

J. R. Black • D. Stock • P. K. Yadav

**The Pricing of Different Dimensions of Liquidity: Evidence
from Government Guaranteed Bank Bonds**

CFR Working Paper 15-10

Bankschuldverschreibungen werden häufig durch staatliche Programme unterschiedlicher Länder abgesichert. Das vorliegende Papier nutzt ein solches Programm, das US Government Debt Guarantee Program von 2008, mit dem Bankanleihen staatlich garantiert wurden. Dadurch waren sie zwar so sicher wie Staatsanleihen, unterschieden sich aber von letzteren deutlich hinsichtlich ihrer Liquidität. Ihr Renditeaufschlag auf normale Staatsanleihen ließ sich daher in wesentlichem Maße durch ihre geringere Liquidität, nicht aber durch eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit erklären. Die Autoren dieser Studie nutzen diese einzigartige Situation, um den relativen Einfluss verschiedener Liquiditätsdimensionen - Handelskosten, Tiefe und Erneuerungskraft - auf die Preissetzung von Bankanleihen zu untersuchen. Liquidität ist ein wesentlicher Erklärungsgrund für den nicht-ausfallbehafteten Teil der versprochenen Rendite.

Im Unterschied zu bisherigen Studien können die Autoren dieses Papiers die ausfallbehafteten und die nicht-ausfallbehafteten Komponenten der Rendite sauber trennen, da das untersuchte Sample an Bankanleihen – wie eingangs beschrieben – keine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit als Staatsanleihen tragen. Gerade in Hinblick auf die Erneuerungskraft handelt es sich dabei um die erste Studie, die den Preiseinfluss untersucht. Zudem ist bislang wenig bekannt, wie die drei Liquiditätsdimension in Kombination eingepreist sind.

Die Ergebnisse der Arbeit deuten darauf hin, dass alle drei Dimensionen im nicht-ausfallbehafteten Teil der Rendite gepreist sind. Den größten Einfluss haben dabei die Handelskosten sowie die Erneuerungskraft, während der Einfluss durch die Tiefe eher gering ausfällt. Insgesamt führt eine Änderung der Handelskosten, der Erneuerungskraft und der Tiefe um je ein Prozent und Veränderungen in der nicht-ausfallbehafteten Komponente um 6 Basispunkte, 5 Basispunkte beziehungsweise 1 Basispunkt.

In weitergehenden Untersuchungen gehen die Autoren der Frage nach, ob die analogen Dimensionen der Marktliquidität ebenfalls einen signifikanten Preiseinfluss haben. Im gesamten Untersuchungszeitraum weisen alle drei Dimensionen tatsächlich einen signifikanten Einfluss vor, wobei in Krisenzeiten nur die Handelskostendimension der marktweiten Liquidität eine Rolle spielt.

Zuletzt zeigen die Autoren, dass der nicht-ausfallbehaftete Teil der Anleiherendite nicht vollständig durch die drei Liquiditätsdimensionen erklärt werden können, sondern gerade in Krisenzeiten eine geringe „Flight-to-Extreme-Liquidity“-Prämie enthalten.