

Quantitatives Research

Von Matthias Weber

Zwei Wege stehen den Fondsmanagern offen, um ihre Benchmark, ihren Referenzindex zu schlagen: Erstens können sie Alpha erzielen, indem sie einzelne attraktive Titel picken; zweitens können sie mit einer geschickten Steuerung der Beta-Exposures Mehrwert schaffen, etwa zum richtigen Zeitpunkt ein Übergewicht in Nebenwerten, Substanzaktien, Liquidität oder in Valoren mit einem hohen Marktbeta eingehen.

Die Analyse einer solchen dynamischen Beta-Steuerung bereitet statistischen Modellen grosse Mühe – bis sie anhand historischer Daten eine Beta-Strategie erkennen, hat der Manager diese schon wieder geändert. Das kann sogar zu einer Fehlermaximierung führen. So zeigen Studien, dass bei Fonds mit hohem erwartetem Alpha oft die Betas unterschätzt werden, und umgekehrt.

Höhere Trefferquote

In einer Yale-Studie wurden die Betas und die Alphas von 572 US-Aktienfonds von 1970 bis 2000 dynamisch mithilfe eines Kalman-Filters geschätzt. Im Gegensatz zur gebräuchlichen Methode der kleinsten Quadrate erlaubt ein Kalman-Filter, Strukturbrüche wie eine Änderung der Beta-Strategie schnell zu erkennen. In der Studie zeigt sich erstens: Die Mehrheit der Fondsmanager verfolgt tatsächlich eine aktive Beta-Strategie, weshalb sich der Einsatz dynamischer Modelle aufdrängt. Zweitens lassen die Ergebnisse neue Hoffnung für quantitative Analysten aufkommen: Diese dynamische Methode schlägt das im ersten Beitrag dieser Serie diskutierte Vierfaktormodell von Carhart um 1% pro Jahr.

Das mag geringfügig erscheinen, aber wenn das Alpha um die Nulllinie schwankt, kann 1% entscheidend sein – zumal auch die Trefferquote prognostizierter positiver Alphas von 42 auf 52% zunimmt. Ausserdem hat die Methode in Baissephasen wie 1994 oder 2000 besonders erfolgreich abgeschnitten. Mit dieser dynamischen Methode gebildete Fondsportfolios sind zudem weniger volatil und marktabhängig als solche basierend auf dem statischen Modell. Es sind aber nicht etwa die Timing-Fähigkeiten der Fondsmanager, die dieses bessere Resultat bewirken. Sie sind auch gemäss

diesem Ansatz höchst selten vorhanden. Das Modell ist einfach erfolgreicher in der Schätzung der effektiven Alphas und wählt entsprechend die Fonds der fähigsten Manager.

Die Prognosen lassen sich weiter verbessern, wenn man in der Analyse jedes einzelnen Anlagefonds zuerst prüft, welches Modell in der Vergangenheit die präziseste Prognose geliefert hätte, und nur dann ein Modell zur Prognose zulässt, wenn die Schätzungen der Parameter in einem vernünftigen Rahmen liegen. Mit diesem Ansatz sind in der Yale-Studie die erzielten Alphas auf hohe 3,5 bis 7% pro Jahr gestiegen.

Damit bewegt man sich aber mit Riesenschritten auf das Feld des Data Mining zu: Man adjustiert die Modelle so lange, bis mit historischen Daten die besten Ergebnisse erzielt werden. Tatsächlich hat ein Verfasser der erwähnten Yale-Studie eine Gesellschaft gegründet, die den beschriebenen Ansatz seit 2005 umsetzt – die Ergebnisse sind nicht ganz so gut, wie die Studie erhoffen liess (siehe www.alphainvestmentopportunities.com).

Grenzen der statistischen Modelle

Welche Schlüsse lassen sich also aus der vergangenen Performance ziehen? Aus unserem ersten Beitrag an dieser Stelle wissen wir: «Wer einfachen Performancehitparaden folgt, hat gute Chancen, die schlechtesten Fonds zu meiden, denn schlechte Fonds bleiben oft schlecht.» Mit der Suche nach den wirklich guten Fonds haben aber selbst ausgefeilte statistische Modelle ihre Mühe. Es ist Produkt für Produkt zu klären, inwiefern es sich für eine modellbasierte Prognose eignet.

Schliesslich haben alle diese akademischen Studien zur Performancepersistenz grosse Mängel: Sie berücksichtigen zum Beispiel nicht, dass Fondsmanager wechseln oder Fondsvolumen zu gross werden können. Wer diese Kenntnisse mit quantitativer Analyse verbindet, wird noch bessere Ergebnisse erzielen.

Matthias Weber ist Partner der Ifund Services, Zürich. Die im Jahr 2000 gegründete Ifund Services bietet als unabhängiges Unternehmen institutionellen massgeschneiderte Lösungen im Bereich der Fonds an, zum Beispiel im Fondsresearch. Die erste Folge der Serie über das wissenschaftliche Fondsresearch ist in FuW Nr. 69 vom 5. September erschienen.