

Stabiler Mehreertrag

Während die Wissenschaft uneins ist, ob Timing grundsätzlich funktionieren kann, wendet der Investment Consultant Faros einen bestechend einfachen **Faktor-Timing-Ansatz** an, der gute Ergebnisse liefert.

Faktor-Timing ist – wie andere Timing-Strategien auch – keineswegs neu. Vor allem Faktorrotationsstrategien, die oft einen Tilting-Ansatz verfolgen, also ihre Faktorallokation um einen Mittelwert herum adjustieren, kennt man seit Langem. „Diese Strategien berücksichtigen allerdings die deutlichen Trends von Faktoren und die Erkenntnisse des Zeitreihen-Momentums nicht“, sagt Marc Rohloff, Leiter der Geschäftsentwicklung, ALM Consultant und Quant-Strategie bei Faros Pension & Asset Advisory in Frankfurt. Er weiß, wovon er spricht, hat er doch gemeinsam mit seinem ehemaligen Kollegen Alexander Vogt diesen Ansatz entwickelt und eine Arbeit zu diesem Thema verfasst, die wohl bald zur Publikation in einem Fachjournal eingereicht wird. „Unsere Faros-Timing-Strategie geht beim Timing viel pointierter und kurzfristiger vor und setzt einerseits auf kurzfristig gut laufende Faktoren und steigt andererseits aus Faktoren mit einer schlech-

ten Perspektive komplett aus.“ Das macht sich bezahlt, denn einzelne Faktoren können für mehrere Jahre – oder wie Value seit mehr als einem Jahrzehnt – underperformen. All jene, die eine statische Faktorallokation durchführen und bei einem Faktorinvestment in die fünf von der Wissen-

Wie sieht die Faros-Multi-Faktor-Strategie nun im Detail aus? Dr. Marc Rohloff und Alexander Vogt entwickelten ein Modell, das das Zeitreihen-Momentum benutzt, um Strategien zu konstruieren, die systematisch ihre Benchmark schlagen. Dabei ist die Einfachheit des Modells wirklich beste-



» Unser Momentum-Ansatz bei Faktoren hat stabile Outperformance generiert.«

Uwe Rieken, Vorstand der Faros Fiduciary Management AG, Frankfurt am Main

schafft als stabil erkannten Faktoren Momentum, Size, Quality, Value und Low Volatility investiert sind, haben am eigenen Leib erfahren, was es heißt, zu einem Fünftel in einen Faktor dauernd investiert zu sein, der über mehr als zehn Jahre Performance kostet.

chend: Es braucht als Input nur eine Benchmark-Datenzeitreihe und verschiedene auf einzelne Faktor-Exposures abzielende investierbare Indizes für eine Look-Back-Periode, eine bestimmte Frequenz beim Rebalancing und eine Tracking-Error-Vorgabe seitens des Investors, aber keine Regression

Faktor-Werkzeugkasten 1

Die von Faros verwendeten Faktor-Indizes

AKTIEN WELT

Benchmark/Faktorindex	Bloomberg ID
MSCI World	NDDUWI Index
MSCI World Minimum Volatility Index	M00IWO50 Index
MSCI World Momentum Index	M1WOMOM Index
MSCI World Size Tilt Index	M1WOMEQ Index
MSCI World Enhanced Value Index	M1WOEVI Index
MSCI World Sector Neutral Quality Index	M1WONQ Index

Der Backtest bei Aktien Welt begann mit 1. 1. 2002 und endete mit 14. 1. 2020. Daneben wurden auch Tests mit Aktien USA und Europa vorgenommen, wozu die analogen Benchmarks von MSCI (MSCI USA bzw. Europa) und die korrespondierenden Faktor-Benchmarks herangezogen wurden. Das Ex-ante-Tracking-Error-Ziel lag bei vier Prozent. Die Indizes sind als iShares-Edge- respektive Xtrackers-ETF-Produkte investierbar.

