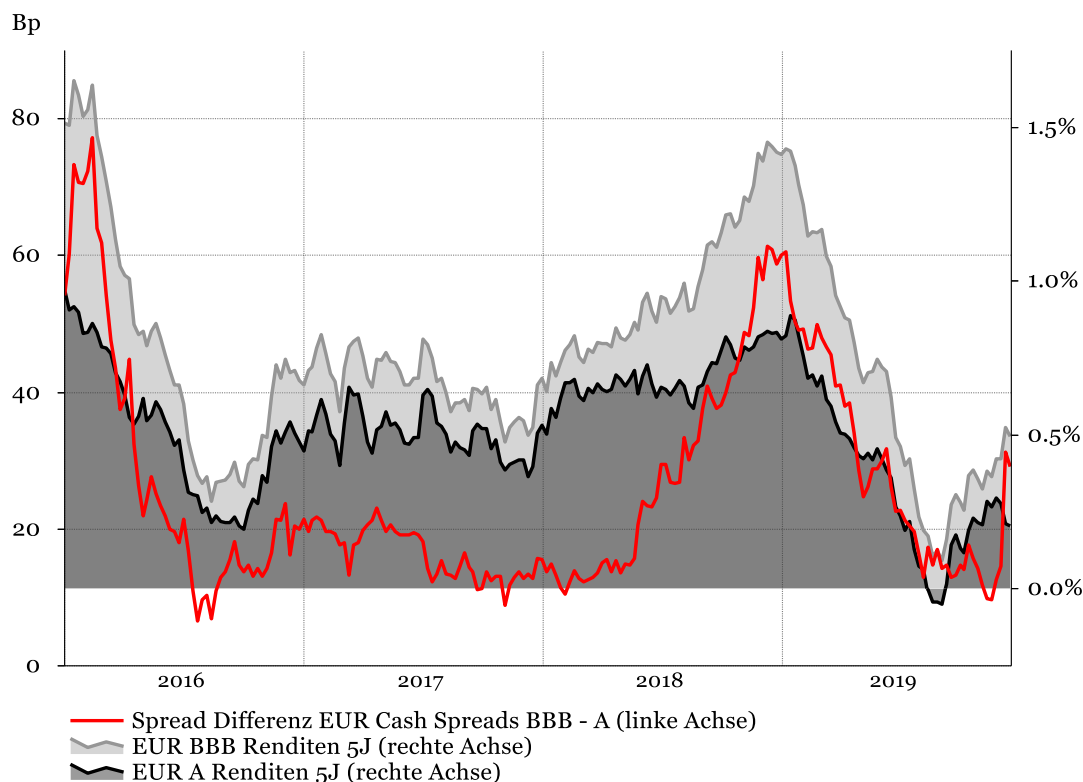


The Independent Credit View

Dezember 2019

2019 – Das Wesentliche

Die Finanzmärkte waren im vergangenen Jahr stark von geldpolitischen Massnahmen geprägt. Die globale Konjunkturabkühlung in Folge des andauernden Handelsdisputes der USA mit China sowie die geopolitischen Risiken schienen die Anleger wenig zu interessieren. Weder die Regierungskrise in Italien, die politische Blockade in Spanien noch die Brexit-Verzögerungen führten zu anhaltend erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten. Die überraschende geldpolitische Spitzkehre der amerikanischen Zentralbank in Kombination mit der Verlängerung der Nullzinspolitik der EZB, nachdem im 4Q18 ein kurzer Anflug von Panik die Märkte erschütterte, befeuerte die Finanzmärkte und führte im Jahresverlauf zu neuen Höchstständen an den Aktienmärkten und bei Anleihen zu rekordtiefen Renditen. Die Risikoprämien für Corporate Bonds haben sich mit dem Entscheid der EZB zur Wiederaufnahme der Anleihenkäufe stark eingeeengt. Trotz fortgeschrittenem Kreditzyklus und abnehmender Kreditqualität haben sich die Corporate Spreads auf die Niveaus der ersten Corporate QE-Phase im 2016 zurückgebildet. Beeindruckend war die Performance des BBB Sektors, welcher die Ausweitung des Vorjahres wieder wettmachte und dies trotz sich weiter abschwächenden Kreditkennzahlen in diesem Bereich (vgl. Grafik).



Quelle: Refinitiv Datastream

Schwerpunkte Analysetätigkeit

Die Jagd nach Rendite geht in die nächste Runde und wir beobachten, dass Investoren sich nicht nur auf die Reise in tiefere Ratingklassen begeben, sondern auch zunehmend in illiquide Assetklassen (Privatplatzierungen, Schuldscheindarlehen, Immobilien- und Infrastrukturprojekte) ausweichen. Die damit verbundenen Chancen und Risiken haben wir bei der Premiere des Credit Day Deutschland in Düsseldorf thematisiert und mit dem fachkundigen Publikum ausführlich diskutiert.

