

(Kaum) Kratzer an der Effizienz - sind Finanzmärkte und insbesondere Aktienbörsen wirklich die perfekten Tauschplätze für Wertpapiere aus der reinen Theorie?

Ein Aktienmarkt ist "effizient", wenn er die gehandelten Papiere rational und schnell bewertet, d.h. wenn deren Preise die im Licht der verfügbaren Informationen "gerechten" Preise sind (im Sinn des erwarteten und geeignet diskontierten Barwerts aller künftigen Erträge), und wenn die Anpassung dieser Preise an neue Daten unverzüglich bei Bekanntgabe erfolgt. In einem derart effizienten Markt sind Änderungen in den Preisen von Nicht-Insidern nicht vorherzusehen - da Preise nur auf neue, vorher unbekannte Daten reagieren, sind auch die Richtung und das Ausmaß der nötigen Anpassungen bis zum Eintreffen der neuen Informationen unbekannt, die Kurse müssen einen "Random Walk" beschreiben.

Wie die traurigen Erfahrungen vieler deutscher und internationaler Börsendienste mit Aktienkursprognosen jedes Jahr von neuem zeigen, scheinen die real existierenden Aktienmärkte dieser Erde diesem Ideal des effizienten Marktes recht gut zu entsprechen: allenfalls durch Zufall gehen Kursprognosen in Erfüllung, von Insidergeschäften einmal abgesehen scheint es keine Möglichkeit zu geben, Änderungen in den Kursen zuverlässig aus den aktuellen Daten abzuleiten. Weder die aktuellen Kurse selber noch die vergangenen Kurse noch andere zum Zeitpunkt der Prognose schon dem Markt bekannte Wirtschaftsdaten scheinen einen Anhaltspunkt zu liefern, wohin die Reise künftig führt, und alle Versuche, durch neuronale Netze, Regressionsmodelle, Charttechniken oder andere statistische Verfahren diese Ungewißheit zu durchbrechen, sind im großen und ganzen als gescheitert zu betrachten.

Trotz dieser nur selten im Wirtschaftsleben erreichten Kongruenz von Theorie und Empirie gibt es aber eine Reihe von Besonderheiten in Aktienkursen, die sich mit effizienten Märkten nicht vertragen. So erscheinen etwa die Kursschwankungen, obwohl einerseits wie in einem effizienten Markt gefordert zufällig und nicht vorherzusagen, auf der anderen Seite absolut gesehen viel zu groß: wenn die aktuellen Kurse wirklich die Barwerte der künftig erwarteten Erträge sind, dann sollten sie im Zeitverlauf nicht stärker schwanken als die Barwerte der tatsächlich realisierten Erträge, und die Kapitalmarktforschung ist sich immer noch nicht einig, ob das sich auf wahren Märkten wirklich so verhält (wegen der Probleme, die theoretisch erlaubten Schwankungen korrekt zu messen, wird diese "Exzess-Volatilitätsdebatte" auch kaum jemals einen Abschluß finden).

Ebenfalls noch Gegenstand von heftigen Debatten ist die Frage, ob sukzessive Kursänderungen miteinander korrelieren. Während tägliche, wöchentliche oder monatliche Kursdifferenzen oder Renditen quer durch alle Aktienmärkte dieser Erde wie die Effizienz gebietet mit ihren Vorgängern und Nachfolgern kaum korrelieren, scheinen mehrjährige Renditen dieser Regel nicht zu folgen. Zumindest in den USA hat sich bei einem Rückblick auf die letzten hundert Börsenjahre eine spürbar negative Korrelation ergeben ("mean reversion"): auf fünf fette Börsenjahre folgen häufiger als durch Zufall zu erklären fünf Jahre mit unterdurchschnittlicher Kursentwicklung und umgekehrt: nach einer mehrjährigen Baisse ist eine Hausse wahrscheinlicher als eine Fortführung der Baisse. Diese Erkenntnis läßt sich offenbar zu langfristigen nichttrivialen Kursprognosen nutzen, und stünde, falls kein Produkt des Zufalls und auch außerhalb der USA bestätigt, im Widerspruch zur Theorie der

effizienten Märkte. Weitere Abweichungen vom Idealbild eines effizienten Marktes sind Saisoneffekte oder kurzfristige Überreaktionen, die erfolgreiche Handelsstrategien weg von überdurchschnittlich hin zu unterdurchschnittlich gewachsenen Werten möglich machen. Dergleichen "winner- loser"-Portfolios dürften einen effizienten Markt nicht systematisch schlagen, wo die Historie eines Kurses für die Zukunft unerheblich ist: ob Gipfel oder Delle, die weitere Entwicklung ist allein durch das bestimmt, was kommt, nicht das, was war, ein effizienter Markt schaut nur voraus und nie zurück. Zur Zeit versucht die Wissenschaft noch zu ergründen, ob die bisher berichteten Erfolge derartiger Strategien tatsächlich auf systematischen Fehlbewertungen beruhen, oder ob hier nachträglich im Kaffeesatz gelesen wurde (sogenanntes "data mining": ex post lassen sich leicht Strategien finden, mit denen man den Markt geschlagen hätte).

