

Credit Insight: 13. Mai 2020 / PFD

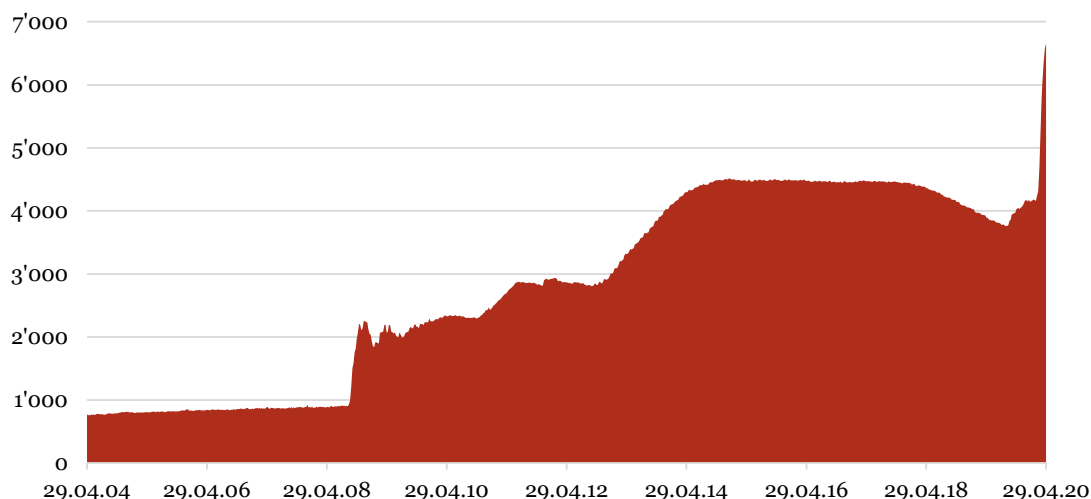
Wenn Engel fallen und zu Zombies werden

Ökonomische Fehlanreize (Moral Hazard) als «Werttreiber» an den Kreditmärkten

| 1

Das Total der von Regierungen bereits beschlossenen Fiskalstimuli wird auf weltweit mehr als USD 8'000 Mia. (~9% des globalen BIP) geschätzt. Zudem pumpen auch die Zentralbanken Liquidität ins System wie nie zuvor. So hat das FED innerhalb von weniger als zwei Monaten rund USD 2'500 Mia. an neuer Liquidität geschaffen.

Grafik 1: Ausweitung Fed Bilanz (in USD Mia.)



Quelle: fred.stlouisfed.org

Mit dem Entscheid, auch Unternehmensanleihen – sogar im Non-Investment Grade – zu kaufen, hat das FED die Gefahr einer Liquiditätskrise entschärft. Auch die EZB will nun Bonds von «Fallen Angels» als Sicherheit annehmen. Diese Massnahmen der Notenbanken werden von Medien und Investoren grossflächig begrüsst aber bisher nur wenig hinterfragt. Wer profitiert? Hier fallen uns konkret die euphorischen Kommentare von grossen Asset Managern auf, welche als Abwickler des FED oder als Manager von ETFs in erheblichem Masse von solchen Programmen profitieren. Man beisst schliesslich nicht die Hand, die einen füttert.

Hilfe an Einzelpersonen, Unternehmen und Länder, welche durch die Eindämmungsmassnahmen der Regierungen stark betroffen und ohne eigenes Verschulden in diese Krise geschlittert sind, verdienen während der Pandemie zweifellos Unterstützung. Aber machen wir uns nichts vor. Vom Steuerzahler finanzierte Rettungsaktionen dürften wie in der Vergangenheit auch in Zukunft zu übermässiger Risikobereitschaft ermutigen und spätestens wenn die Rechnungen beglichen werden müssten, populistische Gegenreaktionen provozieren. Anders als 2008 ist heute aber von «moral hazard» kaum die Rede, da die Regierungen ihre Volkswirtschaften mit Liquidität überschütten, um mit der Krise fertigzuwerden. Schliesslich waren diejenigen, denen heute Rettungspakete gewährt wurden, nicht verantwortlich am Entstehen von Covid-19, im Vergleich zu der Mitschuld der Banken für die vorangegangene Finanzkrise.

