

## INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....	XV
TABELLENVERZEICHNIS.....	XVII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XXI
SYMBOLVERZEICHNIS .....	XXVII
<b>KAPITEL 1 - EINFÜHRUNG IN DIE THEMATIK .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Problemstellung und Motivation .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Definition und Kurzdarstellung der Flow Analyse.....</b>	<b>4</b>
<b>1.3 Zielsetzung und Gang der Arbeit .....</b>	<b>5</b>
<b>KAPITEL 2 – DIE KAPITALMARKTANALYSEFORM FLOW ANALYSE ....</b>	<b>9</b>
<b>2.1 Theoretische Einordnung der Flow Analyse .....</b>	<b>9</b>
<b>2.1.1 Annahmen der Neoklassischen Kapitalmarkttheorie .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1.2 Überlegungen für einen Paradigmenwechsel .....</b>	<b>14</b>
<b>2.1.3 Vorstellung der Neueren Finanzierungstheorie.....</b>	<b>17</b>
2.1.3.1 Marktstrukturtheorie .....	18
2.1.3.1.1 Die Institution Markt .....	19
2.1.3.1.2 Marktmodelle und Elemente der Marktorganisation.....	20
2.1.3.1.3 Präferenzen und Handlungsmotive der Marktteilnehmer .....	23
2.1.3.2 Behavioral Finance .....	28
2.1.3.2.1 Der Mensch als Entscheidungsträger .....	30
2.1.3.2.2 Wesentliche Konzepte und Modelle .....	31
2.1.3.2.3 Ursachen anomalen Verhaltens und Verhaltensanomalien .....	34

## VIII INHALTSVERZEICHNIS

2.1.3.3 Zusammenfassung und Kritik der Neueren Finanzierungstheorie .....	40
<b>2.2 Systematische Einordnung der Flow Analyse.....</b>	<b>44</b>
<b>2.2.1 Investmentprozess und -philosophie .....</b>	<b>44</b>
2.2.1.1 Asset Allocation.....	45
2.2.1.2 Portfoliomanagement.....	48
<b>2.2.2 Kapitalmarktanalyseformen .....</b>	<b>50</b>
2.2.2.1 Fundamentalanalyse .....	50
2.2.2.2 Technische Analyse.....	52
<b>2.2.3 Märkte, Teilnehmer und institutionelle Voraussetzungen .....</b>	<b>54</b>
2.2.3.1 Kassamärkte .....	55
2.2.3.1.1 Bondmarkt .....	56
2.2.3.1.2 Aktienmarkt.....	58
2.2.3.1.3 Devisenmarkt .....	60
2.2.3.2 Terminmärkte .....	62
2.2.3.2.1 Futuresmarkt.....	64
2.2.3.2.2 Optionsmarkt.....	66
<b>2.3 Zielfunktionen und Komponenten der Flow Analyse .....</b>	<b>68</b>
<b>2.3.1 Zielfunktionen der Flow Analyse.....</b>	<b>68</b>
2.3.1.1 Analyse- bzw. Erklärungsfunktion .....	69
2.3.1.2 Prognosefunktion .....	69
2.3.1.3 Kombinationsfunktion .....	70
<b>2.3.2 Komponenten der Flow Analyse.....</b>	<b>71</b>
2.3.2.1 Flows.....	72
2.3.2.1.1 Internationale Kapitalströme (Portfolio Flows) .....	72
2.3.2.1.2 Order Flows.....	81
2.3.2.1.3 Vergleich Portfolio Flows vs. Order Flows.....	93

2.3.2.2 Positionierungen .....	95
2.3.2.3 Sentiments.....	109
2.3.2.4 Sonstige Komponenten .....	116
2.3.2.4.1 Angebot.....	116
2.3.2.4.2 Nachfrage.....	117
<b>2.4 Beschreibung der am Kapitalmarkt vorhandenen Analysedaten.....</b>	<b>118</b>
<b>2.4.1 Flows-Daten .....</b>	<b>119</b>
2.4.1.1 U.S. Treasury International Capital System Portfolio Flows .....	119
2.4.1.2 Weitere Portfolio Flows-Daten.....	123
2.4.1.3 UBS Order Flows .....	124
2.4.1.4 JP Morgan Flow of Funds .....	126
2.4.1.5 Weitere Order Flows-Daten .....	128
<b>2.4.2 Positionierungsdaten.....</b>	<b>130</b>
2.4.2.1 Commitment of Traders Report.....	130
2.4.2.2 Options- und Futures-Positionierungen .....	137
2.4.2.3 JP Morgan Speculative Positioning .....	145
2.4.2.4 Weitere Positionierungsdaten .....	146
<b>2.4.3 Sentimentdaten.....</b>	<b>147</b>
2.4.3.1 sentix.....	147
2.4.3.2 animusX .....	151
2.4.3.3 Daily Sentiment Index .....	154
2.4.3.4 JP Morgan Surveys .....	155
2.4.3.5 Weitere Sentimentdaten .....	157
<b>2.4.4 Sonstige Analysemöglichkeiten .....</b>	<b>157</b>
2.4.4.1 Neuemissionen, Tilgungen, Kuponzahlungen und Bondrückkäufe.....	157
2.4.4.2 Übernahmen, Börsengänge und Kapitalmaßnahmen.....	159

