

## GASTBEITRAG

# Technische und fundamentale Analyse sind berechtigt

Börsen-Zeitung, 29.12.2017

Die technische Analyse hat viele Anhänger. Es bleiben aber auch viele Kritiker, die an dieser Analyse-methode keinen Gefallen finden. Die Gründe dafür mögen mannigfaltig sein. Diese Arbeit geht der Kritik auf den Grund und liefert einige Erklärungen, warum ein Schwarz-Weiß-Denken nicht angebracht ist.

Die Wissenschaft, gleichgültig in welcher Disziplin, hat als oberstes Gebot die Reproduzierbarkeit der Ergebnisse. Wenn ein Wissenschaftler zu einer Erkenntnis gelangt, muss diese bei gleichem Versuchsaufbau von jedem unabhängigen Wissenschaftler an jedem Ort wiederholt werden können. Diesen Grundsatz lernen Studenten im ersten Semester und müssen ihn bereits bei der ersten Hausarbeit befolgen. Sollte das Ergebnis nicht reproduziert werden können, ist die Arbeit nicht bestanden. Dies gilt für Chemieingenieure ebenso wie für Studenten der Physik, Medizin oder auch der Mathematik.

Des Weiteren müssen die Ergebnisse jeglicher kritischer Prüfung standhalten können. Dies bedeutet, dass Kritik nicht nur zugelassen werden, sondern auch wissenschaftlich aufgebaut sein muss. Um ein Ergebnis zu widerlegen, muss dieses reproduzierbar sein und wissenschaftlichen Ansprüchen genügen.

Soweit zum grundsätzlichen wissenschaftlichen Ansatz. Sowohl bei den Befürwortern als auch bei den Gegnern der technischen Analyse ist in den Diskussionen, die oft über öffentliche Medien ausgetragen und selten direkt geführt werden, ein Höchstmaß an Emotion im Spiel. Dieser emotional geführte Schlagabtausch ist selten wissenschaftlich begründet noch zielführend.

### Fehlende Reproduzierbarkeit

In der technischen Analyse ist es nicht möglich, Ergebnisse einfach zu reproduzieren, indem man etwa eine Formation (im englischen „Pattern“ genannt) definiert und diese versucht, immer wieder anzuwenden. Die Reproduzierbarkeit ist nicht möglich, da eine Formation an einem beliebigen Punkt des Chartverlaufs auftreten kann. Die jeweilige Marktstimmung spielt eine ebenso große Rolle wie der „Erscheinungszeitpunkt“ im Chart.

Da lohnt es sich, daran zu erinnern, dass die technische Analyse auf einer Analyse des menschlichen Verhaltens (Massenpsychologie) basiert, welches nicht reproduzierbar ist, wie z. B. die Mathematik. Die richtige Interpretation einer Forma-

Analyse ein, um ein Handelssystem zu entwickeln, ist eine genaue Berechnung des Erfolgs mittels Backtesting möglich. Hier zeigt sich die Erfolgsquote eines Systems. Dies bedeutet nicht, dass ein System dazu geeignet ist, eine 100 %-Trefferquote

### Schulter-Kopf-Schulter-Formation



Eine typische Schulter-Kopf-Schulter-Formation zeichnet sich durch einen möglichst symmetrischen Verlauf aus. Dabei sollte die linke Schulter möglichst den gleichen Abstand zum Kopf haben wie die rechte Schulter. In der linken Schulter sollte der Umsatz am höchsten sein, im Kopf niedriger und in der rechten Schulter am geringsten. Dies ist das typische Anlegerverhalten, an dem man ablesen kann, dass das Interesse der Marktteilnehmer schwindet.

© Börsen-Zeitung

tion ist also von den Erfahrungen und Kenntnissen des jeweiligen Analysten abhängig. Der Kritikpunkt der fehlenden Reproduzierbarkeit ist also absolut legitim und berechtigt.

