

# Liquidität an den Finanzmärkten

## Auf der Suche nach der nächsten Systemkrise

Gerald Hosp, London 30.4.2015

**Seit dem Ausbruch der Finanzkrise forsten Aufsichtsorgane den Finanzsektor nach möglichen Systemrisiken durch. Grosses Kopfzerbrechen bereitet eine geringere Liquidität.**

Innert kurzer Zeit schwankten im letzten Oktober die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um 37 Basispunkte – was zunächst nicht spektakulär klingt. Man muss sich aber vor Augen führen, dass die prozentualen Preisveränderungen nach dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 geringer ausgefallen waren. Im Nachgang dieses «flash crash» wurden viele Theorien herumgereicht, warum es zu den schroffen Marktbewegungen gekommen war, obwohl die Nachrichtenlage nicht als besonders schwerwiegend galt. Für viele Kommentatoren und Regulierungsbehörden sind die Vorgänge im Oktober ein Beleg schwindender Liquidität am Anleihemarkt. Vor kurzem reihte sich Jamie Dimon, der Chef der amerikanischen Grossbank JP Morgan, in den Reigen der Warner ein.

### Weniger Marktmacher

Märkte sind liquide, wenn Investoren ohne grosse Verzögerungen, zu niedrigen Kosten und zu einem Preis nahe dem Marktwert Wertpapiere kaufen und verkaufen können. Trifft dies nicht zu, steckt Sand im Getriebe. Der Gouverneur der Bank of England, Mark Carney, hatte 2014 darauf hingewiesen, dass beim Obligationenhandel die Zeitdauer, um eine Handelsposition abzuwickeln, heute sieben Mal länger sei als 2008. Unter solchen Bedingungen stellt sich die Frage nach der Effizienz der Märkte.

Starke Preiskorrekturen sind in erster Linie Ausdruck eines normalen Marktverhaltens. So kann ein Risikoappetit, der sich verändert hat, im Marktzyklus zu einem Wandel im Anlageverhalten führen. Viele Aufsichtsbehörden und Beobachter fragen sich aber, ob regulatorische Eingriffe nicht eine strukturelle Änderung der Kapitalmärkte mit sich gebracht haben. Bisher stellten an vielen Märkten Marktmacher, meist Investmentbanken, Liquidität zur Verfügung, indem sie als Käufer und Verkäufer auftreten und ein Inventar an Wertpapieren halten. Für ihre Dienste und für das Übernehmen des Risikos werden sie entlohnt. Mit den neuen Eigenkapitalvorschriften für Finanzinstitute, die die Systemstabilität erhöhen sollen, sank aber die Bereitschaft traditioneller Market-Maker, das Risiko in ihre Bücher zu nehmen. Banken konzentrieren sich auf Aktivitäten, die einen geringeren Kapitalbedarf haben. Zudem verringerten die Institute auch den Eigenhandel.

Laut einer jüngst erschienenen Studie von Morgan Stanley und Oliver Wyman reduzierten Investmentbanken seit 2010 ihre risikogewichteten Aktiva um 40% und ihre Bilanzsumme um 20%. Zugleich wirkt aber auch die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken: Wegen der niedrigen Zinsen und des Hungers der Investoren nach Rendite nahmen die Emissionen von Anleihen zu – derzeit soll es um 2,4-mal mehr neue Bonds geben als 2005. Dadurch erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass manche Anleihen nur sehr wenig gehandelt werden. Die Liquidität am Sekundärmarkt, wo Obligationen ge- und verkauft werden können, dünnt sich aus.

Laut den Ökonomen von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich konzentriert sich die Liquidität tatsächlich zunehmend in den grössten Märkten wie im Handel von Staatsanleihen. Bei weniger liquiden Vermögenswerten wie hochverzinslichen Unternehmensanleihen verschlechterte sich die Situation. Die derzeit niedrigen Anleiherenditen könnten zudem die Risiken starker Preisschwankungen zu wenig spiegeln – für den Umstand wurde bereits der Begriff der «Liquiditätsillusion» geprägt. Damit einher geht der Übergang des Liquiditätsrisikos von den Marktmachern zu den Investoren.