Konsensus herrscht dagegen, daß systematische Saisoneffekte bzw. Kalenderregelmäßigkeiten in Renditen existieren. So ist schon seit Dutzenden von Jahren eine Sonderrolle der Renditen über Wochenenden nachgewiesen ("Montagseffekt"): diese sind im langfristigen Mittel weder dreimal höher als Renditen von einem Wochentag zum nächsten, so wie es die Kalenderzeit-Version der Effizienzmarkttheorie verlangt, noch sind sie von der gleichen Höhe wie die Handelszeit-Version verlangt, sie sind für fast alle Märkte in fast allen Ländern negativ: im Durchschnitt gehen Aktienkurse (auch Gold- und Silberpreise oder die Kurse von Rentenpapieren) über das Wochenende zurück, in den USA um 0,17%, in der Bundesrepublik um 0,16%.

Dieser Montagseffekt ist überraschend robust und auch im Zeitverlauf konstant: im DAX etwa ist er in allen Jahrzehnten seit 1960 gleichermaßen nachzuweisen. Weitere bekannte Kalenderregelmäßigkeiten sind überdurchschnittlich hohe Aktienrenditen Anfang des Monats ("turn-of-the-month-effect") oder Anfang Januar ("turn-of-the-year-effect") oder über Feiertage ("holiday-effect"). So fand etwa ein Drittel des Gesamtanstiegs des DAX von 1960 bis 1990 über Feiertage statt.

Diese Effekte sind nicht sehr dramatisch, und auch nur von Marktteilnehmern, die keine Transaktionskosten zu tragen haben, für abnormale Renditen auszunutzen; aber sie sind dennoch unübersehbare Flecken auf einer ansonsten recht weißen Effizienzmarktweste, die nicht einfach wegzudiskutieren sind. So hat es z.B. nicht an Versuchen gefehlt, den Montagseffekt als Folge von Settlement-Usancen darzustellen (wer Freitags kauft, hat in den USA mit dem Bezahlen zwei Extra-Wochentage Zeit; man ist bereit, an Freitagen einen um die eingesparten Zinsen erhöhten Kurs zu zahlen, das muß die Rendite von Freitag auf Montag drücken). Andere versuchen, ihn einer Massierung schlechter Nachrichten am Wochenende oder den Kleinanlegern anzulasten, die ihre Kaufentscheidungen typischerweise auf Anraten ihrer Beraten in der Woche treffen, Verkäufe dagegen auf eigene Initiative tätigen, und zwar dann, wenn sie Zeit haben, über ihr Portfolio nachzudenken, d.h. am Wochenende. Für diese Sicht der Dinge spricht, daß zumindest in der Bundesrepublik der Montagseffekt nur nach schwachen Börsenwochen auftritt; bekanntlich neigen Kleinanleger bei einer schwachen Börse zu Verkäufen. Auch wenn diese Mechanismen den Montagseffekt erklären, sie bleiben in der Regel mit einem effizienten Markt nicht ganz verträglich, genauso wie er üblichen Erklärungen für die überdurchschnittlichen Renditen am Monats- oder Jahresanfang (liquiditätsinduziert bzw. eine Folge der Portfolioumschichtung Richtung riskante Titel zu Beginn des Jahres).

Eine Reihe weiterer Attacken auf die Effizienzmarktthese hat sich inzwischen als verfehlt erwiesen: der in einer vielbeachteten amerikanischen Studie behauptete Einfluß des New Yorker Wetters auf die Stimmung der Börsianer und damit auf die Wallstreet-Kurse war wohl eine Zufallslaune und andernorts nicht replizierbar. Um die Versuche, in Börsenkursen chaotisch-deterministische Muster aufzuspüren, ist es nach dem Abebben der allgemeinen Chaos- Welle in den Wissenschaften ebenfalls recht still geworden, und auch andere "Gesetze" wie etwa eine überraschende Übereinstimmung der Mondphasen mit deutschen Börsenkursen sind wohl eher als Produkt des Zufalls anzusehen: versucht man sie auch außerhalb der Stichproben nachzuweisen, in denen sie gefunden worden sind, verfliegt die ganze Theorie in Luft.