

# I-CV Swiss Bond Congress 2022

*Chancen und Risiken im Kreditzyklus – Soll man jetzt schon investieren?*

September 2022

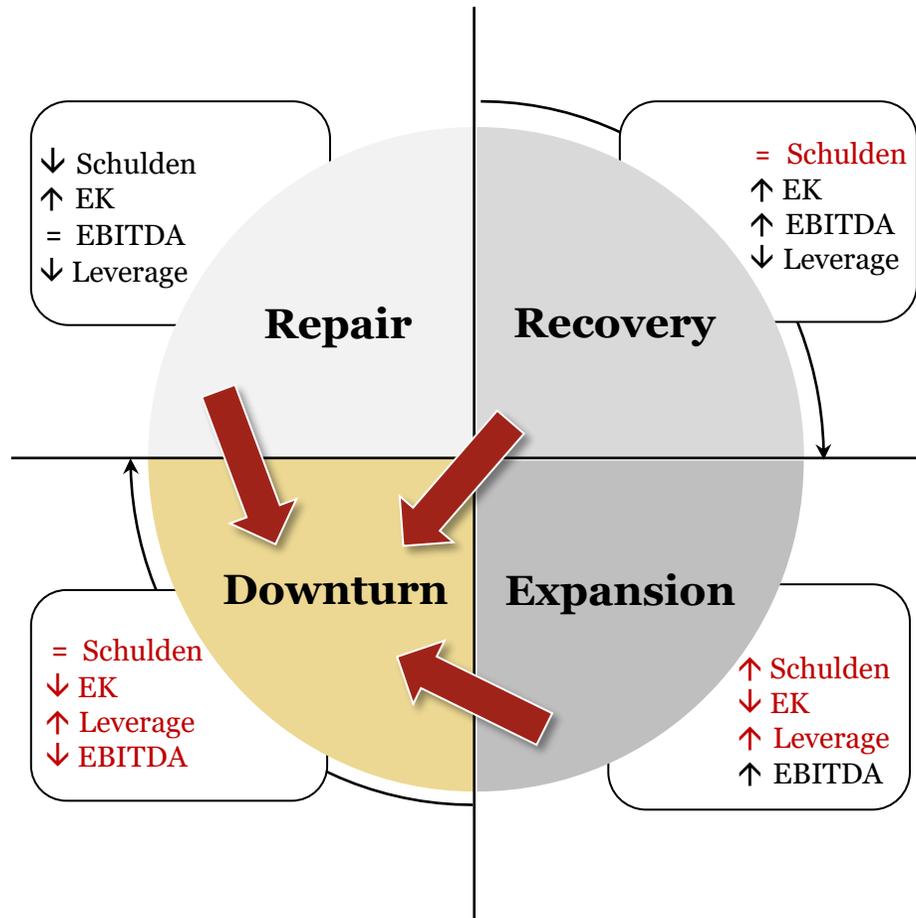
Swiss  
Bond  
Congress

---



# Kreditzyklus: Abschwung eingeläutet!

## Eintritt in die Downturn-Phase des Kreditzyklus



Quelle: I-CV

## Kommentare

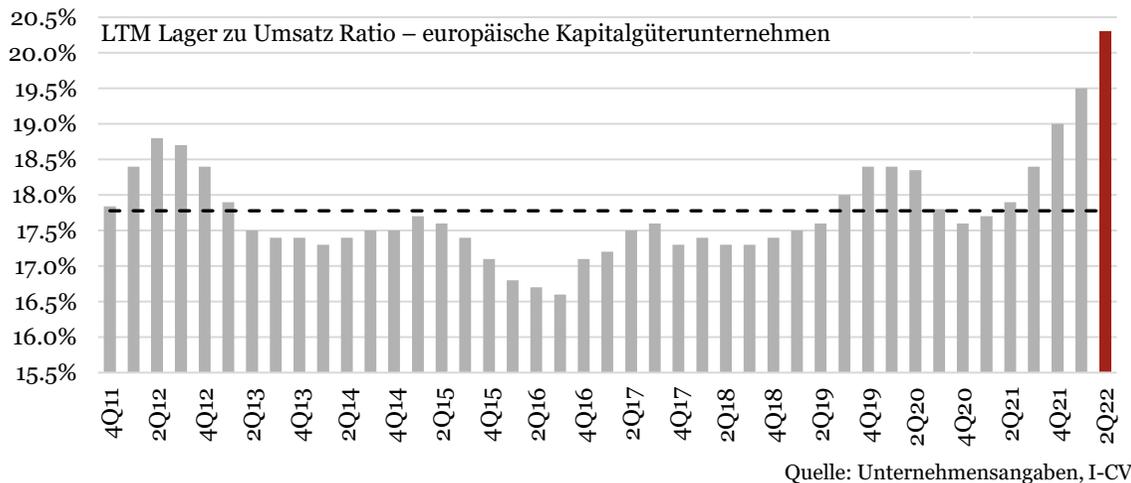
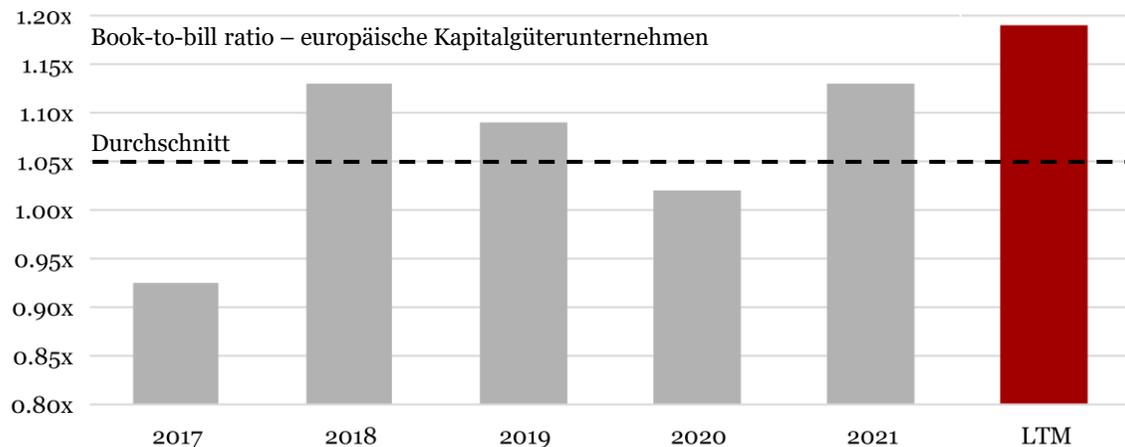
- Grossteil der Sektoren befinden sich noch in der Recovery-/Expansions-Phase
- Rezessionsrisiken und schwächere Kreditfundamentals führen zu einem Sog in den rezessiven Quadranten
- Die Downturn-Phase des Kreditzyklus (Platzen der Blase) ist charakterisiert durch sinkende Aktien- und Bondmärkte

## Fazit

- Die Gefahr einer harten Landung steigt. Der Fokus verschiebt sich von geldpolitischen hinzu fundamentalen Risiken
- Schwaches Wachstum und höhere Ausfallraten werden in den nächsten Monaten dominante Themen sein
- Zyklische und aggressiv finanzierte Unternehmen sind besonders exponiert
- Vorsicht bei Einzelhandel, Chemie, Automobilhersteller, Immobilien, Kapitalgüter
- Fokus auf defensive Sektoren (Nahrungsmittel, Pharma, Telekom etc.)
- Volatiles Marktumfeld ergibt aber auch Opportunitäten. Diese gilt es zu nutzen, jedoch selektive Auswahl unabdingbar