### Stress bei den Fonds

Dieser Wandel hat auch schon die Behörden auf den Plan gerufen. Bei einer dünner werdenden Liquidität sind die von Anlagefonds verwalteten Vermögen, die täglich ausbezahlt werden können, um 76% seit 2008 gestiegen.

Wenn ein Fonds oder eine Anlagegesellschaft in einem Markt dominant ist oder sonst besonders gross, könnten vom Finanzvehikel Gefahren für die Finanzstabilität ausgehen. Im jüngsten Bericht des finanzpolitischen Ausschusses der Bank of England wird beispielsweise gefordert, dass solche Asset-Manager ihre Strategien in normalen Zeiten und in Stresssituationen darlegen sollen. In den Zentralbanken werden immer mehr Überlegungen angestellt, was denn passiert, wenn die Zinsen wieder steigen und die Anleihekäufe der Notenbanken zurückgedreht werden. Der «flash crash» vom Oktober, aber auch die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank, den Euro-Mindestkurs für den Franken aufzuheben, brachte zumindest kurzfristig erhebliche Marktturbulenzen – aber immerhin keine systemischen Verwerfungen.

Ein hochrangiger Investmentbanker in London meint, dass zwar die Anleger dadurch Verluste einfahren könnten, eine Systemkrise drohe aber nicht. Bisher hätten etwa die Probleme eines Anlagefonds noch zu keiner Finanzkrise geführt. Was passiert aber, wenn die Zentralbanken ihre ultralockere Geldpolitik zurückfahren? Könnten dann eine Vielzahl oder grosse Fonds und Anlagegesellschaften von Anlegern getroffen werden, die ihr Geld abziehen möchten? Der Investmentbanker gibt zu bedenken, dass die Notenbanken eine stufenweise Normalisierung der Geldpolitik vornehmen wollen, was geringe Turbulenzen verursachen sollte.

## **Elektronik kein Allheilmittel**

Dennoch sieht es so aus, als ob der Ruf nach neuen Regulierungen immer stärker wird, vor allem neue Regeln für grosse Anlagegesellschaften oder Exchange-Traded Funds (ETF) stehen zur Diskussion. Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und internationale Organisationen möchten sich absichern, auch gegen das eigene Verhalten. Und manche Banken, deren Korsett enger wurde, würden es gerne sehen, dass auch die Asset-Manager stärker reglementiert werden. In der Branche der Vermögensverwalter, die bereits unter einer Vielzahl neuer Regeln stöhnt, stösst dies auf wenig Gegenliebe.

Naïm Abou-Jaoudé, Chef des Asset-Managers Candriam, räumt ein, dass ein Risiko bestehe, wenn es weniger Marktmacher gebe. Die Branche sei aber noch nicht sehr konzentriert, dadurch spiele das Argument der Grösse weniger. Die Gesellschaften sorgen jedoch auch selbst vor: Diversifikation bei der Anlage sei das Wichtigste. Wenn die Probleme gross würden, liquide Vermögenswerte zu finden, müsse man auch manchmal einen Fonds schliessen, sagt Abou-Jaoudé.

Der Bericht von Morgan Stanley und Oliver Wyman geht davon aus, dass trotz Widerstand der Branche die Regulierung zunehmen wird. Skeptisch wird auch der vermehrte Einsatz von elektronischen Handelsplätzen betrachtet. Diese werden häufig als Möglichkeit gesehen, die Liquidität durch eine verbesserte Markttransparenz zu erhöhen. Dadurch müssten aber vor allem am Anleihemarkt die Finanzinstrumente einheitlicher werden – nur dadurch kann ein standardisierter, elektronischer Handel effizient abgewickelt werden. Anleihen sind aber sehr unterschiedlich. Zudem bleibt fraglich, ob extreme Kursschwankungen dadurch tatsächlich weniger häufig werden.