

Der ambivalente “Wirtschaftsnobelpreis” 2013

Thomas Schinko @ Pro Scientia Graz, 5 November 2013

To “those who ... shall have conferred the greatest benefit on mankind” (aus dem Testament von Alfred Nobel)

Der “Wirtschaftsnobelpreis” wurde im Jahr 2013 gleich an drei mehr oder weniger berühmte US-amerikanische Makroökonom*innen vergeben: Eugene Fama von der University of Chicago, Lars P. Hansen von der University of Chicago und Robert J. Shiller von der Yale University. Die Verleihung des Preises an gleich drei Preisträger*innen ist eigentlich nichts Neues. Was allerdings sogar für den oftmals stark kritisierten „Wirtschaftsnobelpreis“ (dazu weiter unten mehr) neu ist, ist die Tatsache, dass sich die paradigmatischen Ansätze und Ergebnisse von zwei der drei Preisträger*innen diametral unterscheiden.

Eugene Fama gilt als einer der Erfinder sowie als Verfechter der „Effizienzmarkthypothese (EMH)“, welche als eine der Umstrittensten ökonomischen Theorien in heterodoxen Ökonom*innen-Kreisen gilt. Ich möchte nun kurz die Grundlagen dieser Hypothese, deren Hauptaussagen, sowie deren Implikationen auf die Realität erläutern.

Die Kernaussage der EMH besteht darin, dass Kapitalmärkte effizient sind. Effizienz im marktwirtschaftlichen Sinn bedeutet, dass der Marktmechanismus mittels der Bildung von Gleichgewichtspreisen zur richtigen Bewertung von Finanzprodukten führt. Im Detail bedeutet diese Effizienzannahme dass

- die kollektiven Erwartungen der Investor*innen präzise Vorhersagen der zukünftigen Entwicklung von Unternehmen sind,
- Aktienkurse alle für die zukünftige Entwicklung von Unternehmen wichtigen Informationen reflektieren,
- Veränderungen im Aktienkurs allein auf neue Informationen über die zukünftige Entwicklung von Unternehmen zurückzuführen sind und
- Aktienkurse daher einem “random walk” folgen – vergangene Preise liefern keine Information für zukünftige Preise.

In anderen Worten ausgedrückt bedeutet Effizienz im Sinne der EMH, dass Investor*innen im Stande sind die Zukunft vorauszusagen und für sie somit eher die Bezeichnung Finanzprophet*innen angebracht wäre.

Die wichtigste der der EMH-Kernaussage von effizienten Finanzmärkten zugrundeliegende Annahme geht davon aus, dass rationale Marktteilnehmer*innen mit rationalen Erwartungen alle verfügbare Information verarbeiten. Wie das soeben eingeführte Prinzip der *ökonomischen Effizienz* ist auch die ökonomische Interpretation des Wortes *rational* von der Standarddefinition als „vernunftgeleitetes und an Zwecken ausgerichtetes Denken und Handeln zu unterscheiden“ (Gosepath, 2002). Ökonom*innen verstehen rationale Agent*innen als Menschen welche aus einem Set von Optionen die jeweils beste Kombination auswählen. Dieser Vorgang wird in der neoklassischen Ökonomie als *Nutzenmaximierung* bezeichnet und führt nur zu einem Erfolg wenn folgende Regeln eingehalten werden (Keen, 2011):

- Vollständigkeit: alle möglichen Kombinationen sind untereinander vergleichbar und reihbar
- Transitivität: $A > B$ & $B > C \rightarrow A > C$
- Nicht-Sättigung: mehr ist besser als weniger
- Konvexität: lineare Kombination von sehr unterschiedlichen Bündeln ist besser

In der Realität ist das Set von Optionen welches einem/einer Konsument*in zur Verfügung steht allerdings meist unüberschaubar groß. Man denke beispielsweise an das Angebot eines Supermarkts – hier wird es in realer Zeit nicht möglich sein alle vier Regeln der Nutzenmaximierung anzuwenden.

Weiters wird in der orthodoxen Ökonomie, welche ja auch der EMH zugrunde liegt, mittels der Annahme von *rationalen Erwartungen* den soeben vorgestellten *rationalen Agent*innen* eine präzise Antizipationsfähigkeit der Zukunft unterstellt. Dies würde wiederum voraussetzen, dass keine Unsicherheit über die Zukunft besteht. Da auch diese Annahme als in der Realität nicht erfüllt angenommen werden kann, muss man wohl davon ausgehen, dass wir Menschen etwas weniger rational sind als angenommen – zumindest im ökonomischen Sinne.

