

Value und Momentum – eine ideale Kombination

Aktienmarkt-Anomalien sollten der Theorie effizienter Märkte zufolge nicht existieren. Viele akademische Studien haben allerdings gezeigt, dass sie trotzdem vorkommen und aktive Anlagestrategien daraus Nutzen ziehen können. Zu diesen gehören u.a. Strategien, die auf Value- und Momentum-Effekten basieren. In diesem Artikel heben wir die Attraktivität der Wechselbeziehung von Value- und Momentum-Strategien hervor, wobei die Umsetzung auf Länder- und Sektorebene erfolgt. Dank den unkorrelierten Überrenditen dieser beiden Strategien können mit einer Kombination Diversifikationsvorteile und somit höhere Information Ratios erzielt werden.



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

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

Aktienmärkte sind nicht vollkommen effizient

Gemäss der Theorie effizienter Märkte sind sämtliche öffentlich zugänglichen Informationen im Marktpreis der Ak-

tien enthalten. Die Preise sollten somit nicht systematisch vom inneren Wert der Aktien abweichen. Eine Voraussetzung dafür ist, dass Anleger rein rational handeln. Die Behavioural Finance lockert diese Annahme und versucht, ein nicht immer rationales Verhalten der Investoren zu erklären. Langfristig tendieren die Preise zwar dazu, zum inneren Wert der Aktien zurückzukehren, allerdings sind kurzfristig systematische Abweichungen möglich. Mit dieser in den 80er Jahren entwickelten Theorie lässt sich die Existenz von verschiedenen Anomalien an den Aktienmärkten erklären.

Zu den bekanntesten Anomalien gehören zum Beispiel Value- und Momentum-Effekte, Saisonalitäten oder die Preisentwicklung von IPOs. Verschiedene wissenschaftliche Studien zeigen, dass aus Anomalien Nutzen gezogen werden kann, um eine Überrendite gegenüber dem Benchmark – das sogenannte Alpha – zu erzielen. Da den einzelnen Anomalien unterschiedliche ökonomische (oder auch psychologische) Theorien zugrunde liegen und/oder die Anomalien für verschiedene Zeitperioden ihre Gültigkeit haben, sind die mit diesen Marktin-effizienzen erzielbaren Überrenditen grösstenteils voneinander unabhängig. Diese tiefe Korrelation macht eine Anlagestrategie, welche verschiedene Anomalien nutzt, besonders interessant, da die Stabilität des Alphas erhöht wird.

Untersuchungen von Wegelin & Co. haben ergeben, dass Anomalien im Weltaktienmarkt vor allem zwischen einzelnen Märkten bzw. Sektoren und weniger innerhalb dieser Märkte bestehen. Dabei konnte festgestellt werden, dass die Value- und Momentum-Effekte am stärksten ausgeprägt sind.

Value und Momentum sind die stärksten Anomalien

Wegelin & Co. versucht, sich mit den Anlagestrategien Active Indexing® und Active Momentum® den Value- und den Momentum-Ansatz zunutze zu machen. Dies wird mit einem klar definierten, quantitativen Prozess umgesetzt, der sich auf die Marktselektion fokussiert. Die beiden Anomalien lassen sich folgendermassen charakterisieren:

Value-Ansatz

Mehrere akademische Studien zeigen, dass günstige Aktien (gilt auch für Länder und Branchen) langfristig eine deutlich höhere Rendite als teure Aktien liefern. Diese Kernaussage des Value-Ansatzes kann ökonomisch mit dem Prinzip der «Mean Reversion» erklärt werden. In einer freien Marktwirtschaft führt eine hohe Profitabilität zu hohen Aktienbewertungen und damit zu einem Ausbau der Produktionskapazitäten. Das vergrösserte Angebot und die vermehrte Konkurrenz drücken aber mit der Zeit auf die Margen, und die Profitabilität sinkt wieder. Umgekehrt, wenn ein Wirtschaftszweig schlecht läuft, wird erst dann wieder in Produktionskapazitäten investiert, wenn sich die Nachfrage erhöht und sich die Preise, und damit die Profitabilität, wieder erholt haben. Der Value Investor profitiert von diesem «Mean Reversion»-Prozess, indem er in günstige Unternehmen oder Märkte auf dem Tiefpunkt des Zyklus' investiert, in denen in Zukunft fundamentale Verbesserungen erwartet werden und damit auch die Aktienkurse überproportional steigen können.

