

A. Kempf • O. Korn • M. Uhrig-Homburg

The term structure of illiquidity premia

CFR working paper 09-14

In diesem Aufsatz untersuchen wir den Einfluss der Handelbarkeit eines Instrumentes auf dessen Rendite. Wir betrachten hierzu deutsche festverzinsliche Wertpapiere, die sich nur bezüglich des Ausmaßes der Liquidität unterscheiden. Aus diesen Wertpapieren generieren wir eine Zeitstrukturkurve der Illiquiditätsprämien. Anschließend analysieren wir die Dynamik dieser Zeitstrukturkurve, untersuchen Interaktionen zwischen den verschiedenen Laufzeitsegmenten der Kurve und identifizieren Einflussfaktoren für die Höhe der Illiquiditätsprämien. Wir erhalten drei zentrale Ergebnisse:

(1) Die Zeitstrukturkurve der Illiquiditätsprämien besitzt im Mittel einen U-förmigen Verlauf, d.h. der Einfluss von Illiquidität auf die Renditen ist bei kurz laufenden Anleihen und lang laufenden Anleihen im Mittel höher als bei Anleihen mit mittlerer Laufzeit. Allerdings schwankt die Form der Zeitstrukturkurve stark im Zeitablauf, so dass sich die tatsächliche Form zu einem bestimmten Zeitpunkt deutlich von der durchschnittlichen Form unterscheiden kann.

(2) Es gibt eine strikte Trennung zwischen dem kurzen Ende und dem langen Ende der Zeitstrukturkurve der Illiquiditätsprämien. Wir finden keine Spillover-Effekte zwischen den verschiedenen Laufzeitbereichen, und es sind unterschiedliche Faktoren, die die Illiquiditätsprämie am kurzen und am langen Ende determinieren. Am kurzen Ende wird die Illiquiditätsprämie primär von der Unsicherheit an den Finanzmärkten determiniert. Wenn die Volatilität am Aktien- oder Rentenmarkt steigt, so wächst auch die Illiquiditätsprämie. Dies deutet auf einen Flight-to-Liquidity-Effekt am kurzen Ende hin. Die Illiquiditätsprämie am langen Ende wird demgegenüber vor allem durch die langfristigen ökonomischen Einschätzungen der Investoren über die wirtschaftliche Entwicklung determiniert.

(3) Wir finden ganz generell: Je länger die Laufzeit einer Anlage, desto wichtiger werden für die Illiquiditätsprämie die langfristigen ökonomischen Einschätzungen der Anleger. In gleichem Maße verliert die Finanzmarktvolatilität an Bedeutung.

Diese zentralen Ergebnisse unserer Arbeit besitzen eine Reihe wichtiger Implikationen: Anleger sollten bei ihren Anlageentscheidungen die Tatsache im Auge behalten, dass die Illiquiditätsprämien laufzeitspezifisch sind. Da sich die Laufzeit einer Anleihe aber über die Zeit ändert, ändert sich auch die Illiquiditätsprämie der Anleihe. Dies kann laufende Anpassungen des Portfolios nötig machen. Da sich Höhe und Struktur der Illiquiditätsprämien über die Zeit stark ändern, besteht für Anleger ein beträchtliches Liquiditätsrisiko. Wenn sie dieses Risiko absichern wollen, so brauchen sie hierfür laufzeitspezifische Instrumente, da die Illiquiditätsprämien am kurzen und langen Ende von völlig unterschiedlichen Risikofaktoren determiniert werden.