

# Individuelle Portfolioeigenschaften durch Kombination von Faktoren

von Stephen Quance und Georg Elsässer, Invesco Office of Factor Investing

## Factor Investing Academy

Einführung und Überblick

Aktien

Anleihen

### >> Single Factor, Multiple und Multi Factor

Multi Asset, Multi Factor

Faktoren und Nachhaltigkeit

Faktoren praktisch implementieren

Faktoren und ETFs

Faktoren Portfolio Analyse

Research - ein wichtiger Baustein beim Factor Investing

**Beim Factor Investing ist die konkrete Umsetzung von essentieller Bedeutung. Die Erfahrung zeigt, dass Faktorprämien in realen Portfolios schwieriger zu vereinnahmen sind als in der Theorie. Sobald eine überzeugende Auswahl investierbarer Faktoren bestimmt ist, stellen deren konkrete Selektion und Gewichtung die nächsten Herausforderungen dar.**

**Im vierten Beitrag unserer Factor Investing Academy geht es um Einfaktorkonzepte (Single Factor), kombinierte Einfaktor- und neutralisierte Einfaktorkonzepte (Multiple Factor) und integrierte Mehrfaktorenkonzepte (Multi Factor).**

Die Auswahl von Faktoren für Investmentstrategien aus einer Reihe von Kandidaten ist ein mehrstufiger Prozess. Zunächst muss überlegt werden, warum ein bestimmter Faktor sinnvoll sein könnte. Dann sollte er empirisch überprüft werden, idealerweise über mehrere Jahre und für verschiedene Märkte und Assetklassen. Uns interessieren beständige und stabile Faktoren, die zur theoretischen Begründung passen. Danach wird untersucht, ob sich ein Faktor klar von anderen unterscheidet. Schließlich werden Investierbarkeit und Skalierbarkeit getestet. Das Ergebnis ist eine Gruppe von Investmentfaktoren, wo jeder für sich stehen kann und die sich klar voneinander unterscheiden. Nur wenige potenzielle Faktoren überstehen diesen Auswahlprozess. Investoren sollten deshalb vorsichtig sein, wenn ein Faktor postuliert wird, der keine derart sorgfältige Prüfung durchlaufen hat. In diesem Beitrag gehen wir davon aus, dass die betrachteten Faktoren diese strenge Auswahl überstanden haben. Als nächstes stellt sich die Frage: Wie soll in die Investmentfaktoren investiert werden? Investoren haben hier die Wahl zwischen Einfaktor-, kombinierten Einfaktor- und integrierten Mehrfaktorenkonzepten.

#### Einfaktor- und kombinierte Einfaktorkonzepte in einer komplexen Welt

Wenn ein einzelner Faktor die gewünschten Wertpapierenschaften abbildet und in der Lage ist, gute Anlageergebnisse zu liefern, könnte er attraktiv sein. Der Investor kann sich dafür entscheiden, in diesen einzelnen Faktor mit Hilfe eines Einfaktorportfolio zu investieren. Faktoren müssen nicht zwingend sehr

**Einfaktorportfolios sind in der Regel transparent: Wer den Investmentfaktor versteht, weiß recht genau, wie die Wertpapiere für das Portfolio auszuwählen und zu gewichten sind.**

komplex sein. Einfaktorportfolios sind in der Regel transparent: Wer den Investmentfaktor versteht, weiß recht genau, wie die Wertpapiere für das Portfolio auszuwählen und zu gewichten sind. Investoren können Faktorexposures mit Hilfe von Einfaktorportfolios direkt steuern, verändern und anpassen. Zudem sollten Kostenvorteile realisierbar sein, da Einfaktorstrategien verständlicherweise kostengünstiger sein sollten als Mehrfaktorenansätze.

Es gibt aber gute Gründe, weshalb sich die zusätzliche Komplexität einer kombinierten Einfaktorstrategie, das bedeutet die einfache Kombination von mehreren Faktoren in einem Portfolio, lohnen kann. Reale Aktions-Reaktions-Ketten stellen Herausforderungen in praktischen Umsetzungen dar: Wenn man nur einen einzelnen isolierten Faktor betrachtet, könnte dieser enge Blickwinkel ungewollte Folgen haben. In unseren theoretischen Analysen können wir Faktoren testen und alle anderen Einflüsse konstant halten. In einem echten Portfolio ist dies aber völlig unmöglich.

