

Allzu schnell ist ungesund



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
am Swiss Finance Institute in Zürich

Es ist bekannt, dass man im 18. und 19. Jahrhundert Millionenvermögen verdienen konnte dadurch, dass man Informationen schneller hatte als die damals organisierten Märkte – beispielsweise über Kriege oder Naturkatastrophen. Börsen und Finanzmärkte waren immer schon ein Wettlauf mit und um Information. Die Preise an organisierten Märkten werden letztlich getrieben von fundamentalen Entwicklungen. Und wenn jemand über diese Entwicklungen schneller Bescheid weiss als andere, dann hat er einen Informationsvorsprung, der sich in bare Münze umwandeln lässt. Das ist und war am Gemüsemarkt genau gleich wie am Markt für Tulpenzwiebeln oder am simplen Aktienmarkt. Der Unterschied zwischen heute und damals ist, dass man weiland einen schnellen Reiter mit einem guten Pferd brauchte, um über den Ausgang einer Schlacht besser informiert zu sein. Die Fortschritte der Informations- und Telekommunikationstechnik haben uns viel weiter gebracht. Vom Auto über das Telefon und das Handy bis zu den wundersamen Glasfasernetzen. Aber hat uns der technische Fortschritt vielleicht auch an komische Orte geführt?

Der damalige Reiter überbrachte eine Information, die für Firmen und/oder Produkte fundamentale wirtschaftliche Kon-

sequenzen hatte, die sich in den Preisen niederschlug. Wer schneller war, gewann. Die modernen Technologien haben zu einer gewaltigen Verbreitung der relevanten Information und damit zu grösserer Effizienz und einer Demokratisierung der Märkte geführt. Alle haben gleichzeitig Zugang zu preisrelevanter Information.

Die Entwicklung ist aber nicht stehen geblieben. Heute jagen ultraschnelle Glasfaserkabel Informationen in Millionstel-Sekunden rund um die Börsenwelt. Aber welche Informationen? Spielt es wirklich eine Rolle, ob man die neueste Zahl zum US-Bruttoinlandprodukt eine Sekunde früher oder später hat? Vielleicht. Nur beziehen sich die Informationen, die heute in Nanosekunden durch die millionenschwere Infrastruktur der Börsenbetreiber gejagt werden kaum mehr auf fundamentale Daten. Es sind fast ausschliesslich Daten zu oder für algorithmische Handelsstrategien irgendwelcher Parteien, die bestenfalls noch technische Arbitrage zwischen verschiedenen Börsen betreiben, im Zweifelsfall aber auf irgendeine Kursbewegungen reagieren, die sich selbst wieder aus technischen Konstellationen an irgendwelchen Börsen ergeben. Nur noch Technik. Keine Menschen mehr. Wer Michael Lewis' kürzlich erschienenen Buch zu den «Flash Boys» liest, kommt zum Schluss, dass in diesem Bereich niemand mehr wirklich versteht, was effektiv abläuft. Alles innerhalb von Sekundenbruchteilen. Das ist besorgniserregend. Und auf jeden Fall hat es nichts mehr zu tun damit, dass den Börsen eigentlich eine wichtige Funktion innerhalb einer arbeitsteiligen Wirtschaft zukommt.

Dabei gründet meine Besorgnis nicht darin, dass wir es hier möglicherweise mit unredlichen oder gar kriminellen Praktiken zu tun haben, wie Lewis meint. Mir geht es eher darum, dass irgendwelche ausschliesslich analytisch denkenden Hochfrequenztechniker, die weder die grösseren Zusammenhänge verstehen, noch sich dafür interessieren, an irgendwelchen Maschinen und/oder Techniken herumturnen, die irgendwann Konsequenzen haben werden, die weit über die kurzfristigen Markttechnikalitäten hinausgehen.

Ein Beispiel ist der 6. Mai 2010: Um 14.45 Uhr stürzt der US-Aktienmarkt innerhalb von Minuten um 600 Punkte ab.

20'000 Transaktionen werden zu Kursen getätigt, die um mehr als 60% (!) entweder über oder unter den Kursen liegen, die eben noch auf den Bildschirmen standen. Kurz darauf steigt der Markt wieder auf sein früheres Niveau. Zufall? Unfall? Auf jeden Fall ein «Worst Case», der im Nachhinein harmlos «Flash Crash» genannt wird. Bis heute kann niemand befriedigend und vernünftig erklären, was sich tatsächlich abgespielt hat. Wenn man sich aber technische Experten anhört, ist es weniger eine Frage des «Ob», als eine Frage der Zeit, bis sich Ähnliches (oder Gröberes?) wiederholt.

Wenn man in anderem Kontext den Begriff des systemischen Risikos strapaziert, hier ist er gerechtfertigt. Denn es wird Zeit, dass wir uns bewusst werden, dass wir an den Finanzmärkten die Technik so weit getrieben haben, dass wir sie nicht mehr vollständig verstehen und sie im Zweifelsfall mehr schadet als nützt. Ausdruck davon ist wohl auch, dass die Intraday-Volatilitäten (die Schwankungen der Aktienbörse *innerhalb eines Tages*) im neuen Jahrzehnt um rund 40% höher sind als in den Nullerjahren. Dies obwohl sonst die Meinung vertreten wird, dass die *langfristigen* Schwankungen nicht wesentlich zugenommen haben. Im Übrigen ist es auch wichtig zu wissen, dass heute 50 bis 80% des Handelsvolumens an den US-Börsen durch Maschinen und nicht mehr durch Menschen ausgelöst werden.

Wir sollten uns keine Illusionen machen: Der nächste Crash an den Finanzmärkten kommt bestimmt. Wir wissen heute nicht wo, wann und wie. Die Wirtschaftsgeschichte ist voll von Bubbles und Crashes. Und sie schmerzen. Sie lassen sich aber im Nachhinein in der Regel aus dem Verhalten der Marktteilnehmer heraus fundamental begründen (ich will damit nicht sagen, dass Bubbles und Crashes vernünftig seien, aber das ist ein anderes Thema). Mit anderen Worten: Sie gehören zum Auf und Ab der wirtschaftlichen Dynamik. Wenn wir uns aber in der Zukunft noch weiter «vercrashen» lassen müssen, nur weil wir die technischen «Errungenschaften» an den Börsen so weit getrieben haben, dass wir sie selber nicht mehr verstehen, dann stimmt mich das sehr nachdenklich.

e.heri@fintool.ch / www.fintool.ch