Quelle: Faros Consulting

EUROPÄISCHE ANLEIHEN

Benchmark/Faktorindex	Bloomberg ID
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Bond Index	LECPREU Index
Bloomberg Barclays Securitized – Covered Bond Index	LSCITREU Index
Barclays EuroAgg Treasury Index	LEATTREU Index
Bloomberg Barclays Euro Government Inflation-Linked Bond All Maturities Index	BEIGIT Index
Bloomberg Barclays Euro Government 30 Year Term Index	BCEXIT Index
Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Government 1-3 Year Index	LEGITREU Index
Bloomberg Barclays Pan-European High Yield Index	LP0ITREU Index

Der Backtest für europäische Anleihen begann mit 7. 1. 2005. Als Ex-ante-Tracking-Error wurden zwei Prozent herangezogen. Die Indizes als solche sind nicht in ETF-Form investierbar. Die direkte Umsetzung müsste daher anders erfolgen.

Quelle: Faros Consulting

FOTO: © MELANIE INSERRA | FAROS, ELNUR | STOCK.ADOBE.COM



Dass sich Märkte langfristig erfolgreich timen lassen, wird von vielen Marktteilnehmern bezweifelt. Das Timing-Modell der Frankfurter Faros AG zeigt im Backtest und im bisherigen Realbetrieb, dass dies doch möglich zu sein scheint.

oder andere Modelle. Was es natürlich noch braucht, sind die Kovarianzen der einzelnen Faktor-Kurszeitreihen. Vorteil dieser Einfachheit ist, dass man sich nicht mit den Spezifika der jeweiligen Assetklasse beschäftigen muss und auch keine Schätzun-

gen für erwartete Renditen und Volatilitäten benötigt. Die Berechnung der optimalen Asset Allocation nach Markowitz gründet sich rein auf den Zeitreihen und Korrelationen der einzelnen Faktoren. Dabei gelingt es Rohloff in Backtests, die per Mitte

Januar 2020 abgeschlossen wurden, genauso wie beim Elchtest in der Praxis – dem Verhalten des Ansatzes in der Coronakrise im Februar und März 2020 – zu zeigen, dass die Risikoziele, sprich Tracking-Error-Limits, eingehalten werden.

Faktor-Werkzeugkasten 2

Die von Faros verwendeten Faktorindizes

ABSOLUTE RETURN

Benchmark/Faktorindex	Bloomberg ID
EONIA Total Return Index	DBDCONIA Index
MSCI World Index	NDDUWI Index
Minimum Volatility Index	MOOIWOSO Index
MSCI World Momentum Index	MTWOMOM Index
MSCI World Size Tilt Index	MTWOMEQ Index
MSCI World Enhanced Value Index	MTWOEVI Index
MSCI World Sector Neutral Quality Index	MTWONQ Index
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Bond Index	LECPTRU Index

ABSOLUTE RETURN

Benchmark/Faktorindex	Bloomberg ID
Bloomberg Barclays Securitized – Covered Bond Index	LSCITREU Index
Barclays EuroAgg Treasury Index	LEATTREU Index
Bloomberg Barclays Euro Government Inflation-Linked Bond All Maturities Index	BEIGIT Index
Bloomberg Barclays Euro Government 30 Year Term Index	BCEXIT Index
Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Government 1-3 Year Index	LEGITREU Index
Bloomberg Barclays Pan-European High Yield Index	LP01TREU Index

Faros berechnete mit diesem Zeitreihenset zwei verschiedene Varianten, eine Long-only- und eine Long/Short-Version. Auch hier lag der Ex-ante-Tracking-Error wieder bei jeweils zwei Prozent zu Eonia. Mangels ETFs für die genannten Bond-Indizes ist eine praktische Umsetzung in dieser Form nicht darstellbar.

