

Zwischen Boom und Rezession – Der Einfluss systematischer Unterschiede in der Erwartungsbildung auf Investitionsentscheidungen am Finanzmarkt

Pascal Kieren | Jan Müller-Dethard | Martin Weber *

Wie bilden Investoren Erwartungen in unterschiedlichen Marktphasen und wie beeinflussen Unterschiede in der Art und Weise wie Erwartungen gebildet werden die Investitionsentscheidungen am Finanzmarkt? In diesem Beitrag liefern wir direkte experimentelle Belege dafür, wie systematische Verzerrungen in den Erwartungen der Anleger ihre Investitionen über Marktzyklen hinweg beeinflussen. Als Mechanismus identifizieren wir eine Asymmetrie darin, wie Investoren ihre Erwartungen über Boom-Marktphasen und Rezessions-Marktphasen hinweg bilden. Der dokumentierte Mechanismus ist mit Daten zu Erwartungen aus Umfragen konsistent und liefert wichtige Implikationen für kürzlich vorgeschlagene Modelle zur Preisbildung von Wertpapieren.

Um erfolgreich am Finanzmarkt zu investieren, gilt es für Privatanleger:innen ein paar einfache, aber wesentliche Grundsätze zu beachten: Investieren Sie langfristig, breit diversifiziert und passiv. Dazu gehört auch, dass möglichst wenig gehandelt wird und kurzfristige Marktschwankungen die Investitionsentscheidung nicht grundlegend beeinflussen sollten. Die empirische Finanzmarktforschung zeigt jedoch, dass Aktienmarktteilnehmer:innen dazu tendieren, über die Marktphasen unterschiedlich zu investieren. Sie investieren signifikant mehr in Marktaufschwung-Phasen (Booms) und weniger in Marktabschwung-Phasen (Rezessionen). Als Hauptgründe für dieses Verhalten werden in der Finanzmarktforschung

* Pascal Kieren | Alfred-Weber-Institut für Wirtschaftswissenschaften | Universität Heidelberg

Jan Müller-Dethard | Manager | zeb.rolfes.schierenbeck.associates gmbh

Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber | Universität Mannheim

auf der einen Seite sich verändernde Risikopräferenzen (anti-zyklische Risikoaversion) und auf der anderen Seite sich verändernde Erwartungen angebracht. Verändert sich tatsächlich die Risikoeinstellung von Investor:innen zwischen Marktphasen? Wie werden Erwartungen von Investor:innen zwischen Marktphasen gebildet? Und wie beeinflussen jene Änderungen die Investitionsentscheidung?

In unserer Studie testen wir, ob Investor:innen Erwartungen grundlegend unterschiedlich über Marktphasen hinweg bilden, wie unterschiedliche Erwartungen zwischen Marktphasen die Investitionsentscheidungen beeinflussen können und ob dies auch mit Änderungen in der Risikoaversion einhergeht. Zur Analyse dieser Fragen nutzen wir Experimente. Experimente erlauben Wissenschaftler:innenn, das Entscheidungsverhalten von Individuen in einem kontrollierten Umfeld zu untersuchen und die zugrundeliegenden Treiber bzw. Entscheidungsmechanismen zu ergründen. Daraus können dann wiederum – sofern möglich – Implikationen für Maßnahmen abgeleitet werden, um beispielsweise bessere Entscheidungen zu begünstigen.

Jedes unserer Experimente besteht aus zwei sogenannten „Treatments“ (Boom und Rezession) mit jeweils zwei unabhängigen aufeinanderfolgenden Abschnitten (eine Lernaufgabe mit einer anschließenden Investitionsaufgabe). Die zufällige Zuteilung zum Boom- oder Rezessions-Treatment beeinflusst dabei nur die Lernaufgabe, nicht jedoch die Investitionsaufgabe, welche zwischen beiden Gruppen gleich ist.

