

Effizienzmarkt-Hypothese



Warum die EMH bei dieser Finanzkrise keine Rolle gespielt hat



Autor: Gerd Kommer ist im Firmenkundengeschäft einer deutschen Bankengruppe in London tätig. Seine Bücher hinterfragen überholte Leitsätze und Floskeln der Finanzmärkte. Mit „Cleveres Banking. Profi-Know-how für Klein- und mittelständische Unternehmen“ (Ueberreuter 1999), „Souverän investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs“ (Campus 2002/2007) und „Die Buy-and-Hold-Bibel. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müssen“ (Campus 2009), wurde er zum Sprachrohr der Marktteilnehmer, die auf Fakten und nicht auf Anlegerverdummung setzen.

Im September 2010 wird im Campus-Verlag sein neues Buch „Kaufen oder Mieten? Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen“ erscheinen. Siehe auch unter www.promakler.de

Journalismus, so wird oft gesagt, ist der erste Entwurf der Geschichtsschreibung. Was die Finanzkrise 2007 bis 2010 betrifft, so bedarf dieser erste Entwurf noch einer umfassenden Überarbeitung. In fast allen Medienberichten wie auch Politikerreden wird nämlich so getan, als ob die beiden wichtigsten Ursachen für den Börsen- und Wirtschafts-Crash bonusgerige Banker einerseits sowie ein blinder Glaube and die Macht des Marktes andererseits seien. Und dieser blinde Marktglaube wiederum habe sich insbesondere auf die so genannte Efficient-Market-Hypothese (hier EMH abgekürzt) gestützt.

Vergleicht man diese Suche nach den Ursachen der Finanzkrise mit einem Kriminalfall, dann könnte man hier wohl schließen, dass die Staatsanwaltschaft – Politiker und Medien – in einem Fall bloße Mittäter (nämlich Banker) mit Haupttätern verwechseln und im anderen Fall sogar einen Unschuldigen (die EMH) anklagen. Dieser Artikel wird sich auf die unschuldig angeklagte EMH konzentrieren und den „staatsanwalt-

schaftlichen“ Fehler in Bezug auf die Banker nur am Rande streifen.

Die gängige Legende zur „Schurkenrolle“ der EMH in diesem Kriminalfall lautet so: Der aus der „EMH-Doktrin“ resultierende naive Glaube daran, „dass der Markt immer Recht hat“, habe dazu beigetragen, dass weltweit Banken – von der gigantischen Citigroup bis zur winzigen SachsenLB – über Jahre hinweg ohne angemessene Risikoprüfung in überkomplexe Wertpapiere und unsichere Kredite investierten. So lange bis dann ab Ende 2007 das globale Kartenhaus aus faulen Krediten zusammenbrach und die Weltwirtschaft in einen seit Kriegsende einmaligen Strudel hinabzog – mit den bekannten Folgen für Staatsverschuldung und Arbeitsplätze.

Was ist dran an dieser Sichtweise, die unisono von Horst Köhler, Angela Merkel, Sigmar Gabriel, vom WISO Wirtschafts-TV, von Spiegel, Focus und der Zeit verbreitet wird? In zwei Worten gesagt: Nicht viel! Die Hauptverantwortlichen für die Krise waren nicht bonusgerige Banker (sie waren allenfalls wich-

tige „Mittäter“) oder der blinde Glaube an den Markt (zum Beispiel in der Form der EMH), sondern die Regierungen und Zentralbanken der westlichen Länder.

Die Regierungen, weil sie bis 2007 die jeweilige nationale Hauseigentümerquote auf Biegen und Brechen in die Höhe trieben (zum Beispiel durch enorme Steueranreize beim Wohnimmobilienkauf¹); die Zentralbanken, weil sie nach dem Aktien-Crash 2000-2002 eine aus heutiger Sicht irrwitzige Niedrigzinspolitik verfolgten. Ziel dieser Politik war es, die Konjunktur nach dem Platzen der „Dotcom-Aktienblase“ von 2000 bis 2003 vor einem Abschwung zu bewahren. Die so geschaffene überschüssige Liquidität floss jedoch von den soeben geschrumpften Aktienmärkten ohne Umwege in Immobilien, die zu diesem Zeitpunkt ohnehin schon weit über der historischen Norm bewertet waren. Der Fehler war also, dass die Zentralbanken volkswirtschaftlich destabilisierende „Asset-Inflation“ (im Unterschied zur Konsumgüterinflation) nicht nur ignorierten, sondern förderten².

