



AUF DER SUCHE NACH DER INFLATIONSPRÄMIE

Ehler Stegmann, Lars Bode und Mario Zapf

Absolventen der Frankfurt School of Finance & Management

Im Rahmen der Forschungsk Kooperation zwischen Quoniam und der Frankfurt School of Finance & Management haben insgesamt drei Teams unter der Leitung von Prof. Dr. Stotz untersucht, ob sich durch das bewusste Eingehen von makroökonomischen Risiken eine Prämie am amerikanischen Aktienmarkt verdienen lässt. Nachfolgend sind Vorgehen und Ergebnisse der Analyse unseres Teams dargestellt, welches sich mit der makroökonomischen Variable Inflation in den USA auseinandergesetzt hat.

Abbildung der Inflation durch ein Tracking-Portfolio

Der erste Schritt im Forschungsprojekt bestand darin, die makroökonomische Variable Inflation investierbar zu machen. Mit Hilfe der Principle-Component-Analyse wurden geeignete Faktoren zur Inflationsmessung ermittelt. Betrachtet wurden neben dem Consumer Price Index (CPI) auch Importpreise, reale Produktionsleistung, Produzentenpreise und persönliche Konsumauswendungen.

Hierauf aufbauend wurde ein sogenanntes Tracking-Portfolio erstellt, welches die unerwarteten Veränderung der Inflation investierbar macht, da nur Überraschungen die Aktienkurse beeinflussen sollten. Zur Bildung des Portfolios wurden unterschiedliche Subportfolios herangezogen, welche sowohl unterschiedlich sortierte Aktiengruppen (z. B. nach Fama/French), als auch verschiedene Assetklassen wie Anleihen und Währungen enthielten. Die Analyse ergab, dass sich eine Kombination von Subportfolios basierend auf Aktien, Anleihen und Währungen am besten zur

Investition in den Faktor-Inflation eignet. Ebenso wurde ersichtlich, dass die Assetklassen unterschiedlich hohen Informationsgehalt in Bezug auf zukünftige makroökonomische Entwicklung beinhalten. Die Entwicklung von CPI und Tracking-Portfolio im Zeitablauf ist in Abb.1 dargestellt. Es ist zu erkennen, dass zwischen beiden nur eine geringe Korrelation besteht, da das Tracking-Portfolio nur die unerwarteten Änderungen des CPI widerspiegelt.

In einem zweiten Schritt wurde das hier ermittelte Tracking-Portfolio zur Beantwortung der ursprünglichen Fragestellung herangezogen. Um zu klären, ob sich durch das Eingehen von Inflationsrisiken eine Prämie am Aktienmarkt verdienen lässt, wurde die jeweilige Faktorprämie unter Berücksichtigung bekannter Risikofaktoren wie Marktrisiko, Unternehmensgröße, Buch-Marktwert-Verhältnis und Momentum geschätzt. Außerdem wurden unterschiedliche Zustände der allgemeinen Wirtschaftslage berücksichtigt, um die Nachhaltigkeit und Unabhängigkeit möglicher Überrenditen zu testen.

Gemessen wurde der Einfluss unterschiedlicher Zustände für Zinsumfeld, Konjunktur sowie der Einfluss eines Maßes, bestimmt aus Arbeitslosigkeit minus Inflation („Phillips-Messwerte“). In Abb. 2 wird ersichtlich, welchen Einfluss die drei Zustände auf die Risikoprämie der Inflation haben. In einem multivariablen Asset-Pricing-Test mit den fünf Risikofaktoren Marktrisiko, Unternehmensgröße, Buch-Marktwert-Verhältnis, Momentum und Inflation wurde die Prämie für Inflationsrisiken geschätzt. Die ersten vier Faktoren folgen Fama/French, während der fünfte Faktor durch das Tracking-Portfolio bestimmt wird. Für die Schätzung ohne