Um dies zu demonstrieren, betrachten wir zwei bekannte Faktoren, die von Faktorinvestoren vielfach genutzt werden: Value und Momentum. Der Faktor Value steht dafür, dass ein Wertpapier gemessen an fundamentalen Eigenschaften wie Gewinnen oder Cashflows günstig bewertet ist. Momentum misst relative Veränderungen im Preis eines Wertpapiers im Zeitablauf. Beide Investmentfaktoren bauen auf dem Kurs auf: Je niedriger er ist, desto attraktiver ist ein Wertpapier aus Value-Sicht. Je stärker der Kurs in letzter Zeit gestiegen ist, desto attraktiver ist das Wertpapier aus Momentum-Sicht. Der potentielle Widerspruch zwischen den beiden Faktoren ist offensichtlich.

Werden diese Faktoren untersucht, findet sich oft eine negative Korrelation zwischen Value und Momentum. Da die Kursentwicklung entgegengesetzte Auswirkungen auf die Faktoren hat, ist das plausibel. Das ist

# Einfaktorportfolios: oft unerwünschtes Exposure zu anderen Faktoren

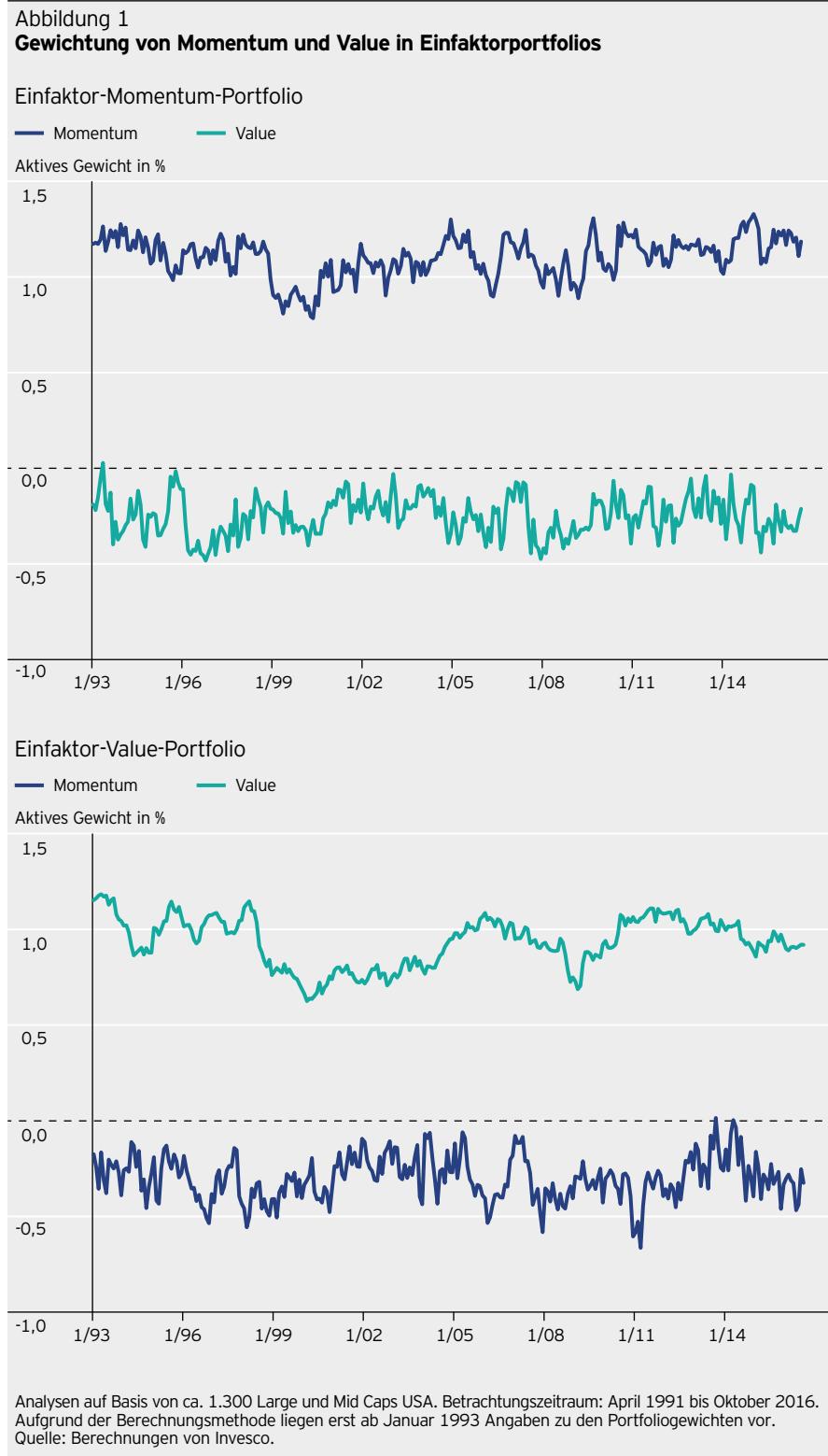
gut, denn so lässt sich die Portfolioperformance möglicherweise durch Diversifikation verbessern, indem man beide Faktoren zu einem Portfolio zusammenführt. Doch die negative Korrelation ist nicht alles: Man hat auch herausgefunden, dass ein reines Value-Portfolio in Bezug auf den Momentumfaktor nicht neutral ist, ebenso wenig wie eine reine Momentum-Strategie neutral zum Faktor Value ist. 2017 haben Analysen von Invesco Quantitative Strategies dieses Ergebnis repliziert (Abbildung 1).