Quelle: Faros Consulting

Dieser Ansatz liefert eine signifikante Outperformance sowohl in Aktien- als auch Bondmärkten. Während dieser die ex ante formulierten Risikoerfordernisse erfüllt, verdoppelt er fasst die Jahresrendite im Vergleich zum MSCI World beziehungsweise Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Bond in einem Long-only-Backtest. In einem weiteren Schritt haben die beiden Autoren die zwei Ansätze in einer Absolute-Return-Strategie zusammengeführt, die sich am EONIA Total Return Index misst und eine signifikante Outperformance mit einer Sharpe Ratio von imposanten 1,8 verspricht. Rohloff gelingt es des Weiteren zu zeigen, dass das Modell einen Vorteil gegenüber einem statischen Modell mit fixen Durchschnittsgewichten bereithält. Dieser Vorteil bestätigt sich auch gegenüber einem passiven Faktorportfolio, das in investierbare Aktien-Faktor-Indizes anlegt: Hier wird ein Faktorportfolio mit einem statischen Faktor-Exposure signifikant outperformt. Im Übrigen bleibt dieses Alpha auch nach Transaktionskosten bestehen.

gen in der Praxis suchen. Die Strategie, in der inzwischen auf der Aktienseite bereits seit mehreren Monaten Kundengelder verwaltet werden, hat die Performanceerwartungen sogar leicht übertroffen. Interessant ist auch, dass die Faros-Strategie in puncto Backtesting nur auf dem gewünschten Tracking Error und nicht auf freien Parametern basiert.



» Faktor-Timing bietet einen deutlichen Mehrwert gegenüber einer statischen Allokation mit gleichen Gewichten.«

Jürgen Huth, Geschäftsführer der Faros Consulting GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main

Praktische Umsetzung

Dank vieler mittlerweile günstiger Faktor-ETFs (siehe Tabelle „Faktor-Werkzeugkasten“) lassen sich Faktoren aktiver steuern, ohne dass die Kosten die Vorteile aufzehren. Direkt investierbare Produkte zu den in der Tabelle genannten Faktoren gibt es für die Aktienfaktoren aus der iShares-Edge-Reihe und von Xtrackers. Für die zu Simulationszwecken herangezogenen Bond-Indizes gibt es allerdings keine deckungsgleichen ETF-Lösungen, hier müsste man andere Lösun-

Irrtumswahrscheinlichkeit gering

Diese sind stellvertretend für das Segment Aktien Welt für wöchentliches und monatliches Rebalancing dargestellt (siehe Grafik „Überzeugender risikoadjustierter Mehrertrag“). Dabei konnte bei einer Tracking-Error-Vorgabe von vier Prozent, die in etwa jener eines aktiven Mandats entspricht, im Backtest eine Information Ratio von 0,90 in beiden Rebalancing-Varianten gegenüber der Benchmark MSCI World mit reinvestierten Nettodividenden dargestellt werden. Die Information Ratio von jeweils 0,90 ist dabei hoch signifikant von null verschieden, die Irrtumswahrscheinlichkeit liegt bei lediglich 0,000028 Prozent. Die beobachtete Volatilität der Strategie ist jener der Benchmark ähnlich, die annualisierte

Rendite liegt aber um 68 Prozent höher. Die Tracking-Error-Werte sind vergleichbar jenen der einzelnen Faktoren, während hingegen der Maximum Drawdown der Faktor-Timing-Strategie deutlich geringer ausfällt als jener der Einzelfaktoren. Der ex ante mit vier Prozent definierte Tracking Error wird mit realisierten Werten von 4,5 Prozent bei monatlichem beziehungsweise

mit 4,4 Prozent beim wöchentlichen Rebalancing fast erreicht. Dem gegenüber steht ein Brutto-Alpha vor Abzug der Handels- und ETF-Kosten von annualisiert vier Prozent. Was die Total Expense Ratio anbelangt, so liegt diese bei 0,57 Prozent pro Jahr im Fall des monatlichen und 1,15 Prozent beim wöchentlichen Rebalancing, so dass die Variante mit monatlicher Anpassung performancemäßig nach Kosten die bessere ist. Diese vier Prozent Brutto-Alpha lassen sich noch weiter aufschlüsseln. Rohloff führt aus: „Angesichts der durchschnittlichen Gewichte der fünf einzelnen Faktorstrategien über einen Zeitraum von gut 18 Jahren hätte man eine annualisierte Überrendite gegenüber dem MSCI World von 1,4 Prozent erwarten dürfen. Die restlichen 2,6 Prozent kommen damit also aus dem Faktor-Timing-Ansatz.“

Überzeugender risikoadjustierter Mehrertrag

Das Faktor-Timing in der Momentum-Strategie von Faros besichert eine hohe Information Ratio.

