

Vorsicht vor gefallenengeln

In den USA ist der Markt für Unternehmensanleihen, die knapp über Ramsch notieren, massiv gewachsen. Das weckt Zweifel.

TINA HALDNER

Am amerikanischen Markt für Unternehmensanleihen braut sich Unheil zusammen. Im Zentrum stehen für einmal nicht Hochzinsanleihen, sondern Bonds mit Anlagequalität (Investment Grade). Mit einem Kreditausfall müssen Investoren bei diesen Papieren nicht rechnen. Verluste drohen aber dann, wenn Investment-Grade-Bonds ihre Anlagequalität verlieren und auf Ramschniveau (High Yield Bonds, Junk Bonds) abstürzen. Diese Anleihen werden als gefallene Engel oder Fallen Angels bezeichnet.

Dieses Schicksal ereilte jüngst Teva Pharmaceuticals. Seit Jahresbeginn zählt der israelische Medikamentenhersteller, der auch Frankenanleihen ausstehend hat, zu den Junk-Bond-Schuldnern. Die Folgen sind einschneidend. So zahlen Emittenten mit schlechter Bonität höhere Schuldzinsen. Zudem drohen ihre Anleihen aus den Depots institutioneller Investoren zu fliegen: Viele dürfen nur in Anlagequalität investieren und sind gezwungen, High Yield Bonds zu verkaufen.

Noch hält sich die Zahl der gefallenen Engel in Grenzen. Doch der Markt für Unternehmensanleihen, die nur knapp über Ramsch notieren (BBB-Rating), hat nach der Finanzkrise einen beispiellosen Wachstumsschub erlebt. An den Finanzmärkten steigt nun die Sorge, dass die Blase in BBB-Anleihen platzen könnte.

Leben auf Pump

Der Markt für Corporate Bonds boomt. Rund um den Globus haben Unternehmen die günstigen Finanzierungskonditionen nach der Finanzkrise genutzt und sich mit billigem Geld eingedeckt. Das zeigt sich eindrucksvoll am Markt für amerikanische Unternehmenskredite. Das Volumen der ausstehenden Anleihen beläuft sich aktuell auf über 7 Bio. \$. Seit 2007 hat sich der Markt damit mehr als verdoppelt. Der Grossteil der Obligationen – nämlich Anleihen im Wert von rund 6 Bio. \$ – wird von den führenden Ratingagenturen mit dem Gütesiegel Anlagequalität ausgezeichnet, das heisst, sie verfügen über ein Rating von mindestens BBB (vgl. Grafik 1).

Ein Blick unter die Oberfläche enthüllt, dass das Wachstum insbesondere im schwächsten Segment stattgefunden hat. So sind heute Anleihen im Umfang von 3 Bio. \$ mit BBB bewertet – rund die Hälfte der ausstehenden Investment-Grade-Bonds rangieren also lediglich eine Stufe über Ramschniveau. In den Neunzigerjahren lag ihr Marktanteil noch bei 25%, hält er auf Anleihen spezialisierte US-Vermögensverwalter Pimco fest.

Die Dominanz der BBB-Anleihen ist problematisch, weil sich die Bilanzqualität in den vergangenen Jahren deutlich verschlechtert hat. Dazu hat der Schuldenrausch nach der Finanzkrise beigetragen. So hat Corporate America inzwischen Verpflichtungen von knapp 20 Bio. \$ angehäuft, das entspricht dem jährlichen Bruttoinlandsprodukt der USA (vgl. Grafik 2).

Tückische Sicherheit

Wachsen die Einnahmen nicht im gleichen Ausmass, nimmt die Tragbarkeit ab. Genau das lässt sich derzeit beobachten. Dabei verdeutlicht die Aufschlüsselung nach Kreditrating, dass die Schuldenquote im BBB-Segment überdurchschnittlich stark gestiegen ist (vgl. Grafik 3). So sind die Nettoschulden fast dreimal grösser als der Brutto-Cashflow (Ebitda). Im Jahr 2007 lag die Quote noch bei 1,7.

Die massive Verschlechterung der Schuldensituation der BBB-Emittenten lässt Zweifel an der Qualität der Kreditbewertungen aufkommen. «Die Entwicklung legt nahe, dass die Ratingagenturen eine grössere Toleranz gegenüber hoch verschuldeten Unternehmen walten lassen», schreibt Pimco in einem Kommentar.

Auch der Schweizer Vermögensverwalter Quantex, der auf Value-Strategien spezialisiert ist, ist skeptisch. «Es ist zu befürchten, dass sich bei der nächsten Rezession viele Investment-Grade-Ratings als illusorisch herausstellen werden», hält Fondsmanager Peter Frech im monatlichen Anlegerbrief fest. Er zieht Parallelen zur Finanzkrise, als sich vermeintlich si-



Verlieren Anleihen ihre Anlagequalität, gelten sie als Fallen Angels. In den USA nimmt die Absturzgefahr zu.

chere Hypothekarbonds mit Spitzenbonität AAA plötzlich als wertlos entpuppten.

