



Münster Practice and Policy: Negativzinsen: Sprunghafter Risikoanstieg im Anlageverhalten

Ausgabe 13

Negativzinsen: Sprunghafter Risikoanstieg im Anlageverhalten

- Nach der Finanzkrise 2008 haben risikolose Zinsen historische Tiefstände erreicht und sind in einigen Industrieländern sogar negativ. Während in diesem Zusammenhang bisher der Einfluss auf institutionelle Anleger wie Banken und Versicherungen im Fokus stand, untersuchen wir experimentell, wie sich derartige Veränderungen des Zinsumfelds auf die Risikobereitschaft von privaten Investoren auswirken.
- Unter den Teilnehmern unserer experimentellen Studie können wir eine höhere Risikobereitschaft nachweisen, wenn die sichere Anlagemöglichkeit negativ verzinst wird. Das „Safety First“-Prinzip wird teilweise aufgegeben, wenn die sichere Alternative einen sicheren Verlust bedeutet. Das könnte einerseits die Wechselbereitschaft privater Sparer zu anderen Banken erhöhen, auf der anderen Seite aber auch das Wertpapiergeschäft der Banken beflügeln.

Als Folge der weltweiten Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise sind die risikolosen Nominalzinssätze am Geldmarkt stark gefallen – teilweise sogar in den negativen Bereich. Für institutionelle Investoren wie etwa Banken und Versicherungen wurde gezeigt, dass diese Zinssenkungen eine systematische Erhöhung des Anlagerisikos zur Folge hatten. Als Treiber dieses Verhaltens werden vor allem institutionelle Rahmenbedingungen und die (implizite) Forderung der jeweiligen Geldgeber nach dem Einhalten einer Mindestrendite gesehen. Wie aber beeinflussen negative Nominalzinsen das Entscheidungsverhalten privater Investoren?

Nach klassischer ökonomischer Theorie berücksichtigen Investoren in ihren Entscheidungen reale (inflationsbereinigte) Zinsen, welche schon seit einigen Jahren negativ sind. Hat ein Absenken der nominalen Sparzinsen unter 0% dennoch einen besonderen Effekt für den privaten Anleger? Wir beantworten diese Fragen im Rahmen einer experimentellen Untersuchung. Unsere experimentelle Studie mit 347 Teilnehmern an der WWU Münster zeigt, wie das individuelle Risikoverhalten durch eine Senkung des Zinses beeinflusst wird, insbesondere durch eine Absenkung unter 0%.

Klassische Portfoliotheorien sagen vorher, dass Zinsänderungen keinen substanziellen Einfluss auf die Risikobereitschaft von Investoren haben sollten, wenn die Risikoprämien am Markt gleichbleiben. Allerdings legen bisherige Forschungsergebnisse nahe, dass Privatinvestoren häufig nicht in Übereinstimmung mit klassischen Theorien wie der Erwartungsnutzentheorie handeln. Deshalb wurden alternative Entscheidungsmodelle entwickelt, die berücksichtigen, dass Individuen Alternativen hinsichtlich eines Referenzpunkts oftmals asymmetrisch bewerten: Ein Ergebnis wird positiv wahrgenommen, wenn es knapp über dem Referenzpunkt liegt, aber bereits sehr negativ,

wenn es nur knapp unter dem Referenzpunkt liegt. Die Veränderung von Zinsen unter den nominalen Referenzwert von 0% könnte also durchaus starke Auswirkungen auf Investorenverhalten haben.

Im Rahmen unserer experimentellen Studie entscheiden die Teilnehmer über die Zusammensetzung eines einfachen Portfolios.¹ Dabei hängt die Vergütung der Experimentteilnehmer vom gewählten Portfolio ab, sodass die Teilnehmer einen Anreiz haben, im Rahmen des Experiments ihre wahren Präferenzen anzugeben. Der Anlagebetrag kann dabei frei zwischen einer risikolosen und einer riskanten Alternative aufgeteilt werden (s. Abbildung 1). Die Risikobereitschaft der Teilnehmer wird dabei durch den Anteil der riskanten Alternative am Gesamtportfolio gemessen. Während des Experiments präsentieren wir den Teilnehmern drei Zinsszenarien, in denen wir die Höhe des risikolosen Zinses variieren (+3%, +1%, -1%). Indem wir auch die möglichen Renditen der riskanten Alternative in den Szenarien entsprechend anpassen, halten wir die Risikoprämie und das Risiko der riskanten Anlage konstant. Dies ermöglicht es uns, beobachtete Unterschiede in der Risikobereitschaft eindeutig auf die Zinsänderung zurückzuführen.