Momentum-Ansatz

Ein Momentum-Effekt kann mit einer Unterreaktion der Anleger bei der Informationsverarbeitung begründet werden. Zu einer Unterreaktion kann es kommen, weil Investoren oft ein übermässiges Selbstvertrauen haben und sich zu stark auf ihr eigenes Wissen und ihre eigenen Analysen stützen. Deshalb reagieren Anleger und Analysten nicht sofort auf neue Informationen, sondern benötigen eine gewisse Zeit, um die Informationen zu verarbeiten. Ein anderer Erklärungsansatz ist eher strukturell bedingt: Anlageausschüsse von Banken 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.

Der Zeithorizont kann als Hauptunterschied der beiden Ansätze betrachtet werden. Während beim Value-Ansatz angenommen wird, dass sich der Preis langfristig dem inneren Wert der Aktien

annähert (d.h., es wird in relativ günstige Märkte/Aktien investiert), nutzt die Momentum-Strategie kurzfristige Unterreaktionen des Marktpreises aus.

Kombination der Value- und Momentum-Effekte*Unkorrelierte Alphas*

Diverse Studien haben die Wechselbeziehung von Value- und Momentum-Strategien untersucht. Das Hauptaugenmerk wurde dabei auf die Umsetzung mit Einzeltiteln gelegt. Diese Analysen haben gezeigt, dass die Strategien einzeln betrachtet sehr gut funktionieren und Überrenditen zum Benchmark (Alpha) erzielen. Der Versuch, die beiden Strategien zusammenzufügen, ist aber nicht ganz unproblematisch. Denn in der Regel weisen Value-Titel ein schwaches Momentum auf; Aktien mit einem starken Momentum sind ihrerseits tendenziell teuer bewertet. Versucht man Titel auszuwählen, die gleichzeitig günstig bewertet sind und ein starkes Momentum besitzen, wird dies weniger erfolgreich sein. Dadurch werden beide Effekte verwässert. Vielversprechender ist das Vorgehen, die besten Anlagen pro Strategie zu ermitteln und diese Positionen erst in einem zweiten Schritt unabhängig voneinander zu kombinieren. Dieses Vorgehen liefert sehr erfreuliche Resultate. Als äusserst vorteilhaft erweist sich dabei die Tatsache, dass die Alphas der beiden Strategien im Zeitablauf sehr tief korreliert sind.

Ein Praxisbeispiel

Ursache für diese tiefen Korrelationen dürfte sein, dass die Strategien je nach Marktzyklus unterschiedlich rentieren. Während die Überrendite der Momentum-Strategie eher in Wachstumsperioden anfällt, profitiert die Value-Strategie oft in einer Korrekturphase. Die Effekte sind also zeitlich verschoben. Dies lässt sich am Beispiel des österreichischen Aktienmarktes zeigen. Gemäss unserem Value-Modell war der österreichische Aktienmarkt im Oktober 2003 günstig bewertet und wurde deshalb ins Value-Portfolio aufgenommen. In dieser Zeit hatten sehr wenige institutionelle Investoren ein Engagement im österreichischen Aktienmarkt, da er als zu klein und unin-

teressant betrachtet wurde. Zunächst haben sich die Fundamentaldaten (z.B. die Unternehmensgewinne) parallel mit dem Aktienmarkt sehr gut entwickelt, was zur Folge hatte, dass das Bewertungsniveau gleich blieb. Nach weiterhin überzeugendem Wachstum der Fundamentaldaten, aber einem stärkeren Preisanstieg, wurde der Markt relativ gesehen teuer. Die Position wurde folglich im Spätsommer 2004 mit Gewinn veräussert.

