

Handelsstrategien

Mit System zum Gewinn

Von den Vorteilen regelbasierter Strategien in einem chaotischen Umfeld

Schwierige Rahmenbedingungen

Große Kursschwankungen, wenig Rendite – das herrschende Nullzinsumfeld wirkt sich in vielfältiger Weise auf die Anlagemärkte und zunehmend auch auf das Anlegerverhalten aus. Wie kann in solchen Märkten Performance erzielt werden, ohne sich gleichzeitig übermäßigen Risiken auszusetzen? Was nach der Quadratur des Kreises klingt, darauf versuchen Handelsstrategien eine nachvollziehbare Antwort zu geben – und liefern ein ganzes Bündel verschiedenster Ansätze. Riesige Datenbestände und leistungsfähige Computer erlauben neben der Überprüfung von Bewährtem heute auch die Erstellung und Beurteilung innovativer Konzepte. Einen Eindruck davon vermittelt unser Bericht von der „1. Frankfurter Quant-Konferenz“ (vgl. Kasten „Kollege Computer“, S. 22/23). Das Interesse an verlässlichen Regeln im scheinbar völlig chaotischen Kursgeschehen ist enorm. Im Folgenden wollen wir Ihnen die Philosophie der regelgebundenen Geldanlage vorstellen und einige Praxisbeispiele aus sehr unterschiedlichen Bereichen skizzieren – nicht zuletzt auch als Anregung für eigene, weiterführende Überlegungen.

„Statistisches Wissen“

Warum überhaupt systematisch handeln? Für institutionelle Anleger und Dienstleister ist die Sache klar. Ohne fokussierte und damit kommunizierbare Strategie geht heute im Kampf um den Kunden nichts mehr. Die Zeiten, in denen sich ein knorriger älterer Herr als „Börsenguru“ vermarkten ließ, sind wohl vorbei. Aber auch der Privatanleger, der sein eigener „Kunde“ ist, kann von einer strukturierten und regelbasierten Vorgehensweise nur profitieren. Es geht hier nicht darum, die Zauberformel zu finden, mit der die Zukunft vorhergesagt werden kann – das wird nie gelingen. Es ist allerdings eine realistische Annahme, aus den Beobachtungen der Vergangenheit ein Wissen über Muster und Anomalien zu sammeln, das bei der Verwaltung der eigenen Börsenpositionen nutzbringend eingesetzt werden kann. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Beobachtungen keine reinen Zufälligkeiten sind, die lediglich durch intensives „Data Mining“ zu Tage gefördert wurden, sondern robuste Phänomene, die unter vergleichbaren Voraussetzungen auch künftig in ähnlicher Weise zu finden sein werden. Angesichts des statistischen Charakters eines solchen Wissens tritt die Bedeutung einzelner Käufe bzw. Verkäufe hinter die saubere Umsetzung des Anlageprozesses zurück. Anpassungen einer bewährten Handelsregel sind aber immer dann angezeigt, wenn die produzierten Ergebnisse nicht mehr zur theoretischen Statistik passen.

Vielschichtiger Lernprozess

Das Ganze ist also auch ein Lernprozess. Wer mit Regeln arbeitet, entwickelt im Zeitablauf fast zwangsläufig ein tieferes Verständnis für deren Mechanik und Schwachpunkte. Allerdings sollte man es mit der Tüftelei auch nicht übertreiben. Es ist ein schmaler Grat zwischen echter Erkenntnis und bloßem „Curve Fitting“. Bei Letztgenanntem werden die Handelsregeln zwar eindrucksvoll an einen konkreten historischen Kursverlauf „angeschmiegt“, sind aber nicht wirklich auf andere Zeiträume übertragbar. Viel inter-

Abb. 1: Tesla Motors Inc. (WKN A1CX3T)



In Kurszeitreihen sind sowohl Trends als auch Handelsspannen zu finden. Sinnvolle Handelsregeln unterscheiden zwischen beiden Phasen und nutzen deren Charakteristik aus.