	Benchmark	28-Tage-Rebalancing	7-Tage-Rebalancing	Minimum Volatility	Momentum	Quality	Size	Value
Return	5,6 %	9,5 %	9,4 %	7,1 %	7,7 %	7,0 %	7,3 %	8,2 %
Volatilität	16,3 %	15,6 %	15,6 %	12,8 %	17,1 %	16,5 %	15,2 %	16,4 %
Sharpe Ratio	0,34	0,61	0,60	0,56	0,45	0,43	0,48	0,50
Alpha		4,0 %	4,0 %	1,1 %	1,6 %	1,1 %	1,3 %	1,9 %
Tracking Error		4,5 %	4,4 %	6,8 %	7,5 %	3,1 %	5,3 %	5,7 %
Information Ratio		0,90	0,90	0,17	0,21	0,34	0,24	0,34
Max. Drawdown		-8,5 %	-7,1 %	-17,6 %	-20,7 %	-10,9 %	-14,6 %	-25,3 %

Gleichgültig, ob man ein monatliches oder wöchentliches Rebalancing durchführt, erreicht die momentumbasierte Faktor-Timing-Strategie eine Information Ratio von 0,9. Das Alpha vor Handels- und ETF-Kosten liegt jeweils bei annualisiert vier Prozent. Backtest-Periode bei Aktien Welt: 1. Januar 2002 bis 14. Januar 2020.

Quelle: Faros Consulting

„Bestechend einfach“

Ein mit Faktor-ETFs bespielter Momentumansatz schlägt passive Investments aus dem Feld.

Dr. Marc Rohloff ist promovierter Mathematiker und hält einen Master in Physik. Er ist seit 2017 für Faros tätig, unter anderem als Spezialist für Asset-Liability-Simulationen sowie strategische Asset Allocation, deren Durchführung zu seinem Alltagsgeschäft gehört. Konzeptionell arbeitet Rohloff an der wissenschaftlichen Weiterentwicklung der Anlagestrategien im Bereich Faktorinvestments. So hat er in seiner Rolle als Quant-Strategie die Faros-Multi-Faktor-Strategie für institutionelle Kunden mitentwickelt.



Unter Akademikern wird heiß diskutiert, ob man mit Timing Alpha erzielen kann. Die Studienergebnisse dazu fallen durchwachsen aus. Wenn man Ihre Backtest- und Live-Ergebnisse ansieht, kommt man kaum umhin, für Timing zu votieren ...

Marc Rohloff: Faktor-Timing anhand eines Momentumansatzes funktioniert empirisch, das konnten wir zweifellos feststellen.

Zum Momentumansatz: Momentum als Faktor funktioniert oft eine Zeitlang gut, doch gibt es immer wieder Momentum-Crashes, die sehr heftig ausfallen können und für kräftige Drawdowns sorgen. Wenn Sie die Momentumstrategie mit Faktoren bespielen,

müssten doch sehr ähnliche Muster entstehen. Wie beugen Sie dem vor, speziell wenn es ein Tracking-Error-Limit gibt?

Tatsächlich haben wir bis ins Jahr 2000 zurück Backtests durchgeführt. Dabei zeigte sich, dass der Maximum Drawdown dazu führt, dass man 3,5 Prozent hinter der Benchmark liegt. Das liegt bei einem Tracking Error von zwei Prozent im Rahmen der Erwartungen. Das Fat-Tail-Risiko ist schwierig zu berechnen. Interessanterweise zeigt sich aber, dass sich Faktor-Timing gerade in Krisenzeiten wie nach dem Millennium oder auch 2008 und jetzt im März 2020 besser rechnet als in ruhigen Zeiten. So liegt das durchschnittliche Alpha bei zwei bis drei Prozent pro Jahr, 2020 sind es aktuell aber schon vier Prozent.

Was kommt heraus als Risk/Return bei Aktien, Bonds und Mixed Allocation, wenn man keine Tracking-Error-Vorgaben macht?

