



### #15 Die Marktliquidität verschlechtert sich

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

In letzter Zeit rückt zunehmend das Thema Marktliquidität in den Vordergrund. Sie wird immer wieder als Begründung für sog. „Flash Crashes“ und für eine anziehende Volatilität herangezogen. Zumindest anekdotisch ist zu beobachten, dass in den Sekundärmärkten assetklassenübergreifend eine rückläufige Liquiditätssituation existiert. Doch warum wird die Liquidität schlechter in einem Umfeld weltweit sehr expansiver Zentralbanken, die den Kapitalmärkten schier endlos billiges Geld zur Verfügung stellen? Sind wir nicht in einer Situation, in welcher die Marktliquidität zunehmend besser werden sollte? Um dies genauer zu analysieren, ist es zunächst wichtig, sich mit dem Liquiditätskonzept zu beschäftigen und zu überlegen, wie Liquidität sinnvoll gemessen werden kann, was die Gründe für eine potentiell abnehmende Marktliquidität sind, was für Auswirkungen dieser Liquiditätsrückgang auf die Kapitalmärkte hat und wie sich diese Situation verbessern lässt. Um das Liquiditätskonzept besser zu verstehen, möchte ich aber zunächst mit einer theoretischen Annäherung an das Thema beginnen.

Marktliquidität ist ein multi-dimensionales Konzept und lässt sich deshalb schlecht in einer Maßzahl abbilden. Sie wird im Allgemeinen beschrieben durch die Fähigkeit, institutionelle Transaktionen mit einem geringem Preiseinfluss (sog. Markttiefe) durchzuführen, was letzten Endes in geringen Transaktionskosten und einer schnellen Ausführung mündet. Das Liquiditätskonzept ist ökonomisch ausnahmslos nützlich und somit elementar, um einen reibungslosen und funktionierenden Kapitalmarkt zu gewährleisten. Es ermöglicht allen voran die effiziente Allokation ökonomischer Ressourcen durch eine optimale Allokation von Kapital und Risiko. Zudem generiert und verbreitet es Informationen auf effizientem Wege, ist ein solides Maß für die Effektivität der Geldpolitik und gewährleistet die Stabilität der Finanzmärkte. Kurz um, eine hohe Liquidität ist ein Ausdruck von einem gut organisierten Finanzmarkt! Der Zustand der Liquiditätssituation kann sich je nach Assetklasse stark unterscheiden. Bondmärkte und/oder nicht börsengehandelte Märkte z.B. sind oftmals Märkte mit niedrigen Liquiditätsniveaus und deshalb zumeist mit höheren Liquiditätsprämien versehen, was in der Konsequenz auch zu höheren Transaktionskosten und weiteren Geld-/ Briefspannen führt. Gerade die Finanzkrise hat gezeigt, wie wichtig das Thema Marktliquidität sein kann und was für Auswirkungen eine deutliche Verschlechterung auf einzelne Assetklassen haben kann. Nicht zuletzt die Wahrung der Finanzstabilität und die Stärkung der Liquiditätssituation haben Zentralbanken in dieser Zeit zu solch außergewöhnlichen (unkonventionellen) Maßnahmen gezwungen.

Um nun eine Einschätzung zur aktuellen Liquiditätslage an den Märkten zu treffen, müssen wir uns mit der Messung von Liquidität beschäftigen. Da das Konzept der Liquidität multi-dimensional ist, macht es wenig Sinn, sich nur eine Komponente der Messung anzusehen. In der Praxis werden deshalb entweder a) Liquiditätsrisikoprämien herangezogen und/oder b) ein Scoring der Liquidität aufgestellt, welches verschiedenste Inputfaktoren mit einbezieht. Diese Inputfaktoren sind zumeist die Dichte, die Tiefe und die Breite eines Marktes sowie die jeweilige Geschwindigkeit der Ausführung (siehe Tabelle 1).

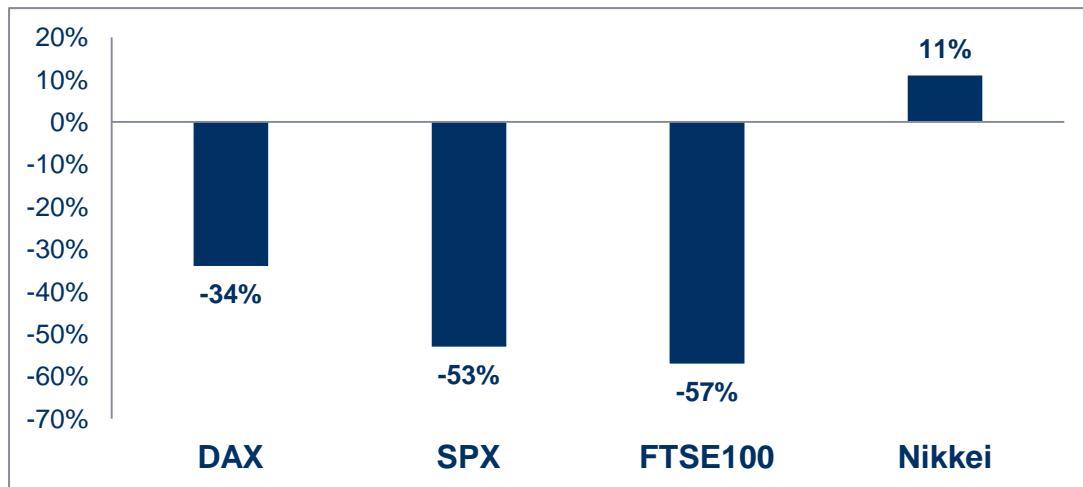
**Tabelle 1: Inputfaktoren zur Liquiditätsmessung**