essanter als historische Spitzenperformance ist die Robustheit einer Handelsregel gegenüber Störeinflüssen. Aber auch ein robustes Regelwerk nützt wenig, wenn man es praktisch nicht umsetzen kann – etwa, weil man die Drawdowns nicht aushält oder durch eine Vielzahl kleiner Verluste zermürbt wird. Dann besteht die reale Gefahr, dass eine an sich ordentliche Strategie zum ungünstigsten Zeitpunkt aufgegeben wird. Der Anwender fällt aus der scheinbaren Sicherheit einer nur schlecht verstandenen Handelsregel direkt in den Panikmodus. Entscheidend ist also, sich bereits im Vorfeld ehrlich zu prüfen, ob man die Charakteristik eines Regelwerks auch aushält. Erst wenn man diese Klippe umschiff hat, kann man durch eine Regelbasierung die Emotionen dann auch im Echtbetrieb zurückdrängen.

Interpretationsspielräume

Bei Handelsregeln denkt man oft an Kursverläufe, Gleitende Durchschnitte und Ähnliches. Das hat weniger damit zu tun, dass

FÜR DIE BESTEN WERTANLAGEN NUR DIE BESTEN ADRESSEN

Abb. 2: NASDAQ-Titel mit Relativer Stärke nach Levy (RSL)

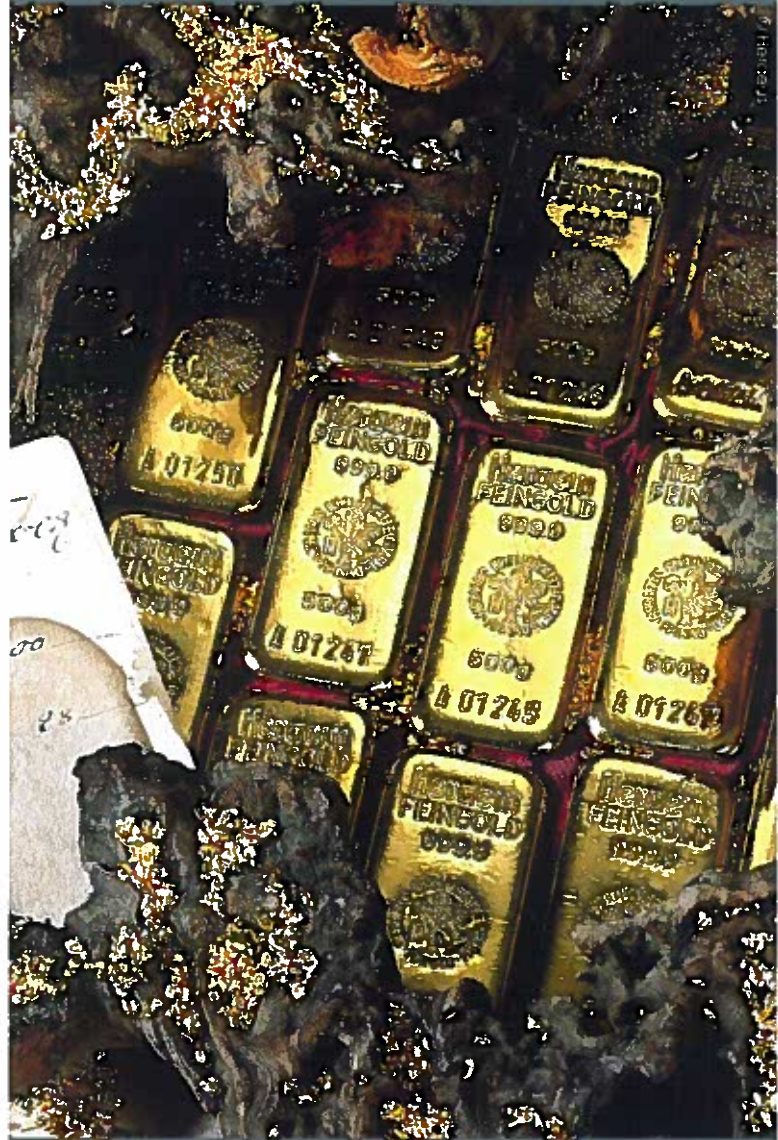
Name	RSL
Celator Pharmaceuticals Inc.	3,14
Advanced Micro Devices Inc.	1,80
Silver Standard Resources Inc.	1,69
Exact Sciences Corp.	1,59
Exelixis Inc.	1,57
LDR Holding Corp.	1,57
Marketo Inc.	1,51
Zillow Group Inc.	1,44
Pan American Silver Corp.	1,40
inContact Inc.	1,40
Royal Gold Inc.	1,40
Zillow Group Inc Class A	1,38
DreamWorks Animation SKG Inc. A	1,37
Weibo Corp.	1,36
NVIDIA Corp.	1,34
Virgin America Inc.	1,34