In gewisser Weise gleicht ein Einfaktorportfolio und ein kombiniertes Einfaktorportfolio zwei Schritte nach vorn und einem Schritt zurück. Vielleicht liefert es das gewünschte Exposure zu einem oder mehreren Faktoren, jedoch ist es möglicherweise mit unerwünschten Exposures zu anderen Faktoren verbunden, oder die Faktorexposures im Portfolio heben sich gegenseitig auf. Dieses Problem der ungewollten oder sich aufhebenden Faktorexposures kann auf zwei einfache Arten gelöst werden: Erstens lässt sich eine Einfaktorstrategie konzipieren, die um andere Investmentfaktoren bereinigt ist. Zweitens ist aber auch ein integrierter Mehrfaktorenansatz möglich, der auf viele verfügbare Investmentfaktoren gleichzeitig setzt.

## Neutralisierte Einfaktorstrategien

Um das Risiko eines ungewollten Exposures zu anderen Faktoren in einer Einfaktorstrategie zu verringern, kann man beispielsweise den Faktor so verfeinern, dass er völlig separat implementierbar ist. Man beseitigt dabei die ungewollten Faktorexposures. Mit anderen Worten: Ziel ist die Konstruktion eines Portfolios, das keine ausgeprägten Positionen in den übrigen, nicht direkt adressierten Faktoren eingeht.

Kommen wir zurück auf den Gegensatz zwischen Momentum und Value. Um ein „reines“ Momentum-Portfolio zu konstruieren, muss das Exposure zu Value minimiert werden. Wenn man den Momentumfaktor mit Titeln abbildet, die nicht nur ein hohes Momentum haben (also deren Kurse zuletzt stark gestiegen sind), sondern die auch keine signifikanten Abweichungen in der Bewertung zu vergleichbaren Titeln aufweisen (und damit wenig „Value“ haben), lässt sich das ungewollte Value-Exposure neutralisieren.



# Neutralisierte Einfaktorstrategien: gezielt auf einen Faktor setzen

Abbildung 2  
Nicht neutralisierte versus neutralisierte Faktorportfolios

	Ertrag p.a.	Tracking Error	Information Ratio	t-Statistik	Maximum Drawdown
<b>Value</b>	8,94%	8,88%	1,01	4,67	31,73%
<b>Value ex Momentum</b>	11,17%	4,51%	2,48	11,49	8,18%
<b>Momentum</b>	9,07%	12,41%	0,73	3,39	47,07%
<b>Momentum ex Value</b>	11,87%	6,04%	1,97	9,11	13,38%

Analysen auf Basis von ca. 1.300 Large und Mid Caps USA. Betrachtungszeitraum: April 1991 bis Oktober 2016.  
Quelle: Berechnungen von Invesco.

Diese Neutralisierung kann die Anlageergebnisse erkennbar verbessern, wie Analysen zeigen (Abbildung 2).

Die Neutralisierung kann sowohl zu höheren Erträgen als auch zu niedrigerem Risiko führen, da gezielter auf einen Faktor gesetzt wird, ohne die Nebeneffekte ungewollter Faktorexposures.

Ein solcher Ansatz hat noch weitere Vorteile: Vor allem wissen Investoren bei neutralisierten Einfaktorstrategien genauer, was zu den Anlageergebnissen geführt hat. Man kann davon ausgehen, dass der zugrunde liegende Faktor maßgeblichen Anteil hatte, da die übrigen Faktoren weitgehend neutralisiert worden sind. Nützlich ist dies auch, wenn man mehrere Faktoren

