



Olivier Ginguené

Olivier Ginguené ist Chief Investment Officer bei Pictet Asset Management. Er leitet den Bereich Multi Asset and Quantitative Investments, ist Vorsitzender der Pictet Asset Management Strategy Unit und Mitglied des Executive Boards. Er kam 2003 zu Pictet Asset Management. Olivier hat einen Masterabschluss der École Polytechnique (Paris) sowie der École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (Paris). Er ist zudem Chartered Financial Analyst.

Eine Prämie ist ein Faktor – ein Faktor jedoch nicht immer eine Prämie

Faktoren, Prämien und Risiken sind zentrale Elemente von Smart-Beta-Strategien – ein Anlagekonzept, das in den letzten Jahren zunehmend an Relevanz gewonnen hat. Dahinter steht die Erkenntnis, dass verschiedene Faktoren das Risiko-Rendite-Profil von Finanzanlagen und Portfolios beeinflussen und diese in der Regel mit einer Risikoprämie kompensiert werden. Jedoch wird nicht jede Exposition in einen bestimmten Faktor und das damit zusammenhängende Risiko zwangsläufig mit einer höheren Rendite entschädigt, da Risikoprämien aufgrund von Konjunkturzyklen und der sich ändernden Marktintegration variieren können. Speziell in der globalen Vermögensallokation gilt es, diesen Umstand zu berücksichtigen und gleichzeitig die enorme Informationsdichte, die aus einer Vielzahl von Einzelaktien resultiert, in Diversifikationsvorteile – insbesondere bei Investitionen in Schwellenländern – zu transformieren.

Die historischen Preisbewegungen von Vermögenswerten werden üblicherweise in der Dimension Anlage (n) \times Zeitperiode (t) dargestellt. Hierfür sind die Hauptstreuungsachsen, welche die Preisbewegungen am deutlichsten voneinander abgrenzen, zu isolieren. Seit 60 Jahren wird in der Finanztheorie die erste dieser Achsen als Markteffekt (Beta) und die folgende als Faktoren bezeichnet. Die Identifikation der Faktoren-Exposition ist gerade im Asset Management die Basis für die Risiko-Allokation eines Portfolios. Auch wenn diese Faktoren unabhängig voneinander agieren, sind sie der Schlüssel für die Diversifizierung eines Portfolios und damit zur Optimierung des Risiko-Rendite-Verhältnisses.

Aber nicht alle Faktoren sind Prämien, denn nicht alle werden zwangsläufig über einen Zyklus hinweg entschädigt. Mit einem vertieften Verständnis über das Verhalten der Faktoren und taktischer Expositionen kann jedoch auch mit nicht-entschädigten Faktoren ein Wertzuwachs generiert werden. Demgegenüber führt eine Prämien-Exposition über einen Zyklus hinweg zu einer nahezu statischen Überschussrendite. Prämien definieren demnach vorrangig die langfristige strategische Allokation, während aktives Management ein breiteres Spektrum an Faktoren integrieren kann. Bei der Performance-Analyse eines aktiven Managements durch die Isolierung des individuellen Erfolgsbeitrages (Alpha) des Vermögensverwalters muss daher zunächst festgestellt werden, ob die Performance auf Faktoren- und Prämien-Elementen basiert. Insofern kann die Entdeckung einer neuen Prämie das gemessene Alpha reduzieren. Alpha ist ein kostbares Gut und

wird teuer bezahlt. Das zeigt sich am Umstand, dass das Wissen um den Einfluss einer Prämie und die Fähigkeit, diese in einem Portfoliokontext einfließen zu lassen, ein seltenes Talent ist.