Die aktuellen Überflieger neigen zu einem Rückfall ins Mittelfeld.

sich nur in Kurszeitreihen profitable Muster finden ließen als mit der allgemeinen Verfügbarkeit dieser Daten, die zur Analyse regelrecht herausfordert. Allerdings lassen sich aus den gleichen Daten ganz unterschiedliche Schlüsse ziehen: „Der Kurs ist gestiegen, also wird er weiter steigen“ (Trendfolger) oder „Der Kurs ist gestiegen, also wird er wieder zurückfallen“ (Mean-Reverse-Verhalten, vgl. Abb. 1). Die erste Interpretation bewertet die Bewegung als Initialzündung eines längeren Anpassungsprozesses, die zweite als kurzfristige Abweichung vom „richtigen“ Kurs, die wieder korrigiert wird. Für beide Sichtweisen lassen sich reichlich Beispiele finden, wobei die Kursfluktuationen um einen Mittelwert mitunter nur ein Phänomen kürzerer Zeitfenster ist, während sich Trends und Niveaushiftungen relativ zu den Fluktuationen eher auf höheren Zeitebenen abzeichnen. In einer Welt im Umbruch bleibt das Thema Trend und Trendfolge jedenfalls hochaktuell. Trendfolgeansätze sind zwar potenziell profitabel, gelten allerdings auch als schwer handelbar (s.o.). Oft sind lange Folgen von Fehlsignalen durchzustehen, bevor der nächste große Trend erscheint.

Trend & Momentum

Besonders der Momentumeffekt ist statistisch über die verschiedensten Zeiträume und Märkte immer wieder bestätigt worden. Er sagt aus, dass Aktien, die während einer sogenannten Formationsperiode (meist sechs Monate) überdurchschnittlich stark sind, auch weiter stark bleiben. Unser Interviewpartner Daniel Haase von der HAC VermögensManagement AG (Interview auf S. 18) warnt allerdings vor den absoluten Überfliegern, weil diese die hohen Erwartungen oft nicht erfüllen können (vgl. Abb. 2).



142 Jahre Edelmetallerfahrung.

ROBBE & BERKING

SEIT 1874

www.wertanlagen.robbeberking.de

Oder in:

Berlin, Kurfürstendamm 54 · Bremen, Katharinenklosterhof
Düsseldorf, Königsallee 60a · Flensburg, Rote Straße 14
Frankfurt, Steinweg 8 · Hamburg, Jungfernstieg 22
Hannover, Luisenstraße 10/11 · Kiel, Dänische Straße 11
München, Theatinerstraße 32 · Wien, Am Graben 26

PRINCIPLES

BY RAY DALIO

What follows are three distinct parts that can be read either independently or as a connected whole. Part 1 is about the purpose and importance of investing in general, having nothing to do with my principles that apply to everything I do. They are being lived out at Bridgewater's most fundam

„Principles“ von Ray Dalio – das kostenlose eBook des Chefs von Bridgewater Associates gehört zur Pflichtlektüre jedes regelbasiert arbeitenden Anlegers. Download-Link: <http://smart-i.de/DalioPrinciples>

