

SIGLO Timeout Nr. 52 - Liebe und Liquidität

Teaser

Jeder kennt sie, aber niemand weiss, wie sie genau funktioniert. Sie gibt uns ein gutes Gefühl, aber wir wissen nicht, wie wir es konservieren können. Es geht nicht ohne sie (glauben zumindest die meisten Leute) und mit ihr wird jeder Tag sonniger und freundlicher. Zu spüren kriegen wir das aber erst, wenn sie sich langsam zurückbildet oder gar abrupt endet. Wir finden heute an den globalen Finanzmärkten zahlreiche Hinweise, dass sowohl die Liebe als auch die Liquidität in verschiedenen Anlageklassen langsam verwelkt. Hoffen wir, dass diese Liebe nicht zuviele Anleger blind macht.

Einführung

In jeder Transaktion an einem (Finanz-) Markt treffen sich ein Käufer und ein Verkäufer. In der Regel liefert der eine Ware und der andere im Gegenzug dafür Geld. Wir verzichten hier vorerst auf weitere Analogien und bemerken: Je mehr Geld am Markt im Umlauf ist und je mehr Personen aktiv am Handel teilnehmen, desto liquider ist der Markt. Liquidität entspricht also der Verfügbarkeit eines generell akzeptierten Tauschmittels, d.h. in der Regel von Geld. Der Begriff Liquidität wirkt intuitiv sinnvoll, da er eben für Flüssigkeit bzw. flüssige Mittel steht, gegen die ich ein Gut jederzeit tauschen kann.

Liquidität und Spreads

Grundsätzlich gilt, dass die Transaktionskosten, d.h. Geld-Brief-Spannen (engl Bid-Ask-Spreads) am Markt mit höherer Liquidität abnehmen. Für die meisten Anlageklassen stimmt dies auch in der Praxis. Ausnahme ist der Währungsmarkt, von dem wir in unseren bisherigen Timeouts bereits ausführlich berichtet haben.

Anleger sind in der Regel an hoher Liquidität am Markt interessiert. Einerseits weil sich dadurch eine Anlagestrategie günstiger implementieren und über die Zeit verwalten lässt, andererseits, weil sich grössere Summen rascher und effizienter platzieren lassen. Diese Punkte gelten sowohl für aktive als auch für passive Anleger. Hinzu kommt für bewusst Aktive sowie für alle vor Panikattacken ungefeiten Investoren, dass sie auf liquideren Märkten rascher ihre Meinung ändern und sich notfalls neu aufstellen können.

Market Makers

Damit in den einzelnen Anlageklassen und Titeln eine gewisse Liquidität vorhanden bleibt, verpflichten sich sogenannte Market Makers, dass sie (fast) permanent Geld- und Briefkurse bzw. in anderen Worten eben Liquidität bereitstellen und somit Handel ermöglichen. Dabei treten die Market Makers für alle Transaktionen jeweils als Gegenpartei auf und nehmen effektiv einen Teil

der Expositionen auf ihre Bilanz (bzw. in das "Buch" der Trader). Als Lohn winkt der Spread. Ob das Ganze an einer Börse oder bei Brokern erfolgt, sprengt leider den Timeout-Rahmen.

Ein in der Praxis zwar nur schwer messbares aber trotzdem interessantes Mass fokussiert auf den Umfang von Instrumenten in den Büchern der Market Makers und anderen Brokern im Vergleich zum total ausstehenden Volumen über eine bestimmte Periode. Je höher dieser Anteil, desto besser die Chancen auf gute Liquidität. Der Grund liegt darin, dass die Market Makers nicht wie andere Anleger an der Abschöpfung einer Risikoprämie interessiert sind, sondern nur versuchen, ihre gekauften Positionen und Titel laufend an Investoren weiter zu verkaufen und dafür den Spread zu kassieren. Je grösser ihr Buch, desto höher auch ihre Fähigkeit, Stress am Markt zu absorbieren und die Volatilität in den Preisen zu dämpfen.

Tiefere Bilanzexpositionen

Die Schätzungen von Investment Banken und Händlern lassen vermuten, dass Bestände und Lager an Anleihen- und Aktientitel in den letzten Jahren stark gesunken sind. Leider fehlen uns präzise Zahlen, aber diverse High Yield, Loans oder Emerging Market Debt Manager berichten von Lagerrückgängen bei den Market Makers. Einerseits weil sich das Unternehmensanleihen-Volumen verfielfacht hat. Den stärkeren Einfluss orten wir aber in der erhöhten regulatorischen Anforderung zur Kapitalunterlegung bei Banken. Mit anderen Worten wurde es für die Market Makers teurer, Positionen auf ihre Bücher zu nehmen, weshalb sie es nur noch in wesentlich geringerem Ausmass tun. Entsprechend sinkt ihre Fähigkeit und ihr Wille, in Krisenzeiten Preisschocks abzufedern, indem sie panischen Anlegern ihre Papiere günstig abkaufen.

