferenzmodells anschicken, Parteieffekte auf dem Aktienmarkt aufzuspüren. Dabei hat man sich bislang sehr stark auf die Vereinigten Staaten konzentriert. Erheblich geringere Aufmerksamkeit wurde der Bedeutung von Parteien und ihren Politiken in anderen Ländern gewidmet. Einige Arbeiten untersuchen mögliche Parteieffekte in Großbritannien und vergleichsweise wenige Studien beschäftigen sich mit Deutschland.²³

Dem ursprünglichen Modell von Douglas C. Hibbs (1977) folgend, argumentieren einige Autoren, dass sich Politik auf Aktien über den Faktor Inflation auswirken sollte, da die Inflationsrate den Wert einer Aktienanlage verändert. Sofern linke Parteien in der Tat höhere Inflationsraten in Kauf nehmen als rechte Parteien, sollte die reale Rendite einer Anlage somit unter der Amtsinhaberschaft linker Parteien niedriger ausfallen als in Zeiten, in denen rechte Parteien regieren (Hibbs 1977; Alesina et al. 1997; Leblang/Mukherjee 2005). Allerdings sind weitere theoretische Ansatzpunkte denkbar, die vermuten lassen, dass die Partezugehörigkeit der Regierung für die Aktienkursentwicklung von Bedeutung ist. So konnte die Partienforschung im Rahmen des *Manifesto Research Project* zahlreiche, mehrdimensionale Unterschiede zwischen den politischen Positionen linker und rechter Parteien ausmachen. Wirtschaftspolitisch haben linke Parteien eine starke Präferenz für die Umverteilung von Reichtum zu Gunsten von Bevölkerungsschichten mit niedrigen Einkommen (Budge/Keman 1990), indem Unternehmen und

wohlhabende Einzelpersonen mit höheren Steuern belastet werden (Benoit/Laver 2006; Budge et al. 2001; Budge et al. 1994). Auch zeigen sich Parteiunterschiede in den für Investoren wichtigen aktionärsorientierten Reformen der gesetzlichen Bestimmungen zur Unternehmensführung (Höpner 2007; Cioffi/Höpner 2006; Gourevitch/Shinn 2005). Zunehmend zieht die Literatur weitere Elemente der Wirtschaftspolitik wie beispielsweise Subventionen, Abgaben, Zölle oder nicht-tarifäre Handelshemmnisse (Mansfield/Busch 1995; Magee et al 1989) als für die Entwicklung von Unternehmen und damit deren Aktien relevante Faktoren in Betracht (McGillivray 2004, 2003; Herron et al. 1999; Roberts 1990).

4.2.1 Parteieffekte in den Vereinigten Staaten – „Does the market prefer Republicans?“

Die Ergebnisse der Untersuchungen zu Parteieffekten in den Vereinigten Staaten sind sehr heterogen. Auf der „Pro-Republikaner“-Seite finden sich Leblang und Mukherjee (2005) mit einer Langzeitstudie zum Zusammenhang zwischen der Rendite des Dow Jones Industrial Index und der Parteizugehörigkeit des US-Präsidenten von 1930 bis 2000. Die Rendite am amerikanischen Aktienmarkt stieg den Schätzungen zufolge unter einer republikanischen Regierung um durchschnittlich fast fünf Prozent. Während Amtsperioden eines demokratischen Präsidenten reduzierte sich die Aktienrendite im Durchschnitt um etwa 4 Prozent. Zu gegenteiligen Ergebnissen kommen Santa-Clara und Valkanov (2003). Ihre Schätzungen besagen, dass die Aktienrendite in Zeiten eines demokratischen Präsidenten signifikant höher war. Ein genauerer Blick auf diese Studie zeigt jedoch, dass dieses Ergebnis möglicherweise auf zwei beachtliche Ausreißer, nämlich die sehr negativen Renditen während der Präsidentschaft des republikanischen Politikers Edgar Hoover von 1928 bis 1933 und die sehr positiven Renditen unter Präsident Roosevelt (1933–1937) zurückzuführen sein könnte (siehe 2003, 1848, Figure 1). Den Einwand, dass die Ergebnisse von diesen Ausreißern getrieben seien, können Santa-Clara und Valkanov jedoch insbesondere durch die Schätzung einer Quantilsregression weitgehend entkräften.

Schließlich ist in der Literatur auch die Auffassung vorzufinden, die Parteizugehörigkeit des US-Präsidenten sei überhaupt nicht oder nur begrenzt für die Aktienmarktentwicklung von Belang. Gärtner und Wellershoff (1995) stellen fest, dass der Aktienmarkt unabhängig von der Parteicolour des Präsidenten in der zweiten Hälfte der Amtsperiode höhere Renditen hervorbringt. Dieselbe Frage verfolgend ermitteln Johnson et al. (1999), dass auch die Aktienrendite des S&P 500 unabhängig von der Parteizugehörigkeit des Präsidenten ist. Lediglich die Rendite von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung ist während der Regierungszeit eines demokratischen Präsidenten signifikant höher als während der eines republikanischen. Auch Booth und Booth (2003) kommen in ihrer Studie zu diesem Ergebnis.

Ein Hauptkritikpunkt an diesen Studien ist die Vernachlässigung von rationalen Erwartungen bei der theoretischen und ökonometrischen Modellierung. Denn wie bereits das Kapitalwertmodell vermuten lässt, ist das Handeln auf Aktienmärkten zutiefst zukunftsgereichtet. Wenn beispielsweise die Wirtschaftspolitik zweier Parteien A und B unterschiedlich auf die Profitabilität von Unternehmen wirkt, sollten potentielle Investoren vor Wahlen den Wert einer Investition unter der Regierung von Partei A und unter der Regierung von Partei B ermitteln, mit den jeweiligen Siegeswahrscheinlichkeiten der Parteien gewichten und schließlich aufsummieren (Füss/Bechtel 2008; Herron et al. 1999; Roberts 1990). Das Ergebnis ist ein Erwartungswert, der insbesondere von der Wahrscheinlichkeit abhängt, mit der eine der beiden Parteien die Regierung übernehmen wird. Eine solche mikrotheoretische Fundierung berücksichtigt, dass die Auswirkungen der von den verschiedenen Parteien vertretenen Wirtschaftspolitiken, gewichtet mit

Tabelle 2a: Studien zu Parteieffekten auf dem amerikanischen Aktienmarkt

Effekt	Marktebene	Studie (Zeitraum) DF	Abhängige Variable (Renditen)	Analyseverfahren
Aktuelle Parteieffekte	Allgemeine Marktentwicklung	Gärtner/Wellershoff 1995 (1961–1992) v	S&P 400, S&P 500 NASDAQ composite index, DJI, small-cap stock index	OLS mit ARMA(9,17)-Residuenspezifikation
		Johnson et al. 1999 (1929–1996) j	S&P 500, small stock index	Wilcoxon-Test
		Booth/Booth 2003 (1946–1996) m,v,j	S&P 500, Indizes großer und kleiner Unternehmen	OLS mit Newey-West-Standardfehlern
		Santa-Clara/Valkanov 2003 (1927–1998) m	Differenz zwischen CRSP Index und 3-Monats-Bundesanleihe	OLS mit Newey-West-Standardfehlern, Bootstrapping, Quantilregression
		Leblang/Mukherjee 2005 (1930/1944–2000) t	Dow Jones Industrial Index	GARCH(1,1)
	Sektorindizes	Roberts 1990 (1980) t	Rüstungssektor	SUR
		Herron et al. 1999 (1992) t	74 Dow Jones Industry Group Indizes	OLS
		Cheng 2005 (2004) t	Pharmazie, alternative Energien, Rüstung, Immobilien	OLS
	Unternehmen	Mattozzi 2004 (2000) t	20 Einzelunternehmen, darunter: Philip Morris, MBNA, UPS, Credit Suisse First Boston, Enron, Pfizer, Goldman Sachs, Time Warner, Vivendi	OLS, GARCH(1,1)
		Knight 2006 (2000) t / w	70 Einzelunternehmen, darunter: AXA Financial, Boeing, Bristol Meyers Squibb, Enron, Goldman Sachs, Microsoft, Philip Morris	OLS, Instrumentalvariablen-Verfahren

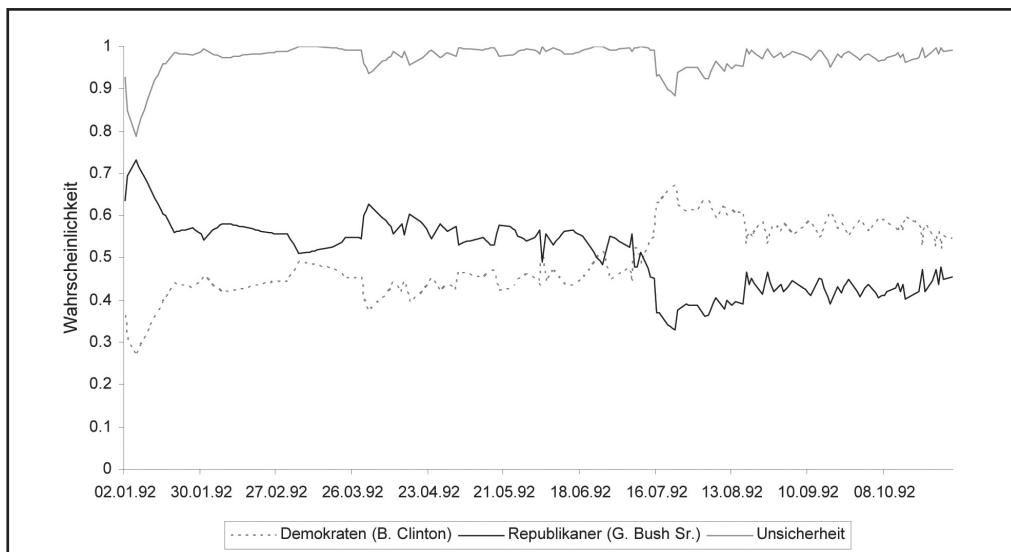
DF: Datenfrequenz (t=täglich, w=wöchentlich, m=monatlich, v=vierteljährlich, j=jährlich).