Fortgeschrittene Textanalyse

Ein Feld, das noch in den Kinderschuhen steckt, ist die regelbasierte Beurteilung von Geschäftsmodellen. Bislang tummeln sich hier eher Managementforscher als Börsianer. Die Kunst besteht darin, in der Vielfalt einzigartiger Gestaltungen jene Gemeinsamkeiten herauszufiltern, die für eine Prognose künftiger Erfolge relevant sind. Uns ist nicht bekannt, dass dies bisher überzeugend gelungen wäre. Wer sich dennoch nicht alleine auf nachlaufende fundamentale Kennzahlen verlassen will, für den tun sich mit „Quantenstein“ neue Perspektiven auf. Bei dieser Kooperation zwischen ACATIS und der NNAISENSE SA wird die Anwendung textanalytischer Methoden wie Text-Mining, Natural Language Processing und Deep-Learning erforscht. Wie Roland Schweter von

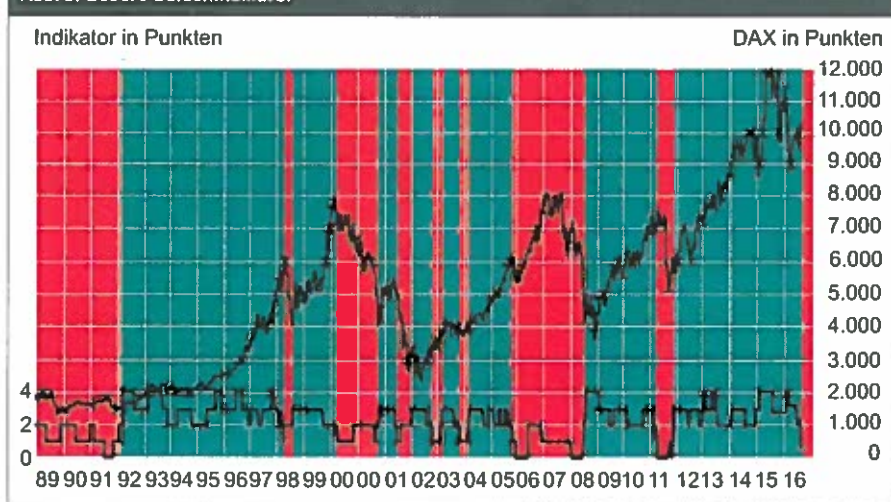
es dennoch möglich ist, über simple KGV-Strategien hinaus auch in diesem Umfeld regelbasiert vorzugehen, zeigt unter anderem die US-Hedgefonds-Legende Ray Dalio von Bridgewater Associates. Zu seinem Trading-Arsenal gehören auch zahlreiche fundamentale Kennzahlen. Obwohl Dalio keine detaillierten Handelsregeln offenlegt, macht er aus seiner Vorliebe für die Kennzahl Kurs/Free Cashflow je Aktie kein Geheimnis. Das vielleicht Wesentlichste, was man von Dalio lernen kann: Niemals Aussagen blind glauben, die man nicht selbst überprüft hat. Der Zweifel an allgemein anerkannten Glaubenssätzen dürfte im Börsenumfeld ohnehin einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren sein.

Dennoch nutzt auch er das Auswahlkriterium Momentum – vor allem, um die schwächsten Aktien zu vermeiden. Leo Willert, CEO und Head of Trading der ARTS Asset Management GmbH, hat einen Ansatz entwickelt, den er als „momentumgetriebene Trendfolge“ charakterisiert. Momentum bewertet er dabei als eine Unterkategorie der Trendfolge. Die Besonderheit: Das System wird nicht auf Einzeltitel, sondern auf rund 10.000 Fonds und 1.000 ETFs angewendet. Je mehr Anlagevehikel betrachtet werden, desto größer ist die Chance, solche zu finden, die einen genügend starken und damit für Anlagezwecke nutzbaren Trend aufweisen. Mit der Größe des verwendeten Universums wächst bei einer solchen Strategie daher auch die potenzielle Performance.