Es gibt andererseits eine Möglichkeit, reproduzierbare Ergebnisse im Rahmen der technischen Analyse zu erzielen. Diese sind aber nicht, wie in der Wissenschaft häufig üblich, zu 100 % reproduzierbar, sondern stellen lediglich eine hohe Wahrscheinlichkeit für ein erwartetes Ergebnis dar. Ein Grundsatz der technischen Analyse ist das Arbeiten mit Wahrscheinlichkeiten. Dies liegt daran, dass Kurse von Menschen gemacht werden. Menschen lassen sich nun einmal nicht berechnen und nicht in Formeln packen.

Es gibt aber Verhaltensmuster, die eine Berechnung von Wahrscheinlichkeiten zulassen. Doch zurück zur Reproduzierbarkeit von Ergebnissen. Setzt man die technische

zu erzielen. Wenn die Trefferquote aber deutlich über 50 % liegt, kann von einer positiven Erwartungshaltung bezüglich des Erfolgs gesprochen werden (an dieser Stelle sei festgestellt, dass die Trefferquote nicht der einzige Faktor ist, der den Erfolg eines Handelssystems ausmacht). Diese Reproduzierbarkeit für die Trefferquote ist aber auch nicht in Stein gemeißelt. Sie ist nur für eine gewisse Zeit gegeben. Daher muss ein solches System auch ständig überprüft und auf seine Ergebnisse getestet werden.

In der Physik gibt es ein ähnliches Beispiel aus der Quantenphysik. Hier ist von einer Unschärferelation bei lokalisierten Teilchen die Rede. Werner Heisenberg hat diese 1927 entdeckt. Einfach ausgedrückt bedeutet die Unschärferelation, dass man den Ort eines Teilchens niemals exakt messen kann. In einem wissenschaftlichen Umfeld, noch dazu der

Physik, ein eigentlich untragbarer Zustand, der aber inzwischen allgemein anerkannt ist und nicht in Frage gestellt wird. Eine Reproduzierbarkeit des Forschungsergebnisses ist also nicht gegeben. Man könnte höchstens sagen, dass die Reproduzierbarkeit das nicht genaue Messen des Standortes des Teilchens ist.

### Selten perfekt symmetrisch

Die fehlende Möglichkeit eines Backtests von Formationen – also die Reproduzierbarkeit – wurde bereits besprochen. Als Beispiel betrachten wir die sogenannte „Schulter-Kopf-Schulter-Formation“ (SKS). Ein Hochschulprofessor erklärte einmal, er habe mit seinen Studenten diese Formation ausgiebig getestet und kam zu dem Schluss, dass die Ergebnisse rein zufällig entstanden sind. Diese Aussage ist nicht verwunderlich und auch nicht in Frage zu stellen. Die reine Formation einer SKS dürfte höchst unbefriedigende Ergebnisse hervorbringen. Eine SKS kommt immer am Ende eines Trends vor und hat meistens ein sehr individuelles Umsatzbild.

Der Name, der berechtigterweise zum Schmunzeln einlädt, kommt vom Aussehen der SKS. Eine symmetrisch ausgebildete SKS hat Ähnlichkeit mit dem Körperbau eines Menschen. Die perfekte symmetrische SKS kommt eher selten vor. Schon deswegen ist es recht schwierig, hier einen objektiven Backtest durchzuführen. Gehen wir aber einmal davon aus, dass beim Test alle relevanten Merkmale einer SKS erfüllt sind und selbst das Umsatzverhalten fehlerfrei stattgefunden hat. Im Backtest werden also alle SKS mit diesen Eckdaten erfasst und überprüft. Das Ergebnis dürfte ernüchternd sein.

Denn selbst bei einer perfekten SKS (die es wie gesagt kaum geben wird) spielen weitere Faktoren eine Rolle. Es kommt noch der wichtige Aspekt der Marktverfassung hinzu. Wie ist die allgemeine Stimmung der Marktteilnehmer in diesem Augenblick? Ein Börsenspruch besagt, dass man verkaufen soll, wenn die Stimmung am besten ist. Dann kann eine solche SKS sicher gute Dienste leisten. Ist die Stimmung zwar gut, aber eben nicht euphorisch, besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass die SKS einfach negiert wird und der Trend weiter nach oben gerichtet ist.

