

Wissenschaftlich fundiertes Momentum Investing

Priv.-Doz. Dr. Hubert Dichtl

Grundsätzliches zur Entwicklung von erfolgversprechenden Anlagestrategien

Die zentrale Herausforderung bei der Entwicklung von erfolgversprechenden Anlagestrategien besteht darin, das Hauptaugenmerk auf ihre Robustheit zu legen. Eine robuste Anlagestrategie zeichnet sich dadurch aus, dass sie idealerweise in weitgehend unveränderter Form über verschiedene Anlageuniversen und unterschiedlichen Zeiträumen funktioniert. Die größte Gefahr besteht darin, eine Strategie zu „überoptimieren“. Dies bedeutet im Extremfall, dass eine Anlagestrategie so ausgestaltet wird, dass sie bei einem bestimmten Anlageuniversum und über einem bestimmten Analysezeitraum nahezu perfekt funktioniert. Diese Strategien weisen fast immer die Eigenschaft auf, dass sie bei geringen Veränderungen – wie dies beispielsweise bei der zukünftigen, realen Anwendung zwangsläufig der Fall ist – zumeist vollständig versagen. Dieses Phänomen wird in der Wissenschaft unter den Begriffen „Overfitting“, „Data Snooping“ oder auch „Datamining“ diskutiert.¹ Eine praxistaugliche Anlagestrategie zeichnet sich dadurch aus, dass sie über verschiedene Anlageuniversen und unterschiedliche Analysezeiträume möglichst gut und robust funktioniert.

Entwicklung robuster Anlagestrategien auf Basis wissenschaftlicher Erkenntnisse

Eine gute Ausgangsbasis zur Entwicklung von robusten Anlagestrategien besteht darin, auf den Erkenntnissen wissenschaftlicher Studien aufzusetzen. Durch eine Auswertung einer Vielzahl an wissenschaftlichen Studien lassen sich beispielsweise Hinweise finden, welche Anlagestrategien auch zukünftig robust funktionieren könnten. Die wissenschaftlichen Studien unterscheiden sich in aller Regel hinsichtlich Anlageuniversum, Analysezeiträume und diverser Implementierungsdetails. Hat sich eine Anlagestrategie unter variierenden Rahmenbedingungen als vorteilhaft herausgestellt, so ist dies ein Indiz für eine robuste Anlagestrategie, die mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zukünftig funktionieren könnte. Zu solchen Anlagestrategien gehören beispielsweise Strategien basierend auf Momentum- und Trendfolge-Indikatoren.²

Bereits im Jahre 1967 hat Robert A. Levy gezeigt, dass sich eine Anlagestrategie als überlegen erweist, bei der solche Aktien gekauft werden, deren aktueller Wochenschlusskurs deutlich über ihrem Durchschnittskurs der letzten 27 Wochen liegt. Bei der Momentum-Strategie nach Jegadeesh/Titman (1993) werden jene Aktien gekauft, die über die beste Wertentwicklung der

¹ Siehe hierzu auch Harvey (2017). Dieses Problem lässt sich bei der Entwicklung von Anlagestrategien auch mit Hilfe speziell entwickelter Hypothesentests adressieren, wie z.B. White's Reality Check oder dem „Test for Superior Predictive Ability“ (SPA-Test) von Hansen (2005). Eine Anwendung dieser Tests und ihrer Fortentwicklungen findet sich beispielsweise in Dichtl/Drobetz (2014), Dichtl (2020) und Dichtl et al. (2021).

² Vgl. z.B. Asness et al. (2013), Moskowitz et al. (2012) oder auch Dichtl (2020).

letzten zwölf Monate verfügen, wobei der jüngste Monat nicht in die Berechnung einfließt. Begründet wird dies mit dem sog. „Short-term reversal“-Effekt. Dieser beschreibt das empirisch beobachtbare Phänomen, dass kurzfristig häufig auf negative Renditen eine entsprechende Gegenreaktion (also positive Renditen) folgen. Hierbei handelt es sich somit um das Gegenteil von einem Momentum-Effekt. Ob bzw. inwieweit dieser Effekt noch Gültigkeit besitzt, ist aktuell eher strittig. So wird beispielsweise bei Moskowitz et al. (2012) das Momentum als 12-Monatsveränderung berechnet, ohne den jüngsten Monat herauszunehmen. Ein weiterer Indikator ist der sog. 200-Tage-Gleitende Durchschnitt (200-Tage-GD). Liegt der aktuelle Kurs über seinem 200-Tage-GD, so ist dies ein Anzeichen für einen weiter steigenden Kurs. Liegt er darunter, so wird dies als Indiz für einen zukünftig fallenden Kurs interpretiert.³

In der Wissenschaft besteht weitgehend Konsens, dass es das „perfekte“ Modell nicht gibt. Jedes Modell ist ein vereinfachtes Abbild der Realität. So gibt es Phasen, in denen ein Modell die Realität mal besser abbildet und mal schlechter. Die Wissenschaft behilft sich häufig damit, dass verschiedene Modelle zur Anwendung kommen und sich die finale Modellempfehlung dann aus den Empfehlungen der verschiedenen Einzelmodelle zusammensetzt. Zu nennen sind hier beispielsweise die Kombination einzelner Vorhersagen verschiedener Prognosemodelle zu einer Gesamtprognose (Forecast combination) oder die Bestimmung einer Portfolio-Allokation aus den Einzelempfehlungen verschiedener Portfolioallokations-Modelle.⁴ Vor diesem Hintergrund ist auch die Kombination verschiedener Momentums- und Trendfolge-Ansätze durchaus sinnvoll.⁵