Dimensionen der Liquidität	Beschreibung	Messinstrument
<b>Markttiefe</b>	Ein tiefer Markt ist durch einen hohen Orderstrom sowohl von der Käufer- als auch von der Verkäuferseite her gekennzeichnet. Das Transaktionsvolumen ist hoch und der Einfluss großer Transaktionen auf den Preis geringer. Als Konsequenz verringert sich die Volatilität und die Preiselastizität wird gefördert.	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Handelsvolumen</li> <li>•Sensitivität Preis zum Handelsvolumen</li> <li>•Händlerbestände</li> <li>•Umschlagshäufigkeit</li> <li>•Volatilität innerhalb eines Tages</li> </ul>
<b>Marktbreite</b>	Beschreibt die Beständigkeit, mit der Liquidität innerhalb der verschiedenen Assetklassen verteilt ist.	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Segmentierung der Liquidität (z.B. nach Marktteilnehmern, Sub-Assetklassen und Schichten)</li> </ul>
<b>Marktdichte</b>	Beschreibt die finanziellen Kosten, die anfallen, um eine Transaktion zu komplettieren.	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Geld-/Briefspannen</li> </ul>
<b>Geschwindigkeit der Ausführung</b>	Beschreibt die notwendige Zeit, um eine Transaktion zu tätigen.	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Anzahl der Händler (bzw. Market Maker)</li> <li>•Anzahl der Marktteilnehmer</li> <li>•Verfügbarkeit der Kursnotierung</li> <li>•Durchschnittliche Häufigkeit von Transaktionen und Transaktionsgrößen</li> <li>•Anzahl der transaktionslosen Tage</li> </ul>

Quelle: PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study, August, S. 19.*

In der Folge werde ich nun versuchen, einige dieser Inputfaktoren zu bewerten, um die aktuelle Liquiditätslage besser einschätzen zu können. Starten wir zunächst mit der Markttiefe, die aus meiner Erfahrung die wichtigste Kennzahl für die Beurteilung eines liquiden Marktes ist. Hierzu habe ich die Veränderung der Handelsvolumina (auch im Vergleich zum ausstehenden Volumen) und der Händlerbestände ausgewertet. Bei den Aktienindizes haben sich die Handelsvolumina im Gegensatz zu den Bondmärkten eher rückläufig entwickelt (siehe Diagramm 1).

## Diagramm 1: Entwicklung Handelsvolumen wichtiger Aktienleitindizes 2007-2015

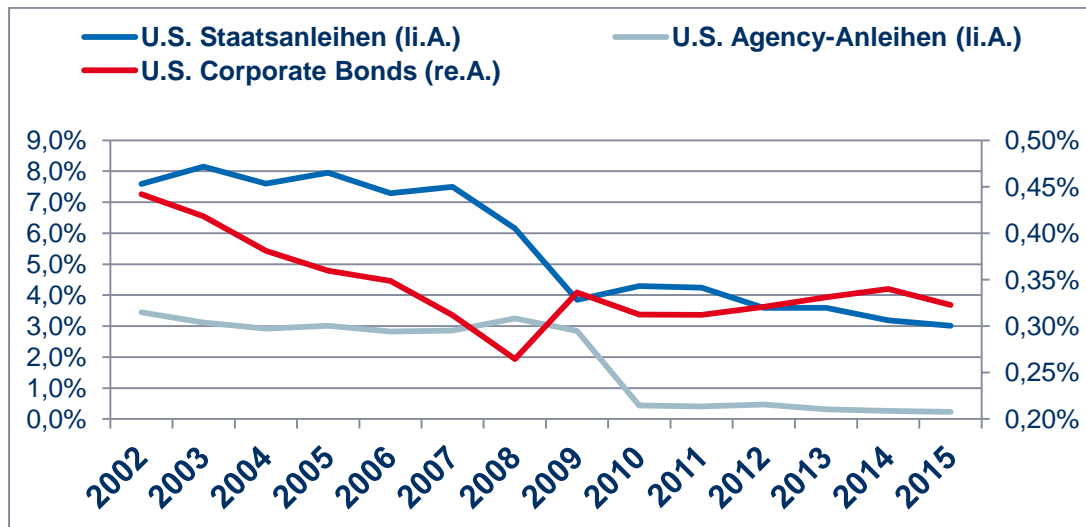


Quelle: PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 89.

