



Dr. Ernst Konrad

33 | April 2020

Corona macht es möglich: Die FED kauft „Fallen Angels“

An den Finanzmärkten gibt es ein geflügeltes Wort: „Don't fight the FED“. Damit ist gemeint, dass man es als „Prudent Investor“ tunlichst unterlassen sollte, sich gegen die Politik der US-Notenbank zu positionieren. Seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 könnte man noch einen weiteren „Merksatz“ hinzufügen: „Never underestimate the FED's ability to surprise the market“. Letzteres ist ihr kurz vor Ostern wieder einmal geglückt.

FED wagt sich auf unbekanntes Terrain

Bereits Ende März erhielt die FED eine Einlage des US-Finanzministeriums in Höhe von 450 Mrd. US-Dollar, die sie in die Lage versetzt, über verschiedene Programme Kredite in Höhe von 4.500 Mrd. US-Dollar zu vergeben. Zur Linderung der wirtschaftlichen Folgen des durch die Corona-Pandemie verursachten Shutdowns gab die Fed am 09. April bekannt, wie sie im Detail 2.300 Mrd. US-Dollar allokiert wird. Neben Krediten von 600 Mrd. US-Dollar an kleine und mittelgroße Unternehmen wird sie erstmalig auch bis zu 500 Mrd. US-Dollar an Schuldverschreibungen von Bundesstaaten, Landkreisen und Städten mit kurzer Laufzeit kaufen. Zusätzlich plant sie auch, für 750 Mrd. US-Dollar Unternehmensanleihen direkt bzw. in Form von ETFs erwerben. Prinzipiell eignen sich alle Emittenten, die bis zum 22. März ein Investment-Grade-Rating besa-

ßen, auch wenn sie es in der Zwischenzeit verloren haben und als „Fallen-Angels“ eingestuft werden. Das entspricht 12% des gesamten Universums verfügbarer Anleihen von Emittenten, die nicht aus dem Finanzsektor kommen.

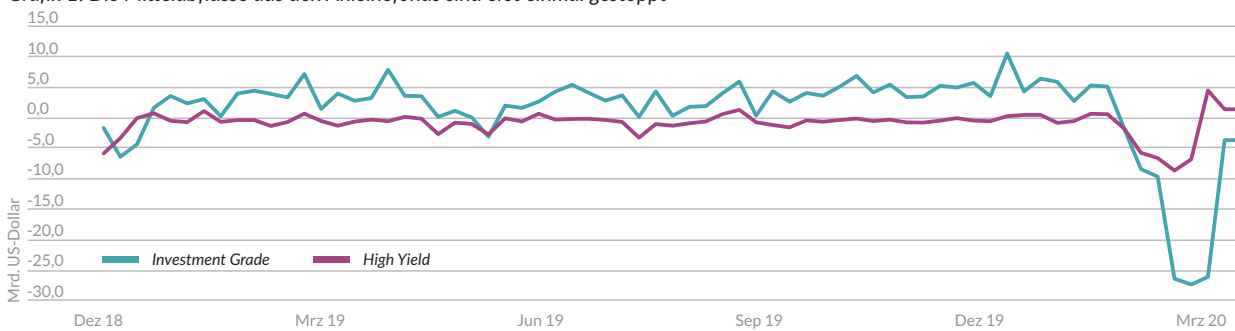
Daneben kann die FED auch High-Yield-Bond ETFs kaufen, sodass sich das Programm auf ein Universum von 850 Mrd. US-Dollar bezieht. Diese Ankündigung eröffnet den zuletzt vor allem in den USA, aber auch in der Eurozone stark gebeutelten Hochzinsanleihen ganz neue Perspektiven.