## X INHALTSVERZEICHNIS

2.4.4.3 Indexveränderungen .....	162
<b>2.5 Erstes Zwischenfazit: Die Theorie-Brille .....</b>	<b>163</b>
<b>2.5.1 Pro Flow Analyse.....</b>	<b>164</b>
<b>2.5.2 Contra Flow Analyse .....</b>	<b>164</b>
<b>KAPITEL 3 - EMPIRISCHE ERGEBNISSE ZUR FLOW ANALYSE .....</b>	<b>167</b>
<b>3.1 Literaturergebnisse .....</b>	<b>167</b>
<b>3.1.1 Literatur zu Flows.....</b>	<b>167</b>
3.1.1.1 Literatur zu Portfolio Flows .....	167
3.1.1.2 Literatur zu Order Flows.....	171
<b>3.1.2 Literatur zu Positionierungen .....</b>	<b>176</b>
<b>3.1.3 Literatur zu Sentiments .....</b>	<b>183</b>
<b>3.2 Kapitalmarktumfrageergebnisse .....</b>	<b>189</b>
<b>3.2.1 Erhebungsmethodik und Fragebogenkonstruktion.....</b>	<b>189</b>
<b>3.2.2 Anmerkungen zum Fragebogen und zum Rücklauf.....</b>	<b>192</b>
<b>3.2.3 Aufstellung und Validierung von Hypothesen.....</b>	<b>193</b>
3.2.3.1 Bedeutung und Anwendung der Flow Analyse .....	194
3.2.3.2 Umfang und Komponenten der Flow Analyse .....	201
3.2.3.3 Prognosefähigkeit und Handel mithilfe der Flow Analyse.....	204
3.2.3.4 Kapitalmarktthesen und –theorien zur Flow Analyse .....	208
<b>3.2.4 Bisherige Umfrageergebnisse .....</b>	<b>216</b>
<b>3.3 Zweites Zwischenfazit: Die Empirie-Brille .....</b>	<b>217</b>
<b>3.3.1 Zusammenfassung der Literaturergebnisse .....</b>	<b>217</b>
<b>3.3.2 Zusammenfassung der Umfrageergebnisse .....</b>	<b>220</b>