Mit Ausnahme des japanischen Leitindex Nikkei 225 verzeichnete der DAX 30 z.B. 2015 ein Drittel weniger Umsätze als noch in 2007, der S&P 500 kommt ebenso wie der FTSE 100 sogar nur auf weniger als die Hälfte der Umsätze. Der Rückgang hat offensichtlich auch mit der Zunahme von Schattenbörsen (sog. Dark Pools) zu tun. Das sind Plattformen, auf denen Banken und Asset Manager außerhalb der regulären Börsen mit Wertpapieren handeln, wobei mittlerweile fast jede Investmentbank eine eigene Plattform hat. Schätzungen zufolge laufen aufgrund der niedrigeren Gebühren im Vergleich zu offiziellen Börsen mittlerweile in den USA mehr als die Hälfte aller Umsätze über diese Plattformen. Das führt in der Konsequenz zu deutlich mehr Intransparenz und zu einer schlechteren Liquidität an den offiziellen Börsen.

Im Bondmarkt hingegen hat das Handelsvolumen zwar zugenommen, was aber auch an den im Rahmen der expansiven Fiskalpolitik zur Finanzierung der Krisenfolgen gestiegenen Staatsschulden und damit dem gestiegenen ausstehenden Volumen am Bondmarkt liegt. Deshalb ist es sinnvoller, das durchschnittliche Handelsvolumen zum ausstehenden Emissionsvolumen ins Verhältnis zu setzen (siehe Diagramm 2). Aufgrund der Verfügbarkeit der Daten habe ich dabei den amerikanischen Markt analysiert. Es fällt auf, dass dieses Verhältnis sowohl bei Staatsanleihen und staatsnahen Agency-Anleihen (hier besonders deutlich nach der Finanzkrise) als auch bei Corporate Bonds in den USA rückläufig ist. Lediglich bei U.S. Corporate Bonds stieg dieses Verhältnis seit der Finanzkrise wieder leicht an. Der Rückgang ist also damit zu erklären, dass der Anstieg des Handelsvolumens deutlich geringer war als der des ausstehenden Emissionsvolumen.

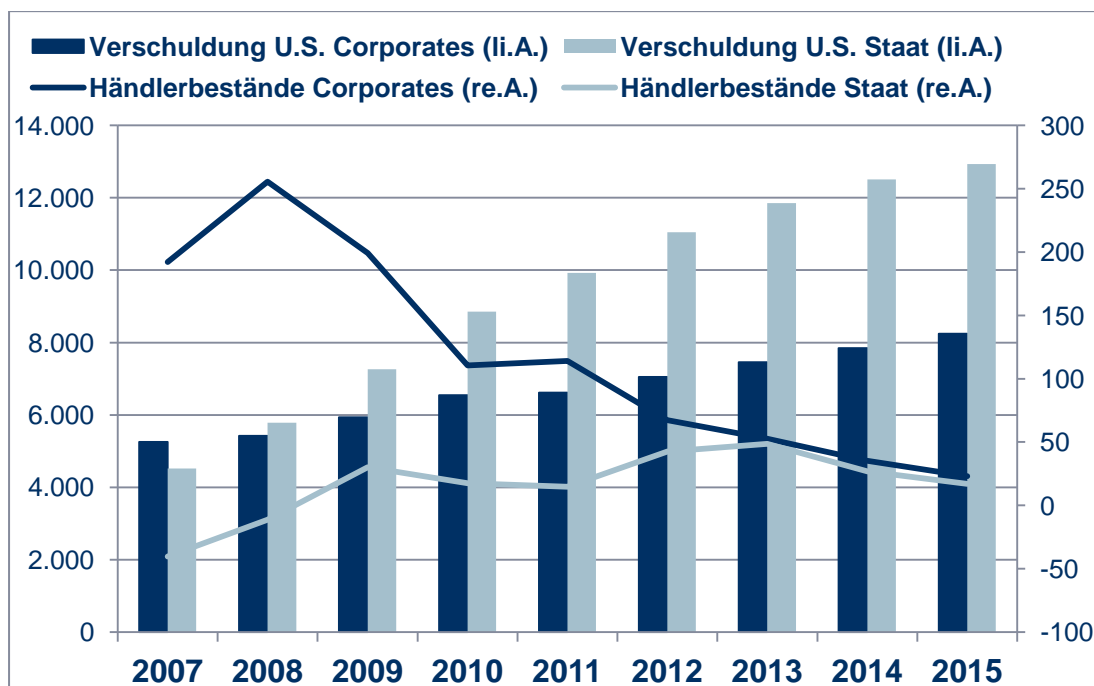
**Diagramm 2: Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen bezogen auf das ausstehende Emissionsvolumen von 2002-2015 [in %]**



Quelle: sifma (2015) Research.

Betrachten wir als nächstes die Händlerbestände im amerikanischen Bondmarkt, die ebenfalls ein potientiell Messinstrument für die Markttiefe sind (siehe Diagramm 3). Diese sind seit der Finanzkrise speziell im U.S. Corporate Bond Markt besonders stark zurückgegangen. Dagegen sind die Bestände bei Staatsanleihen eher stabil geblieben. Dies alles vor dem Hintergrund einer zunehmenden Verschuldung (gemessen durch das ausstehende Volumen der Anleihen) sowohl im Staatsanleihen- als auch im Corporate Bond-Markt.