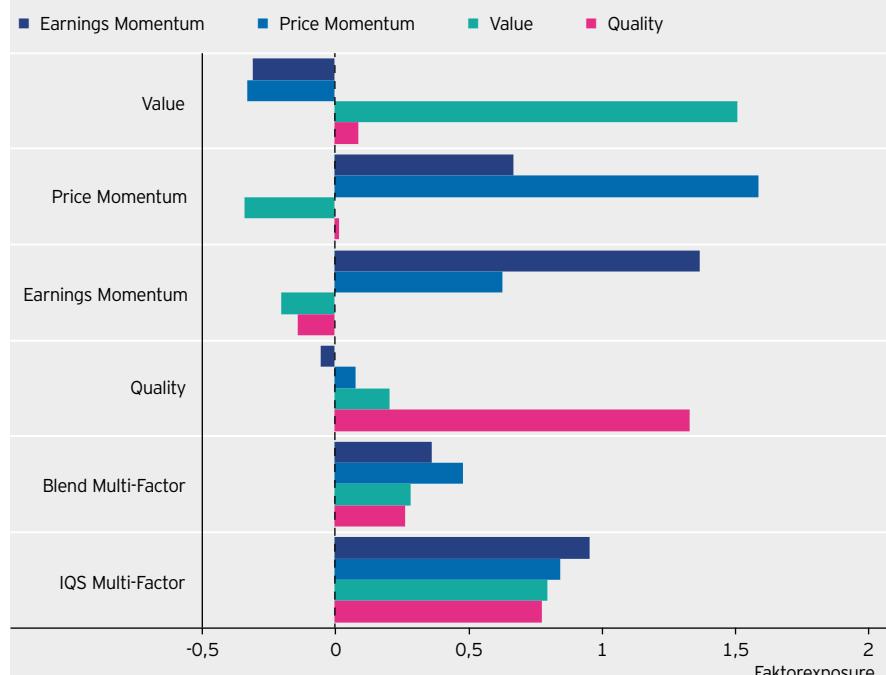
zu einem Multi-Faktor-Portfolio zusammenführt: Da jeder Faktor nur ein begrenztes Exposure zu den anderen Faktoren hat, ist die Kombination mehrerer neutralisierter Einzelfaktoren letztlich klarer. Im Vergleich zu einer simplen Kombination nicht neutralisierter Faktoren verringert sich das Risiko ungewollter Exposures.

Doch die Neutralisierung von Faktoren ist komplex, und der Ansatz ist – gerade bei einer großen Zahl von Wertpapieren – deutlich teurer. Die großen Hürden der praktischen Umsetzung sind ein Nachteil eines solchen Konzepts.

## Integrierte Mehrfaktorenansätze

Eine Alternative ist ein ganzheitlicher, integrierter Mehrfaktorenansatz. Oft werden Faktoren separat voneinander betrachtet, sodass ihr zweifellos vorhandenes Zusammenspiel unberücksichtigt bleibt. Zudem verzichtet man auf die Entwicklung von Faktoren, die verschiedene Ziele miteinander verbinden. Ein integrierter Mehrfaktorenansatz setzt auf die optimale Kombination von Faktoren mit dem Ziel verlässlicher Risiko- und Ertragsprognosen für unterschiedliche Portfolios. Man investiert dabei nicht in jeden Faktor separat, sondern setzt auf alle gewünschten Faktoren gleichzeitig. Wie der Vergleich in Abbildung 3 zeigt, ist ein integrierter Mehrfaktorenansatz einer Kombination mehrerer Einfaktoransätze überlegen.

Abbildung 3  
Integrierte Mehrfaktorenstrategie oder mehrere Einfaktorstrategien?



Quelle: Invesco. Stand: 30. September 2018. Die Faktorexposures sind das Ergebnis einer Ex-post-Analyse gleichgewichteter Dezile für Einfaktor- und Mehrfaktorenstrategien auf Basis des internationalen Mehrfaktorenmodells von Invesco Quantitative Strategies. Die simple Mehrfaktorenstrategie („Blend Multi-Factor“) unterstellt eine Gleichgewichtung aller vier Faktoren.

Ein ganzheitlicher Mehrfaktorenansatz übertrifft eine reine Kombination von Einzelfaktoren. Da diese oft mit ungewollten Exposures einhergehen, gleichen sich die Exposures bei einer simplen Kombination mehrerer Einfaktoransätze tendentiell aus. Am Ende wird möglicherweise zu keinem Faktor nennenswertes Exposure realisiert. Der integrierte Mehrfaktorenansatz eliminiert hingegen ungewollte Faktorwetten, um insgesamt deutlich höhere Exposures zu erreichen. Im Vergleich zu Einfaktoransätzen kann dieses Konzept zu ausgewogenere Exposures und damit zu besserer Faktordiversifikation führen. Kurz- oder sogar mittelfristig können einzelne Faktoren ausgeprägte und bisweilen auch sehr plötzliche Verluste produzieren. Intuitiv einleuchtend dürfte aber sein, dass solche Verluste nicht immer gleichzeitig auftreten. Wenn man Trendfolgefaktoren wie Momentum mit gegenläufigen Faktoren wie Value

# Integrierte Mehrfaktorenportfolios: verlässliche Risiko-Ertragsprognosen durch optimale Kombination

kombiniert, könnten die relativen Erträge im Konjunkturzyklus stabiler sein als bei Einfaktorstrategien.

