

## Weltwirtschaft und Finanzmärkte

# Das Potenzial für eine neue Finanzkrise hat zugenommen

Andreas Uhlig 30.11.2014



Die zunehmende Illiquidität auf den Finanzmärkten könnte zum Ausbruch einer neuen Finanzkrise beitragen, mahnen einige Institutionen. (Bild: Andy Rain/Keystone)

**Die Liquidität der Finanzmärkte ist durch schärfere Aufsicht und veränderte Strukturen reduziert worden. Das Potenzial einer neuen Finanzkrise ist gestiegen.**

An den globalen Kapitalmärkten haben die Bewertungen ein so hohes Niveau erreicht, dass starke Korrekturen nur noch eine Frage der Zeit und der auslösenden Faktoren zu sein scheinen. Eine solche Entwicklung wäre keine Überraschung, denn korrigierende Bewegungen sind Teil normaler Marktzyklen. Gegenwärtig sorgen sich aber Marktkommentatoren und Aufsichtsbehörden zunehmend, ob die Kapitalmärkte auf Grund der vielen strukturellen und regulativen Veränderungen und Eingriffe noch fähig sind, auf höhere Volatilität und Kurseinbrüche zu reagieren und effizient zu funktionieren. Damit stellt sich die Frage, inwieweit die Massnahmen, die eine Wiederholung der Finanzkrise verhindern sollen, die Basis für eine neue Krise gelegt haben.

### **Divergierende Entwicklungen**

Bisher konnten Investoren bedenkenlos von hoher Liquidität der globalen Kapitalmärkte ausgehen. Liquidität bereit zu stellen, ein Inventar von Wertpapieren zu halten und die entsprechenden Risiken zu übernehmen, waren zentrale Teile des Geschäftsmodells von Marktmachern und Investmentbanken. Doch dieses Modell existiert nicht mehr. Vor kurzem hat der Gouverneur der Bank von England, Mark Carney, auf die veränderte Lage aufmerksam gemacht. Liquidität sei grundsätzlich zur Mangelware am sekundären Kapitalmarkt geworden. Dieser sehe nur liquide aus. Der Zeitbedarf, um eine gegebene Handelsposition abzuwickeln, sei heute sieben Mal länger als 2008, die Händler hätten ihre Inventare um 70% reduziert (obwohl sich der Bestand an Anleihen

verdoppelt habe). Nicht in Einklang mit der reduzierten Liquidität stehen die Tatsachen, dass fast die Hälfte der 70 Bio. \$, die von Kapitalfonds verwaltet werden, kurzfristig gekündigt werden kann und dass die Fonds auf der Suche nach Rendite zunehmend in wenig liquiden Alternativen anlegen.

Carney erläuterte auch Gründe dieser Veränderungen, die vom Markt bisher noch nicht richtig zur Kenntnis genommen worden sind. Er hob vor allem die als Folge der Finanzkrise verschärften regulativen Bestimmungen hervor. Sie haben den Anreiz für Banken und Broker stark reduziert, als Marktmacher aufzutreten und die damit verbundenen Finanzrisiken einzugehen. Die aufgetretene «Liquiditätsillusion» ergebe sich aus den Risikoasymmetrien als Folge der Tiefzinspolitik der Notenbanken und der Überschussreserven im monetären System. Wenn sich die monetäre Lage normalisiere, seien Anpassungen der Risikoprämien zu erwarten.

## **Rückzug der Marktmacher**

Das Phänomen der verminderten Liquidität beschäftigt auch das Committee on the Global Financial System (CGFS). Dieser bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angesiedelte Ausschuss hat die Aufgabe, potenzielle Bedrohungen der Stabilität der Finanzmärkte zu identifizieren. In einem neuen Bericht («Market-making and proprietary trading») wird hervorgehoben, dass viele Finanzhäuser, die als Marktmacher tätig gewesen waren, ihre Tätigkeit in Richtung von auftragsorientierten Brokergeschäften verlagern. Der Markt verzweige sich zunehmend, da die Aktivitäten sich auf die Instrumente mit der höchsten Liquidität konzentrierten und in den anderen Bereichen die Liquidität sich verschlechtere.

Als treibende Kräfte für die veränderten Liquiditätstrends identifiziert auch das CGFS regulative Eingriffe zum Abbau der Systemrisiken der Finanzmärkte. Die Risikobereitschaft der die Effizienz der Märkte sichernden Marktmacher habe abgenommen. Banken konzentrierten sich auf Aktivitäten, die weniger intensiv reguliert seien und einen geringeren Kapitalbedarf hätten. Auch der Eigenhandel der Banken habe – insbesondere in der Euro-Region – deutlich an Gewicht verloren.

## **Warnungen der ICMA**

Auf den europäischen Sekundärmarkt für Unternehmensanleihen ist ein Bericht der International Capital Market Association (ICMA) ausgerichtet. Marktteilnehmer erwarteten eine scharfe Korrektur – beispielsweise als Folge einer Normalisierung der Geldpolitik –, die abzufangen der Markt aber kaum in der Lage sei. Funktionsfähigkeit und Effizienz des Marktes seien auf kritische Weise geschwächt worden, was vielfach als unbeabsichtigte Folge der verschärften Bankenregulierung und der extrem lockeren Geldpolitik angesehen werde. Im Bericht wird auch vor zu hohen Transparenzanforderungen bei neuen regulativen Eingriffen gewarnt (vor allem MiFID II), da die Liquidität zu stark beeinträchtigt werde.