

P. Schuster • M. Trapp • M. Uhrig-Homburg
The term structure of bond liquidity
CFR working paper 13-05

Viele Investoren wählen gezielt illiquide Assets aus, um eine höhere Verzinsung erreichen zu können. Anleihen sind dabei besonders interessant, da sie in der Regel am Laufzeitende vom Emittenten getilgt werden. Daher ist der Investor maximal für die Restlaufzeit dem Illiquiditätsrisiko ausgesetzt. Somit sollten Renditen von Anleihen mit längerer Restlaufzeit höhere Liquiditätsprämien beinhalten und die Anleihen seltener gehandelt werden. Dies ist jedoch nicht der Fall: Besonders Anleihen mit mittlerer Laufzeit werden häufig gehandelt und liefern niedrige Liquiditätsprämien, während Anleihen mit kurzer und langer Laufzeit selten gehandelt werden und hohe Liquiditätsprämien liefern.

Im vorliegenden Papier entwickeln wir ein Gleichgewichtsmodell, das diese Beziehung von Restlaufzeit, Handelsvolumen und Liquiditätsprämien aus zwei einfachen Marktfriktionen herleitet. Zunächst unterstellen wir Preisabschläge beim Verkauf einer Anleihe (Bid-Ask-Spread). Zweitens gehen wir von zwei Gruppen von Investoren aus, die unterschiedlich häufig von Schocks getroffen werden und sich daher entscheiden, in erster Linie in Anleihen in einem bestimmten Restlaufzeitsegment zu investieren (kurzlaufende bei vielen, langlaufende bei wenigen Schocks).

Mithilfe dieser einfachen und realistischen Annahmen zeigen wir, dass Investoren Anleihen mit sehr kurzer Restlaufzeit bis zur Fälligkeit halten sollten, selbst wenn sie von einem Schock getroffen werden. Daher werden Anleihen zunächst häufiger gehandelt, je länger ihre Restlaufzeit ist. Ab einer gewissen Restlaufzeit halten jedoch vermehrt diejenigen Investoren Anleihen, die selten von Schocks getroffen werden. Da es für diese weniger Anreiz zum Handel gibt, sinkt das Handelsvolumen. Dementsprechend ergeben sich Prämien, die mit wachsender Restlaufzeit zunächst ab- und dann zunehmen. Wir testen dies empirisch für US-amerikanische Unternehmensanleihen und finden starke Evidenz für unser Modell.

Zusätzlich liefert unser Modell eine Erklärung für die Übertragung von Liquiditätsschocks zwischen unterschiedlichen Restlaufzeitsegmenten: Tritt ein Schock für Anleihen mit kurzer Restlaufzeit auf, erhöhen sich zunächst deren Liquiditätsprämien. Als Reaktion auf diese höheren Liquiditätsprämien verlangen jedoch auch Investoren, die Anleihen mit langer Restlaufzeit halten, eine höhere Verzinsung. Daher wirkt sich ein Schock im kurzen Laufzeitsegment auch auf Anleihen mit langer Restlaufzeit aus. Diese Beziehung zwischen den Laufzeitsegmenten kann dazu führen, dass bei einer Erhöhung der Bid-Ask-Spreads für kurz laufende Anleihen z.B. durch eine Transaktionssteuer nicht nur der Handel für diese Anleihen zusammenbricht, sondern dass auch die Handelsvolumina und Preise für Anleihen mit längerer Restlaufzeit einbrechen.