

J. Grammig • A. Schrimpf • M. Schuppli

**Long-horizon consumption risk and the cross-section
of returns: new tests and international evidence**

CFR working paper 09-02

Die Analyse der Beziehung von Wertpapierpreisen und makroökonomischen Risiken ist eine der fundamentalen Aufgabenstellungen der Finanzwirtschaft. Das klassische Grundmodell, das konsumbasierte Bewertungsmodell (Consumption-Based CAPM), scheitert jedoch daran, eine Vielzahl von empirisch beobachtbaren Phänomenen adäquat zu erklären. Stichworte sind das „Equity Premium Puzzle“ und unerklärte „Value-“, und „Size-“, Prämien. Eine Reihe neuerer Beiträge war darin erfolgreich, diese Phänomene besser in den Modellrahmen einzupassen. Ein im Journal of Political Economy (JPE) publizierter Beitrag von Parker und Julliard (2006) wählte einen ebenso einfachen wie interessanten und empirisch erfolgreichen Weg zur Verbesserung der Modellspezifikation. Die Autoren schlagen vor, die Veränderung des makroökonomischen Konsums auf einer niedrigeren Frequenz zu berechnen, die von derjenigen abweicht, auf der die Portfoliorenditen beobachtet werden. Dies trägt der jüngeren Literatur Rechnung, die sich mit langfristigen Konsumrisiken befasst. Diese Änderung verbessert die empirische Performanz des konsumbasierten Bewertungsmodells dramatisch.

Im vorliegenden Arbeitspapier erweitern wir die Analyse von Parker und Julliard auf zwei Weisen. Zum einen tragen wir neuerer Kritik Rechnung, die besagt, dass die weit verbreiteten Fama-French Portfolien für den Test von empirischen Bewertungsmodellen nicht gut geeignet sind, da die Portfolien starke Kommunalitäten aufweisen. Zum anderen liefern wir als Erste international vergleichende Evidenz für die empirische Performance des Langfrist-Konsumansatzes. Unsere Ergebnisse zeigen, dass bei Berücksichtigung der o.g. Kritik die positiven Ergebnisse von Parker und Julliard nur bedingt gültig sind. Allerdings können wir auch zeigen, dass der Langfrist-Konsumansatz Vorteile dahingehend bietet, dass die ökonometrischen Schätzer für die wichtigen Strukturparameter, wie den Risikoaversionskoeffizienten, ökonomisch sehr viel plausibler sind. Dies scheint die wirkliche Verbesserung zu sein, die vom Langfrist-Konsumansatz geliefert wird.