Auch der Trend spielt eine nicht unerhebliche Rolle. Wenn dieser durch die SKS nicht gebrochen wurde, besteht meistens kein Anlass dazu, von einer Trendwende auszugehen. Genau das ist aber der Anspruch einer SKS. Es ist also etwas komplexer, eine Formation auf ihre Aussagekraft hin zu überprüfen, als nur die Trefferwahrscheinlichkeit zu ermitteln.

In der Wissenschaft wird viel mit

Formeln und Ableitungen gearbeitet. Gerade in der Physik oder der Mathematik geht es überhaupt nicht ohne solche Formeln, da mit diesen der Nachweis für eine Theorie überhaupt erst erbracht wird. Wissenschaftler, die aus diesen Bereichen kommen, können daher kaum verstehen, weshalb ein Analyseansatz funktionieren soll, wenn keine Formeln angewendet werden können. Tatsächlich gibt es verschiedene Herangehensweisen an die technische Analyse. Im Hintergrund werden dabei allerdings sehr viele Formeln verwendet. Alleine die gesamte Indikatorenwelt besteht aus nichts anderem als Formeln, die Ableitungen aus dem Kursverlauf darstellen. Die Anwendung dieser Indikatoren erfordert dagegen ein hohes Maß an Interpretation. Hierfür wurden zwar Regeln aufgestellt, der individuelle Erfahrungswert ist dabei aber mindestens ebenso entscheidend.

Es gibt zahlreiche Arbeiten, z. B. Master-Arbeiten, die bei der Internationale Vereinigung Technischer Analysten (IFTA) abgelegt wurden, die eine Vielzahl an Formeln und Gleichungen beinhalten. Die IFTA legt sogar großen Wert auf solche komplexen Sachverhalte und die Darstellung mit Formeln. Auch wenn hier nicht immer ein praktischer Nutzen zu ziehen ist, zeigt es doch, dass auch die technische Analyse in Teilen sehr mathematisch dargestellt werden kann. Nicht zuletzt wurde der Nobelpreis für die Black-Scholes-Formel, eine Formel zur Berechnung von Optionspreisen und Kreditrisiken, vergeben.

Auch wenn diese Formel nicht unmittelbar mit der technischen Analyse zu tun hat, zeigt sich auch hier, wie ein komplexer Sachverhalt mit einer Formel dargestellt werden kann. Die richtigen Schlüsse und Entscheidungen für die Anlagestrategie (hier mit Optionen) liefert eine solche Formel gleichwohl nicht.

### Schwarze Schafe

Um der Frage nach dem – leider immer noch – schlechten Ruf der technischen Analyse auf den Grund zu gehen, gibt es einen einfachen Erklärungsansatz. Leider hat nicht jeder eine Ausbildung zum technischen Analysten genossen, der sich technischer Analyst nennt. Auf Messen, im Internet und nicht zuletzt bei großen Geldinstituten tummeln sich sehr publikumswirksam zahlreiche Protagonisten, die Versprechen geben, welche schon auf den ersten Blick nicht zu halten sind. So wird zum Beispiel mit einer 100-prozentigen Trefferquote geworben, die bei nüchterner Betrachtung selbstverständlich nicht zu halten ist.

Leider gibt es hier keine Aufsicht, die diesem Personenkreis Einhalt gebietet. Viele Einsteiger auf der Suche nach der für sie geeigneten Methode

werden durch solche Versprechen meist in die Irre geführt. Viel schlimmer ist aber der Schaden, den die technische Analyse im Allgemeinen durch solche reißerischen Aufmacher davon trägt. Dass dies einem seriösen Wissenschaftler die Zornesröte ins Gesicht treibt, ist nachvollziehbar und nur allzu verständlich.

Ein entscheidender Punkt und zugleich ein Vorteil der technischen Analyse ist das Anlegerverhalten, auf dessen Untersuchung die technische Analyse im Allgemeinen ausgelegt ist. Es gibt viele Methoden, um die Stimmung von Anlegern zu überprüfen. Die richtigen Schlüsse daraus zu ziehen ist nicht trivial. Sentiment-Befragungen wurden inzwischen dahingehend erweitert, dass nicht nur die Stimmung und Erwartung, sondern auch die Positionierung berücksichtigt werden. Dies ist nachvollziehbar, da je nach Positionierung ein individuelles Anlegerverhalten an den Tag gelegt wird, von der jeweiligen Stimmung mal ganz abgesehen. Der einzelne Anleger spielt an der Börse aber keine Rolle (wenn man einmal von Großinvestoren wie Soros oder Buffett absieht).