# Corporate Health: Lageraufbau trifft auf Rezessionsgefahr

## Steigende Lagerisiken angesichts potentiellm Nachfrageeinbruch



## Kommentare

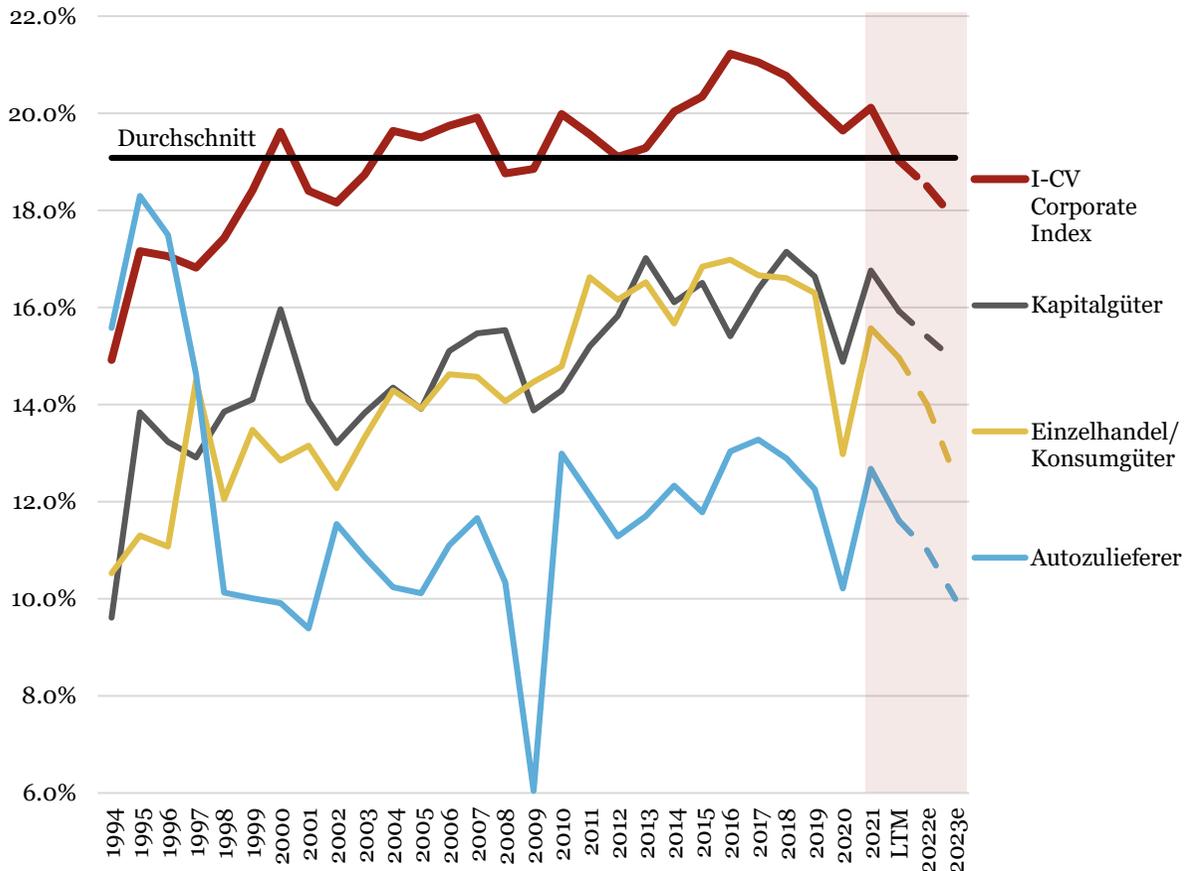
- Eine Mischung aus wirtschaftlichem Nachholbedarf, Lieferknappheit sowie Angst vor steigenden Preisen hat die Bestellungen deutlich ansteigen lassen. Diese liegen klar über historischen Niveaus
- Mittlerweile sind die Lagerbestände gut gefüllt. Dies bedeutet, dass der Bedarf zu Wiederaufstockungen generell nicht mehr vorhanden ist