Zu dem Zeitpunkt, als der österreichische Aktienmarkt für die Value-Strategie attraktiv wurde, gab es vorerst kein positives Momentum-Signal. Erst als sich in den nächsten Monaten u.a. das Gewinnwachstum und die relative Rendite stark verbessert hatten, generierte unser Momentum-Modell im Frühling 2004 ein Kaufsignal. Während die Value-Strategie, wie bereits erwähnt, aus bewertungstechnischen Gründen im Spätsommer 2004 aus diesem Markt ausstieg, profitierte die Momentum-Strategie vom weiterhin starken Momentum. Die Strategie konnte so an der Hausse dieses Aktienmarktes, welcher vor allem dank dem Exposure zu Osteuropa in die Höhe getrieben wurde, bis zum Sommer 2006 teilhaben. Die Investition in den österreichischen Aktienmarkt hat in beiden Strategien insgesamt einen sehr guten Renditebeitrag geliefert.

Anhand dieses Beispiels erkennen wir, dass ein Aktienmarkt in der Regel nur für eine kurze Zeit sowohl in einem Value- als auch in einem Momentum-Portfolio liegt. Mit anderen Worten unterscheidet sich die Zusammensetzung eines Value-Portfolios stark von derjenigen eines Momentum-Portfolios. Die Schnittmenge beider Strategien ist gering, der Diversifikationseffekt entsprechend umso grösser.

Erhöhte Stabilität des Alphas

Dass sich die Value- und Momentum-Ansätze auf Länder- bzw. Sektorebene sehr gut ergänzen, lässt sich in der nachfolgenden Grafik erkennen. Die Darstellung zeigt die realisierten Überrenditen unserer Value- bzw. Momentum-Strategie relativ zum Benchmark. In Wachstumsphasen waren die Überrenditen der Momentum-Strategie deutlich höher als diejenigen der

Value-Strategie. So waren beispielsweise 1998/1999 die Aktienmärkte von einem sehr starken Momentum einiger Sektoren getrieben. Viele Vermögensverwalter hatten Angst, ihre Kunden zu verlieren, wenn sie den Aufschwung der Technologieaktien verpassen. Sie tätigten deshalb grosse Investitionen in Titel dieser Branche und trieben die Preise weiter nach oben. Value-Strategien hatten in dieser Periode dementsprechend Schwierigkeiten und erzielten eine Underperformance, während Momentum-Strategien in dieser Marktphase aussergewöhnlich rentierten.

Umgekehrt verhielt es sich z.B. in der Korrekturphase im Jahr 2000. Momentum-Strategien benötigten eine gewisse Zeit, bis der neue Trend in den Modellen umgesetzt wurde, und litten in der starken Korrekturphase, während sich die Value-Strategie auszahlte. Die Attraktivität einer Kombination der Strategien ist in der Grafik deutlich ersichtlich: Die Underperformance der einen Strategie wurde durch die Überrendite der anderen Strategie in den meisten Jahren mehr als kompensiert. Somit wird mit einer Kombination der beiden Strategien eine höhere Stabilität des Alphas erreicht.

Optimierte Information Ratio

Im Artikel «Alpha – die entscheidende Zusatzrendite», der in der Januar-Aus-

gabe von PRIVATE erschienen ist, haben wir die Wichtigkeit der Stabilität des Alphas hervorgehoben. Eine hohe Stabilität spricht für die Qualität des Portfoliomanagers. Dies zeigt sich anhand der Information Ratio, welche oft als Mass für die Qualität des aktiven Managements herangezogen wird. Diese Kennzahl setzt die absolute Grösse des Alphas in Relation zur Volatilität des Alphas, dem sogenannten Tracking Error. Je höher die Information Ratio ist, umso besser wird die Qualität des Managers beurteilt. Können die Schwankungen des Alphas verringert werden (was gleichbedeutend mit einem tieferen Tracking Error ist), resultiert unter der Annahme einer gleichbleibenden absoluten Grösse des Alphas eine höhere Information Ratio. Eine hohe Information Ratio ist folglich meist mit einer hohen Stabilität des Alphas verbunden.