Hinzu kommt ein integriertes und an die zugrunde liegenden Faktoren angepasstes Risikomanagement in der Mehrfaktoren-optimierung. Ziel ist, dass ein Portfolio nur diejenigen Exposures zu Faktoren hat, die den Auswahlprozess des Investors bestanden haben. Das Portfolio lässt sich also flexibel an die individuellen Investorenanforderungen anpassen. Ob Standardstrategien oder maßgeschneiderte Lösungen – ein integrierter Mehrfaktorenansatz lässt sich auf eine Vielzahl von Rendite-/

Risikoanforderungen anwenden, beispielsweise Core Equities, Low Volatility oder Long/Short.

## Zusammenfassung

Sobald feststeht, auf welche Faktoren man setzen möchte, ist die Umsetzung im Portfolio die nächste Herausforderung. Investoren haben mehrere Möglichkeiten, in Faktoren zu investieren. Einfaktorstrategien, kombinierte Einfaktorstrategien und integrierte Mehrfaktorenstrategien haben jeweils gewisse Vor- und Nachteile. Wie man diese Strategien geeignet umsetzt, hängt letztlich von den Zielen und Möglichkeiten jedes einzelnen Investors ab.

## Vor- und Nachteile von Faktorstrategien im Portfolio

	<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
<b>Einfaktorstrategien</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Genaue Abbildung eines Faktors</li><li>- Transparent</li><li>- Direkt steuerbar und veränderbar</li><li>- Kostengünstig</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Unerwünschtes, nicht bewusst gesteuertes, Exposure zu anderen Faktoren</li></ul>
<b>Kombinierte Einfaktorstrategien</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Diversifikation durch Investition in mehrere Faktoren</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Zusätzliche Komplexität</li><li>- Unerwünschte, nicht immer bewusst gesteuerte Exposures zu anderen Faktoren</li><li>- Faktorexposures können sich gegenseitig aufheben</li></ul>
<b>Neutralisierte Einfaktorstrategien</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Gezielter Einsatz von Faktoren ohne unerwünschtes Exposure zu anderen Faktoren</li><li>- Kann zu höheren Erträgen und niedrigerem Risiko führen</li><li>- Vorteil bei Analyse von Anlageergebnissen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Hohe Komplexität</li><li>- Kostenintensiv</li><li>- Praktische Umsetzung schwieriger</li></ul>
<b>Integrierter Mehrfaktorenansatz</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Integrierte Berücksichtigung des Zusammenspiels von Faktoren</li><li>- Ausgewogene Exposures und bessere Faktordiversifikation dadurch stabilere Erträge</li><li>- Risikomanagement an Faktoren angepasst</li><li>- Individuell anpassbar</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Komplexität</li><li>- Nicht einfach veränderbar</li></ul>

Quelle: Invesco. Nur zur Illustration.

## Kontakt

### Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5  
60322 Frankfurt am Main  
Deutschland

Tel.: +49 (0)69 29 807 0  
E-Mail:  
vertriebspartner@invesco.com  
www.de.invesco.com

## Invescos Stärken im Factor Investing

- Erfahrung:** seit 1983 faktorbasierte Anlagestrategien bei Invesco
- Differenziertes Angebot:** Aktien-, Anleihen- und Multi-Asset-Faktorstrategien
- Eigene globale Faktor-Ressourcen und Research:** 11 Niederlassungen weltweit mit über 70 Faktorspezialisten
- Größe:** 115 Mrd. US-Dollar in Faktorstrategien  
Stand: 31. März 2019

Beitrag verpasst?  
Alle bereits erschienenen Beiträge finden Sie unter  
[www.de.invesco.com/factor](http://www.de.invesco.com/factor)



## Wichtige Information

Dieser Beitrag richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland. Eine Weitergabe an Privatkunden ist nicht gestattet. Stand: 31. März 2019, falls nicht anders angegeben. Dieser Beitrag stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren oder, wenn nicht anders angegeben, die von Invesco, die jederzeit Änderungen unterworfen sein können. Herausgeber dieses Beitrags in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland. Copyright © 2019 Invesco. Alle Rechte vorbehalten. (EMEA3373/2019)