

„Die Spreads haben sich seit Jahresanfang leicht ausgeweitet“

CEO: Risiko und Preis für Liquiditätsbereitstellung werden seit den Franken-Turbulenzen und wegen zusätzlicher Kosten durch die Regulierung anders gesehen

Börsen-Zeitung, 21.5.2015

Herr Kölzer, gibt es am Devisenmarkt, ähnlich wie bei Anleihen, ein Liquiditätsproblem?

Generell sind die beiden Märkte nicht wirklich vergleichbar, denn der Devisenmarkt ist um ein Vielfaches größer als der Bond- oder auch der Aktienmarkt, und es gibt eine deutlich größere Anzahl von Marketmakern (Banken und auch Nichtbanken), die ihren Kunden Preise und damit Liquidität stellen. Währungen sind auch nicht limitiert wie eine Anleihe. Jedoch gibt es starke Unterschiede an Liquidität in Abhängigkeit von den Währungen. Generell sind „G3“-Währungen deutlich liquider als andere. Darüber hinaus hängt die Liquidität von der Tageszeit, dem zu handelnden FX-Produkt und auch dem Marktzugang ab. Nimmt man den global aktivsten Bereich, den Spotmarkt in Euro gegen US-Dollar, so besteht wohl kaum je ein Problem, selbst große Transaktionsvolumina exekutiert zu bekommen. Die Liquidität für australische Dollar kann aber zum Beispiel im späten New Yorker Handel, wenn die wichtigsten Marktteilnehmer in Europa oder Australien nicht mehr wirklich aktiv sind, schon dünner werden, und in einzelnen Währungen kann es in bestimmten Situationen schon zu Liquiditätsengpässen kommen.

Könnten solche „Liquiditätsengpässe“ sogar einen Flash-Crash

auslösen, wie in jüngst die Bonds sahen?

Dies ist sicherlich nicht auszuschließen, und der 15. Januar dieses Jahr hat den besten Nachweis dafür geliefert. Die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank, die Interventionen im Markt nicht mehr weiterzuführen, hat einen Großteil der Marktteilnehmer überrascht, und viele davon versuchten zeitgleich, Kursabsicherungen zu tätigen. Die daraus resultierende Kursbewegung war wohl eine der größten, die wir historisch in einer aktiv gehandelten Währung gesehen haben. Stärkere Bewegungen kleineren Ausmaßes gab es aber auch in der Vergangenheit immer wieder.

Marktteilnehmer sprechen von einer Scheinliquidität im Markt, ausgelöst durch automatisierten Handel. Sehen Sie dies auch so?

Aus meiner Sicht sehen die meisten Marktteilnehmer, die FX für Hedging oder als Produkt einer mittel- bis langfristigen Investmentstrategie nutzen, also zum Beispiel Fondsgesellschaften, die Investmentportfolios managen oder Corporates „echte“ Liquidität. Diese Kundengruppen nutzen unsere Handelsplattform, und die ihnen dort von Marketmakern gezeigten Preise sind alle handelbar, auch für große Volumina. Im Devisenmarkt existieren aber auch Teilnehmer, die durch algorithmische Programme „Scheinliquiditäten“ kreieren können. In manchen Fällen wird einfach die „echte Liqui-

dität“ von Marketmakern „recycelt“ und erscheint als zusätzliche Liquidität, die jedoch derselben Quelle entspringt. Entzieht die Quelle die Liquidität, geht sie gegebenenfalls um das Vielfache im Gesamtmarkt zurück durch diese Effekte.

Wie haben sich die Bid-Offerspreads in jüngster Zeit entwickelt, denn ein Auseinanderlaufen könnte ein Hinweis auf abnehmende Liquidität sein?

