

s. bethke • m. gehde-trapp • n. kempf

**investor sentiment, flight-to-quality, and corporate bond
comovement**

CFR working paper 13-06

Warum ändern sich Korrelationen zwischen Wertpapieren über die Zeit? Für den Aktienmarkt erklären viele Studien höhere Korrelationen mit schlechter Investorenstimmung, die insbesondere bei privaten Investoren zu gleichgerichtetem Handeln führt. Am Markt für Unternehmensanleihen erscheint diese Erklärung nicht plausibel, zeichnet sich dieser doch eher durch einen höheren Anteil institutioneller Investoren aus, die in schlechten Phasen bekanntermaßen weniger gleichgerichtet handeln.

Für den Anleihemarkt zeigen wir einen alternativen Mechanismus auf: das bekannte Flight-to-Quality Phänomen. Dieses führt zu höheren Korrelationen in Zeiten schlechter Investorenstimmung. Hierbei nutzen wir die Erkenntnis, dass das Kredit- und Liquiditätsrisiko die zentralen Risikofaktoren von Unternehmensanleihen sind. Schlechte Investorenstimmung führt dazu, dass Investoren vermehrt in sichere Anlagen investieren, Flight-to-Quality, und deshalb höhere Liquiditätsprämien für Unternehmensanleihen fordern. Allerdings hängt die Höhe der geforderten Liquiditätsprämie von der Entwicklung des Kreditrisikos einer Anleihe ab. Unterscheidet sich die geforderte Liquiditätsprämie für unterschiedliche Kreditrisiko-Informationen und neutrale Investorenstimmung nicht, so reagieren Investoren bei schlechter Investorenstimmung stärker auf negative als auf positive Informationen. In diesem Fall ist das Flight-to-Quality Verhalten der Investoren somit für negativen Informationen stärker ausgeprägt. Dadurch entwickeln sich bei schlechter Investorenstimmung Kredit- und Liquiditätsprämien stärker gleichgerichtet. Beide Risikofaktoren sind höher miteinander korreliert. Diese höhere Korrelation der systematischen Risikofaktoren von Anleihen führt schließlich zu höheren Anleihe-Korrelationen.

Wir testen die Vorhersagen des Modells für den US-amerikanischen Anleihemarkt im Zeitraum von 2004 bis 2010. Unsere empirischen Ergebnisse bestätigen, dass Korrelationen im Zeitablauf stark variieren. Schlechte Investorenstimmung zu höherer Korrelation zwischen Risikoprämien. Höhere Korrelation zwischen Risikoprämien führt wiederum zu höheren Anleihe-Korrelationen.

Die Ergebnisse unserer Studie implizieren, dass Anleihe-Investoren in schlechten Phasen einem stärkeren Flight-to-Quality Verhalten ausgesetzt sind. Hierdurch kann nicht mehr zwischen Risikofaktoren differenziert werden. Diese Erkenntnis spielt eine zentrale Rolle für das Risikomanagement. Wertpapiere, die aufgrund unterschiedlicher Bonität unterschiedlich liquide sind, werden aufgrund der mangelnden Differenzierung zwischen Risikofaktoren in Hochrisikophasen steigende Korrelationen aufweisen.