



Amit Goyal

Finanzprofessor an der Universität Lausanne und Senior Chair Professor des SFI. Er doktorierte im Finanzwesen an der UCLA. Sein Forschungsschwerpunkt liegt unter anderem in der empirischen Vermögenspreisfindung.

Finanzprognosen

Wie gut eine Prognose ist, sollte einerseits danach beurteilt werden, wie genau sie zutrifft, und andererseits, wie gut das Ergebnis erklärt werden kann. Aber solange finanzielle Entscheidungen von Menschen getroffen werden, die in der Art von Atomen und Molekülen gegeneinanderprallen, sollte man sich mit Vorhersagen zufriedengeben, die dem Durchschnitt entsprechend genau sind.

Welche Methoden werden verwendet, um finanzielle Ergebnisse zu prognostizieren?

Finanzielle Ergebnisse werden oft anhand von Regressionsmodellen und bisherigen Daten über Anlagenmerkmale wie Grösse oder Kurs-Buchwert-Verhältnis prognostiziert. Was die Berechnung solcher Modelle anbelangt, gibt es zwei Denkschulen: Die erste legt einen Querschnittsansatz zugrunde, in dem sie verschiedene Aktien zu einem bestimmten Zeitpunkt heranzieht, während die zweite auf einen Zeitreihenansatz setzt, in dem sie eine einzelne Aktie über mehrere Perioden hinweg betrachtet.

Was bedeuten die Unterschiede zwischen diesen beiden Modellen?

Anleger, die ihren Entscheidungen eine Momentum-Strategie mit Querschnittsbetrachtung zugrunde legen, gehen Long-Positionen in Vermögenswerten ein, deren Renditen höher sind als die durchschnittliche Querschnittrendite, und Short-Positionen in Werten mit niedrigeren Renditen. Eine Querschnittstrategie ist daher per definitionem eine Netto-Null-Anlagestrategie, was bedeutet, dass für jeden auf der Long-Seite investierten Dollar ein Dollar auf der Short-Seite aus dem Portfolio genommen wird. In einer Zeitreihen-Momentum-Strategie gehen die Anleger Long-Positionen in Vermögenswerten ein, deren Renditen über null liegen, und Short-Positionen in Vermögenswerten mit Renditen unter null. Eine Zeitreihenstrategie richtet sich daher in einem Bullenmarkt, in dem die Stimmung optimistisch ist, netto long aus, und in einem Bärenmarkt, in dem die Stimmung pessimistisch ist, netto short.

Die Ergebnisse empirischer Studien von Aktien, die zwischen 1946 und 2013 an der NYSE notierten (sie wurden auf der Grundlage ihrer Wertentwicklung in den letzten zwölf Monaten ausgewählt und im nächsten Monat gehalten) zeigen, dass Querschnittstrategien eine jährliche Rendite von 5,0 Prozent erzielen, während Zeitreihenstrategien mit 9,3 Prozent deutlich besser abschneiden. Da jedoch diese Strategien auf verschiedenen Anlagengrundlagen beruhen, ist die Schlussfolgerung, dass eine Anlagestrategie der anderen überlegen sei, nicht gültig.

Wie kann man Querschnitt- und Zeitreihenstrategien vergleichbar machen?

Das wichtigste Problem bezieht sich auf die Finanzierungslücke zwischen einer Querschnitt- und einer Zeitreihenstrategie. Wie bereits oben erklärt, sind Querschnittstrategien ihrem Aufbau nach Netto-Null-Anlagestrategien, während Zeitreihenstrategien je nach der Anzahl der Aktien mit positiven oder negativen Renditen Netto-Long- oder Netto-Short-Positionen eingehen und eventuell eine externe Finanzierung erfordern. Während die NYSE im Betrachtungszeitraum stark wuchs, hielt das nach dem Zeitreihenprinzip aufgebaute Portfolio eine Netto-Long-Position von 0,4 USD in riskanten Anlagen, wobei 1,2 USD long investiert und 0,8 USD leer verkauft wurden, während das nach dem Querschnittprinzip aufgebaute Portfolio eine Netto-Null-Position aufwies. Da die Prämie für risikoreiche Anlagen in diesem Zeitraum positiv war, erwirtschaftete das nach dem Zeitreihenprinzip aufgebaute Portfolio einfach deshalb Renditen, weil es in einer Aufwärtsphase netto long positioniert war. Um Zeitreihenstrategien mit Querschnittstrategien vergleichbar zu machen, muss die Querschnittrendite durch Einbezug einer Premiumrendite für Risikoanlagen angepasst werden.

