

Momentum und Value kombiniert

ANALYSE Value-Investoren können das Timing durch die Hinzunahme von Momentum-Kriterien verbessern.

Norbert Keimling

Value-Anleger investieren antizyklisch in unterbewertete Aktien; aus der Kursentwicklung abgeleitete technische Signale sind ohne Relevanz. Momentum legt prozyklisch in Aktien an, die allein einen überdurchschnittlichen Verlauf nehmen. Ungeachtet dieser Gegensätze belegen Studien, dass sowohl die Investition in attraktiv bewertete wie diejenige in Momentum-Aktien langfristig zu überdurchschnittlicher Performance führen. Ungeklärt sind jedoch nach wie vor die Ursachen dieser Prämien.

Obschon es wahrscheinlich ist, dass Behavioural-Finance-Effekte systematische Fehlbewertungen zur Folge haben, die diese Strategien ausnutzen, stehen weiterhin auch risikobasierte Erklärungsansätze im Raum. So weisen Value-Aktien teils höhere Insolvenzrisiken auf, und Momentum verbucht in seltenen Marktphasen Rückschläge, die die Prämien ganzer Jahrzehnte aufzehren. Beide Effekte unterliegen sodann starken Zyklen: Value-Investoren verbuchen mittlerweile seit acht Jahren einen unterdurchschnittlichen Wertzuwachs. Es erstaunt deshalb kaum, dass Anleger vermehrt versuchen, die beiden negativ korrelierten Faktoren zu kombinieren.

UMSETZEN IN DIE PRAXIS

Das gestaltet sich in der Theorie jedoch leichter als in der Praxis, da Standard-Faktorindizes durch eine weite Auslegung des Value- und des Momentum-Begriffs die reinen Faktoreigenschaften verwässern und die Effekte primär bei kleineren Unternehmen auftreten, die in vielen Faktorindizes unterrepräsentiert sind. Auch die oft zitierte negative Korrelation zwischen Value- und Momentum-Prämien ist in Faktorprodukten nur eingeschränkt zu beobachten. Die Faktorrenditen sind bei reinen Long-only-Portfolios positiv korreliert. Value- und Momentum-Schwächen können damit zeitgleich auftreten.

So stellt sich die Frage, ob Value- und Momentum-Effekte nicht sinnvoller kombiniert werden können, etwa durch eine Aktienselektion, die Value- und Mo-

mentum-Kriterien in einem Portfolio vereint, im Gegensatz zu einer Kombination sortenreiner Faktorportfolios.

FRÜHSTART VERHINDERN

Indizien hierfür liegen vor. So fehlt momentumstarken Aktien jegliche fundamentale Bestätigung, wodurch auch stark überhitzte Investments den Weg ins Depot finden. Andererseits liefert eine fundamentale Unterbewertung allein noch keine Hinweise, wann sie abgebaut wird. Value-Anleger investieren deshalb oft zu früh, wenn sich Aktien noch im Abwärtstrend befinden. Geht

«Sich nicht dogmatisch einer Stilrichtung verschreiben.»

man davon aus, dass Value-Unternehmen erst dann ihr Potenzial entfalten, wenn andere Marktakteure die Unterbewertung ebenso erkennen und die Kurse steigen, könnten Value-Investoren das Timing ihrer Kaufentscheidungen durch die Hinzunahme von Momentum-Kriterien verbessern.

Wir sind dieser Frage im Rahmen einer Research-Studie nachgegangen (sie wird voraussichtlich im Dezember veröffentlicht). Während sortenreine Value- und Momentum-Aktien vor Kosten global seit 1986 im Mittel einen ca. 4% p. a. höheren Wertzuwachs als die Benchmark erzielten, verbuchten momentumstarke Value-Titel im Mittel knapp 9% grössere Avancen. Das Kombinationsportfolio war sortenreinen Value- und Momentum-Portfolios in allen untersuchten Regionen überlegen. Das legt den Schluss nahe, dass Value-Investoren ihr Renditepotenzial signifikant steigern können, indem sie das Momentum einer Aktie in ihre Entscheidungen einbeziehen und sich nicht dogmatisch einer Stilrichtung verschreiben.

Norbert Keimling, Leiter Kapitalmarktforschung, StarCapital, Oberursel (D)