Sowohl die Praxis als auch wissenschaftliche Studien deuten darauf hin, dass sich Prämien und Faktoren über die Zeit instabil entwickeln. Sie verändern sich in Krisenzeiten und zum Zeitpunkt ihrer Entdeckung. Allein die Beobachtung der Faktoren beeinflusst ihren Charakter, denn nach ihrer Entdeckung nutzen rationale Investoren sie, sobald die Finanztechnologie dies zulässt. Bezüglich Beta gilt folgendes: Das Indexmanagement ist eigentlich keine passive Strategie mehr. Die Zugehörigkeit eines Vermögenswerts zu einem populären Index hat einen grösseren Einfluss auf seine Performance als der Marktfaktor selber. Ironischerweise werden die Marktprämien durch die Entwicklung der Indizes, die sie ja eigentlich nur messen sollen, selbst verändert. Daraus resultieren zwei Konsequenzen:

1. Da alle Faktoren dieser Ironie zum Opfer fallen können, erfolgt die Wahl eines Indizes niemals aus einer neutralen Optik heraus. Jede ernsthafte Studie wird eine möglichst breite Palette von Einzeltiteln berücksichtigen müssen, da der Umfang der Studie vermutlich das Ergebnis beeinflusst. Somit erscheint es unvermeidlich, dass die internationale Dimension und damit die Integration der Märkte untereinander zu berücksichtigen sind.
2. Damit eine Prämie eine Prämie bleibt und über einen vollständigen Zyklus kompensiert wird, ist es notwendig, diese nicht nur statistisch oder historisch, sondern auch ökonomisch zu begründen. Dies ist bei den etablierten Grössen- oder Wertfaktoren der Fall. Ist dies beim Faktor «Marktintegration» genauso?

Es ist wirtschaftlich plausibel, dass in gemeinsamen Währungsräumen, benachbarten Zeitzonen und fungiblen Märkten ein Integrationseffekt existiert. Es ist auch plausibel, dass dieser Effekt in Schwellenländern, in denen die Wechselkurse eigenen Gesetzen unterliegen und die Börsenbindung schwächer entwickelt ist, weniger ausgeprägt sein dürfte. Diese Umstände begünstigen das Interesse der Anleger an den Schwellenländern: Sie bieten einen strukturell besseren Diversifikationseffekt und bewahren ihre Risikoprämien.





Prof. Ines Chaieb

Ines Chaieb ist Swiss Finance Institute Professorin für Finance an der Universität Genf. Sie erwarb ihren Dokortitel in Finance an der McGill University. Ihre Forschungsinteressen umfassen Asset Pricing, International Finance und Emerging Markets.



Prof. Olivier Scaillet

Olivier Scaillet ist Swiss Finance Institute Professor für Wahrscheinlichkeit & Statistik an der Universität Genf. Er promovierte an der Universität Paris Dauphine. Zu seinen Forschungsgebieten zählt die Anwendung statistischer Methoden auf Themen der Finanzwelt.

Integration und Risikoprämien in internationalen Aktienmärkten

Die genaue Kalkulation von Risikofaktorprämien ist bei der Selektion von Anlagen und damit für die Zusammenstellung eines optimalen Portfolios von entscheidender Bedeutung, zumal verschiedene Einflussfaktoren das Risiko-Rendite-Profil von Finanzanlagen beeinflussen. Nebst Markt, Grösse, Wert, Momentum, Investment und Rentabilität empfiehlt sich gerade in internationalen Aktienmärkten die Berücksichtigung zweier weiterer Elemente: Marktintegration und Wechselkursrisiko.

Die SFI-Professoren Ines Chaieb und Olivier Scaillet untersuchen zusammen mit Professor Hugues Langlois von der HEC Paris die Preisfindung von Vermögenswerten. Anstelle von zusammengefassten Daten in Form eines Portfolios oder eines Indizes betrachten sie Einzelwertdaten von Aktien, um welt-, regionen- und länderspezifische Faktoren zu schätzen. Ihr Ansatz überzeugt dabei durch den Umstand, dass keine zusammengefassten Daten analysiert und die Ergebnisse nicht durch Informationsverluste verwässert werden. Ausserdem betrachten sie die Risikofaktorprämien während Konjunktur- und Finanzzyklen nicht statisch, sondern im Zeitverlauf variabel. Im Resultat hat sich nun gezeigt, dass die Faktoren Markt, Grösse, Wert, Momentum, Investment und Rentabilität im Betrachtungszeitraum in nahezu allen Regionen positive Durchschnittsrenditen erzielt haben.

