

Baryon



Sehr geehrte Leserinnen

Sehr geehrte Leser

Mittlerweile gibt es in Europa drei Staaten, in denen es aufgrund der Wahlergebnisse kaum mehr möglich ist, eine starke Regierung zu bilden, die die Interessen der Bürger wahrnimmt. Auch die aktuellen Tendenzen in den USA, die mit der Tea Party Bewegung eine neue Erfahrung sammelt, zeigen, wie gespalten das Verhältnis der Bürger unter sich und zu den Regierenden ist. Das Vertrauen der Wähler in die Regierung schwindet, und viele Aktionen der Machthabenden führen dazu, dass die Bürger sich gegenseitig bespitzeln und unverstanden fühlen. Der Begriff der Political Correctness hat dazu geführt, dass Meinungsvielfalt und Meinungsfreiheit systematisch unterdrückt werden. Damit funktioniert ein wichtiges Ventil zum Aufspüren des Volkswillens nicht mehr. Diskussionen über gesellschaftspolitische Themen werden systematisch verunmöglicht und staatliche Missstände von gewieften Kommentatoren konsequent schöneredet.

In diesem Kontext erstaunt es nicht, wenn Staaten gestohlene Daten von Kriminellen kaufen oder einfach hingenommen wird, dass Gesetze in Kraft gesetzt werden, die das Bespitzeln von Unternehmen durch Mitarbeiter als lukratives Nebengeschäft fördern, indem der entsprechende Mitarbeiter bei einer Verurteilung des Unternehmens finanziell direkt an der ausgesprochenen Busse beteiligt wird. Damit zerstört der Gesetzgeber die moralische Legitimation des Whistleblowers und ersetzt die uneigennütige Motivation, etwas Unrechtes zu melden, durch die Versuchung, sich schnell bereichern zu können.

So suggeriert der Staat, dass es legitim ist, Unrecht mit Unrecht zu bekämpfen und die Wahrnehmung des Bürgers, was Recht und Unrecht ist, verwischt sich. Damit wird aber auch das Vertrauen, das ein Wähler in den Staat haben muss, zerstört und einst blühende Demokratien verwandeln sich in regierungsunfähige Staaten. Um dies zu vermeiden, ist es von enormer Bedeutung, dass alle Themen kontrovers diskutiert werden können, damit sich die gesellschaftliche Meinungsbildung offen manifestiert. Nur so wird für den Politiker sichtbar, wo der Schuh drückt, damit er seine Arbeit konsequent und zielorientiert ausführen kann. Der Bürger wird es ihm danken, indem er ihn wiederwählen wird.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - High Frequency Trading
 - Die Anlagestrategie im 4. Quartal 2010
-

HIGH FREQUENCY TRADING

Am 6. Mai 2010 fiel der Dow Jones Industrial Index in New York innerhalb weniger Minuten um über 700 Punkte. Wie von Geisterhand konnte sich der Index wenige Minuten danach von den Tiefstkursen lösen und machte den Grossteil des Absturzes wieder wett. Die starke Bewegung kam aus dem Nichts. Was bleibt, ist der Verdacht auf Kursmanipulation im grossen Stil. In diesen Tagen wird die Amerikanische Börsenaufsicht SEC einen Untersuchungsbericht zu diesem Ereignis präsentieren. Die Öffentlichkeit hat den Inhalt bereits vorweggenommen und eine bislang eher im Stillen operierende Gruppe von Marktteilnehmern, welche im Millisekundenbereich Börsenaufträge platzieren, ins Rampenlicht gerückt.

«High Frequency Trading» (HFT) basiert auf extrem schnellen Computern und noch schnelleren Netzwerken, um Börsenaufträge zu berechnen und innerhalb von wenigen Millisekunden zu platzieren. Die Handelsstrategie ermöglicht jenen Unternehmen, die sich in diesem Gebiet am weitesten entwickelt haben, zu praktisch risikolosen Handelsgewinnen. Die Handelsvolumen dieser Programme sind im Gleichschritt mit der verfügbaren Technologie in den letzten Jahren explosionsartig angestiegen. Man schätzt, dass mittlerweile weit über 50 % aller Börsenaufträge von automatischen Handelsprogrammen ausgelöst werden.

Währenddem ein traditioneller Händler vor dem Bildschirm einmal blinzelt, können Handelsroboter mehrere Tausend Aufträge an die Börse senden. Weit mehr als die Hälfte aller Transaktionen laufen somit – verpackt in der «Unschärfe» einer Sekunde – unbemerkt für die meisten Marktteilnehmer ab.