Kontrollvariablen	Befund
Börsen-Schock 1987, Inflation	Kein Zusammenhang
Inflationsrate, Wahlzyklus	Rendite kleiner Unternehmen höher während demokratischer Präsidenten
Zins-Spread, allgem. Marktrendite, Überschussrendite hochbewerteter Aktien	Aktien kleiner Unternehmen höher während republikanischer Präsidenten
Dividenden-Kurs-Verhältnis, Zins-Spread, Ausfallrisiko-prämie, relativer Zinssatz	Renditen höher während demokratischer Präsidenten
Handelsvolumen, Zinssatz, Inflationsrate, asymmetrische Parteimehrheiten der beiden Kammern	Rendite und Volatilität höher wenn republikanischer Präsident im Amt und wenn Sieg des republikanischen Kandidaten wahrscheinlicher wird
Allgemeine Marktentwicklung	Renditen steigen mit Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges des republikanischen Kandidaten
Allgemeine Marktentwicklung	15 von 74 Sektoren reagieren auf Sieges-wahrscheinlichkeiten der Kandidaten.
Allgemeine Marktentwicklung, risikoloser Zinssatz	Renditen der Sektoren, die von erwarteten Politiken eines Kandidaten profitieren, steigen, wenn dessen Sieg wahrscheinlicher wird
Allgemeine Marktentwicklung, risikoloser Zinssatz	Renditen der Unternehmen, die Kandidaten finanziell unterstützen, steigen, wenn Sieg dieses Kandidaten wahrscheinlicher wird
Allgemeine Marktentwicklung	Renditen kovariieren mit Wahlwahrscheinlichkeiten Kandidaten

deren jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeiten, vor Wahlen antizipiert und vom Aktienmarkt eingepreist werden sollten (antizipierte Parteieffekte). Solche Antizipationseffekte könnten auch erklären, warum einige Studien keinen aktuellen Parteieffekt nachweisen können, weil ja die Wirkungen der Parteipolitiken schon vor der Wahl vom Markt eingepreist wurden.

Um diese antizipierten Parteieffekte auch bei den Schätzungen adäquat erfassen zu können, muss zunächst eine geeignete Operationalisierung gefunden werden. In der Literatur können hier drei alternative Operationalisierungsmöglichkeiten identifiziert werden. Eine erste besteht in der Verwendung von Wettchancen, wie sie Buchmacher für Wetten auf den Ausgang einer Wahl veröffentlichen. Diese reflektieren „the acquisition of new information on the relative standing of [...] the parties“ (Herron 2000, 331) und sind somit eine Wahrscheinlichkeitseinschätzung des Sieges einer Partei am Wahltag (Genmill 1992; Roberts 1990). Die zweite Möglichkeit besteht in der Verwendung von Preisdaten politischer Aktienmärkte wie beispielsweise des Iowa Political Stock Market. Hier können Aktien der Parteien bzw. Kandidaten gehandelt werden, wobei der zu erzielende Gewinn davon abhängt, ob man in die Aktien des Wahlsiegers investiert hat. Der mit finanziellem Einsatz verbundene Handel stiftet – wie im Fall von Wettbüros – einen starken Anreiz, alle verfügbaren Informationen bei der Erwartungsbildung zu berücksichtigen, um den Wahlausgang so gut wie möglich vorherzusagen.²⁴ Eine dritte Möglichkeit bietet das so genannte „Electoral Option Model“ (Alesina et al. 1997). Basierend auf leicht zugänglichen und über große Zeiträume verfügbaren Umfrageergebnissen werden Siegeswahrscheinlichkeiten dabei durch die Adjustierung für die Varianz und die Entfernung bis zum Wahltag berechnet. Zur Veranschaulichung zeigt Abbildung 2 Siegeswahrscheinlichkeiten des demokratischen (Bill Clinton) sowie des republikanischen (George Bush Sr.) Kandidaten bei den US-Präsidentenwahlwahlen 1992, die mit Hilfe der letztgenannten Alternative konstruiert wurden.

Abbildung 2: Siegeswahrscheinlichkeiten und Unsicherheit des Wahlausgangs bei den US-Präsidentenwahlwahlen 1992



Konstruierte Siegeswahrscheinlichkeiten nach Alesina et al. 1997. Datenquelle: Leblang und Mukherjee 2005.

Auch die Unsicherheit über den Wahlausgang lässt sich auf Basis von Siegeswahrscheinlichkeiten operationalisieren. Dies geschieht mit Hilfe einer inversen U-Funktion, die als Maximum den Wert 1 annimmt, wenn die Siegeswahrscheinlichkeiten bei 0,5 liegt und 0 wird, wenn die Siegeswahrscheinlichkeit bei 0 oder 1 liegt.²⁵ Die Überlegung ist dabei, dass im Falle eines knappen Rennens, d.h. für beide Kandidaten ist ein Wahlsieg gleich wahrscheinlich, die Unsicherheit über den Wahlausgang am höchsten ist (Funktionswert 1), während keine Unsicherheit vorherrscht (Funktionswert 0), wenn einer der beiden Wettbewerber aller Voraussicht nach am Wahltag die Mehrheit der Stimmen auf sich vereinigen wird.

Unter Verwendung solcher Siegeswahrscheinlichkeiten untersuchen Leblang und Mukherjee (2005) die mögliche Antizipation von Parteieffekten und stellen mittels Tagesdaten von 1944 bis 2000 fest, dass der amerikanische Aktienmarkt die Wirkungen der Parteipolitiken auf die Performance der Unternehmen tatsächlich vorwegnimmt. Denn die Siegeswahrscheinlichkeiten der Parteien (bzw. deren Kandidaten) besitzen in allen geschätzten Modellspezifikationen einen signifikanten Einfluss auf die Rendite des Dow Jones. Dabei steigt die Rendite mit der Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges des republikanischen Kandidaten an. Ein weiterer Fortschritt der Studie besteht in der systematischen Schätzung von antizipierten Parteieffekten auf die Volatilität am Aktienmarkt mit Hilfe von *Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (GARCH)-Modellen (Engle 1982; 2001; Bollerslev 1986). Diese Verfahren berücksichtigen nicht nur die finanzzeitreihentypische Klumpenbildung der Volatilität (*volatility clustering*), die vorliegt, wenn auf hohe (niedrige) Renditeschwankungen wieder hohe (niedrige) Schwankungen folgen (Heteroskedastizität). Sie bieten zudem die Möglichkeit, neben dem Mittelwert gleichzeitig auch die Volatilität von Renditen als Funktion von exogenen Variablen zu modellieren. Die Schätzergebnisse zeigen, dass die Volatilität mit der Erwartung eines republikanischen Sieges und zunehmender Knaptheit des Wahlausgangs ansteigt und immer dann sinkt wenn die Wahrscheinlichkeit eines demokratischen Präsidenten zunimmt.

Eine zentrale, den bislang vorgestellten Langzeitstudien implizit zu Grunde liegende Annahme lautet, dass die Unterschiede der Parteipolitiken über die Zeit konstant sind. Diese Annahme konstanter Politikunterschiede erscheint jedoch fraglich, da die (vergleichende) Parteienforschung deutliche Schwankungen in den von den Parteien vertretenen Politiken feststellen konnte (Adams et al. 2004; Budge et al. 2001; Herron 2000). Für die Vereinigten Staaten wurde diese Kritik bereits insofern aufgegriffen, als mehrere Studien antizipierte Parteieffekte nur für einzelne Wahlen untersuchten. Auch wurde für die Vereinigten Staaten die abhängige Variable bereits disaggregiert, um aufzuzeigen, ob die Effekte über einzelne Wirtschaftssektoren und auch Unternehmen hinweg variieren.

