

HOMO OECOMICUS - UNTER DER LUPE

Anomalien, Vorurteile, Paradoxien – der Homo oeconomicus verhält sich nicht immer so, wie es die neoklassische Theorie annimmt. „Behavioral Economics“ macht das deutlich.

Das Aktienprämien-Rätsel

Die Rendite einer Geldanlage in Aktien ist im Allgemeinen höher als die Rendite einer Anlage in Anleihen. Die klassische Erklärung lautet: Der Kurs von Aktien kann schwanken, während bei Anleihen ein fester Zins garantiert wird. Für dieses Risiko erwartet der Aktienkäufer eine Kompensation in Form einer höheren Rendite – das ist die **Aktienprämie**. Durch sie wird der Renditeabstand ausgeglichen, daher im Englischen **Equity Premium**.

Ein „Rätsel“ wurde die Aktienprämie durch eine Analyse von Mehra und Prescott (1985). Sie errechneten bei einer Untersuchung der amerikanischen Finanzmärkte von 1889 bis 1978 eine durchschnittliche jährliche Rendite für (Staats-)Anleihen von knapp 1 Prozent und für Aktien eine Rendite von etwa 7 Prozent, also einen **Renditeabstand** von 6 Prozent. Dieser Abstand ist außerordentlich groß und lässt sich mit **ökonomischen Standardmodellen nicht erklären**. Denn aus deren Anwendung ergibt sich ein Risikoaversionskoeffizient von 25! Das heißt, ein Investor wäre indifferent zwischen

- einem Einkommen von 1.000, das mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,5 um 50 Prozent steigt und mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,5 um 50 Prozent sinkt, und
- einem sicheren Einkommen von 515.

Oder anders formuliert: Er wäre bereit, 48,5 Prozent seines sicheren Einkommens zu bezahlen, um eine 50-prozentige Möglichkeit eines Verlustes von 50 Prozent zu vermeiden. Dies ist unplausibel – die Höhe der Aktienprämie ist also aus ökonomischer Sicht ein Rätsel – das Equity Premium Puzzle. Denn unter der Annahme eines perfekt funktionierenden Marktes müssten Investoren so lange Anleihen verkaufen (worauf die Rendite steigen würde) und Aktien kaufen, bis ein plausibler Renditeabstand (von 1 Prozent) erreicht würde. Dies aber passierte seinerzeit nicht und passiert heute auch nicht.

Es sind verschiedene **Erklärungen** angeboten worden (vgl. Mehra/Prescott 2003). Naheliegend war

beispielsweise die Vermutung, dass die Periode von 1889 - 1978, für die die Risikoprämie von 6 Prozent errechnet wurde, irgendwie „speziell“ sei und dass sich für andere Perioden oder auch in anderen Ländern andere Werte ergeben würden. Entsprechende Untersuchungen bestätigten diese Vermutung jedoch nicht. Auch in Deutschland betrug die Risikoprämie beispielsweise in den Jahren 1978 - 1997 6,6 Prozent. Wohl sähe es anders aus, wenn man auch noch die Zeit bis 2002 einbeziehen würde, aber seitdem ging es ja bekanntlich mit den Kursen wieder deutlich aufwärts.

Auch andere Versuche zur Erklärung des Aktienprämien-Rätsels waren nicht sehr erfolgreich. Im Rahmen des **Behavioral-Finance-Ansatzes** haben Benartzi/Thaler (1995) eine andere Erklärung angeboten, deren Kern das **Konzept der Verlustaversion** ist, wie es in der Prospect Theorie von Kahneman/Tversky (1979) postuliert wird: Der reale Homo oeconomicus ist gegenüber Verlusten weitaus empfindlicher als gegenüber betragsmäßig gleichen Gewinnen.

Wenn ein Investor seine Aktien in kurzen Zeitabständen überprüft und bewertet (z.B. wöchentlich), ist das Risiko, einen Verlust zu erleiden, relativ hoch. Er erlebt also relativ häufig Verluste, und auf Grund der **asymmetrischen Gewichtung von Verlusten und Gewinnen** will er eine **hohe Risikoprämie**. Da viele Investoren in der Tat eher kurzfristig denken und agieren, kann eine nach Benartzi/Thaler kurzsichtige Risikoaversion (Myopic Loss Aversion) also das Aktienprämien-Rätsel plausibel erklären.

Wenn diese Erklärung zutrifft, hat sie u.a. Konsequenzen für **Empfehlungen zum Sparverhalten**. Denn dann legen viele Privatanleger ihr Geld für die Altersvorsorge nicht optimal an, wenn sie es in Staatsanleihen (bspw. Bundesschatzbriefe) anlegen, sie sollten eher oder zumindest auch in Aktien anlegen – sofern sie auch künftig mit einer deutlichen Risikoprämie rechnen.

Prof. Dr. Helmut Jungermann, Berlin

Literaturempfehlungen:

- Mehra, R./Prescott, E.C.: The Equity Premium: A Puzzle. In: Journal of Monetary Economics, 15. Jg. (1985), S.145 - 161.
- Mehra, R./Prescott, E.C.: The Equity Premium Puzzle in Retrospect. In: Constantinidis, G.M./Harris, M./Stulz, R.: Handbook of the Economics of Finance. Amsterdam 2003, S. 889 - 938.
- Benartzi, S./Thaler, R.H.: Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. In: The Quarterly Journal of Economics, 110. Jg. (1995), S. 73 - 92.
- Kahneman, D./Tversky, A.: Prospect Theory. An Analysis of Decision Under Risk. In: Econometrica, 47. Jg. (1979), S. 263 - 291.