Aber die Unterstützungspakete sind so weitreichend, dass viele, die nicht nach der offensichtlichen Definition als unterstützungswürdig gelten, ebenfalls davon profitieren. Unternehmen werden gerettet, indem die Zentralbanken ihre Anleihen kaufen oder als Sicherheiten akzeptieren, notabene auch sogenannte Ramschanleihen. Weiter helfen Regierungen Unternehmen direkt aus der Klemme wie z.B. über Hilfspakete für die Airline-Industrie. Zu guter Letzt bürgen die Staaten für Bankkredite und übernehmen die gesamte Neuverschuldung. Banken, welche Kredite ohne Risiken sprechen können, haben keinen Anreiz, eine vertiefte Kreditprüfung durchzuführen. All dies wird zwar verhindern, dass viele Unternehmen ausgelöscht werden, aber es belohnt zugleich auch Misswirtschaft und übertriebene Risikobereitschaft.

Was ist mit jenen Unternehmen – und davon gibt es eine Vielzahl – welche sich in den letzten Jahren rekordhoch verschuldet haben und diese Mittel für Aktienrückkäufe, Dividenden oder zweifelhafte Übernahmen und weniger für betriebsnotwendige Investitionen verwendet haben? Was ist mit den überschuldeten Zombie-Firmen oder Unternehmen, welche ökonomisch nicht nachhaltige Geschäftsmodelle fahren, klammen Staaten und maroden Banken, die nun mit riesigen Bail-out Paketen weiter gestützt werden. «Konservativ» agierende Firmen mit intakten Bilanzen und ohne Financial Engineering werden bestraft und bezahlen für die Liquiditätspuffer, die sie halten, auch noch Strafzinsen. Demgegenüber werden Unternehmen für exzessives Schuldenmachen belohnt, indem sie wie Zombies am Leben erhalten werden und mit staatlicher Unterstützung den noch gesunden Firmen weiterhin Marktanteile und Margen streitig machen können.

In der Schweiz werden nun sogar Start-ups – welche vom Risiko- und Innovationsgedanken her 100% eigenkapitalfinanziert sein müssten – mit staatlichen Krediten versorgt, ohne Prüfung, ob ein Geschäftsmodell überhaupt am Markt Bestand haben und sich durchsetzen kann. Gewinne werden privatisiert und Verluste sozialisiert!

Aber auch auf der Investorensseite ist der «moral hazard» bedenklich. Gerade Anleger, die noch im Februar sorglos und blindlings auf der Jagd nach ein wenig Rendite in den Sog der Krise geraten sind, werden nicht mehr diszipliniert, wenn das Wirtschaftssystem oder die Märkte ausgehebelt werden. Wo bleibt die Selbstverantwortung der Investoren, welche in illiquide Ramschpapiere und High Yield ETF's investiert haben und nun erst recht der Meinung sein werden, dass die Übernahme von Kredit- und Illiquiditätsrisiken eine Sache des Staates oder der Notenbanken ist? Wir scheinen verlernt zu haben, Eigenverantwortung zu tragen. Rückschläge im Markt, ohne gleich Hilferufe an Zentralbanken und Regierungen abzusetzen, gehören in diesem Geschäft dazu. | 2

Wenn Investoren, Unternehmen und Länder glauben, dass ein weisser Ritter immer zur Rettung reitet, werden sie in Zukunft noch weniger darauf achten, ihre Finanzen konservativ zu gestalten. Es besteht also eine hohe Gefahr, dass man nach der Krise wieder zu alten Gepflogenheiten zurückkehren wird.

Viele politische Entscheidungsträger argumentieren zwar, dass die gegenwärtige Notlage so gross ist, dass wir keine Zeit damit verschwenden sollten, über «moral hazard» nachzudenken. Man stützt sich lieber gegenseitig. Aber wenn wir jetzt nicht hinterfragen und uns richtig vorbereiten, werden wir in einer noch schlimmeren Position sein, wenn die nächste Krise kommt.