### Anlegerverhalten wichtig

Für die Marktbeurteilung ist die Gesamtheit der Marktteilnehmer von Interesse. Solches Anlegerverhalten ist aber nur selten aus Zahlen oder harten Faktoren abzulesen. Es spiegelt sich vielmehr in vielen Formationen, die zuerst Charles Henry Dow bereits um das Jahr 1900 erkannt und in Aufsätzen zu Papier gebracht hat.

Nehmen wir die zuvor bereits besprochene SKS, um dieses Verhalten zu beschreiben. Ein intakter Aufwärtstrend zeichnet sich nach Dow durch eine Abfolge von steigenden Hochs und steigenden Tiefs aus. Nehmen wir an, wir befinden uns in einem Aufwärtstrend und ein neues Hoch wird generiert. Die übliche anschließende Korrekturbewegung reicht nicht so weit, dass das vorherige signifikante Tief unterschritten wird. Die nun folgende Anstiegsbewegung führt zu einem neuen Hoch, der Trend ist damit weiter intakt. Nun erfolgt eine erneute korrektive Gegenbewegung, welche bis an das Tief zuvor reicht. Nun werden die ersten Anleger nervös, aber noch nicht panisch, da ja das Niveau des letzten Tiefs gehalten wird. Die anschließende Anstiegsbewegung kann aber nicht mehr so viele Marktteilnehmer zum Einsteigen bewegen wie die vorherige. Der von Angebot und Nachfrage bestimmte Kurs kann kein neues Hoch erreichen. Unterhalb des letzten Tops (etwa auf Höhe des vorherigen Tops) dreht der Markt nach unten, was viele Marktteilnehmer zum Ausstieg bewegt, da der Trend offenbar ins Stocken gerät. Das Un-

terschreiten der vorherigen beiden Tiefs führt dann zur Massenflucht aus der Investition.

Auch wenn eine SKS noch etwas komplexer aufgebaut ist, zeigt dieses Beispiel, wie wichtig das Anlegerverhalten ist und wie es sich in verschiedenen Formationen widerspiegelt. Diese Analyse liefert die Technik. So hat jede Formation ihr individuelles Anlegerverhalten und sollte auch nach diesem beurteilt werden. Eine Verurteilung der Formation wegen des Namens dürfte sich nach diesem Beispiel eher verbieten.

### Keine Ereignisprognose

Wie sollte man ein unvorhergesehenes Ereignis vorhersehen können? Der Begriff impliziert, dass es unvorhergesehen sein muss. So wird eine Naturkatastrophe oder ein Terroranschlag mit keiner Analyse der Welt vorher zu erfassen sein. Da die technische Analyse auf Signale reagiert und bei eingetretenen Marktereignissen tätig wird, kann zuvor nicht definiert werden, dass ein Ereignis unmittelbar bevorsteht.

Natürlich gibt es gewisse Ansätze, einen kräftigen Kurssturz vorherzusagen (hier sei beispielsweise das Hindenburg-Omen erwähnt), dabei handelt es sich aber um eine Analyse der Marktgegebenheiten wie etwa der Menge der gestiegenen gegenüber der Anzahl der gefallen Aktien in einem Markt. Ob sich in der nächsten Woche ein Erdbeben mit anschließendem Tsunami und daraus ergebenden wirtschaftlichen und menschlichen Folgen ereignet, will und kann die technische Analyse nicht erfassen.

Viel wichtiger und leider oft verkannt ist der eigentliche Ansatz der technischen Analyse. Wenn sich plötzlich ein Ereignis eingestellt hat, das nicht zu erwarten war, ist es wichtig zu beobachten, wie die Masse der Marktteilnehmer darauf reagiert. Es kommt nicht selten vor, dass eine völlig andere Marktreaktion nach einem Ereignis eintritt, als

dies vorher erwartet worden ist. Das gilt auch, wenn es sich um Ereignisse handelt, bei denen ein gewisser Gewöhnungseffekt eingetreten ist.