Theoretisch motiviert ist die Suche nach sektor- und unternehmensspezifischen Parteieffekten durch die umfangreiche Literatur zum Einfluss von Interessengruppen auf die von KandidatInnen und Parteien vertretenen Politiken. Beispielsweise argumentiert Baron (1989), dass PolitikerInnen vor Wahlen gegenüber jenen Interessengruppen glaubhafte Versprechen für Dienstleistungen (z.B. das Einsetzen für gewünschte Politiken oder Einflussnahme auf Verwaltungsentscheidungen) abgeben, die sie während des Wahlkampfes unterstützen. Austen-Smith (1995) entwickelt ein Modell, in dem sich Lobbyisten durch Parteispenden Zugang zu einem Kandidaten / einer Kandidatin erkaufen und diese im Falle seiner Wahl strategisch mit Informationen versorgen können, die jene Politiken rechtfertigen, von der die vertretenen Interessen am meisten profitieren (*informational lobbying*). Aus den Gleichgewichtsprognosen lässt sich unter anderem die Erkenntnis gewinnen, dass die Nähe zwischen der präferierten Politik des Kandidaten bzw. der Kandidatin und der Interessengruppe entscheidend für deren Verhalten ist. Je ähnlicher die

Vorstellungen von der idealen Politik sind, desto eher werden beide miteinander kooperieren und Wahlkampfunterstützung gegen vorteilhafte Politik tauschen. Ein weiteres einflussreiches theoretisches Modell liefern Grossman und Helpman (2001; 1994), das sektorspezifische Außenhandelspolitik als Gegenleistung für Wahlkampfspenden betrachtet.²⁶ Wie die folgende Bestandsaufnahme deutlich macht, zeigen die empirischen Befunde in der Tat nicht nur, dass antizipierte Parteieffekte existieren, sondern überdies, dass die Wirkungsrichtung für verschiedene Sektoren und Unternehmen, z.T. auch in Abhängigkeit von deren Spendenverhalten, gegensätzlich ausfallen können.

Roberts (1990) erklärt die Varianz der Renditen von US-Rüstungsunternehmen mit Veränderungen in der Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges des republikanischen Kandidaten Ronald Reagan bei der amerikanischen Präsidentschaftswahl 1980. Ronald Reagan hatte die Sicherheits- und Verteidigungspolitik während seiner Wahlkampagne besonders hervorgehoben. Unter dem Motto „*Make America Great Again*“ trat er für die Wiederaufnahme mehrerer Rüstungsprogramme und die dafür erforderliche, deutliche Erhöhung des Verteidigungshaushalts ein. Die zukünftige Profitabilität der an diesen Projekten beteiligten Unternehmen sollte also ganz maßgeblich damit zusammenhängen, ob Ronald Reagan Präsident der Vereinigten Staaten werden würde. Die Schätzungen legen nahe, dass ein Anstieg der Siegeswahrscheinlichkeit von Ronald Reagan um ein Prozent die Rendite des Rüstungssektors um durchschnittlich 1,4 Prozent nach oben trieb (Roberts 1990, 303).

Für die amerikanische Präsidentschaftswahl 1992 rekonstruieren Herron et al. (1999) die US-Wirtschaft als Aktienportfolio, das 74 Sektorindizes umfasst. Die Schätzungen zeigen, dass die Renditen von 15 der 74 Sektoren signifikant mit den Siegeswahrscheinlichkeiten der Präsidentschaftskandidaten zusammenhingen. Eine noch niedrigere Aggregationsperspektive verwendet Knight (2006), der für die amerikanische Präsidentschaftswahl 2000 nachweist, dass sogar einzelne Unternehmen systematisch und unterschiedlich auf geänderte Wahlchancen der Kandidaten George W. Bush und Al Gore reagierten. Dabei wurde etwa deutlich, dass Unternehmen der Tabak-Industrie im Falle einer Bush-Regierung eine deutliche Wertsteigerung erfahren hätten. Die Studien von Mattozzi (2004) und Cheng (2005) bestätigen diese Befunde weitgehend. Die immensen Umverteilungswirkungen der erwarteten Politiken werden dabei deutlich: Stieg die Wahrscheinlichkeit eines Sieges von George W. Bush um einen Prozentpunkt, erhöhte sich der Marktwert des „Bush-Index“ am Folgetag um 720 Millionen Dollar. Gleichzeitig sank der Marktwert des „Kerry Index“ um eine Milliarde Dollar.

Insgesamt belegen die empirischen Studien sehr deutlich die Antizipation von sektor- und unternehmensspezifischen Parteieffekten auf dem amerikanischen Aktienmarkt. Hiermit bestätigt sich die Existenz von „parteipolitischen Renditen“, wie sie die Literatur zum Einfluss von wirtschaftlichen Interessengruppen erwarten lässt. Allgemeiner betrachtet substantiierten die Befunde auch die Vermutung, dass ökonomische Parteieffekte sehr viel nuancierter sind als dies die gängigen Untersuchungen zum Einfluss des parteipolitischen Regierungsprofils auf einzelne Haushaltspositionen oder makroökonomische Schlüsselvariablen unterstellen. Die ökonomischen (Verteilungs-)Wirkungen von Politik sind – das legen die Befunde und die Tatsache, dass es sich dabei um antizipierte Parteieffekte handelt, nahe – sehr viel komplexer als bisher gedacht.

4.2.2 Parteieffekte in anderen Ländern

Geringere Aufmerksamkeit wurde in der Forschung Parteieffekten in Großbritannien geschenkt. Hudson et al. (1998) untersuchen die Reaktion des FTSE 30 auf den Wahlsieg der linken (Labour)

bzw. rechten (Tories) Partei mittels Tagesdaten von 1945 bis 2002. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die allgemeine Marktrendite unmittelbar nach Wahlen in Reaktion auf einen Sieg der Labour-Partei abnahm. Die umgekehrte Wirkung hatte ein Sieg der Tories auf die Performance des britischen Aktienmarktes. Bemerkenswerterweise bestand zwischen der Aktienmarktpfifformance während einer linken im Vergleich zu einer rechten Regierungspartei kein signifikanter Unterschied. Dies kann als Hinweis darauf gedeutet werden, dass die Wirkungen der Parteipolitiken teilweise vor der Wahl antizipiert wurden und dann unmittelbar nach dem Wahlergebnis die vollständige Anpassung an den neuen Gleichgewichtspreis erfolgte. Denn die Marktreaktion im Anschluss an das Wahlergebnis fiel immer dann stärker aus, wenn das Ergebnis von dem erwarteten Wahlausgang abwich.

Leblang und Mukherjee (2005) bestätigen die Bedeutung von antizipierten Parteieffekten in Großbritannien. Auch sie kommen zu dem Ergebnis, dass der britische Aktienmarkt in der skizzierten Richtung auf die Siegeswahrscheinlichkeit der Parteien reagiert. Basierend auf monatlichen Daten von 1943 bis 2000 zeigen die Schätzungen, dass die Renditen und auch deren Volatilität immer dann stiegen, wenn der Sieg der konservativen Partei erwartet wurde. Zudem erhöhte sich die Volatilität mit knapper werdendem Wahlausgang, was wiederum die Hypothese vom Einfluss politisch induzierter Unsicherheit auf die Aktienmarktpfifformance bestätigt.

Für Deutschland analysieren Pierdzioch und Döpke (2006) sowie Bohl und Gottschalk (2005) den Zusammenhang zwischen der aktuellen Parteizugehörigkeit der Bundesregierung und der Rendite des DAX zwischen 1960 und 2002 sowie 1957 und 2004. Beide kommen zu dem Ergebnis, dass die aktuelle Parteizugehörigkeit der Regierung keine Rolle für die Entwicklung der Aktienmarktpfifformance spielt. Allerdings schließt dies nicht die Möglichkeit aus, dass der Markt die Wirkungen der Politiken antizipiert. Zudem liegt auch diesen Studien ob ihrer langfristigen Perspektive die implizite Annahme zu Grunde, dass der Unterschied der Parteipolitiken über Jahrzehnte hinweg konstant war.

Füss und Bechtel (2008) gehen diesen Einwänden nach und untersuchen den Zusammenhang zwischen erwarteter Parteizugehörigkeit der Regierung und den Aktienrenditen des DAX, MDAX und SDAX bei der Bundestagswahl 2002. Die Schätzergebnisse legen nahe, dass der Wert und die Volatilität des SDAX, der die Aktienentwicklung von kleinen Unternehmen repräsentiert, systematisch mit den Siegeswahrscheinlichkeiten einer linken bzw. rechten Koalition kovarierten. Rendite und Volatilität stiegen dabei immer dann, wenn eine rechte Koalitionsregierung wahrscheinlicher wurde. Aktien von Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung, wie sie der DAX und MDAX widerspiegeln, reagierten hingegen nicht auf die erwartete Parteizugehörigkeit der Regierung. Betrachtet man diesen Befund gemeinsam mit den Ergebnissen von Pierdzioch und Döpke (2006) sowie Bohl und Gottschalk (2005), so drängt sich der empirisch fundierte Schluss auf, dass nationale Politik in Deutschland die Entwicklung größerer Unternehmen in der Tat nicht (mehr) beeinflussen kann.