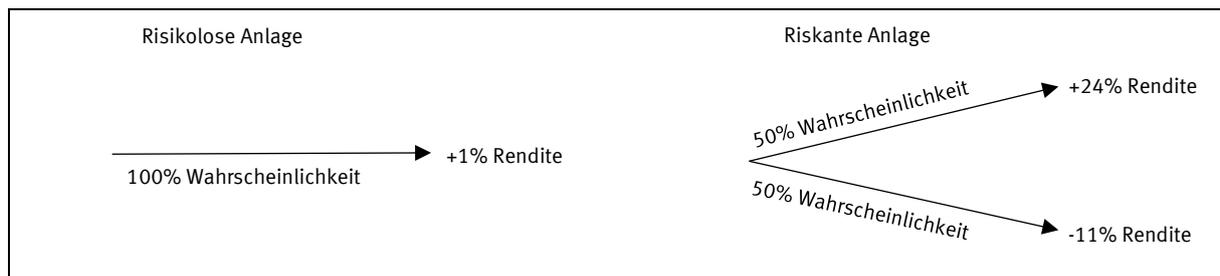


Abbildung 1: Präsentation der risikolosen und riskanten Anlage.

Abbildung 2 zeigt die durchschnittlichen Investitionen in die riskante Anlage für einen einjährigen (links) und zehnjährigen (rechts) Anlagehorizont für die drei unterschiedlichen Zinsszenarien. Erkennbar ist, dass der durchschnittliche Investitionsanteil in die riskante Anlage für einen Zins von 3% und 1% ähnlich hoch ist. Allerdings steigt die Risikobereitschaft signifikant an, wenn der Zins von +1% auf -1% fällt. Die Ergebnisse für den zehnjährigen Anlagehorizont sind vergleichbar: Die Risikobereitschaft steigt nicht signifikant an, wenn der Zins von 3% auf 1% fällt. Für den Fall, dass der risikolose Zins jedoch negativ wird, steigt die Risikobereitschaft signifikant an.

¹ Baars, M., Cordes, H., & Mohrschladt, H. (2019). How negative interest rates affect the risk-taking of individual investors: Experimental evidence. *Finance Research Letters*, im Erscheinen.

Die Reihenfolge, in der die unterschiedlichen Zinsszenarien den Teilnehmern präsentiert werden, hat dabei keinen Einfluss auf die Ergebnisse. Die Senkung des Zinses beeinflusst die Risikobereitschaft folglich nur sehr wenig, solange der Zins positiv bleibt. Fällt der Zins allerdings in den negativen Bereich, so erhöht dies die Risikobereitschaft deutlich.