Von solchen Überlegungen lassen sich renditehungrige Anleger bislang kaum beeindruckt. Zwar sind die Renditen für BBB-Papiere seit vergangem September kräftig gestiegen. Sie werfen aktuell 4,3% ab und notieren damit auf dem höchsten Stand seit mehr als zwei Jahren (vgl. Grafik 4). Doch die Risikoprämie gegenüber zehnjährigen amerikanischen Staatsanleihen bleibt im historischen Vergleich rekordniedrig: 1,5 Prozentpunkte verlangen Anleger als Kompensation für ihr Engagement in BBB-Bonds.

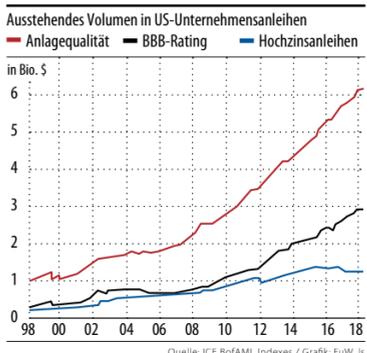
Tatsächlich scheint es derzeit wenig Grund zur Sorge zu geben. Gefallene Engel sind in Zeiten rekordniedriger Zinsen zur Rarität geworden. Ihr Anteil am amerikanischen Junk-Bond-Markt liegt heute auf dem niedrigsten Stand seit zwanzig Jahren, berechnet Axa Investment Managers (vgl. Textkasten). Solange die Unternehmensgewinne sprudeln, die Wirtschaft wächst und die Zinsen niedrig sind, bleibt das Risiko für eine Welle von Rating-Herabstufungen gering.

Doch der laufende Konjunkturzyklus ist in die Jahre gekommen und zeigt Ermüdungserscheinungen. Angesichts der

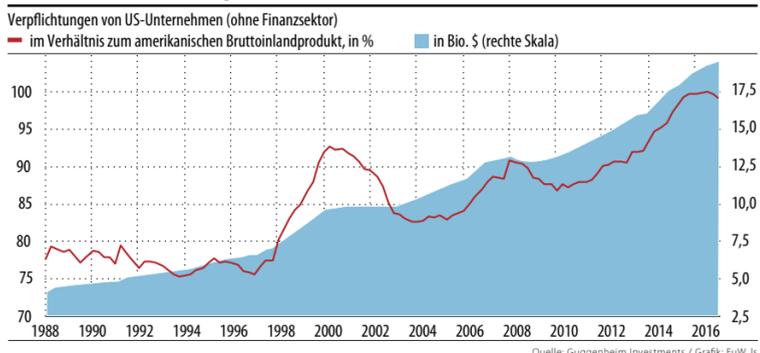
Schuldensexzesse ist Scott Miner, Anlagechef von Guggenheim Investments, überzeugt: «Die nächste Rezession hat ihren Ursprung im Unternehmenssektor.»

Axa erwartet denn auch, dass die Zahl der Fallen Angels in den kommenden achtzehn Monaten steigen wird. Als besonders gefährdet stuft der Asset-Manager Bonds aus der Konsum- und Medienbranche ein. Auch Pimco mahnt, bei Investments am unteren Ende der Anlagequalität vorsichtig zu sein und sich nicht von den Renditen blenden zu lassen. Der Bondspezialist warnt vor Emittenten aus den Sektoren Industrie und Basiskonsum.

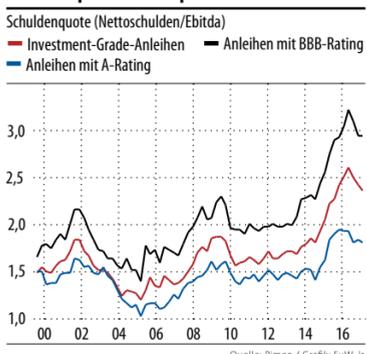
1 Massives Wachstum in BBB-Anleihen



2 Rekordhoher Schuldenberg



3 Bilanzqualität in Corporate America sinkt



4 Risikoprämie für BBB-Anleihen bleibt niedrig



Fallen Angels eignen sich nicht als Risikoindikator

Das Phänomen der gefallenen Engel tritt fast ausschliesslich während Krisenzeiten auf. Dazwischen kann es lange Phasen geben, in denen kaum Anleihen ihre Anlagequalität verlieren. In den USA ist die Zahl der Fallen Angels letztmals in den Jahren 2015 und 2016 leicht gestiegen. Auslöser war der Zerfall des Ölpreises, der die Ratingagenturen veranlasste, die Kreditwürdigkeit vieler Energieunternehmen zurückzustufen.

In Europa schwemmte es 2011 und 2012 zahlreiche Schuldner in den Junk-Bond-Sektor. Zu dieser Zeit erreichte die Eurokrise ihren Höhepunkt. Heute sind gefallene Engel in europäischen Unternehmensanleihen so selten wie zuletzt vor zehn Jahren.