Nun zu den Implikationen der EMH. Wenn alle Informationen auf den Finanzmärkten für jeden/jede bekannt sind und die Nachfrager*innen und Anbieter*innen auf diesen Märkten sich rational verhalten, dann spiegeln die Finanzmärkte immer alle Informationen wieder und können somit niemals über- oder unterbewertet sein. Kein Investor könnte den Finanzmarkt austricksen, da sowieso schon alle Informationen jedem/jeder bekannt und in den Preisen eingerechnet sind. Weiters wären folgerichtig auch keine Insidergeschäfte möglich. Auch Herdenverhalten (i.e. irrationales Handeln) z.B. durch Spekulanten (die es per Definition ja auch nicht geben kann) hervorgerufen, ist in der EMH Welt undenkbar. Zusammenfassend würde die EMH implizieren, dass es keine Krisenanfälligkeit, keine Überreaktion und auch keine Blasenbildung auf den Finanzmärkten gibt. Dies bedeutet natürlich auch, dass es keinen Grund für eine staatliche Regulierung der Finanzmärkte gibt, da sich diese ohnehin selbst steuern.

Wie schlägt sich diese Theorie nun in der Realität? Jeder/jede der/die einigermaßen regelmäßig die Nachrichten verfolgt wird sich nun wahrscheinlich – berechtigterweise – fragen, ob der erste Preisträger des „Wirtschaftsnobelpreises“ 2013 dies auch hin und wieder tut. Hier nun ein kurzer EMH reality check:

- Dotcom-Blase 2000
- US Immobilienblase, welche sich 2007 zur Subprimekrise entwickelte, welche sich wiederum zur
- globale Finanzkrise ab 2007/2008 aufblähte.
- Mit Auswirkungen auf die Realwirtschaft durch die Bankenrettungspakete → Staatsschuldenkrise/Weltwirtschaftskrise.
- Wechselkursspekulationen „carry trade“.
- 13-Milliarden-Dollar Strafe gegen JPMorgan wegen Täuschung von Investoren inmitten des Booms am US-Häusermarkt (Der Standard, 21.10.2013).
- 1 Mrd. Dollar Strafe gegen Rabobank wegen Manipulation des Libor (i.e. Interbanken) Zinses (Der Standard, 30.10.2013).
- Expansive Geldpolitik trägt zu „blasenähnlichen Märkten“ bei (Lawrence Fink von Blackrock Vermögensverwaltung; Der Standard 31.10.2013)

Ich denke diesen reality check hat die EMH eindeutig nicht bestanden und kann somit-zweifelsfrei – als empirisch widerlegt erachtet werden. Eugene Fama scheint dies allerdings wenig zu interessieren, er vermutet beharrlich, dass die auch heute noch andauernde Weltwirtschaftskrise ein Ergebnis schlechter Regierungspolitik (zu viel Regulierung!) war und es sich keinesfalls um ein Marktversagen handelte. Die Immobilien- und Finanzkrise 2007/2008 ist für ihn eine Folge und nicht Ursache für die derzeitige Rezession (New Yorker, 2010), auch wenn der historische Ablauf der Dinge zweifelsfrei genau anders herum war.

Der zweite Preisträger des „Wirtschaftsnobelpreises“ 2013 ist Robert J. Shiller, seines Zeichens von der Yale University, USA. In Ökonom*innen Kreisen (aber auch darüber hinaus) ist er hauptsächlich durch die Mitentwicklung des Case-Shiller-Index für den US Immobilienmarkt bekannt geworden, welcher die Hauspreisentwicklung von US-amerikanischen Metropolen verfolgt. Auf Basis dieses Index konnte Shiller schon sehr früh und als einer der wenigen Ökonom*innen auf die Gefahr, die sich am US Häusermarkt in Form einer Bubble zusammenbraute, hinweisen. Weiters prognostizierte Shiller bereits im Jahr 2000 das Platzen der Dotcom Blase.

Wie konnte Shiller solche Blasen und deren Platzen vorhersagen, wenn sie doch laut Fama's EMH nicht mal existieren dürften? Shiller kritisiert schon seit langem die Annahme effizienter, sich selbst stabilisierender Finanzmärkte. Er verfolgt im Gegensatz zur orthodoxen Ökonomie einen verhaltenswissenschaftlichen Ansatz (*behavioral economics*), welcher von der

Rationalitätsannahme des *Homo Oeconomicus* abgeht. Seine Forschungsergebnisse – wie auch die anderer behavioral economists – zeigen, dass irrationales Verhalten und irrationale Erwartungen auf den Finanzmärkten sehr wohl auftreten (Shiller, 2000). Falsche Interpretation von Informationen sowie Informationsasymmetrien können zu einem Herdenverhalten und schlussendlich zu einem ineffizienten Marktergebnis, wie z.B. Spekulation oder Blasen, führen (Akerlof und Shiller, 2009).

Der dritte im Jahr 2013 ausgezeichnete Ökonom, Lars Hansen, ist wie Eugene Fama von der University of Chicago. Lars Hansen ist ein gestandener Ökonometriker, also ein Ökonom der sich mit statistischen Methoden an ökonomische Fragestellungen heranwagt. Er entwickelte 1982 die „Generalized Methods of Moments“ (GMM) Technik zum Testen von Hypothesen über Finanzmarktteilnehmer (Hansen, 1982). Dieser Artikel zählt weltweit zu meistzitierten wirtschaftswissenschaftlichen Artikeln. Da die Hauptaussagen seiner Forschung keine so kritischen Ergebnisse darstellen wie jene von Fama und Shiller, werde ich in diesem Beitrag auch nicht weiter auf Hansen eingehen.