4.2.3 Die Bedeutung von politischen Institutionen für Parteieffekte

Bereits bei der Bestandsaufnahme der empirischen Befunde zum Wahlzykluseffekt ist deutlich geworden, dass die institutionellen Rahmenbedingungen des politischen Systems für den Einfluss von Politik auf Aktienmärkte eine Rolle zu spielen scheinen. In einem wegweisenden Beitrag geht Fiona McGillivray (2003) der Frage nach, ob Änderungen in der Regierungszusammensetzung Umverteilungswirkungen zwischen Wirtschaftssektoren zur Folge haben, die zeitlich und hinsichtlich ihrer Stärke über Länder mit unterschiedlichen Wahlsystemen hinweg variieren.²⁷

Tabelle 2b: Studien zu Parteieffekten in anderen Ländern

Studie Land (Zeitraum) DF	Abhängige Variable (Renditen)	Analyseverfahren	Kontrollvariablen	Befund
Hudson et al. 1998 Großbritannien (1945–1992) t	FTSE30	OLS Regression	Zeit seit Beginn der Amtsperiode	Rendite sinkt (steigt) bei Labour (Tory)-Sieg; stärker bei überraschendem Wahlergebnis
Leblang/Mukherjee 2005 Großbritannien (1943–2000) m	FTSE All Share	GARCH	Handelsvolumen, Inflationsrate, Popularität des Premiers, Inflation, Zinssatz	Rendite sinkt wenn Sieg der Labour-Partei wahrscheinlicher
Pierdzioch/Döpke 2006 Deutschland (1960–2002) v	DAX	OLS mit Newey-West-Standardfehlern	kurzfristiger Zinssatz, Zins-Spread, Börsencrashs	Kein Zusammenhang
Bohl/Gottschalk 2005 Deutschland (1957–2004) m	DAX	OLS mit Newey-West-Standardfehlern, Instrumentverfahren	US-Aktienrenditen, Dividendenrenditen, realer u. erwarteter Zinssatz, Inflation, Zins-Spread; Parteidazugehörigkeit Bundesregierung u. US-Präsident	Kein Zusammenhang
Füss/Bechtel 2008 Deutschland (2002) t	DAX, MDAX, SDAX	GARCH/TARCH(1,1) mit semi-robusten Standardfehlern	US-Aktienrenditen, risikoloser Zinssatz, Montagseffekt, Handelsvolumen, Inflation	SDAX Rendite und Volatilität steigen (sinken) wenn rechte (linke) Regierung wahrscheinlicher. Volatilität sinkt mit Knappheit des Wahlhausgangs
Bohl/Gottschalk 2006 15 OECD-Länder (1957–2004) m	Nationale Aktienindizes	OLS mit Newey-West-Standardfehlern	Verbraucherpreisindex, lang- u. kurzfristiger Zinssatz, Parteidazugehörigkeit der Regierung	Rendite unter linken Regierungen in Österreich, Dänemark und Deutschland höher
McGillivray 2003 14 Industrieländer (1973–1996) m	Nationale Preistreuung der Sektorindizes (Morgan Stanley Capital) bezogen auf nationale, allgemeine Marktentwicklung	GLS, OLS mit panel-korrigierten Standardfehlern	Marktkapitalisierung zu BIP, Marktvolatilität, Inflation, Zinssatz, Parteidazugehörigkeit der Regierung, Anzahl Regierungsparteien, Föderalismus, Präsidentialismus	Umverteilungswirkung in Ländern mit Verhältniswahlrecht stärker als in Systemen mit Mehrheitswahlrecht, aber zeitlich diffuser

DF: Datenfrequenz (t=täglich, w=wöchentlich, m=monatlich, v=vierteljährlich, j=jährlich).

Argumentiert wird dabei zum einen, dass sich mit Regierungswechseln auch die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, insbesondere der Handels- und Industriepolitik ändert, womit sektorspezifische Umverteilungswirkungen verbunden sind. Diese sollten sich in der relativen Renditeentwicklung der Sektoren zueinander widerspiegeln. Zum anderen wird vermutet, dass dieser Effekt nicht in allen politischen Systemen gleich ist, sondern durch institutionelle Faktoren, besonders durch das Wahlsystem und dessen Folgen für die Aushandlungsprozesse während der Regierungsbildung, beeinflusst wird. Aufgrund der in Verhältniswahlsystemen erforderlichen Koalitionsbildung sind die Regierungsparteien meist zu zeitintensiven Verhandlungsprozessen gezwungen, an deren Ende Kompromisse stehen, die zu einer moderateren Politik führen.²⁸ Im Gegensatz hierzu sind Politiken in Mehrheitsdemokratien ohne zeitliche Verzögerung auf Grund von Koalitionsverhandlungen und dem Zwang zur Berücksichtigung von Akteuren mit Vetorechten umsetzbar (McGillivray 2003, 372). Dies führt zu der Hypothese, dass sektorspezifische Parteieffekte in Ländern mit majoritären Wahlsystemen zeitlich sehr viel konzentrierter unmittelbar nach Wahlen auftreten sollten als in Ländern, die ein proportionales Wahlsystem verwenden.

Die statistischen Schätzungen belegen, dass die Renditereaktion auf Änderungen in der Regierungszusammensetzung in Verhältniswahlsystemen über einen sehr viel längeren Zeitraum erfolgt als in Ländern mit Mehrheitswahlrecht. Insgesamt scheinen diese sektorspezifischen Umverteilungswirkungen in Ländern mit Verhältniswahlrecht jedoch stärker ausgeprägt zu sein. Einige weitere Ergebnisse der Studie verdienen Beachtung. So nimmt das Ausmaß der relativen Renditeentwicklung der Sektoren zu, je weiter links eine Regierung auf der Links-Rechts-Dimension des politischen Wettbewerbs positioniert ist, was auf deren stärkere Tendenz zu allokativen Verzerrungen hinweist (McGillivray 2003, 388). Diese ersten Befunde stützen nicht nur Forderungen nach einer Berücksichtigung von politischen Institutionen bei der Untersuchung von Parteieffekten auf Aktienmärkten. Sie stärken auch Rufe nach einer stärkeren Erforschung der Bedeutung von institutionellen Konfigurationen politischer Systeme für die Aktienmarktentwicklung.

5. Zusammenfassung und Kritik

Die Ergebnisse der hier betrachteten Studien zeigen, dass die ökonometrischen Untersuchungen zumindest für die Vereinigten Staaten einen robusten opportunistischen Wahlzyklus auf dem Aktienmarkt nachweisen können, bei dem die Aktienmarktpflege in der ersten Hälfte der Wahlperiode schlechter ausfällt als in der zweiten. Für andere Länder kann lediglich festgehalten werden, dass ein nationaler, klassischer Wahlzykluseffekt eher abzulehnen ist. Die Ursache ist allem Anschein nach die Verschiedenheit der politischen Systeme, die eine auch zeitlich präzise Manipulation der Wirtschaft, wie sie das opportunistische Konjunkturzyklusmodell unterstellt, erschwert. Dies bedeutet jedoch nicht, dass Wahlzykluseffekte in diesen Ländern nicht existieren. Vielmehr deutet in stärker konsensual ausgerichteten Demokratien einiges darauf hin, dass sich die an Wahlen anschließende, teilweise lange Phase der Koalitionsbildung negativ auf die Aktienmarktentwicklung auswirkt.

Auf die Frage, ob die *aktuelle* Parteizugehörigkeit der Regierung einen Einfluss auf die Aktienmarktpflege in den Vereinigten Staaten besitzt, kann auf Grundlage der diskutierten Studien am ehesten mit einem leisen „Ja“ geantwortet werden. Was jedoch die Richtung des Zusammenhangs betrifft, sind die Ergebnisse bislang zu widersprüchlich. Im Falle der Vereinigten Staaten existiert darüber hinaus empirische Evidenz, dass der Aktienmarkt von der *erwartete-*

ten Parteizugehörigkeit der Regierung beeinflusst wird, wobei Rendite und Volatilität steigen, wenn ein Sieg des republikanischen Kandidaten wahrscheinlicher wird. Auf Sektoren- und Unternehmensebene belegen die Befunde nicht nur, dass antizipierte Parteieffekte existieren, sondern überdies, dass die Wirkungsrichtung für verschiedene Sektoren und Unternehmen gegensätzlich ausfallen kann. Insgesamt bestätigen die Resultate die Existenz von „parteipolitischen Renditen“, wie sie die Literatur zum Einfluss von wirtschaftlichen Interessengruppen erwarten lässt. Allgemeiner betrachtet verfeinern und erweitern diese Befunde das bestehende Wissen über die ökonomischen Wirkungen von Parteipolitiken.

Um analoge Aussagen über den Einfluss des erwarteten parteipolitischen Regierungsprofils auch für andere Länder zu wagen, ist es allerdings noch zu früh. Diese Einschätzung weist gleichzeitig darauf hin, dass noch erhebliche polit-ökonomische Forschungsanstrengungen ausstehen. Es ist insbesondere zu hoffen, dass die Forschung solche theoretisch zu erwartenden, antizipierten Parteieffekte auf Sektoren- und Unternehmensebene auch in anderen Ländern und ländervergleichend untersuchen wird. Dies gilt ebenfalls für den moderierenden Einfluss politischer Institutionen auf Wahlzyklus- und Parteieffekte. Denn bereits die Verschiedenheit der institutionellen Charakteristika politischer Systeme lassen eine unmittelbare Übertragung der vor allem auf die Vereinigten Staaten zugeschnittenen, theoretischen Modelle in einem kritischen Licht erscheinen. Beispielsweise sollten in stärker konsensual ausgerichteten Demokratien Unsicherheitsquellen wie Koalitionsbildungsphasen eine Rolle spielen. Hier sind Regierungsparteien meist zu zeitintensiven Verhandlungsprozessen gezwungen, an deren Ende Kompromisse stehen. Im Unterschied zu Mehrheitsdemokratien wären somit moderatere Parteien- wie auch Wahlzykluseffekte zu erwarten. Diese und ähnliche, noch herauszuarbeitende Thesen von der institutionellen Abhängigkeit des Einflusses von Politik auf Aktienmärkte zeigen auch, dass eine spezifisch politikwissenschaftliche Sichtweise auf den Forschungsgegenstand einen eigenen Beitrag zu leisten vermag. Da ein beachtlicher Teil der referierten Studien aus dem Bereich der Wirtschaftswissenschaften stammt, wurde dieses Potential bislang leider nur unzureichend realisiert. Zu einer Änderung dieses Umstands können die theoretischen Überlegungen wie auch die bisherigen empirischen Befunde nur ermutigen.