Welchen Schluss kann man also in Bezug auf die Vorhersage der Rendite ziehen?

Weitere Analysen derselben an der NYSE notierten Aktien ergaben, dass angepasste Querschnittstrategien eine jährliche Rendite von 9,4 Prozent anstatt der bisher festgestellten 5,0 Prozent erzielten. Diese angepasste Querschnittrendite ist der Rendite von 9,3 Prozent, die für Zeitreihenstrategien festgestellt wurde, ähnlich. Dasselbe Ergebnis, dass die Renditen der Querschnitt- und der Zeitreihenstrategien nach Bereinigung um die Netto-Long-Positionen der Zeitreihenstrategien im Grossen und Ganzen identisch waren, wurde unter Berücksichtigung verschiedenster Auswahl- und Halteperioden festgestellt.

Was ist das beste verfügbare Werkzeug für die Prognose finanzieller Erträge?

Einem Teil der vorhandenen Literatur zufolge ist die Prognose von Zeitreihenrenditen deutlich besser als die der Querschnittrendite. Die neuesten Modelle zeigen aber, dass die Prognose der Renditen von Zeitreihenstrategien und angepassten Querschnittsstrategien gleich ist. Und bei der Prognose der Renditen internationaler Anlageklassen schneiden Zeitreihenstrategien deutlich schlechter ab als angepasste Querschnittsstrategien.

Diese Erkenntnisse basieren auf der Forschungsarbeit von Prof. Amit Goyal und Prof. Narasimhan Jegadeesh. Das vollständige Forschungspapier ist verfügbar unter:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2610288





Umberto Boccato

Head of Investments bei Mirabaud Asset Management, stiess 2005 als CIO des Dachhedgefonds zu der Gruppe. Er ist Inhaber eines BSc in Wirtschaftswissenschaften und eines MBA von der Loyola Marymount University.



Mark Temnikov

Strategieexperte und Ökonom bei Mirabaud Asset Management. Er ist globaler Champion der CFA Institute Research Challenge und Inhaber eines BSc in Wirtschaftswissenschaften und eines MSc in Finanzen von der HEC Lausanne.

Diversifikation durch Querschnitt- und Zeitreihenansätze

SFI-Professor Amit Goyal und sein Co-Autor Professor Jegadeesh vergleichen die Prognose der Renditen von Querschnitt- und Zeitreihen-Anlagestrategien. Den empirischen Analysen der Autoren zufolge ist eine relative Outperformance des Zeitreihenansatzes das Ergebnis aus der Kompensation seiner über die Zeit variierenden Netto-Long-Position in risikoreichen Anlagen, das die Risikoprämie erzielt. Die Daten zeigen, dass der Zeitreihenansatz aufgrund der Tatsache, dass die Märkte im Durchschnitt eine positive Performance aufweisen, im Vergleich zum Querschnittsansatz vom Market-Timing profitiert. In der Realität müssen Anleger bei der Entscheidung zwischen den beiden Strategien das Risiko und die Auswirkungen auf die Diversifikation verstehen, die mit jedem Ansatz verbunden sind.