Shillers Ansatz sowie seine Forschungsergebnisse weichen fundamental von jenen von Fama ab. Führt man sich nochmals die jüngsten Krisenereignisse auf den internationalen Finanzmärkten vor Augen, so wird deutlich, dass die Empirie eindeutig zugunsten von Shillers Hypothesen entscheidet. Eine gemeinsame Preisverleihung an Fama und Shiller kommt somit einem gemeinsamen Physiknobelpreis für Claudius Ptolemäus und Nikolaus Kopernikus gleich – es kann sich nicht gleichzeitig die Erde um die Sonne und die Sonne um die Erde drehen. Joseph Stiglitz (welcher den „Wirtschaftsnobelpreis“ grundsätzlich befürwortet) merkt etwa ironisch an: „Die Ökonomie ist die einzige Wissenschaft, in der sich zwei Menschen einen Nobelpreis teilen können, weil ihre Theorien sich gegenseitig widerlegen. (Berliner Zeitung, 2004)“

In der Geschichte des „Wirtschaftsnobelpreises“ gab es immer schon sehr zweifelhafte Ehrungen (z.B. von Milton Friedman) und es kann dem Preis generell ein gewisser *Mainstream bias* unterstellt werden, auch wenn vereinzelt heterodoxe Ökonomen wie Friedrich Hayek oder Ronald Coase den Preis verliehen bekommen haben. Grundsätzlich muss auch noch erwähnt werden, dass der „Wirtschaftsnobelpreises“ eigentlich nichts mit den von Alfred Nobel in seinem Testament kreierte Preisen zu tun hat. Alfred Nobel (1833-1896) hat keinen Preis für Wirtschaftswissenschaften vorgesehen. In Absprache mit der Nobel-Stiftung stiftete die schwedische Reichsbank 1968 zu ihrem 300ten Geburtstag diesen Preis, weshalb die offizielle Bezeichnung „*der von der schwedischen Reichsbank in Erinnerung an Alfred Nobel gestiftete Preis für Wirtschaftswissenschaften*“ lautet. Der Völkerrechtsanwalt Peter Nobel, ein Urgroßenkel Alfred Nobels, kritisiert die missbräuchliche Verwendung des Familiennamens zu Prestigezwecken und bekräftigt: „no member of the Nobel family has ever had the intention of establishing a prize in economics“ (Aftenposten, 2001).

Mitten in der gegenwärtigen Weltwirtschaftskrise und der Aufarbeitung der Finanzmarktkrise 2007/2008 wird nun ein Verfechter der Deregulierung von Finanzmärkten mit dem „Wirtschaftsnobelpreis“ geehrt. Durch die gleichzeitige Verleihung des Preises an einen Wirtschaftswissenschaftler mit völlig konträren Ansichten wird das Bild von einer gemeinsamen Sichtweise in den Wirtschaftswissenschaften bezüglich der Funktion von Finanzmärkten vermittelt. Die meisten Medien springen auf diese Darstellung auf und stellen die drei Preisträger als homogene Gruppe dar. Shiller, als populärer Wissenschaftler, lenkt dabei von Fama und seiner kontroversen Theorie ab. Der diesjährige „Wirtschaftsnobelpreis“ zielt somit eher auf wissenschaftliche Stagnation ab, anstatt eine Theorie als gescheitert anzuerkennen und den Weg für neue, realitätsnähere Ansätze frei zu machen. Anstatt die Aufbruchsstimmung nach der Finanzkrise 2008 für eine stärkere Regulierung der systematisch instabilen Finanzmärkte zu nutzen, werden mit dieser Entscheidung weiterhin die Kräfte gegen eine strengere Regulierung der Finanzmärkte gestärkt.

Literatur

Aftenposten (2001). Alfred Nobels familie tar avstand fra økonomiprisen. <http://www.aftenposten.no/fakta/nobel/article235455.ece>. Stand: 03. Dezember 2013.

Akerlof, G. A., Shiller, R.J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press (2009), ISBN 978-0-691-14233-3.

Berliner Zeitung (2004). Joseph Stieglitz in der Berliner Zeitung vom 6./7. März 2004, Beilage Magazin S. 4.

Gosepath, S. (2002). Eine einheitliche Konzeption von Rationalität, in: Nicole Karafyllis, Jan Schmidt (Hrsg.): *Zugänge zur Rationalität der Zukunft*. Metzler, Stuttgart 2002, 29-52.

Hansen, L.P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, Band 50, Nr. 4, 1029–1054.

Keen (2011). *Debunking Economics – Revised and Expanded Edition: The Naked Emperor Dethroned?* Zed Books. London, New York.

New Yorker (2010). Interview with Eugene Fama. Posted by John Cassidy. <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2010/01/interview-with-eugene-fama.html>. Stand: 05. November 2013.

Shiller, R.J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press (2000), ISBN 0-691-05062-7.