Eine zentrale Annahme bislang durchgeführter Studien lautet, dass Unterschiede der Parteipolitiken über viele Wahlen hinweg konstant geblieben sind. Diese Annahme wurde in der Literatur mehrfach kritisiert. Zwei Möglichkeiten erscheinen geeignet, um diesen Einwand bei zukünftigen Forschungen aufzugreifen und zu berücksichtigen. Erstens kann man zunächst der Identifikation von Parteieffekten in einzelnen Wahlen den Vorzug gegeben, bevor Beobachtungen aus mehreren Wahlen in einem Datensatz vereinigt werden, um den vermuteten Zusammenhang über größere Zeiträume und damit über viele Wahlen hinweg zu schätzen. Zweitens können Langzeitstudien die Robustheit ihrer Schätzergebnisse auf die Probe stellen, indem das Vorliegen von Strukturbrüchen überprüft wird, d.h. die relevanten Koeffizienten auch bei Beschränkung der Datenbasis auf einzelne Wahlen stabil bleiben. Auch bei der Erforschung institutioneller Einflussfaktoren, für die vor allem Panel-Datensätze erforderlich sind, bieten sich derartige Robustheitstests an. Drittens kann die inzwischen beachtliche empirische Datenbasis für die Politikpositionen von Parteien (Debus 2007; Benoit/Laver 2006; Budge et al. 2001) herangezogen werden, um einen Eindruck von Positionsveränderungen zu erhalten. Auf dieser Grundlage lässt sich besser beurteilen, ob die Annahme konstanter Politikunterschiede gerechtfertigt ist.

ANMERKUNGEN

- 1 <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/2275359.stm>.
- 2 Impulse, Heft 9/1998, 160.
- 3 Capital, Extraheft „Wahl 2002“, 18.
- 4 Siehe World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=421&document=4445>).
- 5 Ein Beispiel ist die öffentliche Aufregung über die Entscheidung des Handy-Herstellers Nokia, der Anfang 2008 von einem Tag auf den anderen seinen – mit Millionen Euro Steuergeldern geförderten – Produktionsstandort in Bochum schloss und 2300 Festangestellte und 1000 Leiharbeiter in die Arbeitslosigkeit entließ, um ein neues Werk im Niedriglohnland Rumänien aufzubauen, siehe: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,druck-528713,00.html>.
- 6 Realiter befassen sich zahlreiche Arbeiten mit mehreren dieser hier in unterschiedliche Kategorien eingeordneten Forschungsfragen. Dennoch erscheint eine solche analytische Trennung hilfreich, um die Befunde zusammenzufassen und sinnvoll miteinander vergleichen zu können. Angemerkt werden muss dabei, dass über die beiden thematisierten Literaturbereiche hinaus ein weiteres, aber noch junges Forschungsfeld existiert, das sich mit dem Einfluss von einzelnen Gesetzesänderungen, Krisen und Konflikten auf Aktienmärkte beschäftigt (Schneider/Tröger 2006; Sinai/Gyourko 2004; Lang/Shackleford 2000; Boardman et al. 1997). Die vorliegende Arbeit beschränkt sich jedoch aus zwei Gründen auf die o.g. beiden Bereiche. Erstens, weil der Forschungsstand in diesem sehr jungen Forschungsfeld noch nicht weit genug gediehen ist, um eine ausführliche Diskussion ihrer Ergebnisse zu rechtfertigen. Zweitens, weil die zusätzliche Bestandsaufnahme dieser Literatur jenseits dessen liegt, was innerhalb eines Aufsatzes geleistet werden kann, ohne dem dann berechtigten Vorwurf der Oberflächlichkeit anheim zu fallen.
- 7 Folgt man Karl R. Popper, so ist natürlich die Widerlegung einer Theorie insofern „erfreulicher“, als dieses Ereignis einen unendlich viel höheren Informationsgehalt besitzt als eine Bestätigung. Siehe hierzu auch Lakatos (1965).
- 8 Deutsches Aktieninstitut e.V., http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_statistiken.htm. Aller Voraussicht nach wird die Bedeutung von Aktien als Kapitalanlage für Bürger als Folge des demographischen Wandels weiter wachsen (Fehr/Jokisch 2006).
- 9 Bundeszentrale für politische Bildung, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/WebMaskenformeln/41256A99002BDD554125699D004249B3/\\$FILE/Fb_08_4.pdf?openElement](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/WebMaskenformeln/41256A99002BDD554125699D004249B3/$FILE/Fb_08_4.pdf?openElement).
- 10 Ein Beispiel, das die mögliche Bedeutung des parteipolitischen Regierungsprofils illustriert, ist das Verhalten der rot-grünen Bundesregierung unmittelbar nach ihrer Wahl im Jahr 1998, als man sofort damit begann, den erneuerbaren Energiesektor zu subventionieren und den „Ausstieg aus der Atomenergie“ voranzutreiben. Diese Anstrengungen resultierten unter anderem in dem Erneuerbare-Energien-Gesetz vom 29.03.2000 (EEG), mit dem Ziel, die Produktion von Energie aus regenerativen Energiequellen zu fördern. Allein im Jahr 2004 wendete die rot-grüne Bundesregierung knapp 200 Millionen Euro auf, um den Erneuerbare Energien-Sektor mittels einem durch die Steuerreform finanzierten „Marktanreizprogramm zur Förderung von Maßnahmen zur Nutzung erneuerbarer Energien“ (BMU 2005, 20) zu subventionieren. Kleinanleger wurden bei Investitionen mit Zuschüssen gefördert, Energiegewinnungsanlagen konnten von zinsverbilligten Darlehen und Teilschuldenlassen profitieren. Zudem erleichterten die Änderungen des Erneuerbare-Energien-Gesetz 2004 die Einspeisung, Übertragung und Verteilung von alternativen Energien. Auch kam es zu einer Novellierung des Atomgesetzes (so genannter Atomkonsens) mit dem die Nutzung der Kernenergie beendet werden sollte. All diese gesetzgeberischen, die Profitabilität des erneuerbaren Energien-Sektors erhöhenden Maßnahmen trafen auf vehemente Kritik von Seiten der CDU und FDP. Sie wären unter einer CDU/FDP-Regierung kaum denkbar gewesen.
- 11 Eine ausführliche Vorstellung und Diskussion der Grundmodelle wie auch deren Erweiterungen bieten Alesina et al. (1997). Einschlägige theoretische Forschungsentwicklungen behandeln Persson und Tabellini (2000). Die Fragen nach der Divergenz von Parteipolitiken – entgegen dem klassischen Medianwählertheorem von Downs (1968) – thematisieren beispielsweise Alesina und Rosenthal (1995).
- 12 Ein wichtiger Fortschritt in der theoretischen Literatur betrifft die Frage nach der Plausibilität solcher opportunistischen Zyklen, wenn Wähler rationale Erwartungen bilden. Rogoff (1990) argumentiert beispielsweise, dass selbst unter der Bedingung rationaler Erwartungsbildung Zyklen auftreten können, wenn das Verhältnis von Regierung zu Bürgern durch zeitlich begrenzte Informationsasymmetrien gekennzeichnet ist. Für einen Überblick siehe Alesina et al. (1997).
- 13 In der Parteienforschung existieren momentan drei Ansätze zur Ermittlung der Idealpolitiken politischer Parteien. Der erste, klassische Ansatz, wie ihn auch das *Manifesto Research Project* verwendet, besteht darin, Parteiprogramme entsprechend der Häufigkeit von darin verwendeten Schlüsselwörtern zu kodieren. Eine zweite Herangehensweise, das so genannte *Wordscore*-Verfahren (Laver et al. 2003), ermittelt die relative Häufigkeit aller in einem Parteiprogramm (oder Koalitionsabkommen) verwendeten Wörter und vergleicht diese mit einem Referenztext. Ein dritter Ansatz verwendet die Einschätzungen von Experten, die Parteien in unterschiedlichen Sachdimensionen auf einer Skala einordnen (Benoit/Laver 2006).