Die erwähnten Steueranreize im Verbund mit niedrigen Zinsen (der Politik des billigen Geldes nach 2000) erlaubten es Privatpersonen, ihre Verschuldung beim Kauf von Wohnimmobilien mit sehr geringem Eigenkapitaleinsatz drastisch zu erhöhen. Stichwort Subprime-Kredite, die jedoch nicht nur in den USA, sondern auch in Großbritannien, Frankreich, Spanien, Irland, Australien und vielen anderen Industrie- und Schwellenländern existieren, obwohl sie dort nicht so heißen. Auch Unternehmensakquisitionen wurden wegen des „billigen Geldes“ zu sehr auf Pump finanziert. Zwei der bekanntesten Fälle in Deutschland: Conti-Schäffler und Porsche-VW.

Die nicht zu unrecht als gierig titu-

lierten (Investment-)Banker nahmen den Ball, den ihnen die Regierungen und Zentralbanken zugespielt hatten, gerne auf. In deren oberen beiden Führungsebenen winkten angesichts der staatlich geförderten drastischen Geschäftsausdehnung Boni in nie gekannter Höhe. Dennoch muss man festhalten: Ohne das vorherige Zuspiel von Regierungen und Zentralbanken hätten die Investment-Banker dieses für uns alle fatale Eigentor nicht schießen können.

■ Die Effizienzmarkt-Hypothese

Doch sehen wir uns nun die Effizienzmarkthypothese ein wenig genauer an. Diese Hypothese über die Grundlagen der Preisbildung an den Märkten für Aktien, Anleihen und Devisen ist im Grunde genommen sehr einfach. Sie besagt ganz simpel: Kapitalmärkte sind „informationseffizient“. Damit ist gemeint, dass der gegenwärtige Marktpreis eines Wertpapiers bereits alle öffentlich zugänglichen Informationen (einschließlich Gerüchten, Hoffnungen, „Spekulationen“, Befürchtungen und Erwartungen) beinhaltet. Diese Informationen sind zu jedem Zeitpunkt schon „eingepreist“. Folgt man dieser Sichtweise, dann ist der gegenwärtige Marktpreis eines Wertpapiers die beste Schätzung seines zukünftigen Marktpreises, also des Preises für zukünftig erwartete Dividenden oder Zinsausschüttungen. Preisveränderungen können sich dann nur aus neuen Informationen ergeben. Aber neue Informationen – das ist die Krux – sind eben genau das: „neu“, also nicht bereits bekannt. Somit können sie den heutigen Marktpreis erst beeinflussen, wenn sie bekannt sind, aber dann sind sie keine neuen Informationen mehr. Anders formuliert: Neue Informationen können auf den Marktpreis (den Kurs einer Aktie

oder Anleihe) deswegen nicht einwirken, weil sie noch nicht bekannt sind. Die Einwirkung geschieht erst im Moment ihres Bekanntwerdens. Dieser Effekt spielt sich weit, weit schneller ab als wir glauben, wie die Finanzmarktforschung belegt hat – viel zu schnell als dass ein Privatanleger rechtzeitig reagieren könnte. Da hilft auch keine tägliche Lektüre des Handelsblatts oder irgendeiner Finanz-Website. Selbst für den durchschnittlichen kommerziellen Anleger (im Finanzjargon „institutionelle Investoren“) besteht typischerweise keine ausreichende Reaktionszeit, wenn man den Transaktionskostenaufwand des Tradens mit einbezieht.

Auf der im Grunde genommen harmlos und fast trivial klingenden Feststellung der Informationseffizienz und ihrer Implikationen für den Marktpreis basieren heute praktisch alle in der wissenschaftlichen Finanzökonomie anerkannten Wertpapierpreistheorien. In den vergangenen 50 Jahren wurden Tausende statistischer Untersuchungen durchgeführt, die die Annahme der Informationseffizienz weitgehend bestätigen.

Damit sind wir auch schon bei der Geschichte der EMH. Sie war im Jahr



Zur Verdrängung der eigenen Verantwortlichkeiten wurde seitens der Politik eine falsche Interpretation der EMH aus dem Hut gezaubert.

