

Resiliency: A Dynamic View of Liquidity

CFR Working Paper 15-04

Der Wertpapierhandel findet zunehmend auf elektronischen Börsen statt, bei denen Liquidität nicht mehr durch designierte Market-Maker zur Verfügung gestellt. Stattdessen bieten Investoren durch die Einstellung von Limit-Aufträgen Liquidität an. Beispiele sind Euronext, Xetra und das Stock Exchange Trading System (SETS) der London Stock Exchange.

Auf solchen Börsen ist die Frage nach der Erneuerungskraft von Liquidität besonders wichtig, d.h. wie schnell kehrt Liquidität nach Abweichungen zu ihrem normalen Niveau zurück. Denn nur eine hohe Erneuerungskraft sichert dem Anleger, dass Liquidität nicht dauerhaft verschwindet – eine zwingende Voraussetzung für viele Anlagestrategien, die nur geringe Margen liefern, aber mit großen Beträgen durchgeführt werden.

Wir untersuchen die Erneuerungskraft von Liquidität mit hochfrequenten Daten von SETS, und zwar die Aktien des FTSE100 im Zeitraum Juli 2007 bis August 2009. Wir messen die Erneuerungskraft mittels eines Mean-Reversion-Modells als die Geschwindigkeit, mit der die Liquidität nach Abweichungen zu ihrem normalen Niveau zurückkehrt.

Wir finden für jede einzelne Aktie und jeden einzelnen Handelstag eine hohe Erneuerungskraft; die Halbwertszeit einer Abweichung der Liquidität von ihrem normalen Niveau beträgt nur 6 Minuten. Wir zeigen, dass das Ausmaß der Erneuerungskraft – entsprechend der Theorie – von einer ganzen Reihe von Faktoren abhängt (Anzahl der geduligen Händler (+), Frequenz der ankommenden Aufträge (-), Tick-Größe (+), Informationsrisiken (-) und Algo-Trader(+)). Die oft gescholtenen Algo-Trader stabilisieren also die Liquidität, besonders aber bei großen und wenig schwankenden Aktien.

Die Finanzkrise bietet als ein Zeitraum höchst kritischer Liquidität die Möglichkeit, die Erneuerungskraft der Liquidität in kritischen Situationen zu untersuchen. Es zeigt sich, dass die Erneuerungskraft in dieser Situation gering ist, also nicht mehr eine hohe Liquidität auf beiden Seiten des Orderbuchs herstellt. Für potentielle Käufer ist die Liquidität hoch und wird auch sofort wieder aufgefüllt, für potentielle Verkäufer dagegen ist die Liquidität gering und wird auch nur zögerlich wieder aufgefüllt. In einem Markt ohne designierte Market-Maker besteht daher – trotz der generell hohen Erneuerungskraft – das Risiko, dass die Liquidität verschwindet und sich nicht erneuert, wenn man sie dringend braucht – eine schlechte Nachricht für Anleger, aber auch für Regulatoren, deren Ziel ja darin besteht, stets liquiden Handel an Märkten zu gewährleisten.