

Forschung im Fokus Oktober 2023

Pascal Kieren,
Jan Müller-Dethard,
Martin Weber

Risk-Taking and Asymmetric Learning
in Boom and Bust Markets,
2023, *Review of Finance*, Vol. 27 (5)





Um erfolgreich am Finanzmarkt zu investieren, gilt es für Privatanleger 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 dazu tendieren über die Marktphasen unterschiedlich zu investieren. Sie investieren signifikant mehr in Marktaufschwung-Phasen (Booms) und weniger in Marktabschwung-Phasen (Rezessionen). Warum ist dies so? Welche Rolle spielen dabei Erwartungen über den Aktienmarkt? Und wie werden diese von Investoren gebildet?

In unserer Studie testen wir, ob Investoren Erwartungen grundlegend unterschiedlich über Marktphasen hinweg bilden und wie unterschiedliche Erwartungen zwischen Marktphasen die Investitionsentscheidungen beeinflussen können.

Zur Analyse dieser Fragen nutzen wir Experimente. Experimente erlauben Wissenschaftlern das Entscheidungsverhalten von Individuen in einem kontrollierten Umfeld zu untersuchen und die zugrundeliegenden Treiber bzw. Entscheidungsmechanismen zu ergründen.

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 im Boom-Treatment erhalten die Teilnehmer über mehrere Runden ausschließlich positiv dargestellte Informationen, auf deren Basis sie Erwartungen über die Qualität einer Aktie bilden sollen. Im Rezessions-Treatment ist die zugrundeliegende Wahrscheinlichkeitsverteilung (die Qualität) der Aktie die gleiche, jedoch sind die Informationen ausschließlich negativ dargestellt. Die Lernaufgabe ist also so konstruiert, dass zwischen den Treatments keine Unterschiede in den Erwartungen beobachtet werden sollten. Im Anschluss daran investieren die Teilnehmer 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 Teilnehmern durch. Die Hauptergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen. Zunächst finden wir, dass Teilnehmer, die ausschließlich von negativen Informationen lernen – ähnlich einer Rezession – pessimistischer über die Erfolgswahrscheinlichkeit der ambiguitätsbehafteten Lotterie sind und signifikant weniger als Teilnehmer im Boom-Treatment investieren. Warum ist dies so?

Obwohl die Lernaufgabe nicht zu unterschiedlichen Erwartungen zwischen den Treatments führen sollte, zeigt sich, dass die Teilnehmer 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 finden, dass Teilnehmer unterschiedliche Lernregeln in den Treatments verwenden. Von einer „guten“, jedoch negativ dargestellten Information im Rezessions-Treatment adjustieren Teilnehmer 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 zu pessimistische Erwartungen in Rezessionen bilden und demnach weniger Geld investieren. Erfolgt dies systematisch von einer großen Anzahl an Investoren kann dies zusätzlichen negativen Druck auf Preise ausüben, was wiederum Rezessionen in ihrer Stärke und Dauer beeinflussen kann.