Der Nutzen von computergesteuerten Handelsprogrammen liegt in der Erhöhung der Liquidität in den Wertpapieren und der Fähigkeit der augenblicklichen Arbitrage von verschiedenen Handelsinstrumenten, wie Optionen, Futures, ETFs, Indices und Aktien. Die enormen Kosten für die Infrastruktur und Software von HFT-Plattformen führen zu immer höheren Umsätzen und bei der wachsenden Konkurrenz zu tieferen Erträgen auf den einzelnen Transaktionen. Längst geht es deshalb nicht mehr nur um simple Arbitrage, sondern um Strategie. Im Wesentlichen geht es darum, die

physikalisch und technisch bedingten Reaktionszeiten der Börsenhandelsplattformen zu manipulieren, die zeitliche Verzögerung von Kursnotierungen an verschiedenen Handelsplätzen zu provozieren und der gezielten Irreführung der Konkurrenten durch Platzierung einer Flut von Börsenaufträgen. Unterstützt wird diese Entwicklung durch die in den 90er Jahren forcierte Deregulierung in der Finanzindustrie in den USA und das Entstehen von verschiedenen, sich konkurrierenden und um Umsätze buhlenden nationalen Börsenplätzen. Während früher über 80 % der Umsätze an der NYSE abgewickelt wurden, sind es heute noch rund 20 %. Rund 50 verschiedene Börsenplattformen und bankinterne «Dark-Pools» stellen die Liquidität in den Wertpapieren sicher.

Die Konkurrenz ist gross, weshalb Zusatzdienstleistungen angeboten werden. So werden Computerräume, besonders nahe am Server der Börse, an zahlungskräftige Marktteilnehmer vermietet, um damit die physische und technische «Distanz» zur Börse auf das Minimum zu begrenzen. Besonders fragwürdig ist die Möglichkeit, gegen Entgelt, 30 Millisekunden vor den anderen Marktteilnehmern, platzierte Börsenaufträge einzusehen. Dieser «Blick in die Zukunft» ermöglicht dem Handelsroboter, blitzschnell selbst entsprechende Aufträge zu platzieren und aus der Situation den bestmöglichen Profit zu schlagen. Von der SEC wird diese Praxis immer noch geduldet. Allerdings wird erwartet, dass diese «Dienstleistung» im Laufe der nächsten Wochen verboten wird.

Am 6. Mai 2010 hat vermutlich ein Handelsroboter gezielt innerhalb wenigen Millisekunden mehrere Tausend Verkaufsaufträge in verschiedenen Titeln an der NYSE platziert. Das Börsensystem der NYSE wurde durch den plötzlichen Ansturm belastet und die Abwicklung, insbesondere die Kursstellung in deren Consolidated Quote System (CQS), das Teil des National Best Bid and Offer (NBBO) Systems ist, verzögerte sich. Das NBBO System führt Aufträge automatisch zu den besten Kauf- bzw. Verkaufskursen aus, unabhängig von der kursstellenden Börse. Die NYSE meldet die gleichen Aufträge auch an deren Open Book Plattform, ein teures Premium-Realtime-System, welches sich durch die Flut der Aufträge kaum verlangsamt. Untersuchungen im vorliegenden Fall ergaben zeitliche Abweichungen zwischen den beiden Systemen von phasenweise einigen Sekunden.

Besorgniserregend ist der Umstand, dass immer wenn die NYSE mehr als 30'000 Aufträge pro Sekunde erhält, das CQS-System, welches die Aufträge auf andere Börsenplätze umleitet, in Verzug gerät. Das durchschnittliche Volumen an der NYSE beläuft sich auf rund 10'000 Aufträge pro Sekunde. Am 6. Mai 2010 wurde dieses Volumen um ein Vielfaches übertroffen. Zu einem bestimmten Zeitpunkt an diesem Tag hat ein Marktteilnehmer an der NYSE 5'000 Aufträge für die Aktie der Public Storage innerhalb einer Sekunde aufgegeben. Keiner dieser Aufträge führte zu einem Abschluss, hat aber die Kapazität des CQS-Systems um 25 % reduziert. Multipliziert man diesen Effekt auf mehrere Titel, kann man die enormen Bewegungen vom 6. Mai 2010 erklären.

HFTs haben diese zeitliche Abweichung zwischen CQS, Open Book und den restlichen Handelsplätzen sowie den Kurssturz am Markt bemerkt und realisiert, dass etwas nicht stimmt. Als Konsequenz haben diese Systeme die Handelsaktivität nach einigen Minuten automatisch eingestellt. Das Volumen fiel zusammen – genau dann, als der Markt dieses dringend benötigt hätte.

Der Marktteilnehmer, der das Handelssystem der NYSE mit Aufträgen geflutet hat, wusste genau, dass

das CQS die Abwicklung verlangsamt und die meisten Marktteilnehmer die verspäteten Kurse an der NYSE beobachteten. Jeder, der das realisierte, konnte praktisch risikolose Gewinne produzieren.

Die Untersuchungen haben weiter ergeben, dass schon mehrmals Mini-Crashes vor dem 6. Mai 2010 aufgetreten sind. In fast allen Fällen fanden die Bewegungen innerhalb einer Sekunde statt und wurden deshalb von der Öffentlichkeit nicht wahrgenommen. Verkaufsaufträge führten bei der Aktie von Wal-Mart am 28. April 2010 innerhalb eines Bruchteils einer Sekunde zu einem Rückgang von 50 Cents. Marktteilnehmer, welche CQS nutzten, sahen diese Bewegung zu spät und haben weiter Kaufaufträge in der Nähe des alten Preises platziert. Computerprogramme, welche bei minus 50 Cents gekauft haben, konnten damit im Verborgenen im Voraus kalkulierbare Gewinne erwirtschaften.