¹ In fast allen Staaten sind diese Anreize (vorwiegend die steuerliche Absetzbarkeit von Kreditzinsen für selbstgenutzte Wohnimmobilien) stärker als in Deutschland, wo es bis vor kurzem die Eigenheimzulage gab, die in dieser Hinsicht nennenswertes Gewicht hatte. Aber selbst in Deutschland, wo Kreditzinsen für Eigenheime nicht absetzbar sind, werden Eigenheime vor allen anderen Formen der Vermögensbildung steuerlich begünstigt, indem die eingesparte Miete (der laufende Ertrag aus einer Eigenheiminvestition) steuerfrei ist, während das für Zins- und Dividendeneinkünfte nicht gilt. Weitere wichtige Begünstigungen bestehen in den meisten Ländern beim Erbschaftssteuerrecht. In der Schweiz gibt es diese Ungleichbehandlung von Sparern und Eigenheimbesitzern nicht. Dort muss die eingesparte Miete versteuert werden.

² Wie extrem und ungewöhnlich die staatlich ermöglichte „Explosion“ der Hauspreise war, zeigen beispielhaft die Daten für die USA. Von 1891 bis 1995 stiegen amerikanische Hauspreise inflationsbereinigt jährlich um 0,1% (also praktisch überhaupt nicht), in den neun Jahren ab 1996 jedoch um 6,8% pa – das ist über einhundertmal mehr als im Durchschnitt der 106 Jahre zuvor. Ähnliche Entwicklungen traten in zahlreichen anderen Staaten auf.

1900 von dem französischen Mathematiker Louis Bachelier erstmalig formuliert worden. Bachelier nahm in seiner Dissertation sogar einige mathematische Erkenntnisse von Einstein fünf Jahre vorweg. In den 50er und 60er Jahren entwickelten zuerst der spätere Wirtschaftsno-

Dichtung & Wahrheit

Besteht Aussicht auf Korrektur der „Verleumdung“ der EMH in der öffentlichen Diskussion? Wohl kaum. An der tendenziösen Berichterstattung der Medien und der Propaganda von Politikern zu diesem und zu anderen komplexen wirtschaftlichen Themen wird sich auch nach dem endgültigen Ende dieser Krise nichts ändern. Wie die Mythenbildung der Medien von stattdessen geht, das hat bereits 1962 der Regisseur und Oscar-Preisträger John Ford in seinem großartigen Western „The Man Who Shot Liberty Valance“ unnachahmlich verewigt. Am Ende des Films (die Hauptrollen spielen John Wayne



und James Stewart) gibt es eine denkwürdige Szene. Der Zeitungsreporter des kleinen Wildwest-Städtchens hat soeben erfahren, dass vor vielen Jahren nicht der jetzige Senator und Volksheld (gespielt von James Stewart) den brutalen Killer Liberty Valance im Pistolenduell bezwungen und die unterdrückten Bürger befreit hat, sondern ein inzwischen gestorbener Antiheld und alkoholstüchtiger Farmer (John Wayne). Da Ruhm und Ansehen des beliebten Senators durch diesen Irrtum 30 Jahre zuvor entstanden sind, lehnt der Reporter die Veröffentlichung der ihm nun bekanntgewordenen wahren Geschichte mit einem lapidaren Statement ab: „When the legend becomes fact, print the legend.“

belpreisträger Paul Samuelson und danach der heute einflussreichste Finanzökonom der Welt, Eugene Fama, die Hypothese weiter.

Eine wichtige Ableitung aus der EMH ist, dass es auf der Basis öffentlich zugänglicher Informationen (also dessen was Unternehmen und Medien täglich im Sekundentakt via Pressemeldungen, Zeitungen, Newsletter, Rundfunk, Internet und Gerüchteküche kommunizieren) einem Anleger nur durch Zufall gelingen kann, einen Investorserfolg zu erzielen, der über der korrekt berechneten Vergleichsrendite des Marktes liegt. Was heißt in diesem Zusammenhang „korrekt berechnet“? Es heißt, dass man bei einer solchen Vergleichsrechnung (neudeutsch „Benchmarking“), das eingegangene Risiko sowie alle gezahlten Steuern und Transaktionskosten berücksichtigen muss, um zu einem aussagefähigen Ergebnis zu kommen. Banal formuliert: Man muss Äpfel mit Äpfeln vergleichen.