Auch 2019 haben wir die Kredite in unserem Universum eng überwacht und unseren Kunden über 600 Analysen zu den Positionen in ihren Direktbeständen zugestellt. Zusätzlich zu ausführlichen Studien zur Bonitätsentwicklung bei Banken und Ländern, haben wir in unseren kompakten Credit Insights kreditrelevante Themen in einzelnen Sektoren beleuchtet. Da die Regulation eine aktive Auseinandersetzung mit Kreditrisiken von institutionellen Investoren erwartet, haben wir unser CRA III Tool, welches schon einige Jahre bei Kunden im Einsatz ist und anhand eines geführten Prozesses eine firmeninterne Kreditrisikobeurteilung ermöglicht, weiterentwickelt und können nun eine Online-Lösung anbieten. Ein weiterer Schwerpunkt war die Weiterentwicklung der Berücksichtigung von ESG-Faktoren, sei es anhand unseres ESG-Scores oder im Rahmen unseres proprietären Analyseprozesses. Um den Kunden die Interaktion mit unseren Analysten sowie den Zugang zu den Publikationen zu erleichtern, haben wir 2019 mit der Neugestaltung des I-CV Internetauftritts begonnen. Wir freuen uns schon jetzt darauf, Ihnen die Früchte dieser Arbeiten im Verlaufe des 2020 vorstellen zu dürfen.

2019 – I-CV Erfolge

Mit Blick auf die Länderbonitäten hat sich unsere vorsichtige Einstufung bei Ländern wie Italien, Argentinien und der Türkei bestätigt, während wir die Verbesserung der Bonität u.a. in Ungarn, Indonesien, den Philippinen sowie Irland mit Vorlauf antizipiert hatten. In Hongkong sehen wir mittelfristig keine grossen Aussichten auf Erfolg der Demokratisierungsbestrebungen, weshalb wir mit negativen Auswirkungen der Proteste auf die Wirtschaft und den Finanzplatz rechnen und eine Annäherung des Ratings an China erwarten. Bei den Unternehmensanleihen hat im Sektor der Versorger die von unseren Analysten prognostizierte Stabilisierung eingesetzt, während uns bei den Banken, insbesondere im von Sparkassen- und Genossenschaftsbanken dominierten Markt in Deutschland, die Phantasie für eine nachhaltige Verbesserung der Kreditprofile fehlt. Da die Akquisitionsmaschinerie im Pharmasektor auch 2019 heissgelaufen ist, haben sich unsere vorsichtigen Einstufungen bei Schwergewichten wie Sanofi und AbbVie bewahrheitet. Die Agenturen haben die Bekanntgabe der teuren Übernahmen mit Downgrades quittiert. Ein gutes Gespür hatten unsere Analysten im gebeutelten Retailsektor, wo die britische Warenhauskette Tesco nach guten operativen Fortschritten den Weg bei S&P ins Investment-Grade zurückgefunden hat. Wir hatten bereits im April 2018 diesen Schritt vollzogen. Die Implikationen der Abkühlung im Automobilsektor und im Maschinenbau führte zu steigenden Kreditrisiken bei Jaguar Land Rover, Ford, Harley-Davidson, Daimler sowie Rolls-Royce (Triebwerkhersteller), welche frühzeitig erkannt wurden.

2020 – Vorschau zu ausgewählten Branchen

Die **Automobilhersteller und ihre Zulieferer** verfügen aktuell über stärkere Kreditprofile als vor der letzten Finanzkrise, stehen jedoch erst am Anfang eines strukturellen Umbruchs der Industrie. Angesichts des schwierigen Marktumfelds steht eine Weiterführung der bisher hohen Finanzdisziplin in Konflikt mit dem Druck zu massiven Investitionen in Zukunftstechnologien, bei welchen eine erfolgreiche Monetarisierung aber noch ungewiss ist. Der Kostendruck dürfte u.E. in den nächsten Jahren auch vermehrt zu Allianzen und Zusammenschlüssen führen. Wir erwarten weiterhin eine graduelle Abschwächung der Finanzprofile und damit auch der Ratingeinstufungen.

Trotz der mehrheitlich besser als erwarteten Resultate im Bereich der **Kapitalgüter**, sind die Nachfrage und das Investitionsverhalten weiterhin getrübt, was generell Druck auf die Finanzrisikoprofile ausübt. Hinzu kommt, dass viele Gesellschaften noch von hohen Auftragsbeständen profitieren, was bis anhin geholfen hat, die Produktionskapazitäten auszulasten. Aus Bonitätssicht favorisieren wir Gesellschaften mit hoher Profitabilität und wiederkehrenden Umsätzen (z.B. Servicegeschäft).