Wir konnten seit Anfang des Jahres feststellen, dass sich die Spreads im Spot- und Forward-Markt leicht, aber auch wirklich nur leicht ausgeweitet haben, was die hochliquiden Währungen angeht. Aus unserer Sicht ist aber zu erwähnen, dass sich in den letzten Jahren die Spreads eigentlich kontinuierlich verengt haben und viele Marktteilnehmer, die Preise anbieten, angemerkt hatten, dass ab einem Punkt eigentlich der „Preis“ für die Bereitstellung der Liquidität nicht mehr kostendeckend war. Daraus können aus meiner Sicht keine Liquiditätsengpässe abgeleitet werden. Ich sehe eher, dass das Pricing mit dem Umstand zu tun hat, dass das Risiko und der Preis für die Liquiditätsbereitstellung speziell auch nach der SNB-Entscheidung etwas anders gesehen wird, aber auch vor dem Hintergrund von zusätzlichen Kosten auf Grund regulatorischer Änderungen wie zum Beispiel Basel-III-Kreditkosten für länger laufende Geschäfte et cetera. In der nächsten Kategorie folgend auf die

größten Währungen haben sich die Spreads doch merklich ausgedehnt, wie beispielsweise bei den skandinavischen Währungen, weil Marktteilnehmer basierend auf den Erfahrungen des 15. Januar und entsprechend der gegebenen Liquidität einen Risikopuffer einrechnen.

Was könnte Auslöser einer Liquiditätskrise im FX-Markt sein?

Exogene Schocks können nur aufge-

fangen beziehungsweise abgemildert werden, wenn Marktteilnehmer sie absorbieren, ähnlich wie ein Stoßdämpfer. Im Finanzbereich bedeutet dies, dass Risikopositionen eingegangen werden müssen, um Kursbewegungen zu absorbieren. Da die Anzahl der Banken gesunken ist sowie deren Risikobereitschaft nachgelassen hat und da dies von Nichtbanken wie Hedgefonds nicht in vollem Umfang kompensiert werden kann, ist

die Absorptionskapazität kleiner und damit die Abmilderung ebenfalls. So wird mehr vom Schock weitergegeben, und damit steigt die Volatilität.

Was könnte zur sinkenden Liquidität beitragen?

Alles, was den „Preis“ der Liquidität beeinflusst, also zum Beispiel höhere Anforderung an Mindestreserven, weitere regulatorische Vorgaben, reduzierte Risikobereitschaft, weniger Marktteilnehmer, exogene Schocks und damit einhergehende gestiegene Transaktionskosten im Kreditbereich.

Gibt es Daten zur Liquidität beziehungsweise eine Art Index? Kann man höhere Volatilität als Proxi für gesunkene Liquidität verwenden?

Nein, es gibt keinen standardisierten Index für Liquidität, denn, wie eingangs erwähnt, stellt sie sich die Liquidität in unterschiedlichen Formen für unterschiedliche Marktteilnehmer zu unterschiedlichen Tageszeiten sehr verschieden dar. Die FX-Vola als Faktor zur Optionspreisberechnung zeigt die erwartete Schwankung einer Währung in der Zukunft, und tendenziell kann man sagen: Je illiquider eine Währung ist, desto größer sind die zu erwartenden Schwankungen. Aus der höheren Volatilität im Euro gegen US-Dollar der letzten Wochen zu schließen, dass dort weniger Liquidität zu sehen ist, ist sicher nicht möglich.

Das Interview führte Stefan Schaaß.

ZUR PERSON

Investmentbanker

sts – Carlo Kölzer ist außer Mitgründer und Partner auch der Chief Executive Officer des Betreibers der Devisenhandelsplattform 360T. Seine Investment-Banking-Karriere begann er als Finanzanalyst bei Hess & Co in New York. Bei der Gesellschaft war er in den Bereichen Merger & Acquisitions und Blockhandel tätig. Später arbeitete Kölzer für Dresdner Kleinwort Benson in Frankfurt und New York. Er verfügt über ein umfassendes und tiefes Wissen über Kapitalmarktprozesse mit Schwerpunkten in den Bereichen weltweite Märkte, weltweite Aktien, Handel, Sales, Risikokontrolle und Rechnungslegung. Bevor er 360T gründet hat, leitete Carlo eine Task Force innerhalb der Inter-



Carlo Kölzer

nal Audit Group der Dresdner Kleinwort Benson.

(Börsen-Zeitung, 21.5.2015)