Der Blick in die Vergangenheit verdeutlicht, dass die Kreditwächter meist erst aktiv werden, wenn die Probleme bereits offenbar werden. So gerieten die Rohstoffnotierungen schon im Sommer 2014 unter Druck und sorgten für Unsicherheit an den Finanzmärkten. Als Frühwarnsystem eignen sich die Einschätzungen von Standard & Poor's, Moody's und Fitch demnach nicht.

Haben die Anleihen ihre Anlagequalität verloren, fallen sie aus den entsprechenden Bondindizes. Damit geraten sie automatisch auf die Verkaufsliste von passiven Investoren. Zusätzlich sind viele institutionelle Anleger gezwungen, Junk Bonds zu verkaufen. «In diesem Moment resultieren die gröss-

ten Verluste», hält der Vermögensverwalter Axa Investment Managers fest – die Renditen erreichen einen Höchststand, und die Bondpreise fallen auf ein Tiefst.

Für Anleger, die keinen Verkaufsrestriktionen unterliegen, können Fallen Angels hingegen Investitionschancen eröffnen. Denn häufig erholen sich die Obligationen nach dem ersten Schock und schlagen sich besser als der gesamte Markt für Hochzinsanleihen. Es handelt sich allerdings um ein riskantes Engagement – die Volatilität ist hoch, und es drohen Liquiditätsgengpässe. Zudem gehen Anleger im Vergleich mit Investment-Grade-Bonds ein deutlich höheres Kreditausfallrisiko ein.

Noch keine Krisenpanik

Die Schwellenländer hängen weiterhin an der US-Geldpolitik.

Keine Angst vor der US-Geldpolitik – das war die Botschaft des Fed-Chefs Jerome Powell am Dienstag in Zürich. Höhere Leitzinsen in den USA seien für die Schwellenländer zu bewältigen. Die Rolle des Fed auf die weltweiten Kapitalflüsse werde «oft überschätzt».

Doch steigende Renditen in den USA und der in Folge stärkere Dollar haben seit Anfang April auf die Performance von Schwellenlandanlagen gedrückt. Höhere US-Renditen machen Investitionen in den Schwellenländern unattraktiver. In den vergangenen zwei Wochen wurden gemäss dem Bankenverband Institute of International Finance (IIF) 5,5 Mrd. \$ abgezogen.

Kleinere Krisengefahr

Obwohl der Kapitalabfluss an den Schwellenländer-Ausverkauf während der Panik um die US-Geldpolitik – «Taper Tantrum» – im Jahr 2013 erinnert, sind die Türkei und Argentinien Ausnahmefälle. Viele Länder wie Indonesien und Indien sind von ausländischem Kapital – gemessen am Defizit der Leistungsbilanz – weniger abhängig. Das macht eine Zahlungsbilanzkrise («Sudden Stop») unwahrscheinlicher.

Die Schwellenländer-Devisen haben gemäss Index von JPMorgan seit Anfang April gegenüber dem Dollar über 5% eingebüsst. Die türkische Lira und der argentinische Peso verzeichneten auch diese Woche neue Tiefs. Der Index für Hartwährungsanleihen der Emerging Markets hat 2,8% abgegeben. Der Aufschlag gegenüber US-Renditen ist fast 30 Basispunkte auf 3,5 Prozentpunkte gestiegen, die Rendite ist so hoch wie zuletzt Anfang 2016. Für Bondanleger bedeuten steigende Renditen ein Verlust auf bestehende Portfoliopositionen.

Russland steht gut da

Nicht alle Schwellenländer sind gleich anfällig für die Stimmung ausländischer Kapitalgeber. Das IIF hat verschiedene Risikoindikatoren kombiniert, um deren Anfälligkeit zu ermitteln (vgl. Grafik). Zu den Faktoren gehören der Bedarf an ausländischem Kapital und ausreichende Währungsreserven. Demnach stehen Russland, Tschechien und Kolumbien am besten da. Die Ukraine, China, Argentinien, Südafrika und die Türkei am verletzlichsten.

Das Risikomass des IIF erklärt aber die Performance-Unterschiede der Länder über die vergangenen Wochen nur unzureichend. So musste das «sichere» Russland wegen der US-Sanktionen seit Anfang April einen Währungsverlust von über 10% hinnehmen. Auch Indonesien schneidet im Ranking relativ gut ab, trotzdem ist die Bondrendite in Lokalwährung seit Mitte April steil gestiegen – um 50 Basispunkte auf über 7%. Das IIF vermutet, dass dafür der hohe Anteil von Ausländern unter den Anleiheninvestoren verantwortlich sein könnte.

Um trotz strikterer US-Geldpolitik das Kapital im Land zu halten, könnten die Notenbanken der Schwellenländer vermehrt auf höhere Zinsen setzen. Das würde Bondanlegern weitere Verluste beschern und die Konjunktur in den Ländern belasten. Naveen Kunam, Fondsmanager von Allianz Global Investors, erklärt gegenüber Reuters: «Die Wette auf sinkende Zinsen wird zurückgerollt.» AT

Anfälligkeit Schwellenländer