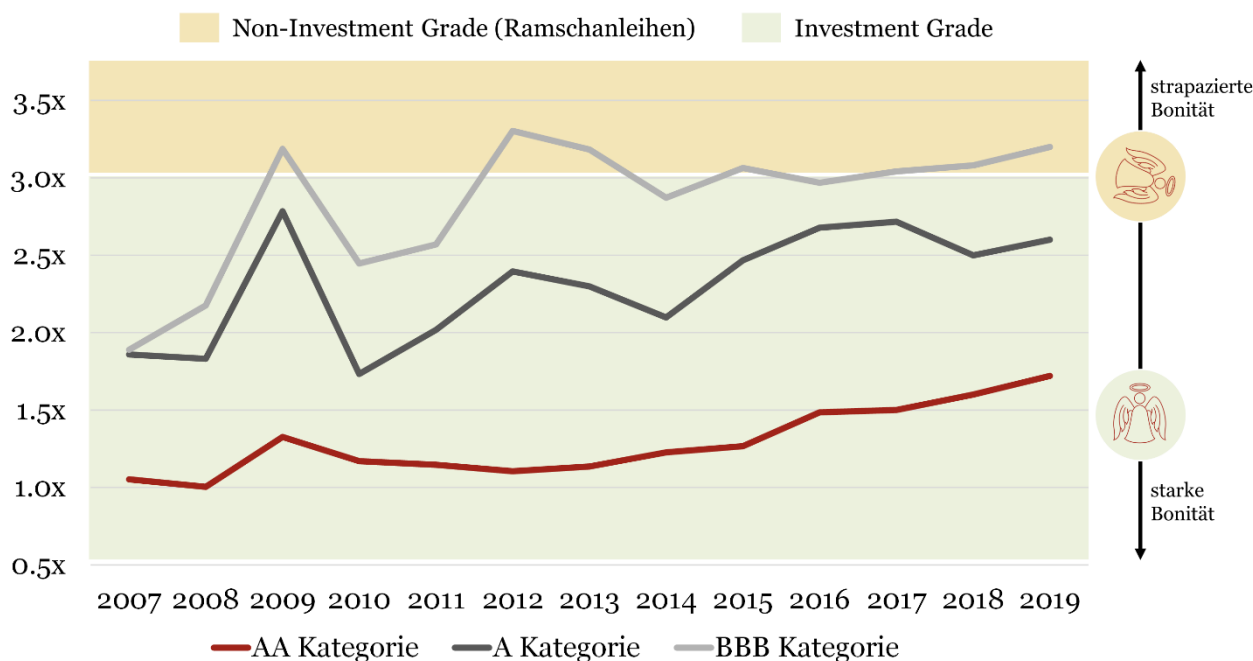
Die langfristigen Konsequenzen: Falsche Sicherheit an den Kreditmärkten?

Gerade weil temporäre Massnahmen zu fixen Stützmassnahmen werden können, dürften fundamentale Faktoren wieder vernachlässigt und die Risikokomponente einmal mehr künstlich überdeckt werden. Denn solange der Zugang zu üppiger Finanzierung – in welcher Form auch immer – gewährleistet ist und schwache Schuldner dank dem ultratiefen Zinsumfeld die Zinskosten gerade noch bedienen oder mit neuen Schulden finanzieren können, ist endloses Durchwursteln und damit eine geringe Ausfallwahrscheinlichkeit (was ja ein Rating ausdrücken sollte) vorstellbar. Aber wer sich damit in Sicherheit wiegt, macht sich etwas vor! Wir sind der festen Überzeugung, dass wir uns auf «heisse Jahre» einstellen müssen.

Dauer und Ausmass der kommenden Rezession sind schwierig abzuschätzen. Diese Rezession wird die übermässig verschuldeten Unternehmen schonungslos entblößen und so zu einem zweiten Schock führen. Es ist offensichtlich – und wir haben seit 2018 immer wieder darauf hingewiesen – dass bereits vor der Krise die Verschuldung im Unternehmenssektor schneller gewachsen ist als die Gewinne. Gerade im Bereich der mit BBB eingestuften Unternehmen, welche mittlerweile über die Hälfte des gesamten Anleihenmarktes ausmachen, war dieses Missverhältnis besonders eklatant zu beobachten. Die neu aufgenommenen Fremdmittel wurden vielfach nicht für produktive Investitionen, sondern für Aktienrückkäufe, Übernahmen oder andere Finanzspielereien verwendet.

Die Kennzahlen, welche sich bereits vor der Krise von Investment Grade Niveaus wegbewegt haben, wurden von den «offiziellen» Ratingagenturen toleriert, weil davon ausgegangen wurde, dass überdurchschnittlich hoch verschuldete Unternehmen mit anhaltendem Wachstum diese über den Zyklus hinaus dann schon wieder verbessern können. Diese Annahmen sind nun zu einem grossen Teil Makulatur, viele der im Februar noch mit BBB eingestuften Unternehmen waren eigentlich schon damals gar keine BBBs mehr. Wir haben in unserem Credit Insight vom Juni 2018 geschrieben, dass wir davon ausgehen, dass sich in der nächsten Rezession viele «vermeintliche» Investment Grade Ratings als illusorisch herausstellen werden.