In der Lernaufgabe versetzen wir Teilnehmer:innen in eine Situation, die entweder einem Boom oder einer Rezession ähnelt und lassen die Teilnehmer:innen Erwartungen über die Qualität einer Aktie in der jeweiligen Marktphase bilden. Wie simulieren wir dabei die unterschiedlichen Marktphasen? Wir nutzen einen einfachen, intuitiven Unterschied zwischen Boom- und Rezessions-Phasen: die Häufigkeit, mit der Marktteilnehmer:innen mit positiven bzw. negativen Informationen konfrontiert werden. Für gewöhnlich sind Rezessionen von negativen Informationen in Presse und Nachrichten geprägt: deutliche Verluste am Aktienmarkt, ein negatives Wirtschaftswachstum und eine meist steigende Arbeitslosigkeit. Hingegen häufen sich in Boom-Marktphasen vermehrt positive Informationen: der Aktienmarkt fährt positive Renditen ein, die Wirtschaft wächst und die Beschäftigungszahlen steigen.

Motiviert von dieser Beobachtung lernen Teilnehmer:innen in unserem Experiment im Boom-Treatment ausschließlich (Experiment 1) oder statistisch häufiger (Experiment 2) von positiv dargestellten Informationen über die Qualität einer Aktie, wohingegen im Rezessions-Treatment ausschließlich bzw. statistisch häufiger negativ dargestellte Informationen gezeigt werden. Auf Basis der Informationen sollen die Teilnehmer:innen Erwartungen über die Qualität der Aktie bilden. Essenziell für unsere Untersuchung möglicher Unterschiede in der Erwartungsbildung ist jedoch, dass die zugrundeliegende Wahrscheinlichkeitsverteilung (die Qualität) der Aktie in beiden Treatments per Design unseres Experiments die gleiche ist. Das heißt, die Informationen sind nur unterschiedlich dargestellt („geframt“), der Informationsgehalt, welcher für die Lernaufgabe von Relevanz ist, ist jedoch der exakt gleiche. Die Lernaufgabe ist also so konstruiert, dass zwischen den Treatments keine Unterschiede in den Erwartungen beobachtet werden sollten. Tatsächlich beobachtete Unterschiede zwischen den Treatments in den Erwartungen wären so auf die Boom- bzw. Rezessions-ähnliche Darstellung der Informationen zurückzuführen.

Im Anschluss daran folgt die Investitionsaufgabe. In dieser investieren die Teilnehmer:innen in eine sogenannte ambiguitätsbehaftete Lotterie, von der sie die Erfolgswahrscheinlichkeit nicht kennen – sie also zunächst Erwartungen über die Qualität der Lotterie bilden müssen.

Mit leichten Variationen führen wir dieses Design mit mehreren hundert Teilnehmer:innen durch. Die Hauptergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen: Schauen wir uns zunächst die Ergebnisse der Investitionsaufgabe an. Wir finden, dass Teilnehmer:innen, die ausschließlich von negativen Informationen lernen – ähnlich einer Rezession – pessimistischer über die Erfolgswahrscheinlichkeit der ambiguitätsbehafteten Lotterie sind und signifikant weniger als Teilnehmer:innen im Boom-Treatment investieren (Experiment 1). Mit anderen Worten beeinflusst das Boom- bzw. Rezessionsumfeld, in dem die Teilnehmer:innen Erwartungen über eine Aktie gebildet haben, die Erwartungen und Investitionsentscheidung über eine unabhängige, daran angeschlossene Lotterie. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen wir, wenn Teilnehmer:innen nicht nur von ausschließlich positiven oder negativen Informationen lernen, sondern im Boom-Treatment statistisch häufiger, aber nicht ausschließlich, positiv dargestellte Informationen sehen und im Rezessions-Treatment statistisch häufiger negativ dargestellte Informationen (Experiment 2). Unser Ergebnis hängt somit nicht von der Tatsache ab, dass Investoren nur von positiven bzw. nur von negativen Informationen lernen – was für eine tatsächliche Boom- bzw. Rezessions-Marktphase auch eher unrealistisch wäre. Warum finden wir derartige Investitionsmuster?