Ein prominenter Name ist beispielsweise Ford, dessen ausstehendes Anleihevolumen von 37 Mrd. US-Dollar zu einem knappen Drittel erworben werden könnte. Dabei ist Ford nur die Spitze des Eisbergs: Nach jüngsten Schätzungen wird das Fallen-

Angels-Segment in Erwartung einer Vielzahl von Herabstufungen um etwa 250 Mrd. US-Dollar anwachsen. Bei den Emissionen in Euro liegt das Volumen der „Potential Fallen Angels“ immerhin bei knapp 100 Mrd. Euro. Durch das angekündigte Kaufprogramm sorgt die FED für den erhofften Liquiditätsschub, der darüber hinaus die in letzter Zeit zum Stillstand gekommene Emissionstätigkeit wieder in Gang bringen wird (vgl. Grafik1).

Mit den angekündigten Programmen verwischt jetzt auch die FED – wie schon zuvor die EZB – die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Bislang war es der Regierung vorbehalten, einzelnen Schuldern (Unternehmen, Finanzinstitute, Gebietskörperschaften) gezielt unter die Arme zu greifen, während die FED dafür gesorgt hat, über den Kauf von US-Staatsanleihen lediglich das Referenzrenditeniveau zu drücken.

Grafik 1: Die Mittelabflüsse aus den Anleihefonds sind erst einmal gestoppt



Globale Auswirkungen

Das Auftreten der FED als „marginale Investor“ im Hochzinsmarkt hat über die USA hinaus auch eine globale Signalwirkung, da viele US-Emittenten Anleihen auch in anderen Währungen, v.a. in EUR, aber auch in Yen begeben.

Geringere Risikoaufschläge für Emissionen in US-Dollar werden sich deshalb global positiv bemerkbar machen und haben bereits zu einer kleinen Rally geführt (vgl. Grafik 2). Angesichts der jüngsten massiven Mittelabflüsse

Grafik 2: FED sorgt für Spread-Einengung bei High-Yield...



... und Investmentgrade



aus dem Segment der Hochzinsanleihen und dem bereits erwähnten Volumen an „Potential Fallen Angels“ ist die FED hochwillkommen. Ohne ihre Hilfe wäre die Aufnahme der „Potential Fallen Angels“ nur bei deutlich höheren Risikoaufschlägen und mehr stressbedingten Verwerfungen möglich. Ein Teil der Illiquiditätsprämie wird jedenfalls verschwinden.

Interessant wird sein, ob auch die EZB der FED – wie bereits in der Vergangenheit – auf dem Weg in dieses Neu-

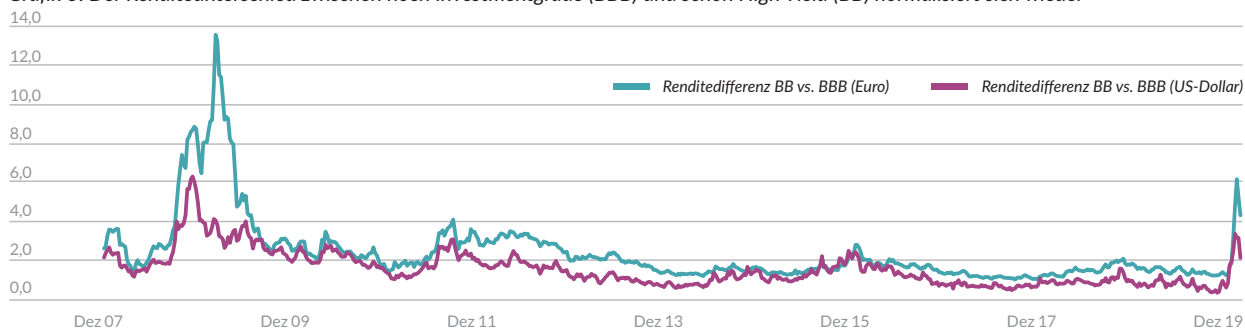
land folgen wird. Zugegebenermaßen haben Anleiheemissionen für die Fremdkapitalaufnahme von Unternehmen in der Eurozone nicht die Bedeutung wie in den USA. Hauptfinanzierungsquelle bleibt mit etwa 75% der Bankkredit, weshalb die EZB ihre Maßnahmen hauptsächlich auf diesen Kanal ausrichtet. Allerdings hat sie durch die Akzeptanz griechischer Staatsanleihen als Sicherheit für die Gewährung von Liquidität bereits den ersten Schritt in das Hochzinssegment gewagt.