Es ist eine Illusion zu erwarten, dass die SEC oder die Börsen griffige Regeln erlassen werden, welche die HFTs einschränken, denn jede neue Regel dürfte neue erfolgreiche Handelsstrategien eröffnen. Allerdings wird die zunehmende Konkurrenz und das allmählich komplette Ausschöpfen der physikalischen und technischen Möglichkeiten für einen zeitlichen Vorsprung die Kosten für Handelsroboter bei tieferen Gewinnen soweit ansteigen lassen, bis es sich nicht mehr lohnt.

Das Ereignis vom 6. Mai 2010 kann sich jederzeit wiederholen. Es bleibt zu hoffen, dass sich dieser Umstand nicht nachhaltig negativ auf Aktien als Investition auswirken wird. Als unmittelbare Konsequenz ergeben sich allerdings einige Aspekte, welche in der Vermögensverwaltung berücksichtigt werden müssen. Der Einsatz von Stopp-Loss-Limiten ist in diesem Umfeld problematisch. Die Volatilität der Aktienanlagen dürfte generell ansteigen und gezielte Optionsstrategien begünstigen. Für kurzfristige Handelsopportunitäten sollte immer ein Teil der Aktienquote bereit stehen, der aktiv bewirtschaftet wird. Und zu guter Letzt wird ein mittelfristig orientierter und auf fundamentalen Kriterien bei Aktien unterbewerteter Unternehmen basierender Ansatz klar begünstigt.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM

4. QUARTAL 2010

Die wirtschaftliche Erholung erfolgt regional sehr unterschiedlich. Die USA bekundet trotz staatlichen Interventionen Mühe, nachhaltig Tritt zu fassen. China entwickelt sich weiterhin robust und die Kernländer Europas profitieren vom tieferen Euro. Insgesamt erwarten wir ein moderates Wachstum in den nächsten Monaten bei eher seitwärts notierenden Aktienmärkten und weiterhin tiefen kurzfristigen Zinsen.

Wirtschaftliches Umfeld

Die US-Wirtschaft hat sich im 3. Quartal abgeschwächt und dürfte sich bis Jahresende auf einer Jahresrate von rund 2% einpendeln. Die aussergewöhnlich starke Resistenz der europäischen und asiatischen Volkswirtschaften unterstützt die exportorientierten Sektoren. Kleinere und mittelgrosse Unternehmen, die eher inlandorientiert sind, profitieren weiterhin nur wenig von der Dynamik der Weltwirtschaft. Der Arbeitsmarkt verharrte deshalb auf unbefriedigendem Niveau und liefert wenig Unterstützung für eine nachhaltige Wirtschaftserholung auf breiter Front. Die Konsolidierung des US-Staatshaushaltes wird an wirtschaftspolitischer Bedeutung zunehmen.

Europa zeigt sich fragmentiert und voller Ungleichgewichte. Die Kernländer profitieren von einem schwachen Euro, wogegen die südeuropäischen Staaten sich kaum aus der Rezession lösen können und damit das Thema der Schuldenproblematik unweigerlich wieder ins Spiel bringen werden.

China wächst weiterhin stark, allerdings zeigten sich im August deutliche Zeichen einer etwas reduzierten Dynamik. Die Inflation und die Immobilienpreisentwicklung deuten auf einen höheren Aussenwert der Währung. Zinserhöhungen und weitere Einschränkungen in der Kreditvergabe könnten in den nächsten Monaten zu einem Wachstum knapp unter 10% führen.

Aktienmärkte

Erwartungsgemäss haben sich die Märkte im vergangenen Quartal mit hoher Volatilität seitwärts entwickelt. Anleger mit einem mittelfristigen Anlagehorizont von drei bis vier Jahren finden auf den aktuellen Kursniveaus attraktive Anlagen. Am Markt dürfte sich die Angst vor einer weiteren weltweiten Rezession («Double Dip») weiter in Richtung «anämisches Wachstum» entwickeln. Unternehmen mit einem nachhaltigen Geschäftsmodell, welche auch in wirtschaftlich schwächeren Phasen die Gewinne steigern können, stehen im Vordergrund. Für den Gesamtmarkt sehen wir kurzfristig weder nach unten noch nach oben ein grosses Potenzial.

Anleihen

Die Anleihenmärkte widerspiegeln das «Double-Dip» Szenario. Wir erwarten Umschichtungen in Aktien und damit etwas höhere Renditen im mittel- bis langfristigen Laufzeitenbereich. Die kurzfristigen Zinsen werden in den westlichen Industrienationen aufgrund der schwachen Wirtschaft bis auf weiteres sehr tief bleiben.

Währungen

Der CHF ist gegenüber dem USD und EUR deutlich überbewertet. Wir erwarten eine Normalisierung in den nächsten Wochen und würden in CHF-Portfolios die Fremdwährungen nicht mehr absichern.

Baryon AG

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41. 44. 206 20 50, Telefax +41. 44. 201 90 89

baryon@baryon.com, www.baryon.com