**Diagramm 3: Verschuldung und Händlerbestände vom U.S. Bondmarkt von 2007-2015: [Mrd. USD]**

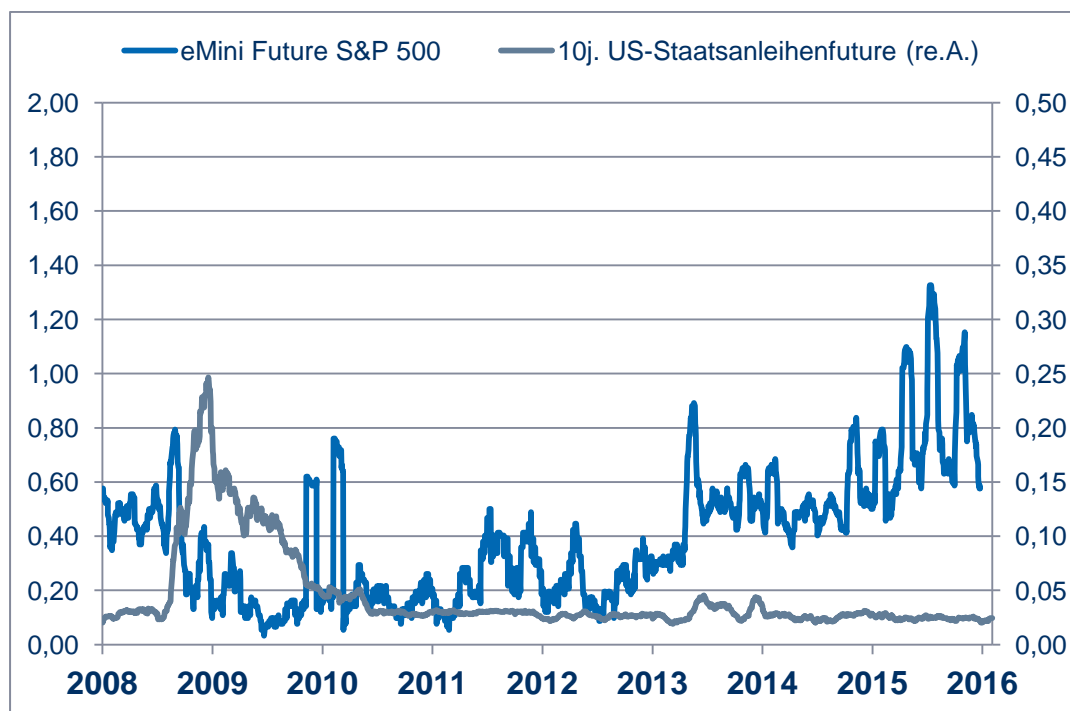


Quelle: sifma (2015) Research.

Diese Tatsache spricht demnach für eine deutliche Reduktion der Markttiefe im amerikanischen Bondmarkt, speziell seit der Finanzkrise. Viele Marktteilnehmer haben zunehmend Schwierigkeiten, größere Geschäfte abzuwickeln.

Bei der Marktdichte orientiere ich mich an den Geld-/Briefspannen. In nachfolgender Abbildung sind die Geld-/Briefspannen des amerikanischen Leitindex S&P 500 (visualisiert als eMini Future) sowie der zehnjährigen US-Treasury Staatsanleihenrendite (abgebildet als Future) über die letzten acht Jahre abgetragen. Daran ist sehr deutlich zu erkennen, dass es zwar Phasen gibt, in denen die Differenz zwischen An- und Verkaufskursen aufgrund einer höheren Volatilität deutlich ansteigt, allerdings entwickeln sich die Spannen für beide Märkte eher seitwärts. Beim zehnjährigen US-Staatsanleihenfuture ist die Differenz sogar rückläufig und verharrt wieder auf Vorkrisenniveaus. Dies liegt zuletzt auch an der globalen Unterstützung durch die liquiditätsfördernden Maßnahmen der Zentralbanken. Dabei muss man allerdings bedenken, dass niedrige Geld-/Briefspannen häufig als Beleg dafür herangezogen werden, dass die Marktliquidität sich nach der Finanzkrise wieder auf regulären Niveaus befindet. Allerdings wird dabei offensichtlich ausgeblendet, dass a) viele Geld-/Briefspannen nur indikativ und nicht wirklich handelbar sind, b) speziell im Bondmarkt niedrige Geld-/Briefdifferenzen auch eine Funktion des aktuell sehr geringen Renditeniveaus sind und c) in Perioden hoher Unsicherheit bzw. Volatilität der Unterschied zwischen dem An- und Verkaufspreis massiv ansteigt, speziell wenn der Orderstrom sehr einseitig wird. Im Hinblick auf die Marktdichte scheint die reine Geld-/Briefanalyse aktuell aber kein nachhaltig negativer Faktor bei der Liquiditätsanalyse zu sein.

**Diagramm 4: Entwicklung der Geld-/Briefspannen beim DAX 30 und 10j. Bund seit 2008**



Quelle: Bloomberg, Stand: 07.03.2016.