Tracking-Eigenschaft

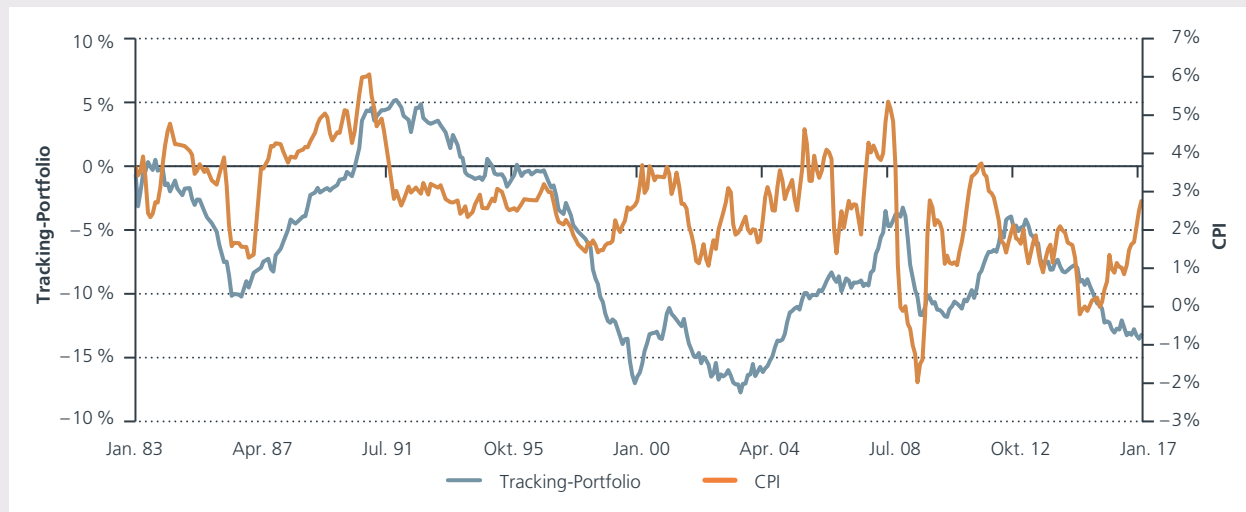


Abb. 1: Tracking-Portfolio im Vergleich zum CPI. Quelle CPI: Fred St. Louis

Differenzierung des gesamtwirtschaftlichen Zustands ist eine Prämie kaum messbar (0,05), noch ist diese statistisch signifikant (p-Wert: 54,7 %). Berücksichtigt man die unterschiedlichen wirtschaftlichen Zustände, wird allerdings deutlich, dass eine Abhängigkeit der Inflationsprämie vom Zustand der Gesamtwirtschaft besteht. Dabei entwickelt sich die Risikoprämie für den Faktor Inflation entgegengesetzt zur Ausprägung der beiden Zustände der jeweiligen Umweltvariable. So ist die Risikoprämie in der Umwelt-Ausprägung Zinserhöhung beispielsweise positiv, während sie im Zinssenkungsszenario negativ ausfällt. Als statistisch signifikant erweist sich die Inflationsrisikoprämie dabei in den Umweltzuständen Expansion, Rezession und niedriger „Phillips-Messwert“.

Fazit: Die Ergebnisse unserer Analyse zeigen, dass sich eine Inflationsprämie durchaus erwirtschaften lässt. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass deren Ausprägung stark von dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld abhängig ist. Da positive Prämien tendenziell in ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (Zinserhöhungen, Rezession) zu beobachten sind, eignen sich diese Prämien für Short-Strategien oder für Überlegungen zur Absicherung von makroökonomischen Risiken. Fasst man beide Beobachtungen zusammen, so bedeutet dies, dass sich mit dem Eingehen von Inflationsrisiken zwar eine Prämie vereinnahmen lässt, diese jedoch über den Konjunkturzyklus hinweg stark schwanken wird.

//

		Prämie	R ²
Gesamt		0,05	54,70 %
Zinsänderung	Zinserhöhung	1,73	42,94 %
	Zinssenkung	-3,89	20,74 %
Rezessionsindex	Expansion	-3,44*	77,32 %
	Rezession	36,49*	76,94 %
Phillips-Kurve (Arbeitslosigkeit-Inflation)	hoch	-13,66**	57,77 %
	niedrig	28,79**	70,71 %

Abb. 2: Zustandsabhängige Inflationsprämie * p < 5%, ** p < 0,1 %. Quelle: eigene Kalkulation

Quoniam

QUANTITATIVE INVESTMENT ENGINEERING

Quoniam Asset Management GmbH

Frankfurt am Main // London
www.quoniam.com

A member of Union Investment Group

Sowohl die Inanspruchnahme von Wertpapierdienstleistungen als auch die Investition in Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden. Ausführliche Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken finden Sie auf www.quoniam.com/risikohinweis

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument wurde von der Quoniam Asset Management GmbH (nachfolgend „Quoniam“) mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und dient ausschließlich Informations-zwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Die geäußerten Meinungen, Einschätzungen oder Informationen sind diejenigen der Quoniam bzw. stammen aus allgemein zugänglichen Quellen. Sie beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Für den Inhalt, die Vollständigkeit und die Aktualität der vorstehenden Angaben wird keine Gewähr übernommen.

Dieses Dokument richtet sich ausdrücklich nicht an Privatkunden im Sinne des § 67 Abs. 3 Wertpapierhandelsgesetz. Es handelt sich hierbei grundsätzlich um eine Marketingunterlage, die ausschließlich Werbezwecken dient. Ausgenommen hiervon sind Dokumente, die für Anlageausschusssitzungen oder zur Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen (z. B. Reporting) erstellt wurden.

Das Dokument berücksichtigt nicht die persönlichen sowie finanziellen Verhältnisse des Empfängers und stellt weder ein Angebot, noch eine Handlungsempfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen

dar. Angegebene frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. In jedem Fall wird dem Empfänger empfohlen, im Rahmen einer individuellen Anlageberatung die Geeignetheit in Bezug auf seine persönlichen Verhältnisse prüfen zu lassen.

Die enthaltenen Informationen und Meinungen sind nicht als unabhängige Finanzanalyse anzusehen, da diese nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit und dem Verbot des Handels vor deren Veröffentlichung genügen.

Diese Informationen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne die schriftliche Genehmigung der Quoniam vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Quoniam verfügt über eine Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen und untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

2018 © Quoniam Asset Management GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

A member of Union Investment Group