Beispiel: Wenn ein Anleger in Nebenwerteaktien investiert und nach zwölf Monaten oder drei Jahren mit dem Hinweis auf seine gegenüber dem Dax bessere Rendite stolz behauptet, er habe den „Markt geschlagen“, ist das Unsinn. Nebenwerte haben von Haus aus langfristig höhere Renditen als Standardwerte (Dax), weil Nebenwerte risikoreicher sind. Hier wurden also Äpfel mit Birnen verglichen. Ferner gilt, dass korrektes Benchmarking alle Transaktionskosten und Steuern, die mit der Umsetzung einer Strategie verbunden waren oder wären, zu berücksichtigen hat (obwohl das in den Medien so gut wie nie geschieht). Der EMH zufolge ist bei korrektem Benchmarking „Outperformance“ (Überrenditen) ein Zufall. Praktisch gesehen, sagt die EHM nur das aus und nicht mehr.

■ Die EMH Medien-Märchen

Dennoch werden der EMH von den Medien und manchem selbsternannten Experten aus der Finanzbranche viel weitergehende Aussagen oder Eigenschaften angedichtet und zwar genau solche Aussagen oder Eigenschaften, denen die Kritiker dann im nächsten Schritt Realitätsferne ankreiden oder sie „wider-

legen“. Nur auf solchen Falschdarstellungen aufbauend, lässt sich argumentieren, die EMH sei mitverantwortlich für die augenblickliche Finanzkrise. Greifen wir einige dieser immer wieder verbreiteten „erdichteten“ EMH-Aussagen und -Eigenschaften heraus:

- Die EMH sage aus, dass der Marktpreis stets der richtige Preis oder ein fairer³ Preis sei. Falsch. Die EMH postuliert lediglich, der Marktpreis sei die beste Schätzung des richtigen Preises. Beste Schätzung heißt: Jede andere Schätzung ist mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit richtig.
- Die EMH sage aus, dass alle Marktteilnehmer stets rational agierten. Die EMH macht in Wirklichkeit zur Rationalität einzelner Marktteilnehmer überhaupt keine Aussage, sondern nur zur Rationalität des Marktes als Ganzes (also zu allen Anlegern als Gruppe). Der Gesamtmarkt, aber eben nicht notwendigerweise jeder Einzelanleger, produziert den „richtigen“ Preis, so wie oben definiert. Selbst die Annahme, dass alle Marktteilnehmer irrational sind, wäre mit der EMH vereinbar, obwohl diese Annahme selbstverständlich absurd ist.
- Die EMH behaupte, es sei unmöglich, den Markt zu schlagen. In Wirklichkeit macht die EMH zu dieser Frage direkt gar keine Aussage. Man braucht kein Wirtschafts-nobelpreisträger zu sein, um zu erkennen, dass vor Berücksichtigung von Kosten und Steuern über jedes Zeitintervall hinweg und in jeder Anlageklasse stets eine Hälfte der Marktteilnehmer über der Marktrendite liegen muss und eine Hälfte darunter, denn der Markt ist ja der (geldgewichtete) Durchschnitt aller Marktteilnehmer⁴. Wer für ein bestimmtes Zeitintervall zur (kostenbedingt) kleineren Sieger- oder zur größeren Verlierergruppe gehört, das wechselt jedoch von Periode zu Periode – ein empirisch vielfach bestätigtes Ergebnis, das mit der EMH übereinstimmt.
- Die EMH sage aus, es könne keine „Blasen“ am Aktien- oder Anleihemarkt geben. Auch diese Unterstellung ist Nonsense. Wie weiter oben erwähnt, behauptet die EMH zur Preisbildung am Aktien- und Anleihemarkt lediglich, dass der gegenwärtige Marktpreis die beste Schätzung des richtigen Marktpreises ist. Auch die beste Schätzung kann falsch sein

(ansonsten wäre es ja keine Schätzung), wengleich sie seltener falsch ist als andere Schätzungen⁵.

• Kein ernstzunehmender Vertreter oder Anhänger der EMH hat jemals behauptet, sie sei auf den Immobilienmarkt, der der Ausgangspunkt der gegenwärtigen Krise war, anzuwenden. Der Immobilienmarkt ist, im Unterschied zu den Märkten für Aktien, Anleihen und Währungskurse, nur bedingt informationseffizient, wengleich es auch auf dem Immobilienmarkt außerordentlich schwer ist, eine zuverlässige Outperformance zu erzielen. Das dürften die Pleiten vieler professioneller Immobilieninvestoren und Verluste von Millionen von Häuslebauern in den meisten Ländern weltweit unterstreichen.