- 14 Allerdings machen die Grünen vor dem Hintergrund ihrer Position 1998 im Wahljahr 2002 einen „Sprung“ über die SPD und bieten somit eine Wirtschaftspolitik an, die moderater ist als die der SPD.
- 15 Bislang hat sich die empirische Forschung zum Einfluss von Politik auf Aktienmärkte vor allem auf die Wirkung der mit Wahlen verbundenen Unsicherheit über die zukünftige politische Entwicklung konzentriert. Der vorliegende Beitrag folgt dieser Schwerpunktsetzung.
- 16 Es existiert eine lebhafte und nicht enden wollende Debatte über die (Nicht-)Rationalität von Finanzmarktakteuren, deren Aufarbeitung hier nicht geleistet werden kann. Siehe hierzu exemplarisch die Beiträge zweier Hauptvertreter der behavioralistischen Finanzmarktheorie: Richard H. Thaler (1993) und Andrei Shleifer (2000).
- 17 Diese Einschränkungsentscheidung bedeutet, dass folgende Arbeiten nicht diskutiert werden: Niederhoffer et al. 1970; Allvine/O’Neill 1980; Riley/Luksetich 1980; Manning 1989; Gwilym/Buckle 1994; Huang 1985; Hensel/Ziemba 1995; Steeley 2003; Swensen/Patel 2004; Zhao et al. 2004.
- 18 Eine weitere Unterscheidung kann zwischen parlamentarischen und präsidentiellen Regierungssystemen vorgenommen werden, siehe hierzu Steffani (1984). Die Konsensus-/Westminster-Typologie ist jedoch an dieser Stelle fruchtbare.
- 19 Westminsterdemokratien kennzeichnet nach dieser Typologie folgende Merkmale: Ein-Parteienregierung; Dominanz der Exekutive; Zweiparteiensystem; Mehrheitswahlrecht; korporatistisches System der Interessenvermittlung; zentralisierter, unitarischer Staatsaufbau; Einkammernsystem; mit einfacher Mehrheit änderbare Verfassung; keine richterliche Nachprüfung der Gesetzgebung; von Exekutive abhängige Zentralbank.
Für Konsensusdemokratien ist dagegen charakteristisch: Koalitionsregierung; Kräftegleichgewicht zwischen Exekutive und Legislative; Mehrparteiensystem; Verhältniswahlrecht; pluralistisches System der Interessenvermittlung; föderaler Staatsaufbau; Zweikammernsystem; Verfassung nur mit qualifizierter Mehrheit änderbar; starke Verfassungsgerichtsbarkeit (richterliche Nachprüfung der Gesetzgebung); von Exekutive unabhängige Zentralbank.
- 20 Sieht man davon ab, dass die Mitgliedstaaten der Europäischen Union ohnehin ihre Geldpolitik an die Europäische Zentralbank übertragen haben.
- 21 Eine rigorose theoretische Fundierung der Bildung von Koalitionsregierungen und den damit verbundenen Politiken bietet Laver und Shepsle (1996).
- 22 Allerdings ist anzumerken, dass dieser Effekt möglicherweise auch auf Unsicherheit über die von den Parteien vertretenen Politiken zurückzuführen sein könnte.
- 23 Für Brasilien (Jensen und Schmitt 2005), Griechenland (Sikorski/Kapopoulos 2007), Kanada (Brander 1991), Neuseeland (Cahan et al. 2005) und Taiwan (Roberts/Lin 2001) liegt jeweils nur eine einzige Studie vor. Der Forschungsstand ist somit noch nicht weit genug fortgeschritten, als dass er eine Diskussion dieser Ergebnisse zum gegenwärtigen Zeitpunkt rechtfertigen könnte.
- 24 Es überrascht vor diesem Hintergrund nicht, dass diese Wahlbörsen (in Deutschland die so genannte Wahl\$treet) die Wahlergebnisse meist besser vorherzusagen vermögen als die Umfrageinstitute (Schaffer/Schneider 2005; Wolfers/Zitzewitz 2004; Bohm 1999).
- 25 Die gängige funktionale Form für die Unsicherheit des Wahlausgangs in Abhängigkeit von der Siegeswahrscheinlichkeit zum Zeitpunkt lautet .
- 26 Wie die Autoren jedoch selbst betonen, ist das Modell nicht auf Außenhandelspolitiken beschränkt, sondern auf zahlreiche weitere Politikfelder wie „social transfer schemes, environmental regulation, or government spending programs“ (Grossman/Helpman 1994, 849) anwendbar.
- 27 Die Länder sind: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada, Niederlande, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz und die Vereinigten Staaten.
- 28 Somit basiert dieses Argument auf dem so genannten „Balancing model“ (Fiorina 1991; Alesina/Rosenthal 1996), das Koalitionspolitiken als Konvexitätskombination der beteiligten Koalitionspartner betrachtet. Für eine Kritik siehe Krehbiel (1996).

LITERATURVERZEICHNIS

- Adams, James/Michael Clark//Lawrence Ezrow/Garrett Glasgow (2004). Understanding Change and Stability in Party Ideologies: Do Parties Respond to Public Opinion or to Past Election Results?, in: British Journal of Political Science, Vol. 34(4), 589–610.*
- Allan, James P./Lyle Scruggs (2004). Political Partisanship and Welfare State Reform in Advanced Industrial Societies, in: American Journal of Political Science, Vol. 48(3), 496–512.*
- Alesina, Alberto (1987). Macroeconomic Policy in a Two-Party-System as a Repeated Game, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 102(3), 651–678.*
- Alesina, Alberto/Howard Rosenthal (1995). Partisan Politics, Divided Government, and the Economy, Cambridge.*

- Alesina, Alberto/Jeffrey Sachs (1988). Political Parties and the Political Business Cycle in the United States, 1948–1984, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 20(1), 63–82.
- Alesina, Alberto/Nouriel Roubini/Gerald Cohen (1997). Political Cycles and the Macroeconomy. Cambridge (Mass.).
- Allvine, Fred C./Daniel E. O'Neill (1980). Stock Market Returns and the Presidential Election Cycle, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 36(5), 49–56.
- Austen-Smith, David (1995). Campaign Contributions and Access, in: *American Political Science Review*, Vol. 89(3), 566–581.
- Baron, David P. (1989). Service-Induced Campaign Contributions and the Electoral Equilibrium, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104(1), 45–72.
- Benoit, Kenneth/Michael Laver (2006). Party Policy in Modern Democracies, London.
- Bechtel, Michael M. (2008). The Political Sources of Systematic Investment Risk: Lessons from a Consensus Democracy, in: *Journal of Politics* [im Erscheinen]. Internet: <http://ssrn.com/abstract=1006582>.
- Bechtel, Michael M./Roland Füss (2008). When Traders Enjoy Less Policy Risk: Divided Government, Economic Policy Change, and Stock Market Volatility in Germany, 1970–2005, in: *Swiss Political Science Review*, Vol. 14(2), 267–314.
- Bechtel, Michael M./Roland Füss (2008). Capitalizing on Partisan Politics: Expected Government Partisanship and Sector-Specific Redistribution in German Federal Elections. Internet: <http://ssrn.com/abstract=965190>.
- Bernhard, William/David Leblang (2006). Democratic Processes and Financial Markets: Pricing Politics, Cambridge.
- Birch, Anthony H. (1971). Representation, London.
- Blais, Andre/Donald Blake/Stephanie Dion (1993). Do Parties Make a Difference? Parties and the Size of Government in Liberal Democracies, in: *American Journal of Political Science*, Vol. 37(1), 40–62.
- Boardman, Anthony/Ilan Vertinsky/Diana Whistler (1997). Using Information Diffusion Models to Estimate the Impacts of Regulatory Events on Publicly Traded Firms, in: *Journal of Public Economics*, Vol. 63(2), 283–300.
- Bohl, Martin T./Katrín Gottschalk (2006). International Evidence on the Democrat Premium and the Presidential Cycle Effect, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 17(2), 107–120.
- Bohl, Martin T./Katrín Gottschalk (2005). Steht der deutsche Aktienmarkt unter politischem Einfluss?, in: *Finanzbetrieb*, Vol. 7–8, 517–523.
- Bohm, Peter (1999). Political Stock Markets and Unreliable Polls, in: *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 101(2), 205–222.
- Bollerslev, Tim (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, in: *Journal of Econometrics*, Vol. 31(3), 307–27.
- Booth, James R./Lena C. Booth (2003). Is Presidential Cycle in Security Returns Merely a Reflection of Business Conditions?, in: *Review of Financial Economics*, Vol. 12(2), 131–159.
- Bräuninger, Thomas (2005). A Partisan Model of Government Expenditure, in: *Public Choice*, Vol. 125 (3–4), 409–429.
- Brander, James A. (1991). Election Polls, Free Trade, and the Stock market: Evidence from the 1988 Canadian General Election, in: *Canadian Journal of Economics*, Vol. 24(4), 827–43.
- Brown, Keith C./W.V. Harlow/Seha M. Tinic (1988). Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 22(2), 355–385.
- Brown, Stephen J./Jerold B. Warner (1985). Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 14(1), 3–31.
- Brown, Stephen J./Jerold B. Warner (1980). Measuring Security Price Performance, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 8(3), 205–258.
- Budge, Ian/Hans-Dieter Klingemann/Andrea Volkens/Judith Bara/Eric Tanenbaum (2001). Mapping Policy Preferences. Estimates for Parties, Electors and Governments 1945–1998, Oxford.
- Budge, Ian/Richard Hofferberth/Hans-Dieter Klingemann (1994). Parties, Policies, and Democracy, Boulder/San Francisco/Oxford.
- Budge, Ian/Hans Keman (1990). Parties and Democracy. Coalition Formation and Government Functioning in Twenty States, Oxford.
- Cahan, Jared/Christopher B. Malone/John G. Powell/Udomsak Choti Wong (2005). Stock Market Political Cycles in a Small, Two-Party Democracy, in: *Applied Economics Letters*, Vol. 12 (12), 735–740.
- Campbell, John Y./Andrew W. Lo/A. Craig MacKinlay (1997). The Econometrics of Financial Markets, Princeton.
- Cheng, Yingmei (2005). Portfolios and Politics: The 2004 Presidential Election. Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=664047.
- Cioffi, John W./Martin Höpner (2006). Das parteipolitische Paradox des Finanzmarktkapitalismus. Aktionärsorientierte Reformen in Deutschland, Frankreich, Italien und den USA. In: *Politische Vierteljahrsschrift*, Vol. 47(3), 419–440.
- Debus, Marc (2007). Pre-Electoral Alliances, Coalition Rejections, and Multiparty Governments, Baden-Baden.