Wir haben Berechnungen für Tracking-Error-Vorgaben von zwei und vier Prozent durchgerechnet. Dabei errechnet sich wie gesagt ein annualisiertes Alpha für zwei Prozent Tracking Error von drei Prozent, was also einer Information Ratio von 1,5 entspricht. Im Fall eines Tracking Errors von vier
➔
Fortsetzung nächste Seite

» Momentum ist nicht factorspezifischer Natur, sondern kommt rein aus den Zeitreihen.«

Dr. Marc Rohloff, Leiter der Geschäftsentwicklung, ALM Consultant & Quant-Strategie bei Faros Consulting GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main

Erfolgreiches Timing

Der bestechend einfache Faktor-Timing-Ansatz von Faros Consulting ist ein wichtiger empirischer Beitrag zur akademischen Diskussion, ob Market-Timing überhaupt erfolgreich möglich ist. Das Time-Series-Momentum scheint es tatsächlich zu ermöglichen, Faktoren erfolgsversprechend zu timen, um systematisch die Benchmark zu schlagen. Das gilt für Aktien und auch Bonds und noch viel mehr für eine gemischte Allokation von Aktien und Bonds, die sich als Absolute-Return-Ansatz am Geldmarkt misst. In letzterem Fall sind die

Ergebnisse sogar noch besser: Hier lassen sich Information-Ratio-Werte von 1,85 zeigen. Was die Aktienergebnisse anbelangt, so könnte man meinen, dass beim MSCI USA oder dem MSCI Europe im Vergleich zum MSCI World die Resultate der Faktor-Timing-Strategie wegen des höheren idiosynkratischen Risikos bei kleineren Universen mehr Noise und damit geringere Renditen infolge höherer Volatilitäten erzeugen könnten. Dies war auch tatsächlich zu beobachten, was diese Vermutung zu belegen scheint. Auf der Bondseite konnten besonders beeindruckende Ergebnisse erzielt werden, die alle hoch signifikant ausfielen. Das

liegt an dem hohen High-Yield-Anteil, der jedoch nicht dazu führt, dass das Risikoprofil der Strategie High-Yield-ähnlich ausfällt, denn Tracking Error und Volatilität sind markant niedriger. Das Gleiche gilt für Absolute Return: Auch dort sind High Yields ein Core-Investment in der Long-only- und in der Long/Short-Variante.

Einfach umsetzbar

Zu guter Letzt ist festzuhalten, dass alle Backtests signifikante Vorteile des Timings gegenüber statischen Allokationen ans Tageslicht bringen. Da der Ansatz relativ

→ Prozent ist das Alpha auch bei drei Prozent per annum, die Information Ratio beträgt dann aber nur 0,75.

Welche Restriktionen bei der Optimierung nach Markowitz gibt es?

Long-only ist die einzige Restriktion – und das ganz bewusst. Je mehr Restriktionen man implementiert, desto suboptimaler werden die Rechenergebnisse. Schließlich geht es ja darum, Momentum arbeiten zu lassen. Wenn einzelne Faktoren herausfallen, kann in einem extremen Fall auch nur einer investiert sein. Auch wollten wir uns nicht dem Vorwurf aussetzen, durch zu viele Restriktionen das Ergebnis schönrechnen zu wollen.

Sie verwenden MSCI-Faktor-ETFs. Nun gibt es immer wieder Einwände gegen einzelne Anbieter, dass ihre Berechnungsweise des Faktor-Exposures sowie Abgrenzung vielleicht nicht immer ganz sauber sind und es beispielsweise einen Overlap gibt. Beeinflusst diese Problematik nicht die Ergebnisse?

Unser Ansatz ist nicht von der Definition von Faktoren abhängig, sondern es handelt sich um eine reine Markowitz-Optimierung aufgrund der Zeitreihen, die als einzigen Parameter den Ex-ante-Tracking-Error kennt.

Warum verwenden Sie eine Look-Back-Periode von 91 Tagen, also drei Monaten?
Das klassische Time-Series-Momentum hat sich bei drei Monaten als das stärkste erwiesen. Deshalb hat sich für uns der

gleiche Horizont für unsere Look-Back-Periode beim Faktor-Timing angeboten.