So sind wirtschaftliche Überraschungen wie ein Handelsbilanzdefizit oder eine Arbeitsmarktstatistik nicht zwangsläufig bei gleichen oder ähnlichen Veröffentlichungen mit den gleichen Marktreaktionen verbunden wie bei einer vergleichbaren zuvor gesehenen Statistik. Gute Beispiele stellen auch der Brexit oder die Wahl des US-Präsidenten Trump dar. Die technische Analyse kann und will keine Ereignisse vorhersehen, sie untersucht vielmehr das Verhalten der Marktteilnehmer auf solche Ereignisse.

### Perfektion nicht der Anspruch

Die technische Analyse erhebt nicht den Anspruch, eine perfekte Analyse zu sein. Bislang ist auch keine andere Analyse bekannt, die diesem Anspruch gerecht werden würde. Sie wirkt auf den ersten Blick einfach, da sich viele unübliche Marktteilnehmer ihrer bedienen. Tatsächlich stellt sie eine hochkomplexe Methode der Marktanalyse dar. Am Ende ist der Erfolg für jeden Analyseansatz entscheidend. Dabei zählt nicht der Erfolg eines einzelnen, sondern der Erfolg der Methode. Wenn also Gegenargumente gegen die technische Analyse erhoben werden, dürfen von wissenschaftlicher Seite her nicht Argumente ins Feld geführt werden, die von „vielen Analysten“ oder „einigen zufällig Erfolgreichen“ sprechen. Von einem wissenschaftlich fundierten Ansatz ist zu erwarten, dass auch neutrale wissenschaftliche Argumente angebracht werden, die ebenso einer Untersuchung standhalten, wie das von den aufgestellten Thesen ebenso erwartet wird.

Der fundamentale Ansatz, Über- oder Unterbewertungen anhand vergleichbarer Kennzahlen von Aktien zur Steuerung von strategischen Ansätzen bis hin zu Kauf- oder Ver-

kaufsentscheidungen zu nutzen, hat ebenso seine Berechtigung wie die Analyse der Marktteilnehmer, also die technische Analyse. Plötzliche Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld oder auch nur beim Absatz von Unternehmensprodukten können auch von der Fundamentalanalyse nicht vorhergesagt werden. Deswegen sind die Analysemethoden nicht in Frage zu stellen, nur weil der Mensch nun einmal nicht in der Lage ist, in die Zukunft zu blicken.

### Pro- und Kontra-Argumente

Keine Methode kann für sich den perfekten Ansatz proklamieren. Würde dies der Fall sein und auch eingehalten werden können, würde die Börse nicht mehr funktionieren. Wissenschaftler stellen in der Regel Thesen auf, die es zu beweisen gilt. Sie sammeln dafür Pro- und Kontra-Argumente. Wenn sie eine These aufgestellt haben und ausreichend Argumente liefern, die den Umfang der These definieren, wird es kaum vorkommen, dass sich andere Wissenschaftler die Mühe machen, die gesamte These in Frage zu stellen.

Dies bedeutet nicht, dass die These nicht hinterfragt werden darf. Im Gegenteil sollte immer eine sachliche Kritik angebracht sein, um die These zu verfeinern oder sogar weiterzubringen. Im wissenschaftlichen Kontext sind oberflächliche Behauptungen allerdings verpönt. Jeder, der intellektuell etwas auf sich hält, wird mit dem entsprechenden Abstand und der gebotenen Sorgfalt an eine Thematik herangehen.

Dies bedeutet, dass beide Seiten (technische Analysten und fundamentale Analysten) gut daran tun, sich nicht zu beschimpfen oder gar zu bekriegen, sondern eher ihre jeweilige Methode zu verbessern und zu verfeinern, zum Wohle der Anleger, aller Anleger.

.....  
Christoph Geyer, CFTe, stellvertretender Regionalmanager VTAD Frankfurt