

Outperformance durch Momentum-Strategien



Von Dr. Magne Orkland (rechts)
Geschäftsführender Teilhaber
Wegelin & Co. Privatbankiers
St. Gallen

und Daniel Leveau (links)
Fondsmanager
Wegelin & Co. Privatbankiers
St. Gallen

Ursprünglich stammt der Begriff Momentum von der Physik und kann mit «Schwung» übersetzt werden. Damit ist gemeint, dass Objekte, die sich mit einer gewissen Geschwindigkeit in eine bestimmte Richtung bewegen, sich auch in der Zukunft ohne neuen Impuls in diese Richtung weiterbewegen werden.

Auch am Aktienmarkt kann ein Momentum-Effekt beobachtet werden. Zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen haben diesen bestätigt. Momentum-Strategien haben sich auch in der Anlegerschaft etabliert.

Drei Arten von Momentum

Man unterscheidet meistens drei Arten von Momentum: Preismomentum (relative Stärke), Gewinnmomentum und positive Gewinnüberraschungen.

Das herkömmlichste Momentum ist das Preismomentum; es bedeutet, dass die zukünftige Kursentwicklung von der historischen Kursentwicklung abhängt. Preismomentum-Effekte lassen sich anhand ihrer Zeitspanne klassifizieren. Auf kurze Frist kann das

sogenannte «One Month Reversal» beobachtet werden. Darunter versteht man, dass Gewinneraktien vom Vormonat vielfach die Verliereraktien im kommenden Monat sind. Der mittelfristige Effekt weist statistisch die höchste Signifikanz auf: Die Gewinner der letzten 3 bis 12 Monate sind auch die Gewinner der nächsten 3 bis 12 Monate. Auf lange Sicht verhält es sich jedoch umgekehrt: Die Verliereraktien der letzten 3 bis 5 Jahre werden die Gewinneraktien der nächsten 3 bis 5 Jahre sein. Ein Beispiel sind die Energie- und Technologieaktien. Während der Periode von 1997 bis zum Höhepunkt der Technologieblase im Jahr 2000 erzielten IT-Aktien eine Rendite, welche etwa viermal so hoch war wie diejenige der Energie-Aktien. Seither haben die Energie-Aktien gegenüber den IT-Aktien eine Überrendite von ca. 140% erzielt.

Das Gewinnmomentum bezieht sich auf das Gewinnwachstum und besagt, dass Aktien, die eine hohe Gewinnwachstumsrate aufweisen und/oder diese erhöhen, eine überdurchschnittliche Rendite in der kommenden Periode erzielen werden. Akademische Untersuchungen konnten bestätigen, dass solche Aktien kurzfristig den Markt schlagen.

Bei der dritten Kategorie des Momentums, den positiven Gewinnüberraschungen, wird der tatsächliche Gewinn mit den Erwartungen der Analysten verglichen. Gemäss Aktienbewertungsmodellen beruhen Aktienkurse auf Erwartungen bezüglich der zukünftigen Gewinne der Unternehmen. Anleger realisieren oftmals erst mit einer gewissen Verzögerung die Bedeutung positiver Gewinnüberraschungen. Verschiedene Studien zeigen, dass die Reaktion der Aktienkurse auf Gewinnüberraschungen zu den bedeutendsten Anomalien an den Aktienmärkten gehört. Am deutschen Aktienmarkt konnte beispielsweise zwischen 1996 und 2001 gezeigt werden, dass erst

180 Tage nach der positiven Gewinnüberraschung die höchste Überrendite von 7,5% gegenüber dem Gesamtmarkt erzielt wurde.

Marktineffizienzen erklären Überrendite

Gemäss der Theorie effizienter Märkte sollte langfristig kein Momentum-Effekt im Aktienmarkt vorhanden sein, da Arbitrageure Ineffizienzen solange ausnutzen, bis diese verschwinden. Empirisch kann die Existenz von Momentum-Effekten jedoch bestätigt werden. Somit stellt sich die Frage nach deren Erklärung. Die neusten Erklärungsansätze stammen von der Behavioural-Finance-Theorie und legen die Annahme zugrunde, dass sich Anleger nicht immer rational verhalten. Ihr Verhalten widerspiegelt sich u.a. in einer verzögerten Reaktion bei der Informationsverarbeitung, was eine ineffiziente Preisbildung im Aktienmarkt zur Folge hat.