## Fazit

- Auftragsbestände lassen kurzfristig eine hohe Auslastung erwarten. Doch ergeben sich negative Margeneffekte, da Kostensteigerungen bei Alt-Aufträgen nicht weitergegeben werden können
- Zudem birgt der potentielle Nachfrageeinbruch Risiken: 1) Notwendige Preiserhöhungen können nicht durchgesetzt werden (= Profitabilitätsdruck), 2) Steigende Sistierungen, 3) Unternehmen bleiben auf gefüllten Lagern sitzen und Überkapazitäten sowie Preisrisiken entstehen und 4) Peitscheneffekt entlang der Wertschöpfungskette (speziell problematisch für Zulieferer, Hersteller)

# Corporate Health: Profitabilität bröckelt

## Corporate EBITDA-Margen Trend\*



\*Basierend auf dem I-CV Corporate Index, welcher sich aus circa 430 internationalen Unternehmensschuldern zusammensetzt, die in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Quelle: I-CV, Refinitiv

## Kommentare

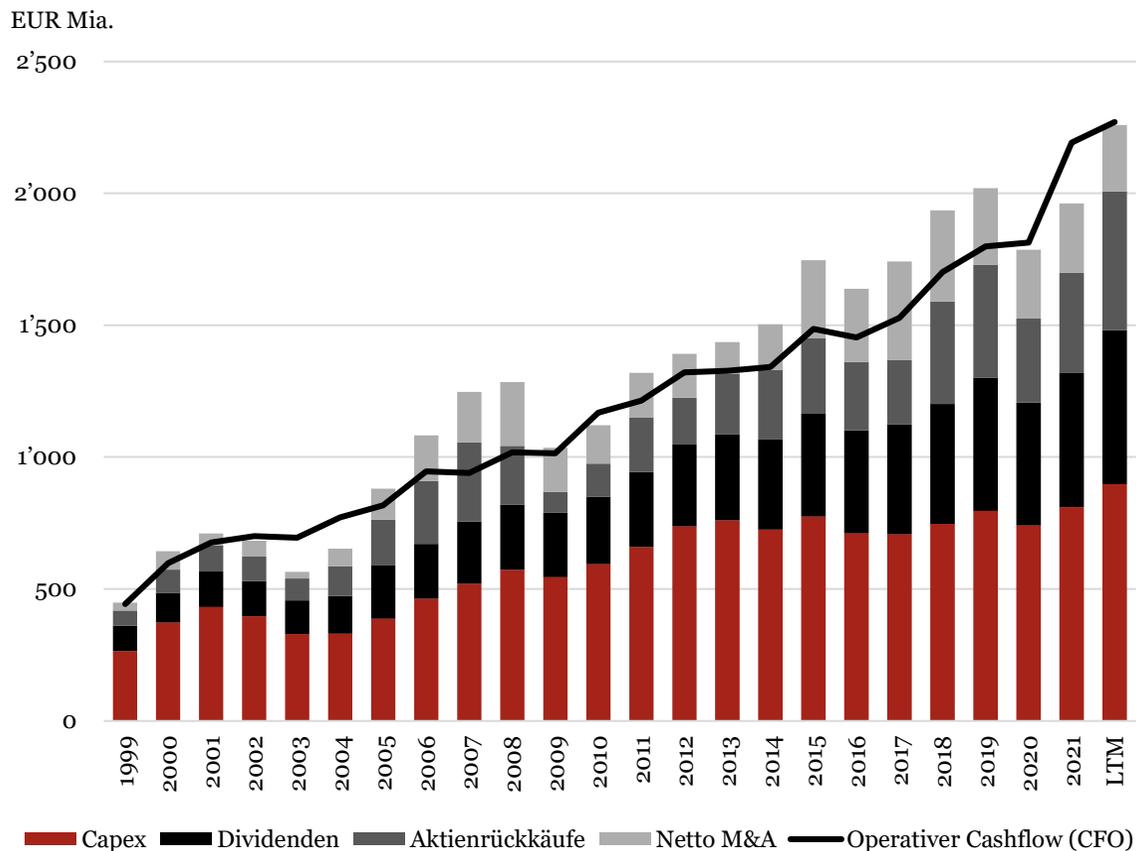
- Pandemiebedingter Nachholbedarf sowie Preiserhöhungen konnten Kosteninflation (Energie, Rohstoffe, Transport, Löhne etc.) im 2021 wettmachen
- Aber höhere Preise für den Lebensunterhalt (Nahrung, Energie, Zinsen, Versicherungsprämien etc.) werden die Ausgabefreude der Haushalte künftig belasten
- Die Konsumentenstimmung in den USA und Europa ist auf Tiefstwerte gesunken

