



Fama oder Shiller?

Description

Den diesjährigen Wirtschaftsnobelpreis haben mit Robert Shiller und Eugene Fama zwei Wissenschaftler bekommen, die gegensätzliche Positionen bei der empirischen Analyse von Wertpapierpreisen vertreten. Der dritte Preisträger, Lars Peter Hansen, hat vor allem auf dem Gebiet der ökonomischen Statistik gearbeitet und eine Methode namens „Generalized Method of Moments“ entwickelt.

Die Entscheidung des Nobelpreis-Komitees hinsichtlich Fama und Shiller ist etwa so, als wäre die Erde zugleich eine Scheibe und eine Kugel.

Fama prägte 1970 den Begriff "Efficient Market Hypothesis" (EMH), der besagt, dass alle zu einem gegebenen Zeitpunkt kursrelevanten Informationen durch rational handelnde Marktteilnehmer schnell in die Kurse eingepreist werden. Damit ergibt sich die bestmögliche Schätzung des immanenten Wertes eines Gutes. Die Kurse schwanken rein zufällig um diesen inneren Wert – "wander randomly about its intrinsic value", so Fama 1965.

Shiller hält das für „den größten Irrtum des ökonomischen Denkens“. Er arbeitete daran, wissenschaftlich zu belegen, dass der Mensch kein rein rational wirtschaftender homo oeconomicus ist. Er hat gezeigt, dass es an der Börse Phasen gibt, in denen sich die Akteure von irrationalem Überschwang leiten lassen.

Shiller wurde für seine Arbeiten aus den frühen 1980er Jahren ausgezeichnet, als er Famas Theorie in Frage stellte. Er beschrieb 1981, dass Aktienkurse stärker schwanken als die zu erwartenden Dividendenausschüttungen der Unternehmen. Außerdem stellte er fest, dass sich der Trend des Verhältnisses von Aktienkursen zu Dividenden vorhersagen lässt. Das verallgemeinerte er später, langfristig bestehe ein Zusammenhang zwischen den Gewinnen eines Unternehmens und der Kursentwicklung ihrer Aktie. Wenn die Kurse über ein historisch normales Kurs-Gewinn-Verhältnis steigen, wird eine sich irgendwann anschließende Korrektur umso stärker ausfallen, je größer die Übertreibung zuvor war.

Während Shiller immer wieder von Spekulationsblasen spricht und das Platzen der Technologieblase, wie das der US-Immobilienblase richtig vorhersagte, lehnt Fama schon den Begriff der Blase ab. Sein Credo lautet: „Der Markt liegt immer richtig“. Eine Folge dieser Erkenntnis war die Entstehung von Indexfonds in den 1970er Jahren.

Die Theorien von Fama und Shiller liegen vielleicht gar nicht so weit auseinander wie es den Anschein hat.

Der Begriff des homo oeconomicus, den Fama im Sinn hat, postuliert, dass Marktteilnehmer vernünftig, „logisch“ auf wirtschaftliche Daten reagieren. Die Börse ist aber eine soziale Veranstaltung – hier treffen Anleger mit ganz unterschiedlichen Erwartungen und Zeithorizonten zusammen und reagieren gemeinschaftlich auf harte ökonomische Daten, aber auch auf Aktionen anderer Marktteilnehmer. Der rationale Marktteilnehmer muss deshalb mehr sein als der homo oeconomicus. (Wir unterstellen dabei wie üblich: Ziel solcher Akteure ist die Renditemaximierung.)



In diesem Sinne kann es durchaus rational sein, sich etwa dem Herdentrieb anzuschließen, mit der Masse der Marktteilnehmer zu laufen – und zwar gleichgültig, ob die Richtung der eigenen ökonomischen Analyse entspricht oder nicht. [Wir hatten uns mit dieser Frage beim „Beauty Contest“ von Keynes befasst.](#)

So gesehen stimmt es, was Fama sagt – der Markt hat immer recht, es macht für Anleger keinen rationalen Sinn, sich gegen ihn zu stellen. Allerdings liegt Fama falsch in der Annahme, der Kurs von Assets spiegelt zu jedem Zeitpunkt deren inneren Wert wider – es sei denn, man versteht den inneren Wert nicht nur als harte wirtschaftliche Größe, sondern bezieht eine subjektive Komponente ein, die etwa berücksichtigt, dass bestimmte Assets gerade sehr in oder völlig aus der Mode sind.