Wer glaubt, dieses Phänomen trete nur auf exotischen Non-Investment-Grade-Märkten auf, irrt. Larry Fink (CEO Blackrock) bemerkte kürzlich,

dass die Liquidität in den Fixed Income Märkten nur rund 25% des Volumens von 2007 beträgt. Die Liquidität z.B. für Eidgenossen ist ebenfalls äusserst bescheiden und Bid-Ask-Spreads über einem Prozent keine Seltenheit, besonders für lange Durationen. Auch bei den Unternehmensanleihen ist die Liquidität gering. Und es beginnt oft schon am Primärmarkt, wo die Manager oft nicht die voll gezeichnete Allokation erhalten.

Schwindendes Vertrauen?

Dass man Banken an die Kandare nehmen und der exzessiven Spekulationen Grenzen setzen muss, war unbestritten. Vertrauen alleine reichte offenbar nicht aus. Doch spätestens seit 50 Shades of Grey wissen wir, dass man Fesseln unterschiedlich hart einsetzen kann. Dass enge Fesseln auch die Marktliquidität in zahlreichen Instrumenten gefährden, blieb leider nur eine unbeabsichtigte Konsequenz. Bisher äusserte sich das zwar für Long-Only-Anleger noch nicht spürbar, weil wir seit gut 5 Jahren nur steigende Märkte und hohe Nachfrage sehen, in denen die Liquidität vieler Anleihen gar nie getestet wird. Wir bezweifeln, dass diese Liebe ewig hält.

Der "Chlapf" kommt vielleicht erst noch

Solange die Anleger munter weiter kaufen und ihren Buy-and-Hold-Strategien verfolgen, bleibt der Liebesentzug erträglich und vielerorts evtl. sogar unbemerkt. Wie leider oft in Beziehungen wird das Besondere mit der Zeit zur Normalität. (Quasi zum New Normal ;-)) Man vergisst, was man an einer hohen Liquidität hat, solange die Renditen von Buy-and-Hold-Ansätzen stimmen. Der berühmte "Chlapf" folgt dann oft erst mit einer langen zeitlichen Verzögerung. Und auf einmal wird einem in wenigen Minuten klar, was man eigentlich die letzten Jahre alles verpasste.

Nun ja, beim Chlapf sind wir an den Märkten definitiv noch nicht angelangt. Die Preise für riskante Anlagen steigen munter weiter und es ist keine gröbere Krise in Sicht. Und aus diesem Grund sind wir auch noch guten Mutes, dass Anleger keine dramatische Trennung von Anlagen bevorsteht. Doch wehret den Anfängen.

Liebe und Liquidität machen blind

Sind ETFs nun die Lösung? Ein Blick unter den Schleier verrät uns leider, dass es mit dieser Liebe rasch vorbei sein könnte. Anleger strömen heute zwar noch in vermeintlich liquide ETFs und Funds mit täglicher Liquidität, um attraktive Risikoprämien in alle Arten von Bonds, Loans, oder EMD günstig abzuschöpfen. Wir können das grundsätzlich auch verstehen, geben aber zu bedenken, dass Liebe blind machen kann.

Denn hinter vielen dieser ETFs stehen (wenn überhaupt) oft nur einige hochkapitalisierte Titel. Das Settlement solcher Titel kann zwischen T+3 bis T+30 reichen und deren Liquidität wird nicht besser, nur weil sie einem ETF zugrunde liegen. Wie genau die Anbieter dieser ETFs und täglich liquiden Funds mit solch langen Settlement-Perioden umgehen, bleibt uns ein Rätsel. Das Asset-Liability-Management auf Ebene solcher Produkte wirkt auf uns nicht ausgewogen. Dies geht gut, solange Anleger nicht alle gleichzeitig verkaufen. Ein potenzieller Verkaufsdruck auf diese wenigen Titel, welcher durch signifikante ETF Outflows in kurzer Zeit ausgelöst werden könnte, würde die Preise sowohl der Funds und ETFs als auch der zugrunde liegenden Anlagen ins Rutschen bringen. Ob dann Liquidität noch vorhanden ist, darf ebenso bezweifelt werden, wie die Vorstellung, dass Market Makers genau in diesem Zeitpunkt enge Spreads stellen.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