Um dies besser zu verstehen, blicken wir auf die Ergebnisse der Lernaufgabe. Obwohl die Lernaufgabe nicht zu unterschiedlichen Erwartungen zwischen den Treatments führen sollte, zeigt sich, dass die Teilnehmer:innen im Rezessions-Treatment signifikant pessimistischere Erwartungen als im Boom-Treatment bilden. Der induzierte Pessimismus überträgt sich dann auf die nachfolgende ambiguitätsbehaftete Lotterie. Doch worauf genau ist der Unterschied in den Erwartungen zurückzuführen?

Wir sehen, dass Teilnehmer:innen unterschiedliche Lernregeln in den Treatments verwenden. Von einer „guten“, jedoch negativ dargestellten Information im Rezessions-Treatment adjustieren Teilnehmer:innen die Erwartungen weniger stark, als wenn diese gleiche „gute“ Information positiv dargestellt ist. Bei „schlechten“ negativ dargestellten Informationen zeigt sich, dass die Erwartungen stärker negativ adjustiert werden, als wenn die gleiche „schlechte“ Information positiv dargestellt wird. Übertragen auf den Finanzmarkt und konsistent mit vielen anderen empirischen Studien, führt diese Asymmetrie in der Erwartungsbildung dazu, dass Teilnehmer:innen zu pessimistische Erwartungen in Rezessionen bilden und demnach weniger Geld investieren. Erfolgt dies systematisch von einer großen Anzahl an Investor:innen kann dies zusätzlichen negativen Druck auf Preise ausüben, was wiederum Rezessionen in ihrer Stärke und Dauer beeinflussen kann.

Abschließend möchten wir noch auf drei weitere interessante Ergebnisse unserer Studie eingehen. Erstens, wir können ausschließen, dass die Unterschiede in der Investition zwischen den Treatments durch Unterschiede in der Risikoaversion der Teilnehmer:innen erklärt werden. So haben wir einer zufälligen Menge an Teilnehmer:innen eine risikobehaftete Lotterie anstatt einer ambiguitätsbehafteten Lotterie im zweiten Abschnitt des Experiments angeboten. Das ist eine Lotterie, deren Erfolgs- bzw. Misserfolgswahrscheinlichkeit bekannt ist und somit keine Erwartungen über

die Wahrscheinlichkeitsverteilung gebildet werden müssen (z.B. ein fairer Münzwurf mit 50%/50% Wahrscheinlichkeit für Kopf bzw. Zahl). Derartige Lotterien werden in der Entscheidungstheorie zur Messung der Risikoaversion genutzt. Wir finden keine signifikanten Unterschiede im Investment in der risikobehafteten Lotterie zwischen dem Boom- und Rezessions-Treatment.

Zweitens können wir ausschließen, dass die unterschiedlichen Treatments dazu führen, dass Teilnehmer:innen sich besser oder schlechter fühlen und daher mehr oder weniger investieren. In einem an das Experiment angeschlossenen sogenannten „Life Orientation Test“ finden wir keine signifikanten Unterschiede in den Antworten zwischen den Treatments.

Drittens zeigt sich, dass unsere einfache Lernaufgabe sogar dazu führt, dass Erwartungen über die Rendite von realen Marktindizes wie z.B. dem Dow Jones Industrial Average positiv bzw. negativ beeinflusst werden können. Teilnehmer:innen, die im Boom-Lernumfeld Erwartungen gebildet haben, sind signifikant optimistischer über die zukünftige Rendite des Dow Jones als Teilnehmer:innen aus dem Rezessions-Lernumfeld. Angesichts der Tatsache, dass wir in der Lage sind, die Renditeerwartungen über reale Marktindizes selbst in einer kurzlebigen Lernumgebung wie in unserem Experiment systematisch zu manipulieren, vermuten wir, dass der hier beschriebene Effekt im realen Finanzmarkt mit deutlich höheren Investitionsengagements noch größere Implikationen hat.

Quelle

Der Beitrag basiert auf „Risk-Taking and Asymmetric Learning in Boom and Bust Markets“ von Pascal Kieren, Jan Müller-Dethard und Martin Weber erschienen in: Review of Finance, 27. Jg. 2023, S. 1743-1779.