Warum reagieren die Anleger mit Verzögerung? Viele Anleger haben ein übermässiges Selbstvertrauen und stützen sich zu stark auf ihr eigenes Wissen und ihre eigene Analyse. Anleger reagieren deshalb nicht sofort auf eine neue Information, sondern benötigen eine gewisse Zeit, um die Information zu verarbeiten. Sie halten oft an ihren überholten Meinungen fest und haben Mühe, sofort etwas völlig Neues zu akzeptieren. Sie neigen auch dazu, Verlierer zu lange zu halten und

Gewinner zu früh zu verkaufen. Dieses «Fehlverhalten» führt zu einer ineffizienten Preisbildung im Aktienmarkt.

Ein anderer Erklärungsansatz ist eher strukturell bedingt: Finanzanalysten benötigen für das Erstellen ihrer Analysen und Empfehlungen Zeit. Von der positiven Gewinnüberraschung bis zum fertigen Bericht vergeht einige Zeit. Ein weiterer Grund sind die Anlageausschüsse von Banken. Diese tagen meistens nur monatlich oder gar quartalsweise. Dementsprechend lange dauert es, bis neue Informationen zu Anpassungen der Empfehlungslisten führen und schliesslich in den einzelnen Portfolios umgesetzt werden.

Wegelin Active Momentum®: die Strategie

Wegelin & Co. zeigt mit eigenen empirischen Studien auf, dass die erwähnten Momentum-Effekte auch auf der Ebene von Aktienmärkten und globalen Branchen vorhanden sind. Die Active Momentum®-Strategie wurde von Wegelin & Co. mit dem Ziel entwickelt, in die Aktienmärkte und globalen Branchen zu investieren, welche das positivste Momentum aufweisen. Um diese systematisch zu identifizieren, hat Wegelin & Co. ein quantitatives Momentum-Modell entwickelt. Darin werden die 16 grössten entwickelten Aktienmärkte der Welt sowie die 10 globalen Sektoren gemäss dem MSCI World Index analysiert. Das Ergebnis der Modellberechnungen ist

eine Rangliste der attraktivsten Märkte. Mit der Strategie wird in die fünf bis sechs attraktivsten Aktienmärkte und globalen Branchen investiert. Umgesetzt wird dieses Konzept mit kostengünstigen Indexprodukten. Dadurch ist auf Titelebene eine breite Diversifikation gewährleistet (ca. 600 Einzelaktien).

Die Grafik zeigt das Backtesting der Active Momentum®-Strategie seit 1974. Man erkennt an dieser Darstellung, dass Aktienmärkte mit einem positiven Momentum höhere Renditen versprechen. So konnte die Wegelin Active Momentum®-Strategie von 1974 bis 2005 in Franken eine Rendite von 15,9% pro Jahr erzielen. Die Aktien mit dem schwächsten Momentum lagen mit 1,6% pro Jahr deutlich darunter. Im Jahr 2005 haben die real investierten Active Momentum®-Mandate eine Rendite in Franken von 39,8% erzielt, was 13,3% besser war als der MSCI World Index.

Wegelin Equity Active Momentum®: ein Schweizer Anlagefonds

Die Wegelin Active Momentum®-Strategie wurde zunächst nur für institutionelle Kunden auf Mandatsbasis angeboten. Nach einer überzeugenden Rendite wurde am 25. Oktober 2005 der Schweizer Anlagefonds Wegelin Equity Active Momentum® lanciert; bis Ende Jahr legte er 10% an Wert zu.

Die Wegelin Active Momentum®-Strategie eignet sich auch hervorragend als Ergänzung zu der bereits bestehenden Wegelin Active Indexing®-Strategie. Die Wegelin Active Indexing®-Strategie ist ein valuebasierter Ansatz, der in die sechs bis acht günstigsten Aktienmärkte und globalen Branchen investiert. Sie hat in den letzten vier Jahren kumuliert eine Überrendite in Franken von 50% gegenüber dem MSCI World Index erwirtschaftet. Die Value- und Momentum-Strategien haben sich historisch sehr gut ergänzt und zu einer Stabilität der relativen und absoluten Rendite geführt. Mit einer Kombination von 60% Active Indexing® und 40% Active Momentum® hätte man in den letzten 10 Jahren jedes Jahr den Weltaktienindex geschlagen. ■

Wegelin Active Momentum® vs. MSCI World (in CHF)



¹⁾ Januar 1974 bis Oktober 2004: Backtestingresultate. Ab November 2004: Rendite eines repräsentativen, effektiv investierten Portfolios; Bruttorenditen nach Transaktionskosten, vor Vermögensverwaltungsgebühren (bis 31.12.05)
²⁾ MSCI World Net Total Return Index (Bloomberg Ticker: NDDUWI)