Weiterhin ist in einigen Märkten eine Spaltung der Marktliquidität zu beobachten, d.h., die Liquidität konzentriert sich auf wenige hochliquide Titel, während die weniger

nachgefragten Instrumente weiter an Liquidität verlieren (Marktbreite). Bezüglich der Ausführungsgeschwindigkeit fallen zwei Dinge auf. Seit 2010 sind die durchschnittlichen Handelsgrößen bei U.S. Staatsanleihen zurückgegangen. Von durchschnittlich knapp 4 Mio. USD in 2010 auf knapp 2 Mio. USD in 2015.<sup>1</sup> Dies könnte ein Zeichen dafür sein, dass größere Volumen nicht mehr so einfach durchhandelbar sind, ohne einen nachhaltigen Einfluss auf den Preis zu hinterlassen. Ebenso rückläufig haben sich die durchschnittlichen Ticketgrößen beim Aktienmarkt entwickelt.<sup>2</sup> Auch die Anzahl der Market Maker sind in vielen Assetklassen, speziell im Corporate Bond Markt, zurückgegangen.<sup>3</sup>

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Liquiditätsumfeld zunehmend komplexer geworden ist. Viele haben mittlerweile Schwierigkeiten, größere Handelsgeschäfte zu exekutieren, ohne einen signifikanten Preiseinfluss zu hinterlassen. Das liegt nicht nur an einer angestiegenen Fragmentierung über verschiedene Handelsplattformen und damit einer Zersplitterung der Liquidität, sondern auch und im Speziellen an der verschlechterten Markttiefe. Geringere Handelsbestände bei den Market Makern und abnehmende Handelsvolumina (auch im Vergleich zum ausstehenden Volumen) verschlechtern die Liquidität über alle Assetklassen. Da täuschen auch stabile und aufgrund der Notenbankpolitik relativ enge Geld-/Briefspannen nicht darüber hinweg, dass die Liquiditätssituation allgemein als angespannt bezeichnet werden muss. Vor allen in Phasen erhöhter Volatilität sind Geld-/Briefspannen kein wirklich aussagefähiges Maß zur Liquiditätsmessung.

Was sind die Gründe für die reduzierte Marktliquidität?

Ein wichtiger Grund für die sinkende Liquidität ist der gestiegene regulatorische Verwaltungsaufwand für Banken. Neben prozessualen Veränderungen und einem detaillierterem Berichtswesen zählt dazu die mit einem höheren Eigenkapitalhinterlegung verbundene niedrigere Profitabilität von Geschäftsaktivitäten. Als Folge daraus haben sich viele Banken auf ihr Kerngeschäft konzentriert und folglich große Teile ihrer Handelsaktivitäten reduziert. In einer Studie zur Analyse der Liquidität an den globalen Finanzmärkten hat PwC herausgefunden, dass die Handelsaktiva bei 32 ausgewählten globalen Banken zwischen 2008 und 2015 als Folge der zugenommenen Regulierung um mehr als 40 % geschrumpft sind (siehe Diagramm 5). Viele Banken haben demnach ihre Eigenhandelsaktivitäten erheblich reduziert, teilweise sogar ganz eingestellt. Davon betroffen sind insbesondere Geschäfte auf eigene Rechnung ohne jeglichen Kundenbezug (sog. Proprietary Trading). Aber auch die Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit der Ausführung von Kundenorders (Market Making-Aktivitäten) hat stark abgenommen. Gerade die Market Making-Aktivitäten spielen aber für die Bereitstellung von Liquidität für viele Assetklassen eine große Rolle, wenn auch in unterschiedlich hohem Maße.

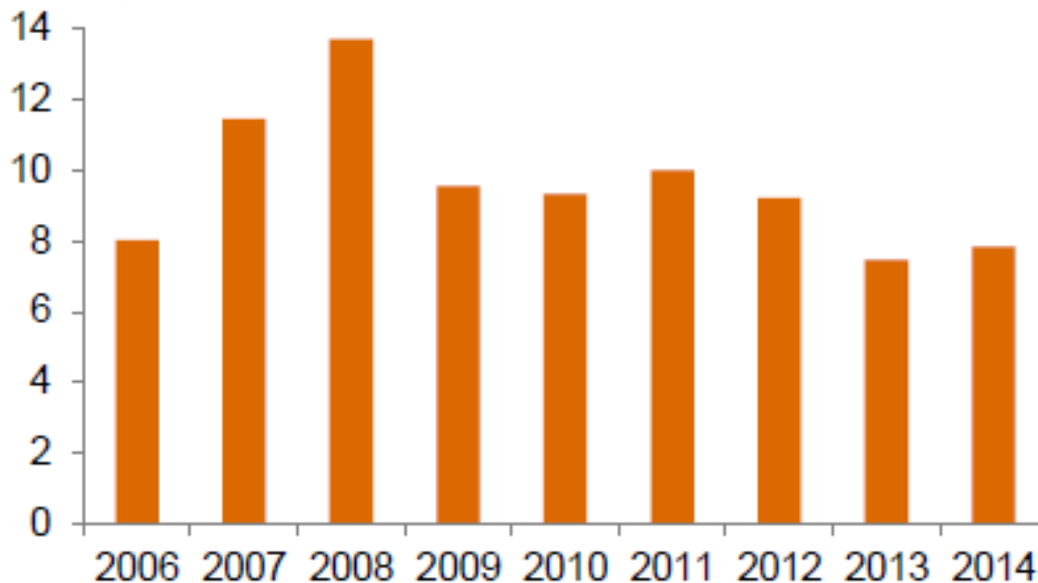
---

1 PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 54.

2 PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 89.

3 PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 66.

**Diagramm 5: Handelsaktiva 32 ausgewählter Banken von 2006-2014 [Mrd. USD]**



Quelle: PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 40.