Nicht alle Strategien weisen von vorn herein dasselbe Risiko-Rendite-Exposure auf

Anleger bauen ihr Portfolio entweder anhand eines Querschnittsansatzes mit einem Netto-Null-Exposure oder anhand eines Zeitreihenansatzes mit Positionen auf, die auf eine bestimmte Marktentwicklung ausgerichtet sind. Die Zeitreihendynamik konzentriert sich insbesondere auf die absolute Performance – also darauf, Wertpapiere zu kaufen, deren Kurse steigen, und solche, deren Kurse sinken, leer zu verkaufen. Der Querschnittsansatz hingegen setzt die relative Performance zum Cutoff-Zeitpunkt auf der Grundlage der durchschnittlichen Rendite. Das bedeutet, dass zwar beide Ansätze Alpha generieren, die Anleger, die den Zeitreihenansatz wählen, aber ein grösseres Marktrisiko tragen, da die gleich grossen Long- und Short-Positionen des Querschnittsansatzes das «Beta-Risiko» reduzieren. Für Anleger hängt die Entscheidung über die Wahl des Zeitreihen- oder des Querschnittsansatzes auch von ihren Diversifikationsbedürfnissen ab. So profitieren Anleger, die den Zeitreihenansatz wählen, von einer variablen Diversifikation aufgrund eines variierenden Nettoengagements. Interessanterweise können sich aus der Mischung beider Ansätze Diversifikationsvorteile ergeben. Letztendlich hängt die Wahl des Ansatzes auch vom Marktumfeld ab.

Market Timing und Positionsgrösse zählen

In turbulenten Marktzeiten schneiden dynamische Portfolios sehr schlecht ab. Aus quantitativer Sicht zeigt die Zerlegung von Aktienrenditen in n Faktoren, dass vor allem ein Marktfaktor existiert. Entwickelt sich dieser Faktor positiv, sollte der Zeitreihenansatz gegenüber dem Querschnittsansatz bevorzugt werden, um von der

positiven Autokorrelation der Marktrenditen zum jeweiligen Zeitpunkt zu profitieren. Tatsächlich wird dieser erste massgebende Faktor beim Querschnittsansatz schon durch den Aufbau abgesichert. Zudem weist die wissenschaftliche Literatur darauf hin, dass der Querschnittsansatz durch den Januar-Effekt auf seiner Short-Seite verliert. Da der Zeitreihenansatz die Anzahl der Positionen im Gewinner- und im Verliererportfolio nicht beschränkt und da jede Position gehandelt werden kann, können beide Positionen kleiner sein kann als im Querschnittszenario, bei dem die Anzahl der Positionen und ihre Grösse von den Parametern der Strategie abhängen.

Nicht alles auf einen Stil setzen

Es gibt einen weiteren Grund, warum sich Anleger durch die quantitativen Schlussfolgerungen des Forschungsberichts nicht vom Zeitreihenansatz abbringen lassen sollten. Bestimmte Anlagestile funktionieren im Zeitreihenmodell besser als im Querschnittmodell. So zeigt die Literatur, dass der Momentum-Stil im Zeitreihenmodell bessere Ergebnisse bringt, während der Value-Stil beim Querschnittmodell besser abschneidet. Um über alle Marktbedingungen hinweg positive Renditen zu erzielen, müssten die Anleger über Zeitreihen- und Querschnittsansatz, Anlagestile und Anlageklassen hinweg diversifizieren.

"Eine dauerhafte Überlegenheit wurde zu keinem Zeitpunkt der Geschichte erzielt"

Während der bereinigte Querschnittsansatz aus neuer wissenschaftlicher Sicht überlegen erscheinen mag, werden die Anleger ihre Entscheidungen vom Marktumfeld und von der Stärke der Marktrichtung abhängig machen. Eine beträchtliche Zahl von Studien beleuchtet die Performance verschiedener Zeitreihen- und Querschnittsstrategien über verschiedene Länder, Horizonte und Anlageklassen hinweg. Darüber hinaus gibt es jedoch viele andere Faktoren, die den Performanceunterschied erklären können. Weitere Studien könnten eine Korrelation der Renditen einbeziehen und auch andere Faktoren, die den Markt erklären, in Betracht ziehen. Diese Faktoren könnten eine wichtige Rolle spielen, wenn es darum geht, die Renditedifferenz der beiden Methoden zu erklären. Anleger sollten diese Unterschiede kennen, wenn sie sich zwischen einem Zeitreihen- und einem Querschnittsansatz entscheiden.