**KAPITEL 4 - DIE FLOW ANALYSE IM PORTFOLIOMANAGEMENT ... 223**

**4.1 Portfoliomanagementansätze ..... 223**

**4.1.1 Diskretionärer Ansatz..... 223**

**4.1.2 Systematischer Ansatz ..... 224**

**4.1.3 Kritischer Vergleich beider Ansätze ..... 225**

**4.2 Einsatzgebiete der Flow Analyse im Portfoliomanagement..... 228**

**4.2.1 Einsatz zur Durationssteuerung im Bondmanagement..... 228**

**4.2.2 Einsatz zur Steuerung der Aktienquote .....231**

**4.2.3 Einsatz zur Steuerung des Devisenmanagements ..... 232**

**4.2.4 Weitere Einsatzmöglichkeiten ..... 233**

**4.3 Empirischer Erfolgsnachweis anhand eines Handelsmodells ..... 234**

**4.3.1 Grundlagen zur Konzeption von Handelsmodellen ..... 234**

        4.3.1.1 Definition und Vorüberlegungen..... 234

        4.3.1.2 Segmentierung von Handelsmodellen ..... 236

        4.3.1.3 Systematik beim Aufbau von Handelsmodellen..... 238

**4.3.2 Determinierung des Flow-Handelsmodells ..... 239**

        4.3.2.1 Segmentierung des Flow-Handelsmodells ..... 239

        4.3.2.2 Ziel und Ausgestaltung des Flow-Handelsmodells ..... 241

**4.3.3 Input des Modells ..... 243**

        4.3.3.1 Allgemeines zu Daten ..... 243

        4.3.3.2 Response- und Regressoren-Daten ..... 244

        4.3.3.3 Indikatorenauswahl und systematische Abwandlungen..... 245

        4.3.3.4 Update und Verfügbarkeit der Indikatoren..... 249

            4.3.3.4.1 Flows-Indikatoren..... 249

            4.3.3.4.2 Positionierungs-Indikatoren ..... 250

            4.3.3.4.3 Sentimentindikatoren .....251

<b>4.3.4 Modellaufbau und -beschreibung</b> .....	<b>253</b>
4.3.4.1 Methodische Vorgehensweise .....	253
4.3.4.2 Technische Umsetzung .....	259
4.3.4.3 Univariate Analyse .....	260
4.3.4.3.1 Logischer Filter (Filter 1) .....	261
4.3.4.3.2 Einfaches VAR-Modell .....	263
4.3.4.3.3 Überprüfung der Stationarität .....	265
4.3.4.3.4 Anpassung und Schätzung des einfachen VAR(p)-Modells .....	266
4.3.4.3.5 Deskriptiver Prozess .....	267
4.3.4.3.6 Technischer Filter (Filter 2).....	271
4.3.4.4 Multivariate Analyse .....	272
4.3.4.4.1 Überprüfung der Stationarität.....	272
4.3.4.4.2 Überprüfung der Multikollinearität .....	273
4.3.4.4.3 Anpassung und Schätzung des VARMA(p,q)-Modells .....	274
4.3.4.4.4 Prognose für das Handelsmodell.....	274
<b>4.3.5 Deskriptive Auswertung der Flow Analyse Indikatoren</b> .....	<b>275</b>
4.3.5.1 Auswertung der Flows-Indikatoren .....	275
4.3.5.2 Auswertung der Positionierungs-Indikatoren.....	276
4.3.5.3 Auswertung der Sentimentindikatoren .....	277
<b>4.3.6 Optimierung und Backtesting</b> .....	<b>279</b>
4.3.6.1 Optimierung durch Money- und Risikomanagement .....	279
4.3.6.1.1 Grundsätzliche Überlegungen.....	279
4.3.6.1.2 Handelsregeln zur Maximierung des Rendite .....	280
4.3.6.1.3 Handelsregeln zur Minimierung des Risikos.....	283
4.3.6.1.4 Umsetzung des Money- und Risikomanagements.....	285
4.3.6.2 Backtesting .....	286

4.3.6.2.1 <i>Wesentliche Kennzahlen</i> .....	286
4.3.6.2.2 <i>Robustheitstest</i> .....	288
<b>4.3.7 Output des Modells</b> .....	<b>289</b>
4.3.7.1 Ergebnisse für das Bondmanagement .....	290
4.3.7.2 Ergebnisse für das Aktienquotenmanagement .....	292
4.3.7.3 Ergebnisse für das Devisenmanagement .....	295
4.3.7.4 Zusammenfassung der Ergebnisse der Flow-Handelssysteme .....	298
<b>4.4 Drittes Zwischenfazit: Die Praxis-Brille</b> .....	<b>300</b>
4.4.1 <i>Mehrwert durch Flow Analyse im Portfoliomanagement</i> .....	<b>300</b>
4.4.2 <i>Nutzen und Risiken für den Portfoliomanager</i> .....	<b>301</b>
<b>KAPITEL 5 - SCHLUSSBETRACHTUNG</b> .....	<b>303</b>
5.1 <b>Gesamtfazit: Zusammenfassung aller Ergebnisse</b> .....	<b>303</b>
5.2 <b>Herausforderungen für die zukünftige Praxis und Forschung</b> .....	<b>307</b>
<b>ANHANGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>309</b>
<b>ANHANG A – OPTIONSBEWERTUNGSMODELLE</b> .....	<b>311</b>
A.1 <i>Bewertung Bond-Futures</i> .....	<b>311</b>
A.2 <i>Bewertung Aktienindexfutures</i> .....	<b>312</b>
A.3 <i>Bewertung Devisenforwards</i> .....	<b>313</b>
<b>ANHANG B – LITERATURÜBERBLICK FLOW ANALYSE</b> .....	<b>315</b>
B.1 <i>Portfolio Flows</i> .....	<b>315</b>
B.2 <i>(Kunden) Order Flows</i> .....	<b>317</b>
B.3 <i>Positionierungen</i> .....	<b>320</b>
B.4 <i>Sentiments</i> .....	<b>323</b>

**XIV INHALTSVERZEICHNIS**

<b>ANHANG C – KAPITALMARKTUMFRAGE .....</b>	<b>325</b>
<b><i>C.1 Das Anschreiben (engl.) .....</i></b>	<b>325</b>
<b><i>C.2 Der Fragebogen (engl.) .....</i></b>	<b>327</b>
<b>ANHANG D – KOINTEGRATION .....</b>	<b>331</b>
<b>ANHANG E – DESKRIPTIVE STATISTIK DER INDIKATOREN .....</b>	<b>333</b>
<b><i>E.1 Informationsgehalt Flows .....</i></b>	<b>333</b>
E.1.1 Bund-Future .....	333
E.1.2 EuroStoxx 50 Indexfuture .....	335
E.1.3 3M EURUSD .....	337
<b><i>E.2 Informationsgehalt Positionierungen .....</i></b>	<b>339</b>
E.2.1 Bund-Future .....	339
E.2.2 EuroStoxx 50 Indexfuture .....	343
E.2.3 3M EURUSD .....	347
<b><i>E.3 Informationsgehalt Sentiments .....</i></b>	<b>350</b>
E.3.1 Bund-Future .....	350
E.3.2 EuroStoxx 50 Indexfuture .....	356
E.3.3 3M EURUSD .....	362
<b>ANHANG F – ERGEBNISSE DER FLOW-HANDELSSYSTEME .....</b>	<b>367</b>
<b><i>F.1 Bund-Future .....</i></b>	<b>367</b>
<b><i>F.2 EuroStoxx 50 Indexfuture .....</i></b>	<b>368</b>
<b><i>F.3 3M EURUSD .....</i></b>	<b>369</b>
<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>371</b>