

assenagon

Equity Insights

Von Faktor-Synergien - Teil 2 von 2



29 | 31. Juli 2023



- > Die Korrelation verschiedener Faktor-Ausprägungen zueinander ist mitunter deutlich negativ.
- > Aufgrund dieser Abhängigkeitsstrukturen können im Multi Faktor-Kontext Aufhebungseffekte entstehen.
- > Neben der ganzheitlichen Kontrolle aller Faktor-Effekte ist auch die Höhe der Ausprägungen entscheidend, um die Dominanz einzelner Faktoren zu vermeiden.

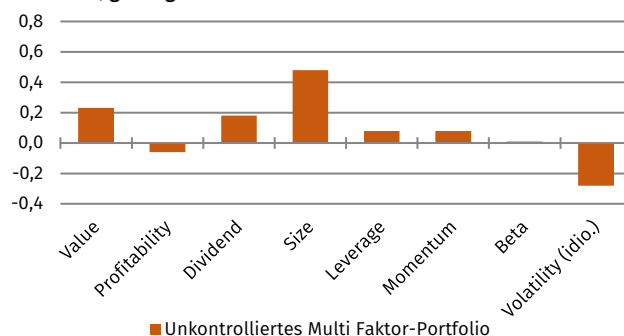
Abhängigkeitsstrukturen verschiedener Faktoren

Im vergangenen Equity Insights Artikel haben wir aufgezeigt, dass Faktor-Portfolios auf Basis einer einfachen Sortierungsmethodik meist unter unerwünschten Nebeneffekten leiden. Grund hierfür ist, dass Abhängigkeitsstrukturen zwischen Faktoren nicht berücksichtigt werden. Im Falle einer Kombination der Faktoren Value und Size wirkte sich dies insbesondere auf Faktor-Ausprägungen abseits der Gesuchten aus. Denn da Value und Size positiv miteinander korreliert sind, lässt sich zumindest bezüglich dieser beiden Faktoren auch durch eine einfache Sortierung eine hohe Ausprägung im Multi Faktor-Portfolio erzielen.

Doch wie verhält es sich, wenn mehrere Faktoren im Rahmen eines Multi Faktor-Portfolios kombiniert werden sollen, welche teils miteinander negativ korreliert sind? Im vorliegenden Artikel wird die Portfolio-Konstruktion eines Multi Faktor-Portfolios näher beleuchtet: Value, Size, Quality (Profitability & Leverage) und Momentum.

Tabelle 1 gibt einen umfassenden Überblick über die Korrelationen aller Faktoren. Wohingegen zwischen den Faktoren Value und Size eine leichte positive Korrelation vorliegt, was in diesem Falle eine Kombination beider Faktoren begünstigt, sieht es hinsichtlich der weiteren Faktoren anders aus. Sowohl Value als auch Size sind mit den Faktoren Profitability, Leverage und Momentum negativ korreliert. Dies ist soweit bekannt und ökonomisch intuitiv. Aktien mit hohem Momentum z. B. sind meist keine Value-Aktien (mehr). Diese Wechselwirkung führt bei der Portfolio-Mischung von Faktor-Indizes zu hohen Ineffizienzen, wie **Abbildung 1** zeigt.

Abb. 1: Faktor-Ausprägungen der vier Faktor-Indizes (Value, Size, Quality, Momentum) gleich gewichtet



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Aufhebungseffekte im Multi Faktor-Kontext

Abbildung 1 zeigt das relative Faktor-Profil eines Multi Faktor-Portfolios das aus vier gleichgewichteten Indizes besteht. Diese Indizes sind oftmals Grundlage für milliardenschwere ETFs und folgen einer relativ einfachen Sortierungsmethodik.

Neben unerwünschten Faktor – sowie Länder und Sektor-Effekten zeigt sich bei der vorliegenden Index-Mischung eine weitere Implikation. Aufgrund der zuvor aufgezeigten Korrelationen zwischen den Faktoren weist das resultierende Multi Faktor-Portfolio lediglich gegenüber den Faktoren Value und Size eine positive, wenngleich überschaubare, Ausprägung auf. Die Faktoren Profitability, Leverage und Momentum haben trotz der Berücksichtigung durch entsprechende Faktor-Indizes aufgrund der negativen Korrelation keine nennenswerten Ausprägungen.

Tab. 1: Korrelationen ausgewählter Faktor-Ausprägungen

	Value	Profitability	Dividend	Size	Leverage	Momentum	Volatility	Beta
Value	1	-0,35	0,43	0,14	-0,38	-0,35	-0,01	-0,04
Profitability	-0,35	1	0,05	-0,21	0,38	0,14	0,07	-0,03
Dividend	0,43	0,05	1	-0,03	-0,37	-0,24	0,34	0,20
Size	0,14	-0,21	-0,03	1	-0,17	-0,23	-0,25	0,01
Leverage	-0,38	0,38	-0,37	-0,17	1	0,26	-0,19	-0,20
Momentum	-0,35	0,14	-0,24	-0,23	0,26	1	0,12	0,05
Volatility	-0,01	0,07	0,34	-0,25	-0,19	0,12	1	0,60
Beta	-0,04	-0,03	0,20	0,01	-0,20	0,05	0,60	1