Wie geht es weiter?

Wer wie wir bereits in Unternehmensanleihen investiert ist, nimmt die Kursgewinne der letzten Tage dankbar zur Kenntnis. Sie helfen, die seit Beginn der Corona-Krise im Februar zugefügten Schmerzen zu lindern und wieder konstruktiver nach vorne zu blicken. Gerne erinnern wir uns auch daran, dass die FED in der Finanzkrise durch massive Anleihekäufe die Initialzündung für die anschließende Aktienmarkttrally war, der sogenannte FED-Put. Dieser erstreckte sich

auch implizit auf Anleihen von Emittenten mit Investment-Grade-Status. Der Hochzinsbereich blieb aber bislang außen vor. Die FED hat sich jetzt entschlossen, diesen strukturellen Nachteil gegenüber dem fünfmal so großen Segment für Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating zu beseitigen. Vor allem der zuletzt stark angewachsene Spread zwischen den BBB- und BB-Bonitäten, in dem die Fallen Angels dominieren (vgl. Grafik 3), wird sich weiter einengen.

Grafik 3: Der Renditeunterschied zwischen noch Investmentgrade (BBB) und schon High Yield (BB) normalisiert sich wieder



Die Attraktivität gerade der „Fallen Angels“ beruht aber nicht nur auf dem Liquiditätsargument. Die Risikoaufschläge gingen bis Mitte März durch die Decke und implizierten beispielsweise für Hochzinsanleihen in Euro mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 10% bereits das Niveau aus der Finanzkrise 2008/2009. Für das Risi-

ko, das Hochzinsanleihen mit sich bringen, wird der Investor heute also auskömmlich bezahlt. Dieses Argument gilt allerdings nicht für C-Bonitäten. Von diesen halten wir uns bewusst fern, da 25% dieser Emittenten bereits in einem durchschnittlichen Jahr in Konkurs gehen.

Die Risiken

Neben den gängigen Argumenten gegen jede Form von „Bailout“ wie „Moral Hazard“ und die Gefahr von „Zombie-Schuldnern“, d.h. der „Belohnung“ von unverantwortlichen Schuldnern, die ohne Hilfe vermutlich die aktuelle Krise nicht überleben würden, gibt es noch eine weitere Befürchtung, die sich zumindest mittelfristig negativ auf die Kapitalmärkte auswirken könnte: Zum Kauf der Unternehmensanleihen nutzt das US-Finanzministerium einen mit einer kleinen Eigenkapitaltranche ausgestatteten Fonds, der dann von der FED mit Krediten, also Geldschöpfung, auf ein entsprechendes Volumen „hochgehebelt“ wird. Die Verbindung zwischen Notenbank und Finanzministerium wird also immer

enger und könnte die FED auf längere Sicht zu einem „Befehlsempfänger“ degradieren, der sich den jeweiligen politischen Stimmungen und Interessen unterzuordnen hat. Das erinnert fatal an die Prä-Volcker-Ära, als die USA unter einer heute unvorstellbaren zweistelligen jährlichen Preissteigerung litten, die erst nachhaltig bekämpft werden konnte, nachdem sich die FED aus den „Fesseln“ des Finanzministeriums befreit hatte. Für die Schuldner aus dem Hochzinsbereich wäre eine allgemeine Teuerung zunächst eher günstig, aber für die Volkswirtschaft insgesamt könnte dieser Zustand ungewollte Verwerfungen mit sich bringen. Aber dies ist kein Thema für heute oder morgen, sondern erst für die Zeit nach Corona.