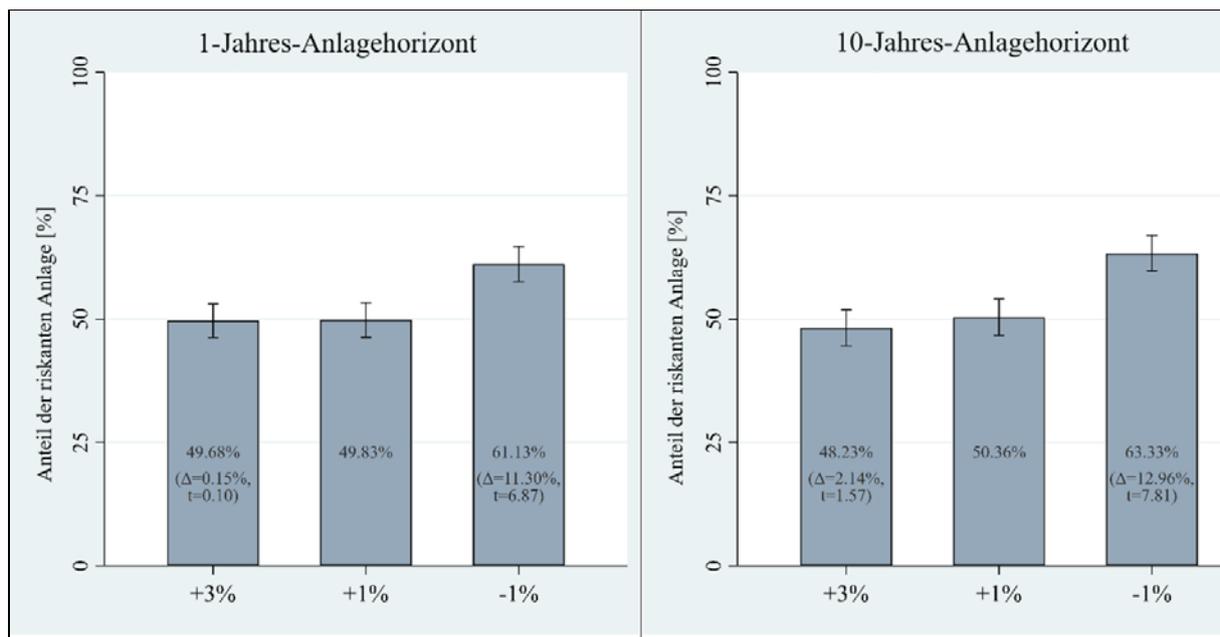


Abbildung 2: Die durchschnittlichen Investitionen in die riskante Anlage für drei Zinsszenarien für einen einjährigen (links) und einen zehnjährigen (rechts) Anlagehorizont. Die Fehlerbalken spiegeln 95%- Konfidenzintervalle wider. Die Werte innerhalb der Balken zeigen die durchschnittlichen Investitionen für das jeweilige Szenario sowie die Differenz (Δ) im Vergleich zum 1%-Zinsszenario und die dazugehörige t-Statistik.

Dieses Muster kann nicht durch klassische Risikoaversion erklärt werden. Weder ein generell negativer Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Risikobereitschaft noch die systematische Verhaltensänderung um 0% herum stehen im Einklang mit der Standardportfoliotheorie. Weitere Fragen im Rahmen des Experiments zeigen tatsächlich, dass die Effekte nicht von der generellen Risikoaversion der Teilnehmer abhängen, sondern vielmehr von ihrer Einstellung Verlusten gegenüber. So werden die Ergebnisse in Abbildung 2 stark von Teilnehmern getrieben, die angeben, dass es ihnen bei Investitionsentscheidungen wichtig ist, Verluste zu vermeiden. Investitionsentscheidungen werden demnach nicht einfach durch eine klassische Rendite-Risiko-Abwägung bestimmt, sondern auch stark von dem Wunsch, die nominale Verlustwahrscheinlichkeit der Investition zu reduzieren.

Aus modelltheoretischer Perspektive unterstreichen unsere Ergebnisse die Notwendigkeit, klassische Modelle um Referenzpunktkomponenten zu erweitern, um das Verhalten von Marktakteuren adäquat zu beschreiben. Aus praktischer Perspektive wird eine grundsätzliche Aversion gegenüber

volatilen Anlageformen häufig für die vergleichsweise geringe Aktienquote deutscher Privatinvestoren verantwortlich gemacht. Dieses „Safety First“-Prinzip scheinen Individuen allerdings teilweise aufzugeben, wenn die sichere Alternative einen sicheren Verlust bedeutet. Die Nachfrage nach risikoreichen Anlageklassen dürfte durch negative Zinsen somit zunehmen. Eine politische Entscheidung über ein jüngst diskutiertes Verbot der Negativzinsen sollte demnach berücksichtigen, inwiefern sich dieses auf die Risikobereitschaft von Privatanlegern auswirkt. Darüber hinaus sollten Banken bedenken, dass Einlagenzinssenkungen am Markt deutlich schwieriger durchzusetzen sind, wenn die 0%-Marke unterschritten wird, da Investoren in diesem Bereich sehr zins-sensitiv zu sein scheinen. Allerdings könnten marktweite Negativzinsen letztlich das Wertpapiergeschäft von Banken deutlich vergrößern.

Münster, den 28. November 2019

Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Universitätsstraße 14-16
48143 Münster

Ansprechpartner:
Maren Baars, M.Sc.
Finance Center Münster
Lehrstuhl für Finanzierung
Telefon: o 251 83-22455
E-Mail: maren.baars@wiwi.uni-muenster.de

Dr. Hannes Mohrschladt
Finance Center Münster
Lehrstuhl für Finanzierung
Telefon: o 251 83-22026
E-Mail: hannes.mohrschladt@wiwi.uni-muenster.de

www.wiwi.uni-muenster.de/mpp

Der Inhalt des Textes repräsentiert die persönliche Meinung der Autoren und stellt nicht zwingend den Standpunkt der Westfälischen Wilhelms-Universität beziehungsweise der ihr angehörenden Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler dar.