Wert und Preis

Wesentlich aufwändiger ist die Untersuchung von Fundamentaldaten. Neben der Pflege der Datenbank mit Ergebnissen und Analystenschätzungen erfordert auch das Untersuchungsdesign in der Regel mehr Vorüberlegungen hinsichtlich der Datenverknüpfung als die Kurszeitreihenanalyse. Ab wann soll beispielsweise ein Einfluss eines Quartalsergebnisses auf den Kurs angenommen werden? Wie soll die „Ankerung“ der Marktteilnehmer durch Analystenschätzungen und deren Veränderung im Zeitablauf berücksichtigt werden? Dass

Abb. 3: Gebert-Börsenindikator



Nach fünf Jahren im DAX verabschiedete sich der Gebert-Börsenindikator am 3. Mai 2016 aus dem Markt (rote Phase am rechten Rand). Aktuell könnte ein erneuter Einstieg kurz bevorstehen. Quelle: Thomas Gebert / www.gebert-boersenindikator.de

ACATIS bei der 13. ACATIS Value-Konferenz im Mai ausführte, gehe es darum, nach den Zahlen nun auch den Text von Geschäftsberichten aufzuschließen. So ließen sich nicht nur Potenziale, sondern auch „Red Flags“ aufspüren – ein hochinteressantes Forschungsfeld, in dem der Wettbewerb in vollem Gang ist.

Stimmungsschwankungen

Ist die maschinelle Bewertung von schriftlichen Unternehmensmitteilungen schon eine echte Herausforderung, so ist bei der Erfassung der Stimmung der Marktteilnehmer bereits die Erhebung der Daten schwierig. Bei der sentix GmbH hat man

langjährige Erfahrung in der Befragung der Marktteilnehmer und der Ermittlung aggregierter Stimmungsbilder (vgl. Rubrik „sentix Sentiment“, S. 58). Besonders an Extrempunkten, wo Stimmungen regelmäßig sachliche Überlegungen dominieren, entstehen nutzbare Marktanomalien. Allerdings sind Stimmungen flüchtig und der Anleger befindet sich stets in der Gefahr, selbst Teil jener Masse zu werden, über die er vermeintlich distanziert urteilt. Auch unser Gesprächspartner, der Fondsberater Friedrich Bensmann (vgl. Interview S. 21), verweist auf die erheblichen Schwierigkeiten bei der Messung des Sentiments.

Saisonmuster

Entweder in Ergänzung zu anderen Indikatoren oder als eigenständige Handelsregel lassen sich zeitliche Anomalien nutzen (vgl. Phänomene des Marktes, S. 24). In der Untersuchung der jährlichen Saisonfiguren verschiedenster Märkte hat sich insbesondere Dimitri Speck einen Namen gemacht. Seine Website www.seasonal-charts.de ist in dieser Hinsicht eine echte Fundgrube. Allerdings dürfen die dort gezeigten Saisoncharts nicht als zwingende Blaupause für den Kursverlauf des Jahres missverstanden werden. Sie zeigen vielmehr eine durch die Historie gehärtete Standarderwartung. Abweichungen des tatsächlichen

„Kollege Computer“

Bericht von der „1. Frankfurter Quant-Konferenz“ am 9. Mai 2016 in Frankfurt

Treffpunkt der „Quants“

Auf die Initiative mehrerer Vermögensverwalter hin fand am 9. Mai 2016 die „1. Frankfurter Quant-Konferenz“ statt. Der große Zuspruch von mehr als 100 Teilnehmern zeigte, wie sehr das Thema „regelbasierte Anlagestrategien“ der Branche auf den Nägeln brennt. Erstaunlich ist daher vor allem, dass es bislang keinen vergleichbaren Branchentreff für den persönlichen Gedankenaustausch der „Quants“ gegeben hat. Diese Lücke wurde nun durch das ausrichtende Haus Berenberg, in dessen Räumlichkeiten die Veranstaltung stattfand, und die teilnehmenden Vermögensverwalter geschlossen. Der Siegeszug der „Quants“ dürfte ohnehin erst am Anfang stehen, denn die inzwischen verfügbaren Datenbestände und Rechenleistungen laden geradezu zum „Data Mining“ ein. Neben der Entdeckung neuer Zusammenhänge dürfte da auch mancher Börsenmythos entzaubert werden.