## Fazit

- Die Margenspitze wurde 2021 überschritten
- Der während der Pandemie vorgezogene Konsum gerade von langlebigen Gebrauchsgütern lässt sich nicht wiederholen
- Höhere Gestehungskosten belasten zunehmend die Profitabilität
- Angesichts sich eintrübender Wirtschaftsindikatoren in Kombination mit unzähligen bereits bestehenden Herausforderungen erwarten wir steigenden Margendruck
- Zwar hat die Mehrheit der Emittenten die GJ22-Prognose bestätigt oder gar erhöht, doch mehren sich die negativen Überraschungen (Target, 3M, Seagate etc.)

# Corporate Health: Sinkende Disziplin

## Aktionärspflege hat wieder angezogen\*



\*Basierend auf dem I-CV Corporate Index, welcher sich aus circa 430 internationalen Unternehmensschuldnern zusammensetzt, die in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind Quelle: Unternehmen, I-CV

## Kommentare

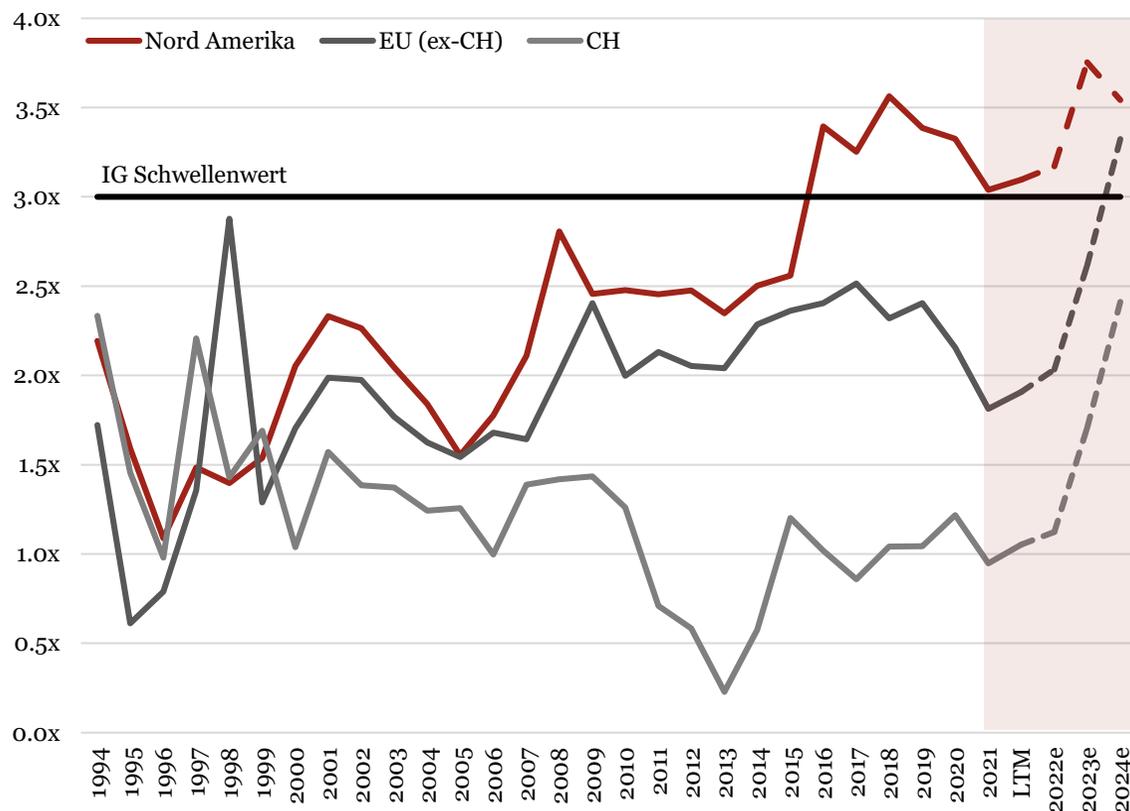
- Hohe Finanzdisziplin und effiziente Bewirtschaftung des Umlaufvermögens während der Covid-Krise
- Seit 2018 übersteigen die Ausgaben für Aktionärspflege die Investitionen. Dies trifft interessanterweise auch fürs 2020 zu
- Mittlerweile tendieren die Corporates infolge höherer Investitionen (Nachholbedarf, Wachstum) und vor allem Ausschüttungen wieder über ihre Verhältnisse zu leben (= Schuldenniveaus steigen)
- M&A-Transaktionen bewegen sich auf tiefem Niveau, obwohl die Preise angesichts der Börsenkorrektur gesunken sind