Führt man zwei Strategien, welche eine tiefe Korrelation der Alphas aufweisen, zu einem Portfolio zusammen, wirkt sich dies positiv auf die Information Ratio aus. Erzielen diese beiden Strategien langfristig je ein Alpha von beispielsweise 5% p.a., ergibt sich die Überrendite der kombinierten Strategie als gewichtetes Mittel und beträgt ebenfalls 5%. Der Tracking Error des Portfolios lässt sich jedoch nicht als gewichtetes Mittel der einzelnen Vola-

tilitäten der Überrenditen berechnen. Besteht zwischen den beiden Alphas eine tiefe Korrelation, so fällt der Tracking Error der kombinierten Strategie tiefer aus als derjenige der einzelnen Strategien. Das Portfolio profitiert von einem Diversifikationseffekt, was zu einer höheren Information Ratio führt.

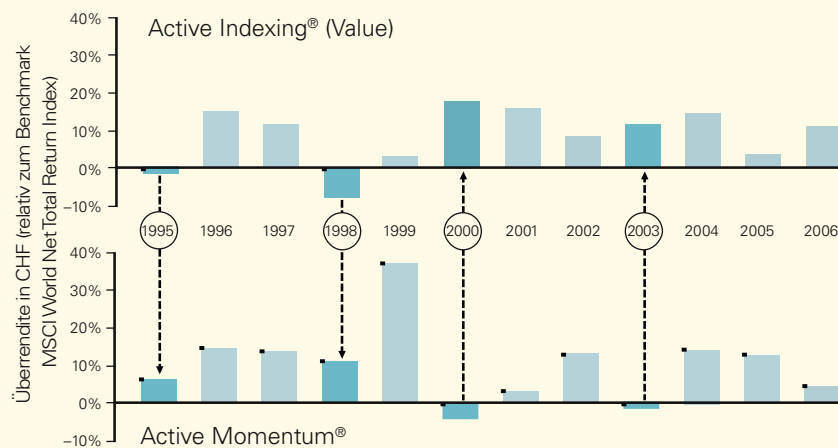
Unsere Analyse bestätigt diesen Effekt. Gemessen über zehn Jahre weisen unsere Value- und Momentum-Strategien je eine Information Ratio von 0,95 auf. Wenn man mit diesen beiden Strategien ein Portfolio bildet, zum Beispiel 70% Active Indexing und 30% Active Momentum, steigt die Information Ratio auf 1,2. Das Alpha bleibt gleich. Dank der tiefen Korrelation der Alphas sinkt jedoch der Tracking Error deutlich.

Wegelin Active Indexing® und Wegelin Active Momentum® Fonds

Die Umsetzung einer kombinierten Value/Momentum-Strategie kann anhand von Fonds erfolgen. Mit den Anlagefonds Wegelin Equity Active Indexing® und Wegelin Equity Active Momentum® stehen dafür geeignete Instrumente zur Verfügung. Während der Fonds Wegelin Equity Active Indexing® den Value-Ansatz verfolgt, wird im Fonds Wegelin Equity Active Momentum® gemäss dem Momentum-Ansatz investiert. Der Anleger kann dadurch von den Anomalien Value und Momentum profitieren. Wie erläutert wurde, lassen sich mit einer Kombination der beiden Fonds Diversifikationsvorteile dank unkorrelierten Alphas erzielen.

Der Wegelin Equity Active Indexing® Fonds konnte seit der Lancierung am 28. Januar 2004 eine Überrendite zum Benchmark von ca. 7% p.a. erzielen. Der Wegelin Equity Active Momentum® Fonds wurde am 25. Oktober 2005 lanciert und erzielte seither ein Alpha von ca. 5%. Kürzlich erhielt der Wegelin Equity Active Indexing® Fonds die höchsten Auszeichnungen von Morningstar, Lipper, Standard & Poor's und Citywire. Damit gehört der Fonds jeweils zu den besten 10% der Kategorie «Aktien weltweit». ●

Die Kombination von Value und Momentum als optimale Anlagestrategie



Die Attraktivität der Kombination von Value und Momentum ist offensichtlich: In den meisten Jahren seit 1995 wurde die Underperformance der einen Strategie durch die Überrendite der anderen Strategie mehr als kompensiert. Mit anderen Worten: Die Kombination der beiden Strategien erhöht die Stabilität des Alphas.