
Executive Summary

Problemstellung

Gemäss der Ausgabe 2022 des QAIB-Berichts von Dalbar Inc., der führenden US-amerikanischen Studie zum Anlegerverhalten, ist es dem durchschnittlichen US-Aktienfondsanleger in den letzten 30 Jahren nicht gelungen, eine höhere Rendite als der S&P 500 Index (SPX) zu erzielen (Coleman (2022)). Allerdings kam Dichtl (2020) in seiner Studie zum Schluss, dass es sehr wohl Anlagestrategien gibt, die unter bestimmten Umständen über einen längeren Zeitraum eine risikobereinigte Überrendite gegenüber einer Buy-and-Hold Strategie (BHS) im SPX erzielen können. Allen Anlagestrategien, denen dies gelang, war gemeinsam, dass sie versuchten, Unter- und Überreaktionen durch den Einsatz technischer Indikatoren auszunutzen. Dichtl (2020) ist der Auffassung, dass die Unter- und Überreaktionseffekte sowie die damit zusammenhängenden unterdurchschnittlichen Renditeergebnisse der Anleger unter anderem auf deren systematischen Wahrnehmungs-, Denk- und Urteilsfehler zurückzuführen sind. Eine Möglichkeit, die Stimmung und das Verhalten der Anleger zu quantifizieren, um diese im besten Fall zur Erzielung von Überrenditen auszunutzen, bietet ein Fear & Greed Index (FGI) (CNN Business (2022)). Im Rahmen dieser Arbeit soll geprüft werden, ob im Zeitraum vom 04. März 1997 bis zum 04. März 2022, eine risikobereinigte Überrendite gegenüber einer Buy-and-Hold Strategie im S&P 500 Total Return Index (SPTR) hätte erzielt werden können, indem ein eigens konstruierter FGI, der auf Daten des SPX basiert, als technischer Indikator verwendet wird. Der SPTR wird dem SPX als Rendite-Benchmark vorgezogen, da er zusätzlich zu den Aktienkursänderungen auch Dividendenzahlungen oder Bezugsrechtserlöse berücksichtigt (Mondello (2017)).

Methodisches Vorgehen

In einem ersten Schritt wird ein FGI auf Basis von SPX-Daten konstruiert, der an den FGI von CNN Business (2022) angelehnt ist. Daraus folgend beruht der eigens konstruierte FGI ebenfalls auf den sieben Indikatoren [1] Market Momentum, [2] Stock Price Strength, [3] Stock Price Breadth, [4] Put and Call Options, [5] Market Volatility, [6] Safe Haven Demand und [7] Junk Bond Demand. Während CNN Business (2022) zur Berechnung dieser Indikatoren überwiegend Daten der New York Stock Exchange (NYSE) verwendet, stammen die in dieser Arbeit verwendeten Datenreihen ausschliesslich von den Datenplattformen Bloomberg oder Datastream und werden ganz gezielt nach ihrer Nähe zum SPX ausgewählt.

Im Anschluss an die Konstruktion des FGI werden sechs Anlagestrategien entwickelt, die darauf abzielen, den FGI als technischen Indikator zu nutzen, um eine risikobereinigte Überrendite gegenüber der Benchmark-Strategie (BHS) zu erzielen. Die sechs Anlagestrategien setzen sich aus drei moderaten und drei fortgeschrittenen Strategien zusammen, wobei sich die fortgeschrittenen Strategien dadurch abheben, dass sie neben einer Long-Position im SPTR und dem Halten des risikolosen Zinssatzes auch eine Short- oder Leverage-Positionen im SPTR eingehen können. Jede

Strategie entscheidet, basierend auf dem FGI-Wert des Vortages, welche Position sie aktuell hält. Aufgrund der Vorlaufzeiten der FGI-Indikatoren ist der Investitionszeitraum auf den Zeitraum vom 27. Februar 1998 bis zum 04. März 2022 beschränkt. Um die Forschungsfrage abschliessend zu beantworten, werden in einem letzten Schritt Performance-Kennzahlen berechnet und ausgewertet.

Ergebnisse

Die empirischen Ergebnisse dieser Arbeit zeigen, dass nach Berücksichtigung der Transaktions- und Haltegebühren vier der sechs getesteten Anlagestrategien, über den Anlagezeitraum vom 27. Februar 1998 bis zum 04. März 2022, eine Überrendite gegenüber der Benchmark-Strategie (BHS) erzielen konnten. Während die Benchmark eine geometrische Durchschnittsrendite (p.a.) von 7,746 % erwirtschaftete, waren es 8,437 % bei der Strategie M2, 9,412 % bei der Strategie F1, 9,146 % bei der Strategie F2 und 8,011 % bei der Strategie F3. Nur die beiden Strategien M1 und M3 blieben hinter der Rendite der Benchmark zurück. Die Ergebnisse deuten ausserdem darauf hin, dass je nach verwendetem Risikomass drei Strategien (Sharpe Ratio), beziehungsweise vier Strategien (Jensen's Alpha) in der Lage waren, die Benchmark auch nach der Risikoadjustierung zu übertreffen. Dabei erweist sich die Strategie F2 als dominierende Strategie. Einerseits erzielt sie die grösste Überrendite pro Einheit Risiko, da sie das grösste Sharpe Ratio (0,360) aufweist, andererseits hat sie das grösste Jensen's Alpha von 1,585 %. Dies wiederum deutet darauf hin, dass die aktiven Entscheidungen der Strategie F2, die auf dem basieren, im Vergleich zu den anderen Strategien den grössten Mehrwert für die geometrische Durchschnittsrendite (p.a.) brachten (Mondello (2017)).

Beurteilung der Ergebnisse

Die Tatsache, dass vier Anlagestrategien unter Verwendung des FGI als technischer Indikator eine risikobereinigte Überrendite gegenüber einer Buy-and-Hold-Strategie im S&P 500 Total Return Index erzielen konnten, unterstützt die oben genannten Schlussfolgerungen von Dichtl (2020). Darüber hinaus deuten sie darauf hin, dass der Markt während des untersuchten Anlagezeitraums, gemäss der Effizienzmarkthypothese von Fama (1970), Perioden der Ineffizienz aufwies. Da die empirischen Ergebnisse dieser Arbeit jedoch stark von den eigens aufgestellten Rahmenbedingungen abhängen, eignen sie sich aus Sicht des Autors nicht dazu, allgemeingültige Schlüsse zu ziehen. Der Autor schliesst nicht aus, dass er selbst teilweise den Heuristiken und Verzerrungen der Behavioral Finance unterlag, die in der Arbeit erläutert werden. Unter der Verwendung einer anderen Art der Herleitung, Berechnung oder Normalisierung des FGI oder einer anderen Herangehensweise bei der Entwicklung der Anlagestrategien sind auch gegenteilige Ergebnisse denkbar. Zudem gelten die Ergebnisse dieser Arbeit, selbst unter der Berücksichtigung der beschlossenen Rahmenbedingungen, ausschliesslich für den genannten Anlagezeitraum und sind keineswegs ein Indikator für den künftigen Erfolg der getesteten Anlagestrategien.