■ Aktive Anleger bestimmen die Märkte

Abgesehen von diesen sachlichen Irrtümern über die EMH, die von populistischen Politikern und tendenziösen Journalisten zur „Erklärung“ der gegenwärtigen Finanzkrise verbreitet werden, gibt es zwei fast noch gewichtigere Argumente bei der Beurteilung der „Schuldfrage“ der EMH. Wie die Leser dieses Magazins wissen, sind die Anhänger der EMH jene Anleger, die passiv investieren. Diese Anleger verzichten auf aktives Investment-Management in Form von Stock Picking oder Market Timing (beides resultiert in relativ häufigem Trading), weil sie es für renditeschädlich und unnötig riskant halten. Passive Anleger investieren stattdessen in kostengünstige, global diversifizierte Indexanlagen (Indexfonds, ETFs) auf der Basis von Buy-and-Hold. Hingegen investieren aktive Anleger, also jene Anleger, die die EMH für falsch halten, nicht passiv in den Gesamtmarkt, sondern aktiv in engere Teilessegmente des Gesamtmarktes, zum Beispiel in eine einzelne Aktie oder einen einzelnen Sektor, mit dem Ziel, den Markt zu schlagen. Diejenigen, die das Marktgeschehen – einschließlich etwaiger Blasenbildung – bestimmen sind naturgemäß die aktiven Anleger. Aktive Investments machen etwa 90 Prozent des globalen Investmentvolumens an den Kapitalmärkten aus und etwa 99 Prozent der globalen Trading-Aktivität. Passive Anle-

ger hingegen – schon der Name legt es nahe – sind bloße „Mitläufer“, also niemals jene, die den Markttrend oder Marktpreis bestimmen. Wie man angesichts dieser banalen Tatsache zu der Schlussfolgerung kommen kann, die EMH habe maßgeblich zur Entstehung der gegenwärtigen Finanzkrise beigetragen, kann eigentlich nur als bizarres Rätsel erscheinen. Andererseits ist die Sache vielleicht doch nicht so rätselhaft. In der Sucht der Politiker und Medien komplexe Sachverhalte populistisch zu vereinfachen und für jedes politische oder wirtschaftliche Problem einen (nach Möglichkeit wehrlosen) Sündenbock zu finden, war die EMH ein idealer Kandidat.

■ Ein logischer Risiko-Return

Das zweite Argument: Wie oben dargelegt, ist nach der EMH (korrekt gemessene) „Outperformance“ an den Kapitalmärkten Zufall. Höhere Renditen sind nur möglich durch Inkaufnahme höheren Risikos. Risiko ist jedoch nur dann Risiko, wenn es sich von Zeit zu Zeit materialisiert. In den Jahren vor Beginn der Finanzkrise erzielten Banken, Hedge-Fonds und einfache Häuslebauer von Amerika bis Australien historisch weit überdurchschnittliche Gewinne. Der EMH zufolge hatte das das Eingehen zusätzlichen Risikos zur Voraussetzung. Ab 2007 wurde dieses Risiko schlagend: die Profianleger, darunter Morgan Stanley und Goldman Sachs (die „besten Investmentbanken der Welt“), die Mehrzahl der etwa 5 000 Hedge-Fonds weltweit, genauso wie einfache Häuslebauer verloren einen großen Teil dieser Gewinne wieder oder sogar mehr. Genau das, was auf der Basis der EMH zu erwarten war.

³ „Fair“ ist – obwohl routinemäßig von Finanzökonomen verwendet – ein unglücklicher, weil oft missverständlicher Terminus. Weder hat dieses Wort mit dem umgangssprachlichen Verständnis von „fair“ zu tun, noch ist es gleichzusetzen mit „richtig“.

⁴ Nach Kosten und Steuern liegt jedoch mehr als die Hälfte aller Anleger mit mathematischer Notwendigkeit unter der Markttrendite. Aktive Marktteilnehmer als Gruppe, bedingt durch deren besonders hohe Transaktionskosten, werden stets weiter unterhalb der Markttrendite liegen als die Gruppe der passiven, Buy-and-Hold-Anleger.

⁵ Dass Blasen immer erst im Nachhinein zuverlässig erkennbar sind, ist ein verwandtes jedoch separates Thema, auf das ich hier aus Platzgründen nicht eingehen kann.

»HIN UND HER MACHT TASCHEN LEER.«

Diese bittere Erfahrung machen viele Privatanleger, die versuchen, durch ständige Portfolio-Umschichtungen einen als Benchmark gewählten Index zu übertreffen. Doch was ist die Alternative?

2. Auflage 2007
336 Seiten • € 29,90