Bei Aktien, die i.d.R. eine hohe Marktkapitalisierung haben und über den elektronischen Börsenhandel eher hochliquide sind, spielt das Market-Making eine geringe Rolle. Anders ist dies jedoch z.B. bei außerbörslich gehandelten, eher illiquideren Unternehmensanleihen. Weil es je Emittent eine Vielzahl an Anleihen gibt, ist das Handelsvolumen bei den einzelnen Bonds vergleichsweise gering. Genau hier kommen nun die Banken ins Spiel, die als Market Maker regelmäßig Kurse stellen. Market Maker können dies jedoch nur gewährleisten, wenn sie die jeweiligen Papiere im eigenen Handelsbestand halten und somit für Liquidität sorgen. Speziell für größere Beträge gibt es kaum noch echte Market Maker. Durch die stärkere Regulierung und höheren Kapitalkosten ist somit der Spielraum der Banken beim Eigenhandel und beim Market Making gesunken.

Der Mangel an Liquidität ist zwar ein allgemeines Problem, Corporate Bonds (und speziell High Yield) sind jedoch stärker betroffen als andere Assetklassen. Mit dem Übergang von Basel 2.5 (2011) auf Basel 3 (2014) sind die Eigenkapitalanforderungen für Banken bezogen auf Corporates im Assetklassenvergleich (Aktien vs. Rentenuniversum) am wesentlichsten gestiegen.<sup>4</sup> Diese Tatsache belegt auch das o.a. Diagramm 3, wo die Inventare von US-Corporates-Brokern weniger als einem Zehntel des Höchstwertes des Jahres 2008 entsprechen. Diese Entwicklung konnte nur teilweise kompensiert werden durch eine höhere Primärmarktaktivität sowie elektronische Handelsplattformen, die die Preisfindung und Orderausführung beschleunigen. Insbesondere in Phasen hoher Volatilität, wenn sich institutionelle Investoren in größerem Ausmaß aus Engagements im Corporate Bond-Markt zurückziehen möchten, ist die eingeschränkte Liquidität des Segments von Nachteil. Staatsanleihen sind hingegen seit jeher liquider. Dadurch sind sie

---

<sup>4</sup> PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 38.

aber bei einem Rückgang der Marktliquidität auch anfälliger, da die Marktteilnehmer in diesen Segmenten Liquiditätsengpässe nicht gewohnt sind.

Ein weiterer Grund für die schlechter gewordene Marktliquidität sind die zunehmenden Funding-Probleme im Repo-Markt. Dieser Markt wird genutzt, um Bonds gegen Entgelt zu verleihen (sog. Collateral), damit (oftmals höherverzinsliche) Investitionen finanziert werden können. Repo-Nehmer sind i.d.R. Geldmarktfonds, die den Repo-Markt als elementare Einnahmequelle entdeckt haben und somit die aktuell zumeist negativ verzinsten Papiere und Bankguthaben abfedern. Die Nutzung hat sogar den Charme, dass das Verleihen von Geld durch reale Anleihen gesichert ist. Darüber hinaus nutzen Banken, die gegen Gebühr als Intermediär zwischen Repo-Geber und Repo-Nehmer fungieren, den Repo-Markt als tägliches Fundingvehikel. Sie finanzieren damit ihre Handels- und Market Making-Aktivitäten. Durch die neuen regulatorischen Anforderungen gehören üppige Repo-Bestände bei Banken eher der Vergangenheit an, da erhöhte Sicherheitsanforderungen für Counterparty-Risiken (u.a. kein Netting von Repo-Beständen mehr möglich) zu einer gestiegenen Kassehaltung bei Banken führen und qualitativ hochwertiges Collateral dadurch eher weniger verfügbar wird. Für den Kapitalmarkt bedeutet diese Veränderung eine Verteuerung der verbliebenen Repo-Bestände und damit zu steigenden Liquiditätsprämien im Sekundärmarkt. Darüber hinaus haben auch die QE-Programme der Zentralbanken einen negativen Einfluss auf den Repo-Markt, da sich durch die Rückkäufe hochliquider Staatsanleihen die Collateral-Basis für Repo-Geschäfte immer weiter reduziert.

Was für Auswirkungen hat die gesunkene Marktliquidität auf die Kapitalmärkte?

