

e. Theissen • c. Yilanci

Momentum? What Momentum?

CFR Working Paper 20-09

Der Momentum-Effekt ist eine der stärksten und am besten dokumentierten Kapitalmarktanomalien. Aktien, die in den zurückliegenden 3-12 Monaten eine besonders gute (besonders schlechte) Performance aufgewiesen haben tendieren dazu, auch in den darauffolgenden 3-12 Monaten eine gute (schlechte) Performance aufzuweisen. Dieses Ergebnis bleibt auch bestehen, wenn man auf herkömmliche Weise für das systematische Risiko der Aktien kontrolliert. Diese Risikokorrektur besteht regelmäßig darin, dass man die Renditen des sogenannten Momentum-Portfolios (ein Portfolio, das positiv in "Gewinnern" der Vergangenheit investiert ist und Leerpositionen der "Verlierer" enthält) auf Faktoren (z.B. das Fama und French 3- oder 5-Faktoren-Modell) regressiert und dann den Achsenabschnitt gegen null testet. Diese Prozedur unterstellt, dass das (durch die Steigungskoeffizienten der Regression gemessene) systematische Risiko des Momentum-Portfolios im Zeitablauf konstant ist. Nun ist aber das Momentum-Portfolio durch einen ständigen Wechsel der darin enthaltenen Aktien gekennzeichnet. Das führt zu einer systematischen zeitlichen Variation des systematischen Risikos, die zudem unmittelbar von den Faktorrealisationen der Vergangenheit abhängt. In einer Periode höher Marktrenditen haben Aktien mit hohem (niedrigen) Beta eine sehr gute (schlechte) Performance. Daher werden Aktien mit hohem Beta zu den "Gewinnern" und solche mit niedrigem Beta zu den "Verlierern" zählen, so dass das Momentum-Portfolio insgesamt ein positives Markt-Beta aufweisen wird. Nach einer Periode mit negativen Marktrenditen ist es jedoch genau umgekehrt, und das Momentum-Portfolio wird ein negatives Markt-Beta aufweisen. Die oben beschriebene Prozedur ermittelt nun ein durchschnittliches Markt-Beta, das nahe bei null liegen wird.

Wir schlagen eine modifizierte Prozedur vor, bei der in jedem Monat das systematische Risiko nur für die Aktien gemessen wird, die in diesem Monat im Momentum-Portfolio enthalten sind. Dadurch wird die zeitliche Variation des systematischen Risikos erfasst. Wir wenden dieses Verfahren auf eine große Stichprobe US-amerikanischer Aktien an und finden dass es für den Gesamtzeitraum 1963-2018, für nach Aktiengrößenklassen gebildete Teilstichproben keinen signifikanten Momentum-Effekt gibt, wenn die Risikobereinigung mit dem Fama / French 5-Faktoren-Modell und unserer modifizierten Prozedur vorgenommen wird. Auch die von Barroso und Santa-Clara (2015) vorgeschlagene volatilitäts-skalierte Momentumstrategie liefert keine signifikanten Renditen. Schließlich betrachten wir auch eine internationale Stichprobe mit Daten aus 20 entwickelten Ländern und finden ganz ohne Risikoadjustierung einen signifikanten Momentum-Effekt in 19 Ländern, mit "traditioneller" Risikobereinigung in 16 Ländern, mit unserer modifizierten Prozedur jedoch nur noch in drei Ländern. Wir zeigen somit, dass der Momentum-Effekt möglicherweise deutlich schwächer ist als bislang angenommen.