Welche Frequenz gibt es beim Rebalancing?

Die Kosten für monatliches Rebalancing liegen bei zirka 60 Basispunkten im Jahr,

» Long-only ist die einzige Restriktion, die wir eingeführt haben. Und das ganz bewusst. «

Dr. Marc Rohloff, Leiter der Geschäftsentwicklung, ALM Consultant & Quant Strategist bei Faros Consulting GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main

bei wöchentlichem Rebalancing betragen sie schon 2,4 Prozent pro Jahr. Schon aus Kostengründen präferieren wir daher trotz eines etwas höheren Brutto-Alphas bei wöchentlichem Rebalancing die monatliche Variante.

Wie hoch ist der Portfolioumschlag?

Annualisiert liegt er bei der Anwendung eines monatlichen Rebalancings zwischen 600 und 800 Prozent. Dazu muss man wissen, dass ein kompletter Turnover drei plus drei Basispunkte Kosten verursacht. In etwa 30 Basispunkte pro Jahr betragen die durchschnittlichen Kosten der Faktor-ETFs.

Welche Arten von Anlagen laufen schon mit Echtgeld und seit wann?

Derzeit gibt es zwei Segregated Accounts, der eine umfasst 40 Millionen Euro Aktien Welt und läuft ab Oktober 2019, der zweite sind 20 Millionen Euro in Aktien Europa. Das wird ab Juli 2020 umgesetzt.

Bei dem Renten- oder Mixed-Allocation-Ansatz, bei dem der Faktor-Timing-Ansatz aufgrund des Momentums ebenso funktioniert, führen wir derzeit Kundengespräche.

Was sind Ihre Überlegungen für die Zukunft?

Eventuell könnte ESG als sechster Faktor eingeführt werden. Oder man wartet, bis es für die Faktor-ETFs auch jeweils eine ESG-Variante gibt. Damit wäre dann Nachhaltigkeit erfolgreich implementiert.

Planen Sie, einen Fonds aufzulegen?

In der Tat überlegen wir, einen Publikumsfonds zum Thema Faktor-Timing aufzusetzen.

Fürchten Sie nicht Nachahmer ihres Faktor-Timing-Ansatzes, wenn Sie das Paper veröffentlichen, indem die Modellspezifika niedergeschrieben sind?

Als Consultant sehen wir uns zu besonderer Transparenz verpflichtet. Zudem akzeptiert der institutionelle Kunde keine Blackbox-Lösungen. Über kurz oder lang kann man Wissen in der Finanzindustrie sowieso nicht geheim halten.

Wir danken für das Gespräch.

leicht mit passiven Produkten wie etwa ETFs umsetzbar ist, scheinen semipassive Ansätze wie der von Faros vorgestellte Faktor-Timing-Ansatz, der aktives Timing mit passiven Anlagen kombiniert, ein Modell mit Zukunft zu sein.

Auf eine höhere Ebene gehoben könnte dies der Startschuss für ein allgemeines Modell sein, das Überschussrenditen bei fixierten Zielvolatilitäten generiert. Man darf jedenfalls gespannt sein, wie sich die Assets dieses Faktor-Timing-Ansatz-

» Mittels unseres Markowitz-Ansatzes erreichen wir eine deutlich höhere risikoadjustierte Rendite. «

Uwe Rieken, Vorstand Faros Fiduciary Management AG, Frankfurt am Main

zes in der nächsten Zeit entwickeln werden. Von so manchem anderen Multi-Faktor-Ansatz enttäuschte Großanleger sollten sich

doch ohne Probleme finden lassen, haben doch viele Konzepte in der letzten Zeit nicht das gehalten, was sie ursprünglich versprochen hatten. Für jene institutionellen Anleger, die aus Diversifikationsgründen einen weiteren Multi-Faktor-Ansatz für ihr Portfolio suchen, bietet das beschriebene Modell eine interessante Ergänzung. Wer sich bisher

dem Thema noch nicht zugewendet hat, sollte nicht zögern, sich damit auseinanderzusetzen.

DR. KURT BECKER