Funktionsweise von Momentum- bzw. Trend-basierten Anlagestrategien

Die Funktionsweise von Momentum- bzw. Trend-basierten Anlagestrategien lässt sich mit der allseits bekannten Börsenweisheit „Verluste begrenzen und Gewinne laufen lassen“ kurz und prägnant beschreiben. Was sich so einfach und logisch anhört, wird von den meisten Anlegern jedoch nicht berücksichtigt. In einem vielbeachteten Aufsatz aus dem Jahre 1985 mit dem Titel „The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence“ haben die beiden Ökonomen Hersh Shefrin und Meir Statman gezeigt, dass sich Anleger in aller Regel genau gegenteilig verhalten: sie verkaufen Gewinner-Aktien viel zu früh und halten an ihren Verlierer-Aktien viel zu lang fest, was nachweisbar zu einer unbefriedigenden Performance führt. Wird das Prinzip „Verluste begrenzen und Gewinne laufen lassen“ konsequent befolgt – was bei einer rein regelbasierten Momentum- bzw. Trendfolgestrategie auch der Fall ist – dann lassen sich die Eigenschaften einer solchen Strategie auch logisch

³ Vgl. z.B. Faber (2007) und Faber (2017). Wird anstatt mit Tagesdaten mit Monatsdaten gearbeitet, so ist das Pendant zum 200-Tage-GD der 10-Monats-GD.

⁴ Vgl. Timmermann (2006) und Amenc et al. (2012).

⁵ Siehe hierzu auch Antonacci (2015).

erklären. Da Verlierer-Aktien ziemlich zügig wieder verkauft werden, lassen sich bei solchen Strategien häufig viele Verlust-Trades beobachten, die jedoch – und das ist entscheidend – zumeist nur ein geringes Verlustausmaß aufweisen. Da die Gewinner-Aktien konsequent bis zum Schluss (also bis sie nicht mehr zu den Gewinner-Aktien gehören) gehalten werden, weisen diese Titel häufig eine sehr hohe positive Rendite auf. Aggregiert man die vielen kleinen Verlust-Trades und die vergleichsweise wenigen großen Gewinn-Trades abschließend zur Gesamt-Performance, so ergibt sich häufig eine attraktive Rendite.

Wissenschaftlich fundiertes Momentum Investing mit der BOTSI®-Strategie

BOTSI® steht für „Best-of-Trends-System-Investment“. Hinter dieser Bezeichnung verbirgt sich eine Momentum- bzw. Trend-basierte Anlagestrategie für aktives Aktienmanagement, die stringent auf Basis wissenschaftlicher Kriterien entwickelt wurde. Bei der Entwicklung der Strategie wurde größtes Augenmerk auf ihre Robustheit gelegt. Vor diesem Hintergrund kommen auch nur solche Momentum- und Trendindikatoren zum Einsatz, deren Leistungsfähigkeit in diversen wissenschaftlichen Untersuchungen nachgewiesen wurden. Durch eine Kombination verschiedener Indikatoren wird eine zusätzliche Steigerung der Robustheit erreicht. Umfangreiche Analysen und auch die Performance real umgesetzter BOTSI®-Strategien zeigen, dass das Ziel „Verluste begrenzen und Gewinne laufen lassen“ mit dieser Strategie sehr gut gelingt.

Bibliographie

Antonacci, G. (2015): *Dual Momentum Investing. An Innovative Strategy for Higher Returns with Lower Risk*, McGraw-Hill Education, New York, USA.

Amenc, N., Goltz, F., Lodh, A., und Martellini, L. (2012): *Diversifying the Diversifiers and Tracking the Tracking Error: Outperforming Cap-Weighted Indices with Limited Risk of Underperformance*, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 38, 72-88.

Asness, C.S., Moskowitz, T.J., und Pedersen, L.H. (2013): *Value and Momentum Everywhere*, *Journal of Finance*, Vol. 68, 929-985.

Dichtl, H. (2020): *Investing in the S&P 500 index: Can anything beat the buy-and-hold strategy?*, *Review of Financial Economics*, Vol. 38, 352-378.

Dichtl, H., Drobetz, W., Neuhierl, A., und Wendt, V.-S. (2021): *Data snooping in equity premium prediction*, *International Journal of Forecasting*, Vol. 37, 72-94.

Dichtl, H., und Drobetz, W. (2014): *Are stock markets really so inefficient? The case of the “Halloween Indicator”*, *Finance Research Letters*, Vol. 11, 112-121.

Faber, M. (2007): *A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation*, *The Journal of Wealth Management*, Vol. 9, 69-79.

Faber, M. (2017): *A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation. Revisited 10 Years Later*, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 44, 156-167.

Hansen, P.R. (2005): *A Test for Superior Predictive Ability*, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 23, 364-380.

Harvey, C.R. (2017): *Presidential Address: The Scientific Outlook in Financial Economics*, *The Journal of Finance*, Vol. 72, 1399-1440.

Jegadeesh, N., und Titman, S. (1993): *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*, *The Journal of Finance*, Vol. 48, 65-91.

Levy, R.A. (1967): *Relative Strength as a Criterion for Investment Selection*, *Journal of Finance*, Vol. 22, Issue 4, 595-610.

Moskowitz, T.J., Ooi, Y.H., und Pedersen, H. (2012): *Time series momentum*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, 228-250.

Shefrin, H. und Statman, M. (1985): *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, 777-790.

Timmermann, A. (2006): *Forecast Combinations*, in: Elliott, G., Granger, C. und Timmermann, A., *Handbook of Economic Forecasting Volume 1*, Elsevier B.V., Amsterdam.

White, H. (2000): *A Reality Check for Data Snooping*, *Econometrica*, Vol. 68, 1097-1126.