- Demirgürç-Kunt, Ash/Ross Levine* (1996). Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview, in: *World Bank Economic Review*, Vol. 10(2), 223–239.
- Downs, Anthony* (1968). *Ökonomische Theorie der Demokratie*, Tübingen.
- Engle, Robert F.* (2001). GARCH 101: The Use of ARCH/GARCH Models in Applied Econometrics, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15(4), 157–168.
- Engle, Robert F.* (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation, in: *Econometrica*, Vol. 50(4), 987–1008.
- Ezrow, Lawrence* (2007). The Variance Matters: How Party Systems Represent the Preferences of Voters, in: *Journal of Politics*, Vol. 69(1), 182–192.
- Fama, Eugene F.* (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, Vol. 25(2), 383–417.
- Fama, Eugene F./Merton H. Miller* (1972). *The Theory of Finance*, New York.
- Fiorina, Morris P.* (1991). Divided Government in the States, in: *PS: Political Science and Politics*, Vol. 24(4), 646–650.
- Foerster, Stephen R./John J. Schmitz* (1997). The Transmission of U.S. Electoral Cycles to International Stock Returns, in: *Journal of International Business Studies*, Vol. 28(1), 1–27.
- Franke, Günter/Herbert Hax* (2004). *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*. 5., überarb. Auflage, Berlin/Heidelberg.
- Freeman, John* (2008). Democracy and Markets in the Twenty-first Century: An Agenda, in: *Nardulli, Peter* (Hg.): Democracy and Markets in the Twenty-First Century, Volume 1 [im Erscheinen], Internet: <http://www.polisci.umn.edu/~freeman/DMAgenda1-05.pdf>.
- Freeman, John/Jude C Hays/Helmut Stix* (2000). Democracy and Markets: The case of exchange rates, in: *American Journal of Political Science*, Vol. 44(3), 449–468.
- Füss, Roland/Michael Bechtel* (2006). Partisan Politics and Stock Market Performance: The Effect of Expected Government Partisanship on Stock Returns in the 2002 German Federal Election, in: *Public Choice*, Vol. 135(3–4), 131–150.
- Garrett, Geoffrey/Deborah Mitchell* (2001). Globalization, government spending and taxation in the OECD, in: *European Journal of Political Research*, Vol. 39(1), 145–177.
- Garrett, Geoffrey* (1998). *Partisan Politics in the Global Economy*, Cambridge.
- Gärtner, Manfred/Klaus W. Wellershoff* (1995). Is there an Election Cycle in American Stock Returns?, in: *International Review of Economics and Finance*, Vol. 4(4), 387–410.
- Genmill, Gordon* (1992). Political Risk and Market Efficiency: Tests based in British Stock and Options Markets in the 1987 Election, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 19(1), 211–231.
- Gordon, Sanford C./Catherine Hafer* (2007). Corporate Influence and the Regulatory Mandate, in: *Journal of Politics*, Vol. 69(2), 300–319.
- Gordon, Sanford C./Catherine Hafer/Dimitri Landa* (2007). Consumption or Investment? On Motivations for Political Giving, in: *Journal of Politics*, Vol. 69(4), 1057–1072.
- Gourevitch, Peter A./James Shinn* (2005). Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance, Princeton.
- Grossman, Gene M./Elhanan Helpman* (2001). *Special Interest Politics*, Princeton.
- Grossman, Gene M./Elhanan Helpman* (1994). Protection for Sale, in: *American Economic Review*, Vol. 84(4), 833–850.
- Gwilym, Owain/Mike Buckle* (1994). The Efficiency of Stock and Options Markets: Tests Based on the 1992 UK Election Opinion Polls, in: *Applied Financial Economics*, Vol. 4, 345–354.
- Haugen, Robert A.* (2001). *Modern Investment Theory*, 5th ed., New Jersey.
- Hays, Jude C./Helmut Stix /John F. Freeman* (2000). The Electoral Information Hypothesis Revisited, Internet: <http://www.polisci.umn.edu/faculty/freeman/eihr.pdf>.
- Hensel, Chris R./William T. Ziemba* (1995). United States Investment Returns during Democratic and Republican Administrations, 1928–1993, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 51(2), 61–69.
- Herron, Michael C.* (2000). Estimating the Economic Impact of Political Party Competition in the 1992 British Election, in: *American Journal of Political Science*, Vol. 44(2), 320–331.
- Herron, Michael C./James Lavin/Donald Cram/Jay Silver* (1999). Measurement of Political Effects in the United States Economy: A Study of the 1992 Presidential Elections, in: *Economics and Politics*, Vol. 11(1), 51–79.
- Hibbs, Douglas A.* (1977). Political Parties and Macroeconomic Policy, in: *American Political Science Review*, Vol. 71(4), 1467–1487.
- Hirschman, Albert O.* (1970). *Exit, voice, and loyalty: responses to decline in firms, organizations, and states*, Cambridge (Mass.).
- Huber, Evelyn/John D. Stephens* (2001). *Political Choice in Global Markets: Development and Crisis in Advanced Welfare States*, Chicago.

- Huang, Roger (1985). Common Stock Returns and Presidential Elections, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 41(2), 24–39.
- Hudson, Robert/Kevin Keasey/Mike Dempsey (1998). Share Prices Under Tory and Labour Governments in the UK since 1945, in: *Applied Financial Economics*, Vol. 8(4), 389–400.
- Höpner, Martin (2007). Corporate Governance Reform and the German Party Paradox, in: *Comparative Politics*, Vol. 39(4), 401–420.
- Imbeau, Louis M./François Pétry/Moktar Lamari (2001). Left-right party ideology and government policies: A meta-analysis, in: *European Journal of Political Research*, Vol. 40(1), 1–29.
- Iversen, Torben/David Soskice (2006). Electoral Institutions and the Politics of Coalitions: Why Some Democracies Redistribute More Than Others, in: *American Political Science Review*, Vol. 100(2), 165–181.
- Jensen, Nathan M./Scott Schmitt (2005). Market Responses to Politics. The Rise of Lula and the Decline of the Brazilian Stock Market, in: *Comparative Political Studies*, Vol. 38 (10), 1245–1270.
- Johnson, Robert R./William Chittenden/Gerald Jensen (1999). Presidential Politics, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, in: *Journal of Portfolio Management*, Vol. 26(1), 27–31.
- Kamara, Avraham (1997). The Relation Between Default-Free Interest Rates and Expected Economic Growth Is Stronger Than You Think, in: *Journal of Finance*, Vol. 52(4), 1681–1694.
- Kittel, Bernhard/Hannes Winner (2005). How reliable is pooled analysis in political economy? The globalization-welfare state nexus revisited, in: *European Journal of Political Research*, Vol. 44(1), 269–293.
- Knight, Brian (2006). Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election, in: *Journal of Public Economics*, Vol. 90(4–5), 751–773.
- König, Thomas/Vera Tröger (2005). Budgetary Policies and Veto Players, in: *Swiss Political Science Review*, Vol. 11(4), 47–75.
- Krehbiel, Keith (1996). Institutional and Partisan Sources of Gridlock: A Theory of Divided and Unified Government, in: *Journal of Theoretical Politics*, Vol. 8(1), 7–40.
- Kurzer, Paulette (1993). Business and Banking: Political Change and Economic Integration in Western Europe, Ithaca/New York.
- Lang, Mark H./Douglas A. Shackleford (2000). Capitalization of capital gains taxes: evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction, in: *Journal of Public Economics*, Vol. 69(1), 69–85.
- Laver, Mark H./Kenneth Benoit /John Garry (2003). Extracting Policy Positions from Political Texts Using Words as Data, in: *American Political Science Review*, Vol. 97(2), 311–331.
- Laver, Michael/Kenneth A. Shepsle (1996). Making and Breaking Governments: Cabinets and Legislatures in Parliamentary Democracies, Cambridge.
- Leblang, David/Bumba Mukherjee (2005). Government Partisanship, Elections, and the Stock Market: Examining American and British Stock Returns, in: *American Journal of Political Science*, Vol. 49(4), 780–802.
- Levine, Ross/Sara Zervos (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth, in: *American Economic Review*, Vol. 88(3), 537–558.
- Levine, Ross/Sara Zervos (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth, in: *World Bank Economic Review*, Vol. 10(2), 323–339.
- Lijphart, Arend (1999). Patterns of Democracy: Government form and performance in thirty-six countries, New Haven.
- Lucas, Robert E. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 1, 19–46.
- MacKinlay, A. Craig (1997). Event Studies in Economics and Finance, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(1), 13–39.
- MacRae, Duncan (1977). A Political Model of the Business Cycle, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 85(2), 239–264.
- Magee, Stephen P./William A. Brock/Leslie Young (1989). Black Hole Tariffs and Endogenous Policy Theory. Political Economy in General Equilibrium, Cambridge.
- Manning, D. N. (1989). The Effect of Political Uncertainty on the Stock Market: The Case of British Telecom, in: *Applied Economics*, Vol. 21(7), 881–889.
- Mansfield, Edward D./Marc L Busch. (1995). The Political Economy of Nontariff Barriers: A Cross-National Analysis, in: *International Organization*, Vol. 49(4), 723–749.
- Mattozzi, Andrea (2004). Can We Insure Against Political Uncertainty? Evidence from the U.S. Stock Market, Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=644583
- McGillivray, Fiona (2004). Privileging industry. The comparative politics of trade and industrial policy, Princeton (N.J.).
- McGillivray, Fiona (2003). Redistributive Politics and Stock Price Dispersion, in: *British Journal of Political Science*, Vol. 33(3), 367–395.