Stabile Langfristtrends

Nach einführenden Worten von Frank Eichelmann, Leiter Relationship Management bei Berenberg, stieg Professor Stanislaus Maier-Paape von der RWTH Aachen – Smart-Investor-Lesern bestens bekannt als Gastautor, zuletzt in der Ausgabe 6/2016 – als Erster in den Ring. In seinem Referat „Regelbasierter langfristiger Trendhandel – Eine statistische Analyse“ stellte er fünf Trendindikatoren vor, die er in jeweils elf Parameterausprägungen testete. Es ging hier ausdrücklich nicht

um eine Optimierung oder die Auswahl der besten Einzelstrategie. Vielmehr sollte anhand des Bündels von insgesamt 55 Strategien eine Aussage über das Konzept des langfristigen Trendhandels getroffen werden: Die Stabilitätsanalyse ergab, dass er sich „über viele Märkte und mit unterschiedlichen Methoden stabil und profitabel“ umsetzen lässt.

Richtig diversifiziert

Anschließend präsentierte der Geschäftsführer der GFA Vermögensverwaltung GmbH, Werner Krieger, die quantitative Anlagestrategie „iQ Global“ als „gläsernen Weltfonds“. Schlüsselemente der Outperformance sind hier Market-Timing, Trendstärkenanalyse und Trendphasendiversifikation. Besonders in Crashphasen zeigte sich der Ansatz in umfangreichen Backtests krisenstabil. Dazu trägt auch die Methode der Trendphasendiversifikation bei, die das Versagen der klassischen Diversifikation aufgrund einer stark gestiegenen Korrelation der Aktienmärkte in Abwärtsphasen umgeht. Krieger ist Smart-Investor-Lesern ebenfalls aufgrund früherer Veröffentlichungen und seiner regelmäßigen Kolumne („Quantitative Analyse/GFA-Börsenampel“; S. 59) bestens bekannt.

Märkte sind fraktal

Dr. Wilhelm Berghorn von der Mandelbrot Asset Management GmbH beschäftigte sich mit Momentumstrategien aus einer unerwarteten Perspektive: Basis seiner Untersuchungen waren „Wavelet-Trendzerlegungen“ der Kurszeitreihen, anhand derer er die „fraktale Charakteristik“ der Märkte herausarbeitete. Ein Ergebnis sind die – gegenüber reinen Zufallsprozessen – längeren Trends in diesen Zeitreihen, die eine theoretische Fundierung der Momentumstrategie bilden. Das vorgestellte „Mandelbrot Marktmodell“

Kursverläufe sind nach hiesiger Auffassung daher keine Hinweise auf einen aufgestauten Nachholbedarf zur Saisonfigur, sondern Ausdruck starker gegenläufiger Marktkräfte.

Gut kombiniert

Aus der Vielzahl möglicher Handelsregeln werden immer wieder auch Kombinationen vorgeschlagen, deren Mehrwert sich entweder aus dem Zusammenspiel verschiedener Regeln oder aus der Abmilderung der Schwächen einer einzelnen Regel ergibt. So finden Sie im Smart Investor regelmäßig die Berichterstattung zur Intermarketanalyse von Uwe Lang

(S. 57) oder die Quantitative Analyse/ GFA-Börsenampel von Werner Krieger und Dr. Werner Koch (S. 59). Eines der bekanntesten und erfolgreichsten Regelwerke des deutschsprachigen Raums ist der Gebert-Indikator von Thomas Gebert (www.gebert-boersenindikator.de). Neben Zinsentwicklung, Inflationsrate und Dollarkurs fließt die Saisonfigur in diesen Indikator ein. Am 3.5.2016 gab er das erste Verkaufssignal für den DAX seit dem Jahr 2011 und ist seitdem aus dem Markt (vgl. Abb. 3). Aktuell besteht aufgrund des US-Dollar-Kurses allerdings eine realistische Chance auf einen Wiedereinstieg.