## Fazit

- Die disziplinierte Kapitalallokation während der Covid-Krise schwindet, doch könnte diese schnell reaktiviert werden
- Aktionärspflege-Trend bleibt ungebrochen (= Substanzverlust für Gläubiger)
- Höherer LTM1H22 CFO verdeckt Tatsache, dass dieser in einigen Sektoren in Folge deutlich stärkerer Kapitalbindung im Umlaufvermögen gesunken ist (z.B. Kapitalgüter, Retail, Versorger)

# Corporate Health: Puffer vorhanden, aber nicht überall

## Entwicklung bereinigte Nettoschulden / EBITDA bei Crossovers\*



\*Basierend auf dem I-CV Corporate Index, welcher sich total aus circa 430 internationalen Unternehmensschuldnern zusammensetzt, die in den I-CV Kundenportfolios prominent vertreten sind

Quelle: I-CV

### Kommentare

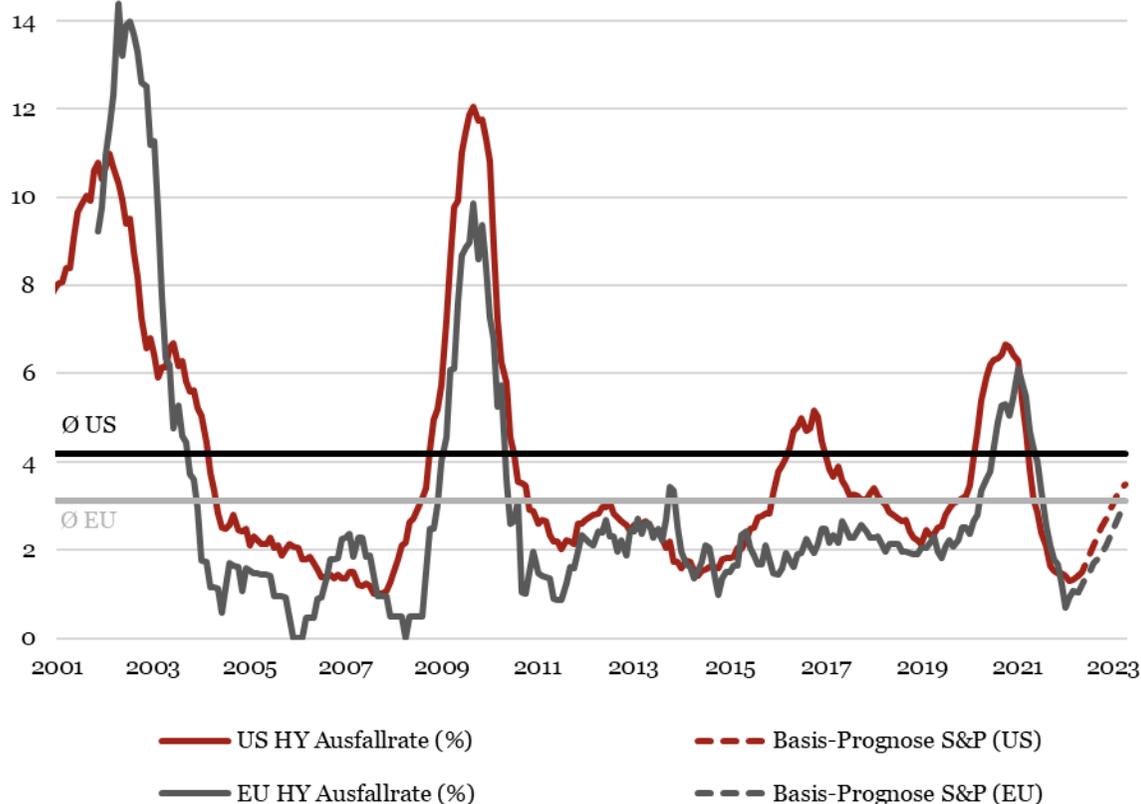
- Klare regionale Unterschiede, welche sich ab 2015 akzentuiert haben
- US-Unternehmen weisen eine aggressivere Finanzpolitik aus als europäische Gesellschaften, reagieren aber auch schneller in Krisen (u.a. flexiblere Kostenstrukturen)
- CH-Unternehmen verfolgen tendenziell eine defensive Finanzpolitik. Dies kompensiert für Grössen-/Diversifikationsdefizite
- Tiefere aber weiterhin gute Liquidität. Kurzfristiger Refinanzierungsbedarf gering

### Fazit

- US-Crossover Corporates haben wenig Finanzspielraum und befinden sich bereits über dem IG-Schwellenwert
- Unser Stagflations-Stresstest zeigt die Gefahr eines weiteren Leverage-Anstiegs. Eine Rezession hätte noch gravierendere Folgen