In der **Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie** erwarten wir Druck auf die Margen aufgrund erhöhter Investitionen für die Anpassung des Produktportfolios, des intensiven Wettbewerbs sowie der begrenzten Preiskraft der Unternehmen.

Im **Retailsektor** wird das Wachstum im E-Commerce, der mit niedrigeren Margen operieren kann, das Umsatzwachstum und die Margen in den übrigen Einzelhandelsgebieten weiter belasten. Die Einzelhändler in Europa werden den Schmerz aufgrund der weniger robusten makroökonomischen Trends und des geringeren Verbrauchervertrauens wahrscheinlich etwas stärker spüren als ihre Kollegen in den USA. Deshalb erwarten wir in Europa eine Abschwächung der Finanzprofile der Einzelhändler. Obwohl wir eine stabilere Entwicklung in den USA erwarten, werden auch bestimmte Händler wie Kaufhäuser mit Gewinnrückgängen konfrontiert sein.

Die Unternehmen im **Pharmasektor** überboten sich zuletzt mit positiven Ausblick-Revisionen und weisen nach wie vor äusserst starke freie Cashflows aus. Da diese Mittel jedoch v.a. zur Aktionärspflege (Aktienrückkäufe) und zur Akquisition von vielversprechenden und dementsprechend teuren Biotech-Unternehmen in den Bereichen Onkologie und/oder neuartigen Therapien (u.a. Gentherapien) verwendet werden, erwarten wir eine weitere Erosion der Finanzprofile.

Beim heterogenen **Chemiesektor** gilt es genau hinzuschauen: Während Unternehmen in oligopolistischen Märkten wie Duftstoffen oder Industriegase sich weiterhin als resistent erweisen dürften, erwarten wir vor allem bei Herstellern von Basischemikalien oder Spezialitätenchemie-Unternehmen mit hohem Umsatzanteil in zyklischen Branchen (z.B. Automobil) eine konjunkturbedingte Abschwächung der Finanzprofile.

Die Unternehmen im **Energie- und Rohstoffsektor** erzielen aufgrund der operationellen und finanziellen Fortschritte nach dem Verfall der Rohstoffpreise starke freie Cashflows, welche jedoch wieder Wachstumsprojekten und der aktionärsfreundlichen Finanzpolitik dienen. Diese Entwicklung sowie die zusätzliche Unsicherheit einer fortschreitenden globalen Wachstumsabschwächung aufgrund des Handelsdisputs hat uns veranlasst, den Sektorausblick von Improving auf Stable zu reduzieren.

Nach der Phase der rekordtiefen europäischen Strompreise 2014 bis 2017 stellt sich wieder so etwas wie «Normalität» im Markt der **Stromversorger** ein. Das bedeutet, dass die vormals arg gebeutelten Stromerzeuger wieder Preise erhalten, welche zu einem positiven Deckungsbeitrag führen. Das gegenwärtige Preisniveau hat hingegen keineswegs einen Investitionsschub ausgelöst, denn diese rechnen sich ohne direkte und indirekte Fördermassnahmen noch nicht. Aus einer Kreditperspektive bevorzugen wir vertikal integrierte Versorger mit reguliertem Geschäft, bzw. mit einem ausgewogenen, diversifizierten Erzeugungsportfolio.

Im **Bankensektor** erwarten wir, dass die Differenzierung der Kredite einerseits nach Geografie und andererseits innerhalb der Regionen nach makroökonomischen Umweltfaktoren und Konsolidierungsgrad des Bankensystems in 2020 Bestand hat. Banken in den USA, Kanada, Australien und Singapur sollten trotz Gegenwind durch Zinssenkungen, schwächeres Kreditwachstum sowie Probleme in der Corporate Governance und Compliance weiterhin eine robuste Profitabilität aufweisen. In Europa sollten vor allem die Banken in Frankreich und Benelux von den oligopolistischen Marktstrukturen profitieren und weiterhin über befriedigende Finanzprofile verfügen. In Skandinavien dämpfen ein intensiver Wettbewerb im Hypothekengeschäft sowie die zu erwartenden Belastungen aus den Geldwäscheskandalen unsere Ertragserwartungen. Am pessimistischsten bleiben wir für die deutschen Gross- und Landesbanken.