Die wesentlichste Auswirkung ist v.a. ein Anziehen der Volatilität. Ein weiteres Anziehen der Volatilität erhöht das Risiko, hohe Händlerbestände zu halten und erhöht somit auch die Kosten für das Bereitstellen der Liquidität. Speziell die geringere Markttiefe kann und wird die Volatilität weiter erhöhen. Generell muss man feststellen, dass die QE-Programme der Zentralbanken in stärkerem Maße dafür verantwortlich waren, dass die Volatilität an den Märkten speziell bis Mitte 2013, als die Fed mit dem Tapering ein Ende des billigen Geldes ankündigte, massiv gesunken war. Danach ist die Volatilität assetklassenübergreifend angestiegen und tut dies immer noch. Auch wenn die Volatilität sich aktuell immer noch unterhalb der Niveaus von 2008 befindet, ist sie in Anbetracht der globalen, wirtschaftlichen Situation historisch höher als sie eigentlich sein sollte. Hauptsächlich verantwortlich dafür ist meines Erachtens die schlechter gewordene Marktliquidität und die veränderte Marktstruktur (weniger echte Market Maker, Bankbilanzrezession gekoppelt mit Überregulierung). Diese Situation erhöht die Wahrscheinlichkeit für „Flash-Crashes“, so dass extreme Bewegungen, wie wir sie Anfang des Jahres oder im August letzten Jahres gesehen haben, in der Häufigkeit eher zunehmen. Mit anderen Worten das Auftreten schwarzer Schwäne wird keine Seltenheit mehr sein!

Die Tatsache, dass die Liquidität hauptverantwortlich für das neue Volatilitätsumfeld ist, belegen auch die Ausführungen der bereits o.a. Liquiditätsstudie von PwC. Eine Analyse des Z-Spreads<sup>5</sup> für europäische Corporates zeigt, dass die Prämien für das Kreditrisiko seit

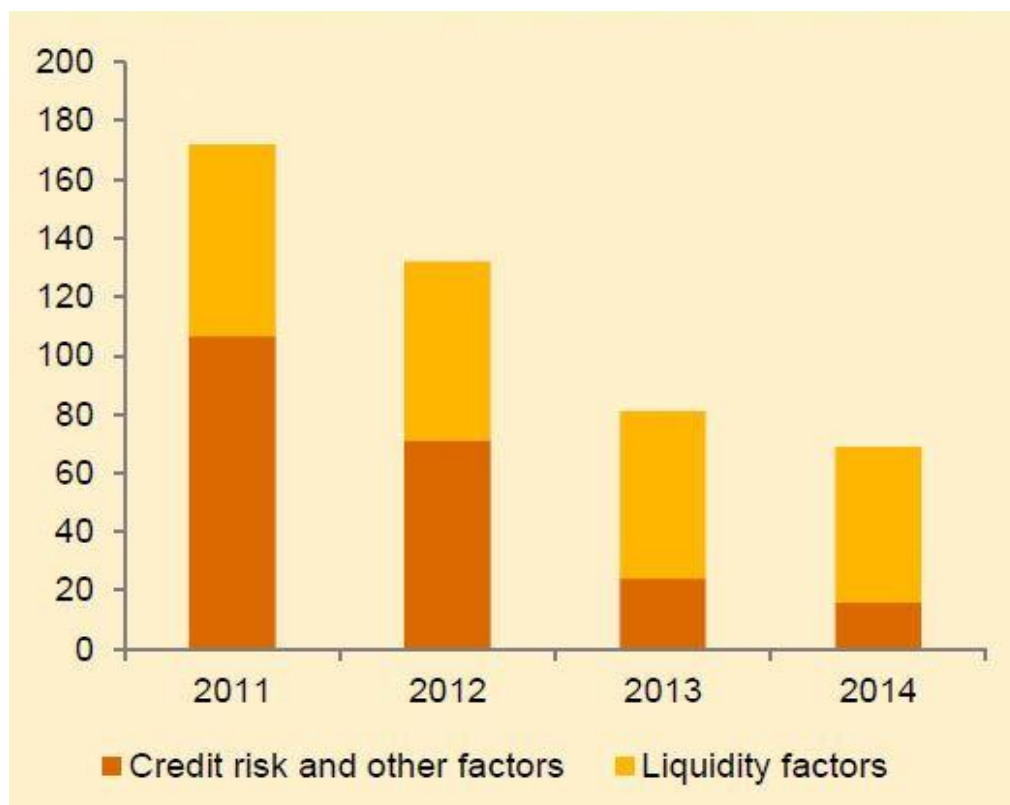
---

*5 Der Z-Spread (oder Zero-Volatility Spread) bezeichnet den konstanten Wert, der auf die laufzeitspezifische, als risikofrei definierte Zero Rate aufaddiert werden muss, damit der Barwert der Unternehmensanleihe dem tatsächlichen Marktpreis entspricht.*



2011 stark zurückgegangen sind, während die Liquiditätsprämie in diesem Zeitraum konstant blieb (siehe Diagramm 6). Somit werden viele Auswirkungen durch die expansive Geldpolitik derzeit noch verschleiert. In einem Stressszenario oder bei einem raschen Ende der QE-Programme, könnten Instabilitäten und Liquiditätsrisiken offenkundig werden und zu einem starken Anstieg der Volatilität binnen kürzester Zeit führen. Einen Vorgeschmack für eine Neubewertung der Kreditrisikoprämien haben wir in diesem Jahr, speziell im amerikanischen High Yield-Markt, bereits gesehen.