Welche Bedeutung hat Ihr Ansatz?

Angesichts der enormen Grösse des globalen Kapitalmarktes hat die Kalkulation von Risikofaktorprämien erhebliche Auswirkungen auf das Risiko-Rendite-Profil von Finanzanlagen. Das bestätigt eine kürzlich durchgeführte Umfrage: Sie zeigt, dass mehr als ein Drittel aller befragten Vermögensverwalter einen Smart-Beta-Ansatz verfolgt und dass derzeit ein weiteres Drittel dessen Vorteile prüft.¹ Von den Befragten, die bereits eine Smart-Beta-Strategie umsetzen, hat rund die Hälfte mehr als 20 Prozent des Portfolio-Volumens entsprechend investiert.

Was sind die Vor- und Nachteile von Marktintegration?

Eine unvollkommene Marktintegration ermöglicht Finanzakteuren Portfoliorisiken im Rahmen einer erwarteten Rendite zu minimieren. Denn in einem Extremszenario, welches von vollständig, integrierten Finanzmärkten ausgeht, wäre eine Investition in unterschiedliche Aktienmärkte nicht

mehr sinnvoll. Bei unvollkommen, integrierten Märkten hingegen kann das gesamte Portfoliorisiko reduziert bzw. optimiert werden – beispielsweise durch die Kombination von Wertfaktoren in Schwellenmärkten und Momentum-Faktoren in entwickelten Märkten.

Was sagen die Daten über die Marktintegration und ihre zeitabhängigen Auswirkungen aus?

Über einen Zeitraum von 1985 bis 2017 wurde die Entwicklung von 58'674 verschiedenen Aktientiteln aus 46 Ländern ausgewertet. Die Ergebnisse zeigen, dass verschiedene Faktoren am Werk sind. Die Analyse untersucht den welt-, regionen- und länderspezifischen Preiseinfluss dieser Faktoren. Dabei hat sich gezeigt, dass in den entwickelten Märkten die Ländermarkt-Prämien kleiner sind als die Weltmarkt- oder Regionalmarkt-Prämien. Diversifikationsvorteile sind somit begrenzt. In Schwellenmärkten hingegen fallen die Resultate unterschiedlich aus. Sie lassen vermuten, dass die Länderfaktor-Risikoprämien im Vergleich zu Weltfaktor- und Regionalfaktor-Risikoprämien gross sind und Anleger daher in solchen Regionen von Diversifikationsvorteilen profitieren können. Schätzungen zeigen, dass sich die Risikofaktorprämien im Laufe der Zeit verändern. In den entwickelten Märkten schossen die Prämien für Markt und Wert während der Finanzkrise in die Höhe. Wert- und Momentum-Prämien zeigen mehr Variabilität im Zeitverlauf und Ländervergleich als Rentabilität- und Investment-Prämien. Zudem verhalten sich Momentum-Prämien in Schwellenmärkten volatil.

Was bedeuten diese Forschungsergebnisse für die Marktteilnehmer?

Das Verständnis für die Integration internationaler Aktienmärkte trägt zu Wirtschaftswachstum und zur generellen globalen Stabilität der Finanzmärkte bei. Die Untersuchungsergebnisse unterstreichen nicht nur die Vorteile einer zeitabhängigen Betrachtung der einzelnen Aktienmärkte, deren positive Auswirkungen auf realistische Risikofaktorprämien sowie die damit verbundene Reduktion der Portfoliovolatilität – sie schaffen auch den Rahmen zur Umsetzung von entsprechend zielführenden Strategien im Interesse der Anleger. Auch sind Unternehmen aufgrund der gewonnenen Erkenntnisse in der Lage, die Kosten ihres Eigenkapitals besser abzuschätzen. Dies indem sie Risikofaktorprämien einsetzen, die nicht auf Portfolios oder Indizes basieren, sondern von Einzelwerten abgeleitet sind.

¹ FTSE Russell. (2016). "Smart beta: 2016 global survey findings from asset owners"