Quelle: Assenagon, Bloomberg

assenagon Equity Insights

Von Faktor-Synergien - Teil 2 von 2



29 | 31. Juli 2023

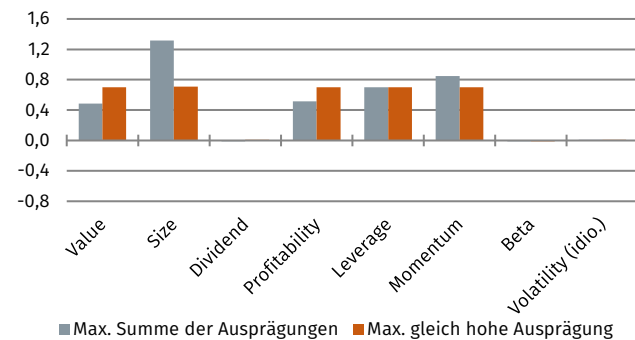
Assenagon Equity Framework

Wie im vergangenen [Artikel](#) aufgezeigt, lässt sich durch einen Optimierungsprozess im Rahmen der Portfolio-Konstruktion ein Multi Faktor-Portfolio konstruieren, welches relativ zum zugrundeliegenden Universum keinerlei unerwünschte Nebeneffekte aufweist. Allerdings ergeben sich zwei Möglichkeiten für die Ausgestaltung der entsprechenden Zielfunktion:

- 1) Maximierung des gesuchten Faktor-Profils in Summe
- 2) Maximierung des gesuchten Faktor-Profils in Summe unter der Bedingung, dass hinsichtlich aller Faktoren eine gleich hohe Ausprägung vorliegt.

Abbildung 2 stellt das resultierende Faktor-Portfolio dar, im Falle einer Maximierung der Summe der Ausprägungen. Im Vergleich zum unkontrollierten Portfolio aus vier Indizes zeigt sich durch den ganzheitlichen Ansatz ein klares Multi Faktor-Profil: Alle Faktoren weisen eine deutlich positive Ausprägung auf, wobei abermals der Size-Faktor den höchsten Wert erzielt und damit sehr dominant wird. Sprich durch die Kontrolle aller relevanten Faktoren werden Aufhebungseffekte verhindert. Allerdings führt die Marktstruktur sehr wohl zu einer starken Dominanz einzelner Faktoren, wie in diesem Fall Size. Dieser Effekt ist, wie **Abbildung 3** zeigt, auch im Zeitverlauf sehr signifikant. So wäre auch in einem kontrollierten Multi Faktor-Portfolio der Faktor Size gegeben der Marktstruktur stets ein sehr dominanter Faktor, während zum Beispiel Value über lange Zeit kaum eine signifikante Ausprägung aufweist.

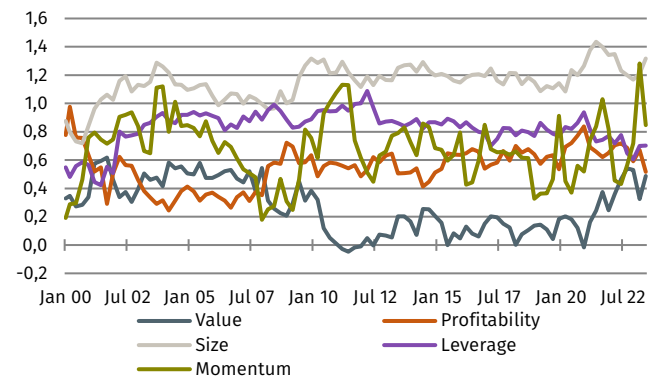
Abb. 2: Faktor-Ausprägungen im Vergleich



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Dies scheint auf den ersten Blick unintuitiv, da die Ausprägungen von Value und Size grundsätzlich positiv korreliert sind. Allerdings zeigt insbesondere Value eine deutlich negative Korrelation der Ausprägungen gegenüber Momentum und Quality (Profitability & Leverage) somit entstehen im Multi Faktor-Kontext Aufhebungseffekte. Diese gilt es zu vermeiden indem stets gleich hohe Ausprägungen in allen gesuchten Faktoren erzielt werden.

Abb. 3: Faktor-Ausprägungen über die Zeit bei Maximierung der Summe aller Ausprägungen



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Für den Anleger

Grundsätzlich zeigt sich, dass bei der Betrachtung der gesamten Marktstruktur eine ganzheitliche Portfolio-Konstruktion, sprich die explizite Beachtung der Abhängigkeitsstrukturen unerlässlich ist um Aufhebungseffekte sowie die Dominanz einzelner Faktoren zu vermeiden. Wie **Abbildung 2** zeigt bringt ein Optimierungsansatz hier deutlichen Mehrwert indem Korrelationseffekte zwischen Faktor-Ausprägungen ausgenutzt werden, um auf allen gesuchten Faktoren eine hohe Ausprägung zu erlangen.

Daniel Jakubowski, Dr. Ulrich Wessels

PS: Lesen Sie in der nächsten Ausgabe, welche Implikationen die aktuell hohe Index Konzentration für die Marktstruktur hat.

Anmerkungen oder Anregungen? Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen:
daniel.jakubowski@assenagon.com | ulrich.wessels@assenagon.com

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, www.assenagon.com

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt des Fonds und das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung, bei der insbesondere alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in den Verkaufsunterlagen offengelegt sind, und stellen weder eine persönliche Empfehlung, noch eine Anlage- oder Anlagestrategieempfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGA-Fonds das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, die Sie unter www.assenagon.com, bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos anfordern können. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann unter www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon_Complaints_Handling_Policy.pdf eingesehen werden. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwaltungsgesellschaft kann Vertriebszulassungen einzelner Fonds und Teilfonds jederzeit nach eigenem Ermessen unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben widerrufen. Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte werden, falls anwendbar, unter www.assenagon.com zur Verfügung gestellt. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Die Weitergabe des Reports ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von Assenagon erlaubt.