Anhaltend rückläufige Anlagerenditen bei den **Versicherungen** sorgen für einen strikten Fokus auf die technische Profitabilität. Das anhaltende Tiefzinsumfeld bleibt aus Bonitätssicht negativ und drängt die Versicherer weiterhin in Anlageklassen mit tieferer Qualität und Liquidität. Problematisch ist die Entwicklung bei Lebensversicherungen, wo tiefe Anlagerenditen die Profitabilität aber auch generell die Nachfrage nach den Produkten belasten. Versicherungen in Ländern mit historisch hohen Garantien im Bestand (z.B. Deutschland, Niederlande) geraten in Bedrängnis, da unter Solvency II die Solvenzquoten unter Druck kommen. Darauf abgestützt haben wir den Sektorausblick von Stable auf Declining zurückgenommen.

Dank tieferen Kapitalisierungssätzen und leicht steigenden Mieten können die **Immobilienunternehmen** immer höhere Bewertungen der Anlageportfolios rechtfertigen, was jedoch teilweise zu nicht nachhaltigen Dividendenausschüttungen führt. Während bei Wohnimmobilien eine scheinbar kaum zu stillende Nachfrage vorhanden ist, verbreiten sich bei Gewerbeimmobilien zunehmend alternative Nutzungskonzepte. So werden nicht mehr benötigte Retailflächen kurzerhand in Logistikzentren umgenutzt, zu grosse Einkaufsflächen in kleinere aufgesplittet oder leerstehende Büroflächen in Shared-Office Angebote umgewandelt. Das zu billige Geld führt jedoch je länger desto stärker zu Übertreibungen in den Immobilienmärkten.

2020 Branchen-Ausblick (Sicht I-CV)

Sektorausblick (Marktposition, Wettbewerb, politische bzw. regulatorische Risiken, Wachstum, technologische Risiken)		
Sektor	2019	2020
Versorger	↑	↑
Baustoffe	↑	↑
Energie	↑	→
Rohstoffe	↑	→
Telekom	→	→
Immobilien	→	→
Banken Nordamerika	→	→
Gesundheit	↓	→
Medien	↓	→
Nahrungsmittel	→	↓
Chemie	→	↓
Versicherungen	→	↓
Banken Europa	↓	↓
Auto & Zulieferer	↓	↓
Retail	↓	↓
Pharma / Biotech	↓	↓
Kapitalgüter	↓	↓
Technologie	↓	↓

improving

stable

declining

Quelle: I-CV

Konklusion

Die ultralockere Geldpolitik sowie die Massnahmen der Zentralbanken haben Blasen sowie Marktverzerrungen an den Finanzmärkten erzeugt, den Kreditzyklus verlängert und zu einem Rückgang bei den Kreditspannen geführt. Die positiven Effekte dieser Lockerungen werden jedoch nicht zukunftsfähig sein und abnehmen, auch wenn der Markt eine technische Unterstützung durch das Anleihenkaufprogramm der EZB erhält. Zudem hat sich die fundamentale Kreditqualität der Unternehmen trotz vorteilhafter Konjunktur aufgrund des Aktionärsfokus verschlechtert und das aktuelle wirtschaftliche Umfeld lässt keine Besserung zu. Wir erwarten, dass die Volatilität zunehmen wird und gehen mittelfristig von einer Risikoneubewertung aus, wobei Investoren die in Vergessenheit geratenen Risiko- und Illiquiditätsprämien einfordern werden. In einem solchen Szenario differenziert der Markt und die Bonität rückt in den Vordergrund, weshalb wir generell zu höherer Kreditqualität raten.

Aufgrund der stabilisierten Strompreise sind wir nach wie vor positiv für den Bereich der Versorger, wobei wir integrierte Produzenten mit reguliertem Geschäft bzw. einem ausgewogenen und diversifizierten Erzeugungsportfolio bevorzugen (z.B. BKW, Enel, Engie, Iberdrola, Innogy, Vattenfall). Bei Finanztiteln empfehlen wir in der Kapitalstruktur tiefer zu gehen und favorisieren Tier 2 von höher eingestuften Banken ggü. gleich bewerteten senior non-preferred Papieren von schwächeren Banken. Im Bereich der nachrangigen und hybriden Anleihen sehen wir interessante Möglichkeiten bei Total, OMV und BHP Group sowie Merck KGaA und Telia. Schon länger konstruktiv sind wir auf den erfolgreichen, wenn auch längerfristigen Turnaround bei GE und weiteres Einengungspotenzial sehen wir im CHF-Markt z.B. bei Pemex und Gazprom.

Wir freuen uns darauf, Sie mit unserer Erfahrung und Expertise in der Bonitätsanalyse sowie den damit zusammenhängenden regulatorischen Anforderungen zu unterstützen. Auch im kommenden Jahr stehen wir für Fragen und Ihre Anliegen gerne zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen einen guten Start ins Neue Jahr und ein erfolgreiches 2020.



Ihr I-CV Analysten-Team.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung 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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.