Grafik 2: Kreditkennzahl Nettoverschuldung/EBITDA – schleichende Erosion der Kreditqualität schon vor Ausbruch Covid-19



Quelle: I-CV Corporate Indicator, 2020

Seit Mitte März sehen wir nun eine Downgrade-Welle der Ratingagenturen. Holt man nach, was man vorher verpasst hat und wird einmal mehr zum Brandbeschleuniger? Angesichts der sich weiter verschlechternden Kreditkennzahlen rechnen verschiedene Marktteilnehmer mit über EUR 100 Mia. an Kapitalmarktschulden oder rund 10% der Emittenten im EUR-Anleihenmarkt

(USD 300 Mia. im USD-Markt), welche in den nächsten Monaten aus dem künstlich aufgeblähten BBB Bereich in den Non-Investment Grade Bereich fallen könnten.

Die Schwelle zwischen den schwächsten Investment Grade Schuldnern (BBB & BBB-) und Non-Investment Grade Schuldnern (BB+ und tiefer) spielt dabei eine sehr wichtige Rolle. Viele Investoren aber auch Regulatoren bestimmen mit Hilfe der Ratingagenturen so die Anlagewürdigkeit ihrer Kreditengagements. Die Verknüpfung zwischen diesen Ratingeinstufungen und den darauf basierenden starren Anlagerichtlinien führt zu Notverkäufen, wenn Schuldner vom Investment Grade ins Non-Investment Grade zurückgestuft werden.

3

Investieren oder Spekulieren? Darf der Zentralbank-Put wirklich Basis der Anlagestrategie sein?

Durch den «Fallen Angel Put» von FED und EZB wird dieser Fall momentan sanft abgefedert, für betroffene Emittenten wie auch für Investoren. Vorerst sind die Zinsaufschläge in den USA und Europa gegenüber Staatsanleihen wieder gesunken. Sie bleiben jedoch erhöht, auch weil der Markt eine weitere Welle an Herabstufungen in den Non-Investment Grade Bereich erwartet. Angesichts des schieren Ausmasses an potenziellen Fallen Angels, die der High Yield Markt aufnehmen muss, bleibt daher die Unsicherheit, ob die Hilfsprogramme der Notenbanken einen neuerlichen Preisschock abfedern können. Zudem dürfte es auch im angestammten High Yield-Bereich, welcher in den letzten Jahren um ein vielfaches an Schuldnern in den schwächsten Ratingkategorien (CCC und B) gewachsen ist, zu prominenten Ausfällen und damit weiteren Druck auf die Risikoprämien kommen.

Deshalb sollten Investoren jetzt ihre Portfolien nicht zu offensiv ausrichten und Namen für Namen ihrer Bestände durchgehen. Dabei müssen folgende Fragen gestellt werden: Ist der Schuldner gut aufgestellt respektive hat er genügend Liquidität und Flexibilität, um die sehr schwierige Phase zu überstehen? Ist sein Geschäfts- und Finanzrisikoprofil auch für die Zeit nach der Krise stark genug? Kann ein Fall ins Non-Investment Grade oder gar ein Bankrott verhindert werden? Denn viele Fehler von Investoren können über die Zeit und mit Unterstützung des Sicherheitsnetzes von Notenbanken und Regierungen überdeckt oder wieder gut gemacht werden. Doch wenn das Unternehmen zu einem Zombie wird und mittel- bis längerfristig im Konkurs endet, ist dies nicht mehr möglich. Umso wichtiger ist es, Bonitätsverschiebungen frühzeitig zu erkennen und einmal mehr die Spreu vom Weizen zu trennen.

Independent Credit View AG (I-CV) ist seit 2003 erfolgreich als erste unabhängige Research Boutique für institutionelle Bondinvestoren tätig. In ihrer Beratungsfunktion analysiert, beurteilt und überwacht I-CV die Kreditqualität von nationalen und internationalen Emittenten und gibt entsprechende Anlageempfehlungen. I-CV ist das einzige Unternehmen im deutschsprachigen Raum, welches für seine Ratingdienstleistungen ausschliesslich von Investoren bezahlt wird. Das Unternehmen verfügt über ein erfahrenes 18-köpfiges Spezialistenteam und robuste Analyseverfahren, welche in einem I-CV Rating und einer Empfehlung resultieren. Das I-CV Rating hat sich im Markt als unabhängige Einschätzung der Kreditqualität etabliert und als akkurater Frühwarnindikator bewährt. I-CV agiert ausschliesslich im Interesse der Investoren (Investor-pay) und generiert durch umfassende Studien unmittelbaren Mehrwert, indem Marktverschiebungen frühzeitig erkannt werden. Die Nähe zum Kunden sowie die Unabhängigkeit zählen zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren des Unternehmens.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.