Fazit

Verständig angewendete Handelsregeln erlauben nicht nur einen emotionsärmeren Zugang zum Markt, sondern auch echten (Erkenntnis-)Gewinn. Aufgrund hoher Rechnerleistungen, ausgefeilter Softwarepakete und gut gepflegter Datenbanken haben heute auch Privatanleger die Möglichkeit zum Test ausgefeilter Strategien. Wer diese Möglichkeiten nicht nutzt, verzichtet auf ein Stück Autonomie und läuft Gefahr, kolportierten Börsenweisheiten aufzusitzen, die tatsächlich keine Substanz haben.

Ralph Malisch

erklärt den Momentum-Effekt aber nicht nur mathematisch, sondern zeigt zudem, dass Märkte deutlich turbulenter sind, als dies klassischer Weise angenommen wird. In einem Umfeld langsamerer und längerer Aufwärtstrends sowie kurzer und schneller Abwärtstrends bleibe das Market-Timing daher schwierig. Für die Anhänger der Random-Walk-Hypothese hat Berghorn eine bittere Erkenntnis parat: „Preise sind nicht unabhängig.“

Von Katastrophen lernen

Dr. Frank Schmielewski, Geschäftsführer der RC Banken Consulting Group, ging der Frage nach, wie Investoren von der Naturkatastrophenforschung profitieren können. Es ging um die Vermeidung „extremer Verlustperioden“, die zur aktuellen Realität des Marktumfelds ebenso gehören wie die immer geringeren realen Renditen. Die Annahme einer Normalverteilung der Kursveränderungen bewertete er als „teuersten Irrtum der Finanzindustrie“. Zur alternativen Risikoabschätzung schlug er die in der Naturkatastrophenforschung etablierte Extremwertstatistik vor, mit der auch eine hinreichende Berücksichtigung sogenannter „fat tails“ möglich sei – also jener seltener Extremereignisse, die dem Depot erheblichen Schaden zufügen können. Das Risikomaß „extreme Value-at-Risk“ (eVaR) kann solche Extremrisiken mit höherer Genauigkeit quantifizieren, ohne dafür Rendite zu opfern – der automatisierte Schätzprozess ist freilich proprietär.

Künstliche Intelligenz am Werk

Michael Günther, Portfoliomanager bei Tungsten Capital Management GmbH, skizzierte die Handlungsalternativen im Niedrigzinsumfeld: riskanteres BETA, smarteres BETA oder – und das ist die Zielrichtung von Tungsten – echtes



Foto: © cherezoff / www.fotolia.com

ALPHA. Entscheidend sei aber, welches ALPHA dem Anleger unter Berücksichtigung seines Risikobudgets wirklich weiterhelfe. Der Kern der Lösung ist die „QuantMatrix“, die dieses ALPHA auf Basis künstlicher Intelligenz entdeckt. Die verwendeten Algorithmen spielen ihre Stärke in der Analyse großer Datenmengen und bei der Identifizierung dynamischer Zusammenhänge aus. In der Praxis läuft der Ansatz auf eine intelligente Kombination von Momentum- und Contrarian-Ansatz heraus – ohne dem System ein präferiertes Umfeld vorzugeben.

Fazit

Die „1. Frankfurter Quant-Konferenz“ hat einige Schlaglichter auf das geworfen, was heute im Bereich regelbasierter Handelsstrategien möglich ist. Sie zeigte aber auch, wie unterschiedlich die Herangehensweisen an das alte Anlegerproblem einer möglichst risikoarmen Überrendite sein können. Das Veranstaltungsformat ruft nach einer Wiederholung im nächsten Jahr und könnte sich zum festen Anlaufpunkt der „Quant“-Szene in Deutschland entwickeln.

Ralph Malisch