

# Risikoaversion und Kapitalmärkte

Prof. Dr. Andrew W. Lo

MIT Sloan School of Management, Cambridge  
Massachusetts, USA



Risikoaversion ist eine der zentralen Annahmen der Wirtschaftswissenschaften, aber auch eine grundlegende Eigenschaft menschlichen Verhaltens. Trotz umfangreicher Forschung ist wenig über Nutzenfunktionen oder über die Gründe für unterschiedliche Risikopräferenzen von Individuen oder Gesellschaften bekannt.

Im Tierreich scheint risikoaverses Verhalten einen evolutionären Vorteil zu begründen. Für den Mensch ist anzunehmen, dass ähnliche Prinzipien Gültigkeit besitzen. Im Rahmen unserer Forschung haben wir ein einfaches binäres Auswahlmodell entwickelt, in dem sich der Grad der Risikoaversion in zufälligen Umweltzuständen mit jeweils vorhandenen systematischen Risiken und einem ungeplanten Verhalten der Individuen als Folge einer evolutionär dominanten Strategie einstellt. Abstrahiert weist jedes Individuum einer Gesellschaft ein zufälliges Verhaltensmuster bezüglich seiner Entscheidungen auf, und Kinder verhalten sich exakt so wie die Eltern. Das Verhalten, das mehr Nachkommen erzeugt, verbreitet sich daher stärker in der Population. In jedem Szenario ist das optimale Verhalten verschieden, und die Risikoaversion in dem Modell ist Folge natürlicher Auswahl- und Anpassungsprozesse sowie des Grades des systematischen Risikos, dem die Individuen ausgesetzt sind. Ein höheres systematisches Risiko führt zu einer höheren Risikoaversion. Durch Änderungen der Umwelt (Schocks) kann sich in der Folge auch die Risikoaversion ändern, sie ist somit zeitvariabel

und auch je nach Gesellschaft unterschiedlich.

Wenn es sich bei diesem Modell auch um eine grobe mathematische Vereinfachung und allenfalls um eine Karikatur der Realität handelt, lassen sich dennoch die Implikationen für die Finanz- und Realwirtschaft potenziell empirisch überprüfen. Die Schwierigkeit besteht darin, Szenarien zu finden, in denen Entscheidungen der Individuen allein durch den adaptiv evolutionären Prozess und nicht durch kognitive Entscheidungen getroffen werden.

„Risikoaverses Verhalten passt sich systematischen Risiken an.“

Vereinfachend untersuchen wir Aktienmärkte entwickelter Volkswirtschaften, die Marktteilnehmer sind durch ihre individuellen Portfolios jeweils systematischen und unsystematischen Risiken ausgesetzt. Wie aus Sharpes CAPM bekannt, ist für eine Gesellschaft jedoch nur das systematische Risiko relevant, da der Einzelne sein unsystematisches Risiko über die Kapitalmärkte transferieren kann. Unerwartete Schocks, wie beispielsweise eine schwere Finanzkrise oder eine globale Rezession, stellen hier das systematische Risiko dar, das auf die Risikopräferenzen Einfluss nimmt. So lassen sich die Modellaussagen zumindest indirekt testen, beispielsweise durch Vergleich der Risikoeinstellung

unterschiedlicher Gesellschaften. Jene Gesellschaften, die unter den Schocks stärker leiden, sollten entsprechend risikoaverser sein.

Um die abstrakte Ebene zu verlassen, kann man die Risiken der exportorientierten deutschen Wirtschaft vergleichen mit den Risiken einer nachfrageorientierten Ökonomie wie den USA. Intuitiv ist ersichtlich, dass es unterschiedliche Risikopräferenzen zwischen den Marktteilnehmern geben sollte und dass sich die Risikopräferenzen im Zeitablauf ändern können. Auf globalen Märkten sollte sich das Länderrisiko diversifizieren lassen, aber dem Modell zufolge können globale Schocks dazu führen, dass sich die Risikopräferenzen auf globaler Ebene ändern.

Für die Politik leiten wir daraus ab, dass es wichtig ist, die Funktionsfähigkeit des Versicherungssektors und der Kapitalmärkte zu gewährleisten, insbesondere um den Risikotransfer zu ermöglichen. Ein Versagen im Umgang mit systematischen Risiken führt dazu, dass die Risikoaversion ansteigt. Die üblichen Folgen wären höhere Risikoprämien der Anleger, steigende Finanzierungskosten der Unternehmen und somit langsames Wachstum. Letztendlich kann man schließen, dass fortwährende Markteingriffe, wie beispielsweise eine umfangreiche quantitative Lockerung, selbst zu einer Quelle systematischer Risiken werden können.

Quelle: Zhang, R./Brennan, T. J./Lo, A. W. (Dec. 2014): The origin of risk aversion. In: Proceedings of the National Academic of Sciences of the United States of America 111 (50), S. 17777-17782.

## Inhalt **06** 2015



### kommentare

**Risikomanagement der berufsständischen Versorgungswerke**  
Dr. Ulrich Krüger, Geschäftsführer, ABV e.V., Berlin

### Risikoaversion und Kapitalmärkte

Prof. Dr. Andrew W. Lo, MIT Sloan School of Management, Cambridge, Massachusetts, USA

### artikel

#### Auswahl von aktiven Managern – Entscheidungskriterien für Investoren

Chris Wagstaff, Hartwig Rosipal und Markus Rottler, Columbia Threadneedle Investments

#### Private Credit als Investmentalternative zu Unternehmensanleihen

Susanne Hellmann, NN Investment Partners Deutschland

#### Institutionelle Investments in Green Bonds

Dr. Günther Bräunig, KfW Bankengruppe

#### Index-Replikation und Investments in Private Equity und Venture Capital

Ravi Jagannathan (PhD), Northwestern University, Kellogg School of Management  
Benjamin Dreyer, Strategic Investments Group (SIG)

#### Institutionelle Investments in Schwellenländeranleihen

Steve Ellis, Marcus Thom und Tobias Massing, Fidelity International

#### Diversifizierung eines institutionellen Portfolios mit deutschen Gewerbeimmobilien

Gabriele Volz, WealthCap

#### Smart Beta für Aktienanlagen über verschiedene Marktzyklen

Jason Stoneberg und Bradley Smith, Invesco PowerShares

#### Kapitalanlagen institutioneller Investoren unter neuen aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen

Uwe Bärenz und Dr. Jens Steinmüller, P+P Pöllath + Partners

### analyse Dividendenstrategien im Niedrigzinsumfeld

#### drei fragen an Christoph Gerstberger

Versorgungswerk der Ärztekammer Hamburg

Ja, ich bin institutioneller Investor\* und möchte den Absolutreport **06** 2015 als kostenloses Leseexemplar anfordern.

Kein Investor? Gerne senden wir Ihnen Informationen zu unserem Absolutreport Jahresabonnement zu.

\* Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten.

Bitte senden oder faxen an:  
info@absolut-report.de, 0049 (0)40 303779-15

Absolut Research GmbH  
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Pflichtangaben:

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail