

## Kleine Zürcher Agentur riet von Greensill ab

**Frühe Warnung** Trotz wachsender Schulden von Staaten und Firmen sehen grosse Ratingagenturen selten ein Problem. Ganz anders eine unabhängige Schweizer Firma: Independent Credit View stellte beim Finanzunternehmen Greensill schon 2019 ein hohes Risiko fest.

Markus Diem Meier

Die wirtschaftlichen Aussichten sehen weltweit wieder glänzend aus. Getrübt werden sie aber durch gigantische Schulden bei Unternehmen und Staaten. Diese sind jedoch nicht nur eine Folge der Corona-Krise. Schon mit der Finanzkrise waren sie stark angestiegen. Seither sind sie wegen der tiefen Zinsen stark angewachsen.

Doch wie gefährlich ist die Lage wirklich? Gemessen an den Risikoauflagen auf den Zinsen, erscheinen sogar hoch verschuldete Länder wie Griechenland als relativ sicher. Das notorisch bankrotte Land zahlt nur einen Zinssatz von rund 0,75 Prozent für seine Staatsschulden (10-Jahres-Satz), die mehr als 200 Prozent der eigenen Wirtschaftsleistung betragen. Der Zinssatz liegt damit nur gerade ein Prozent höher als jener des Musterschülers Deutschland, dessen Satz negativ ist.

### «Stabil» trotz Schulden

Gemessen am Urteil grosser Ratingagenturen wie Moody's, erhalten auch die USA für ihre Bonität die Höchstnote. Und das, obwohl auch dort die Verschuldungsquote bei 103 Prozent der Wirtschaftsleistung liegt. Zudem wiesen die USA letztes Jahr ein Defizit von 16 Prozent aus und planen Staatsausgaben im



René Hermann von Independent Credit View. Foto: Thomas Entzeroth

Umfang von weiteren 6000 Milliarden Dollar. Die Schulden der Supermacht gelten im Urteil von Moody's und anderen jedoch als stabil und damit ungefährdet.

Eine andere Sicht als Moody's mit ihren rund 11'000 Beschäftigten vertritt die kleine, nur 20-köpfige Schweizer Ratingagentur Independent Credit View. In deren Bericht heisst es, die USA verdienen die Höchstnote so wenig wie die Einschätzung einer stabilen Bonität.

Die Agentur mit Sitz in der Nähe des Zürcher Löwenplatzes bewertet die Supermacht mit einer tieferen Note und die Bonität als instabil. «Die immer weiter steigende Verschuldung in den USA kann man schwerlich als stabile Lage bezeichnen», begründet das René Hermann, Chefanalyst der Ratingagentur.

Dass Gläubiger der USA wenig zu befürchten hätten, weil diese mit dem Dollar die weltweit führende Währung emittieren, lässt

Hermann nicht gelten. Der Dollar habe immerhin über eine längere Zeit stark an Wert eingebüsst.

Wie aber kommen so grosse Unterschiede im Urteil verschiedener Agenturen zustande? «Angesichts unserer Unbefangenheit können wir uns das leisten», erklärt Hermann das härtere Urteil seiner Agentur. Und weil sie klein sei, seien auch die Entscheidungswege kürzer.

### Einmischung der Staaten

Die grossen Agenturen müssten eine Menge mehr berücksichtigen und nicht zuletzt die Macht des Staates fürchten, ergänzt Hermann. «Als die Agentur Standard & Poor's den USA 2011 die Höchstnote entzog, hat das zu viel Unruhe geführt», erinnert er sich. Es seien auch schon Polizisten in den Niederlassungen der grossen Ratingagenturen aufgetaucht, als diese Länder abgewertet hätten. Auch die Regulierungsbehörden würden zudem zeigen, wer am längeren Hebel sitze.

Nicht nur im Fall der USA sieht die Schweizer Agentur Risiken, wo andere optimistisch bleiben: Vor den Risiken der Staatsverschuldung in Griechenland warnte sie bereits im April 2008, lange vor dem Ausbruch der Eurokrise. Und als die Staatsanleihen Argentiniens mit einer Laufzeit von 100 Jahren 2017 zum Renner wurden und Investoren nicht

genug davon haben konnten, riet Independent Credit View davon ab. Wie so oft in der Geschichte des Landes kam es kurze Zeit später zum Staatsbankrott.

Es bleibt die Frage, weshalb Investoren überhaupt an Anleihen von Ländern wie Griechenland oder Argentinien interessiert bleiben. Noch im Mai konnte Griechenland Staatsanleihen für einen Zinssatz von nur knapp über null Prozent verkaufen.

Chefanalyst Hermann erklärt das mit der Politik der Notenbanken: «Es gibt überall eine verzweifelte Jagd nach Rendite. Die Zentralbanken haben über Ankäufe von Anleihen so viel Geld

in den Markt gepumpt, dass für die übrigen Investoren nur noch Kuriositäten übrig bleiben.» Doch vor allem Pensionskassen brauchten Rendite und garantierten diese teilweise sogar.

Nur mit dem Eingehen von Risiken lässt sich die Rendite noch steigern, doch die Entschädigung dafür ist laut Hermann zu tief. Das gilt nicht nur für verschuldete Staaten, sondern auch im Bereich der Unternehmen. Und vielfach will niemand die Risiken sehen.

### Vermeintlich sicher

Ein Beispiel dafür ist Greensill. Das Unternehmen galt mit seiner Art von Handelsfinanzierung als

Star der Anleger. So empfahl auch die Grossbank Credit Suisse ihren Kunden über Fonds Investitionen in die Firma. Auch der Stadt Münster in Deutschland erschien das verlockend, alles sah nach einer attraktiven Rendite zu einem scheinbar geringen Risiko aus.

Die Finanzchefin der Stadt wollte es aber genauer wissen und beauftragte deshalb Independent Credit View mit einer Untersuchung. Das hat ihrer Stadt hohe Verluste erspart. Weil die Schweizer Agentur schon 2019 enorme Risiken sah, riet sie eindringlich vor der Investition ab. Zu Recht, wie sich herausstellte. Diesen Frühling musste Greensill Insolvenz anmelden, und die Credit Suisse verbuchte hohe Verluste.

Das dürfte auch vielen anderen Unternehmen drohen. Wie bei den Staaten sei auch bei Unternehmen die Verschuldung stark angestiegen, sagt René Hermann: «Viele Unternehmen haben über ihre Verhältnisse gelebt. Bei einer Normalisierung werden sich viele nicht mehr refinanzieren können.» Solche Firmen nennt man Zombies – faktisch Tote, die weiter herumwandeln.

Das harte Erwachen für Unternehmen wie für Staaten wird dann kommen, wenn die Notenbanken und die Staaten ihre Stützmassnahmen beenden und die Zinsen wieder steigen.

### Fortlaufende Entwertung des US-Dollars



Grafik: mdm, db / Quelle: Fxtop.com

### Staatsverschuldung steigt stark seit der Finanzkrise



Grafik: mdm, db / Quelle: IWF