Shiller hat genau diesen Aspekt des „Beauty Contest“ aufgegriffen und kommt damit zu der richtigen Erkenntnis, dass Aktienkurse weit über historische Bewertungs-Mittelwerte hinaus steigen können. Dass damit unweigerlich Korrekturpotenzial entsteht, ist ebenfalls rational begründbar. Letztendlich werden Gewinne nur gemacht, indem sie realisiert, die Assets also verkauft werden. Und je stärker die Übertreibung ausgefallen ist, je eher werden ab einem bestimmten Zeitpunkt Gewinne realisiert. Das tritt eine Lawine los und führt zur Übertreibung nach unten.

Shiller bezeichnet solchen Überschwang als irrational. Das mag im langfristigen ökonomischen Sinne stimmen – wenn man Bezug nimmt auf harte ökonomische Daten wie etwa die Gewinnentwicklung. Das muss allerdings nicht irrational in Bezug auf das Verhalten von Anlegern sein und das führt zu dem scheinbaren Widerspruch: Akteure können sich in Phasen einer ökonomisch gesehen irrationalen Übertreibung rational verhalten, wenn sie bei dieser Übertreibung mitmachen, bzw. dabei bleiben.

Wenn man akzeptiert, dass es an der Börse, dem Ort der Preisbildung, neben harten ökonomischen Fakten auch massenpsychologische Einflüsse gibt, dann muss ein rationaler Marktteilnehmer dem Rechnung tragen. Er muss mehr sein als ein homo oeconomicus, den Fama unterstellt.

Was das Thema **Prognosen** angeht, so bezieht Shiller seine Überzeugung, Prognosen sind möglich, gerade aus der Existenz von Markt-Phasen, die in den effizienten Märkten von Fama nicht vorkommen.

Die EMH schließt die Möglichkeit von Prognosen aus, weil ja jede prognoserelevante Information in effizienten Märkten rasch dazu führt, dass sich der Kurs entsprechend entwickelt. Fama selbst hatte die Unmöglichkeit von Prognosen auf das kurzfristige Zeitfenster bezogen.

Wenn aber eine Prognose der für die Preisbildung wesentlichen Faktoren möglich ist, sollten damit auch Prognosen der Preisentwicklung selbst möglich sein. Das gilt umso mehr, je weniger bekannt oder je unsicherer diese Faktoren sind, oder je unterschiedlicher deren Bedeutung eingeschätzt wird. Denn dann werden diese Faktoren umso weniger eingepreist. Und damit scheint auch hier wieder zu gelten: Prognosen sind möglich, wenn sie ansetzen an Aspekten, die mit Marktineffizienzen zu tun haben.

Erde – Scheibe oder Kugel? Je weiter man sich von der Erde entfernt, je eher scheint sie eine Scheibe zu sein. Ihre Kugeldimension ist besonders auf der Erde wichtig, um erfolgreich großflächig navigieren zu können.

Fama oder Shiller? Im langfristigen Maßstab, sagen wir, jenseits von sieben bis zehn Jahren, sind die Märkte wohl im Sinne von Fama effizient. In diesem Zeitraum kann demzufolge der homo oeconomicus erfolgreich navigieren. In kürzeren Zeitfenstern bedarf es eines im obigen Sinne rationalen Marktteilnehmers, der genau weiß, dass die Märkte im Sinne von Fama nicht effizient sind, keine Ebene darstellen, sondern Berge und Täler haben.

Anmerkungen:

- Die Aktienmarktdaten, die Shiller in seinem Buch "Irrational Exuberance" (Princeton University Press,



2000, 2005) verwendet hat, werden monatlich [hier](#) aktualisiert. Diese Daten werden u.a. auf [dieser Web-Seite](#) aufbereitet.

- [Interview mit Fama in der FAZ](#). Nach Famas Auffassung müssten Banken mindestens 25% Eigenkapital halten.
- Fama sprach sich auch in einem Interview mit der NZZ vehement gegen die Rettung von Banken aus, weil furchtbare Anreize gesetzt würden, wie z.B. weiterhin hohe Risiken einzugehen. Wenn aber „[die implizite Absicherung großer Marktteilnehmer immer von den Gläubigern mitkalkuliert wird](#)“, führt das zu einem Widerspruch zu seiner Hypothese von den effizienten Märkten. Denn dieser “externe Effekt” stellt eine erhebliche Ineffizienz dar.