- Minnich*, Daniel J. (2003). Corporatism and income inequality in the global economy: A panel study of 17 OECD countries, in: European Journal of Political Research, Vol. 42(1), 23–53.
- Moene*, Karl Ove/Michael *Wallerstein* (2003); Earnings inequality and welfare spending. A disaggregated Analysis, in: World Politics, Vol. 55(4), 485–516.
- Niederhoffer*, Victor/Steven *Gibbs*/Jim *Bullock* (1970). Presidential Elections and the Stock Market, in: Financial Analysts Journal, Vol. 26(2), 111–113.
- Nordhaus*, William (1975). The Political Business Cycle, in: Review of Economic Studies, Vol. 42(2), 169–190.
- Pantzalis*, Christos/David A. *Stangeland*/Harry J. *Turtle* (2000). Political Elections and the Resolution of Uncertainty: The International Evidence, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 24(10), 1575–1604.
- Persson*, Torsten/Guido *Tabellini* (2000). Political Economics. Explaining Public Policy, Cambridge (Mass.)/London.
- Pierson*, Paul (1994). Dismantling the Welfare State? Reagan, Thatcher, and the Politics of Retrenchment, Cambridge.
- Pierdzioch*, Christian/Jörg *Döpke* (2006). Politics and the Stock Market: Evidence from Germany, in: European Journal of Political Economy, Vol. 22(4), 925–943.
- Riley*, William B./William A. *Luksetich* (1980). The Market Prefers Republicans: Myth or Reality, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15(3), 541–560.
- Roberts*, Brian E. (1990). Political Institutions, Policy Expectations and the 1980 Election: A Financial Market Perspective, in: American Journal of Political Science, Vol. 34(2), 289–310.
- Roberts*, Brian/Tse-min *Lin* (2001). Markets and Politics: The 2000 Taiwanese Presidential Election. Paper prepared for presentation at the 2001 Annual Meetings of the Midwest Political Science Association, Internet: <http://cgots.utdallas.edu/cgotspapers/Papers/45.pdf>.
- Rodrik*, Dani (1998). Why Do More Open Economies Have Bigger Governments, in: Journal of Political Economy, Vol. 106(5), 997–1032.
- Rogoff*, Kenneth (1990). Equilibrium Political Cycles, in: American Economic Review, Vol. 80(1), 21–36.
- Santa-Clara*, Pedro/Rossen *Valkanov* (2003). The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market, in: Journal of Finance, Vol. 58(5), 1841–1872.
- Sattler*, Thomas/John *Freeman*/Patrick *Brandt* (2008). Political Accountability and the Room to Maneuver: A Search for a Causal Chain, in: Comparative Political Studies, Internet: http://www.polisci.umn.edu/~freeman/SFB_CPSRevised.pdf.
- Schaffer*, Lena-Maria/Gerald *Schneider* (2005). Die Prognosegüte von Wahlbörsen und Meinungsumfragen zur Bundestagswahl 2005, in: Politische Vierteljahrsschrift, Vol. 46(4), 674–681.
- Schneider*, Gerald/Vera *Tröger* (2006). War and the World Economy: Stock Market Reactions to International Conflicts, 1990–2000, in: Journal of Conflict Resolution, Vol. 50(5), 623–645.
- Scruggs*, Lyle/James *Allan* (2006). Welfare-state decommodification in 18 OECD countries: a replication and revision, in: Journal of European Social Policy, Vol. 16(1), 55–72.
- Shleifer*, Andrei (2000). Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance, Oxford.
- Sinai*, Todd/Joseph *Gyourko* (2004). The Asset Price Incidence of Capital Gains Taxes: Evidence from the Taxpayer Relief Act of 1997 and Publicly-Traded Real Estate Firms, in: Journal of Public Economics, Vol. 88(7–8), 1543–1565.
- Sikios*, Fotios/Panayotis *Kapopoulos* (2007). Parties, Elections and Stock Market Volatility: Evidence from a Small Open Economy, in: Economics and Politics, Vol. 19(1), 123–134.
- Sierminska*, Eva/Andrea *Brandolini*/Timothy M *Smeeding* (2007). Comparing Wealth Distribution across Rich Countries: The Luxembourg Wealth Study Project, in: International Finance Committee (IFC) Bulletin, 25 (March), 297–310.
- Steeley*, James M. (2003). Making Political Capital: The Behaviour of the UK Capital Markets During Election '97, in: Applied Financial Economics, Vol. 13(2), 85–95.
- Steffani*, Winfried (1983). Zur Unterscheidung parlamentarischer und präsidentieller Regierungssysteme, in: Zeitschrift für Parlamentsfragen, Vol. 3, 390–401.
- Steiner*, Peter/Helmut *Uhlir* (2001). Wertpapieranalyse, 4., vollst. überarb. u. erw. Aufl., Heidelberg.
- Swensen*, R. Bruce/Jayen B. *Patel* (2004). Returns and Political Cycles, in: Journal of Business Ethics, Vol. 49(4), 387–395.
- Thaler*, Richard H. (1993). Advances in Behavioral Finance I, New York.
- Tsebelis*, George (2002). Veto Players. How Political Institutions Work, Princeton.
- Tsebelis*, George (1990). Nested Games. Rational Choice in Comparative Politics, Berkeley.
- Verdier*, Daniel (2001). Capital Mobility and the Origins of Stock Markets, in: International Organization, Vol. 55(2), 327–356.
- Verdier*, Daniel (1995). The Politics of Public Aid to Private Networks: The Role of Policy Networks, in: Comparative Political Studies, Vol. 28(1), 3–42.
- Vuchelen*, Jef (2003). Electoral Systems and the Effects of Political Events on the Stock Market: The Belgian Case, in:

- Economics and Politics, Vol. 15(1), 85–102.
- Wolfers, Justin/Eric Zitzewitz (2004). Prediction Markets, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 18(2), 107–126.
- Worthington, Andrew C. (2006). Political cycles in the Australian stock market since Federation, University of Wollongong. Internet: <http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1215&context=commpapers>.
- Zhao, Xiaofeng/Kartono Liano/William G. III Hardin (2004). Presidential Election Cycles and the Turn-of-the-Month Effect, in: Social Science Quarterly, Vol. 85(4), 958–973.

AUTOR

Michael M. BECHTEL ist Oberassistent an der ETH Zürich. Er forscht im Bereich Politische Ökonomie. Korrespondenzadresse: ETH Zurich, Swiss Federal Institute of Technology, Center for Comparative and International Studies, WEC C 25, Weinbergstrasse 11, 8092 Zurich, Schweiz.
E-Mail: michael.bechtel@ir.gess.ethz.ch

abstract

Michael M. Bechtel (Konstanz)

Does Politics Dance on the Trading Floor? Elections, Partisan Politics, and Stock Market Performance

Are elections and government partisanship important for stock market performance? This article offers a critical survey of the empirical literature on the impact of politics on stock markets. After a concise introduction of the two major politico-economic models, which have inspired research on the relationship between politics and stock markets, empirical findings on opportunistic business cycles and partisan effects are presented. In line with the rational expectation hypothesis, the evidence shows that often it is expected rather than current government partisanship which matters for stock market performance. Such anticipation of partisan effects can also be found for industrial sectors and individual firms. However, these effects vary considerably across sectors and firms. On a theoretical level, the article identifies reasons for why empirically standard models of political economy do not always travel well beyond the American case. We argue that the main reason is a disregard for important institutional characteristics of the political system to which they are applied. Finally, the survey summarizes main findings and proposes avenues for future research on the political economy of stock markets.

inserat