**Diagramm 6: Zusammensetzung des z-Spreads (in bp) bei EUR-Corporate Bonds**



Quelle: PwC (2015): *Global Financial Markets Liquidity Study*, August, S. 68.

Zur abnehmenden Liquiditätsbereitstellung durch Banken gibt es allerdings auch gegenläufige Tendenzen. So sind neue Spieler in den Markt eingetreten, v.a. in Form von Private-Equity-Investoren und Hedgefonds. Auch der wachsende ETF-Markt und die Öffnung einiger Marktsegmente für Nicht-Banken dürften einen positiven Einfluss auf die Liquidität einzelner Assetklassen haben. Enorm zugenommen hat auch der automatisierte (High-Frequency Trader) oder algorithmische Handel (Algo-Trader). Schätzungen zufolge macht er in Europa inzwischen über 60 % des Handelsvolumens aus, in den USA könnte der Anteil sogar bei rund 80 % liegen. Die Bewährungsprobe dieser Akteure im größeren Krisenfall steht jedoch noch aus. In einem Stressszenario dürfte ihr Einfluss jedoch weder kurz- noch mittelfristig zu einer Stabilisierung führen.

Was kann getan werden, um die Liquiditätssituation zu verbessern?

Zunächst einmal wäre es wichtig, dass die Regulatoren die Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf die Finanzmärkte beobachten und analysieren bevor sie neue Regularien einführen. Das würde den Marktteilnehmern die erforderliche Zeit geben, sich auf die veränderte Marktumgebung einzulassen. Grundsätzlich ist die Übernahme von Liquidität

durch Asset Manager eine Steigerung der Kosteneffizienz, sorgt aber im Sinne des Liquiditätskonzeptes nicht für einen kompletten Ersatz der verloren gegangenen Ressourcen bei den Banken, die mit ihren Market Makern speziell in schlechten Liquiditätsphasen viel trendunabhängige Liquidität bereitgestellt haben. Die Hoffnung kann nur sein, dass Asset Manager selbst Liquiditätsgeber werden, indem sie in den Sekundärmärkten aktiver Positionen anbieten und eventuell sogar Banken umgehen, um größere Positionen möglichst marktschonender und damit preisinsensitiver zu handeln. Um dies zu erreichen, bieten sich dezidierte Plattformen an, die allerdings bisher nicht sonderlich erfolgreich waren. Vielleicht muss an dieser Stelle auch der Regulator einspringen, um klassische Investoren in irgendeiner Weise zur Liquiditätsbereitstellung zu zwingen.

Eine weitere Möglichkeit, die Liquiditätssituation zu verbessern, wäre der Eintritt von kleineren Market Makern, die nicht so stark reguliert werden wie große Bankenhändler. Ihr Nachteil ist sicherlich das schlechtere Credit-Rating, höhere Funding-Kosten und die weniger ausgeprägten Dienstleistungen um den Handel herum (v.a. Research). Durch die Einführung der von der EU vorgesehenen Finanzmarktrichtlinie MiFID II dürfte die Herausgabe von Research nur noch gegen Bezahlung erfolgen, so dass speziell kleinere Asset Manager vermehrt mit kleineren Market Makern handeln dürften, da sie sich den Researchservice von Großbanken nicht mehr leisten können und lieber den kundennäheren Service einer kleineren Adresse bevorzugen dürften.

Insgesamt sollte meiner Meinung nach mehr Transparenz geschaffen werden, entweder durch Standardisierungen der Wertpapiere und/oder durch die Abschaffung von nichtregulierten Plattformen, die die Liquiditätssituation in den Hauptbörsen verwässern. Je höher die Transparenz und je besser die Markttiefe, desto geringer die Volatilität und damit die Transaktionskosten pro Handelsgeschäft.

#### Fazit:

Die theoretischen Folgen der geringeren Marktliquidität sind niedrigere Kurse sowie höhere Ausführungskosten, insbesondere bei großvolumigen Orders. Ebenso hat dies negative Auswirkungen auf die Volatilitäten in den verschiedenen Assetklassen, speziell im Corporate Bond-Markt. Der Hauptgrund der gesunkenen Liquidität liegt in den regulatorischen Veränderungen für Banken, die zukünftig als Liquiditätsgeber in ihrer Market Maker- und/oder Eigenhandelsfunktion immer weniger Risiken nehmen dürften. Die erheblich schärferen regulatorischen Anforderungen haben sich im Nachhinein zwar als wirksame Medizin für die Stabilisierung des Bankensektors erwiesen, sollten sich aber auf die Marktliquidität und damit die Finanzmarktstabilität mittelfristig negativ auswirken. Ohne die Etablierung alternativer Liquiditätsgeber (wie z.B. Asset Manager und/oder kleinere Market Maker Adressen) kann der Wegfall der liquiditätsstabilisierenden Rolle der Banken nicht kompensiert werden. Dafür sind auch neue Akteure, wie High-Frequency- und/oder Algo-Trader sowie Hedgefonds, nicht hilfreich. Diese agieren im Stressfall eher trendbestätigend!

**Hinweis:** Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.