- EU- und CH-Unternehmen dürften Folgen eines Wirtschaftseinbruchs länger spüren
- Immerhin profitieren CH-Gesellschaften von hohen Finanzpuffern
- Fallen Angel- sowie Ausfallrisiken rücken wieder in den Fokus

# Corporate Health: Stetige Erhöhung der Ausfall-Prognosen

## Wendepunkt erreicht, Agenturen heben Prognosen kontinuierlich an



Quelle: S&P, I-CV

## Kommentare

- Nach Notfallprogrammen der Regierungen sowie Insolvenzmoratorien hat die dynamische Nachfragerholung die Ausfallraten im Frühling 2022 auf Tiefstände getrieben
- Seither sind diese kontinuierlich angestiegen
- Zudem hat das positive Ratingmomentum gedreht. Mittlerweile gibt es wieder mehr Herab- als Heraufstufungen
- Problematisch ist die systemische Verletzlichkeit aufgrund der Ratingerosion in den letzten Jahren. Der CCC-Anteil (US, EU) liegt weiterhin über pre-Covid-19 Niveaus

## Fazit

- Wie wir Ende 2021 antizipiert haben, wurde der Ausfall-Wendepunkt von diesen ultratiefen Niveaus im 2022 erreicht
- Im Frühling haben wir auf die reelle Gefahr hingewiesen, dass gerade hinsichtlich 2023 die Ausfallraten über die langfristigen Durchschnitte ansteigen könnten
- Mittlerweile zeigen auch S&Ps Basisszenarien in diese Richtung
- EU Hilfspakete als «Gamechanger». Eine (notwendige) Flurbereinigung könnte so – einmal mehr – verzögert werden

# Sektoren: Pessimistischere Ausblicke

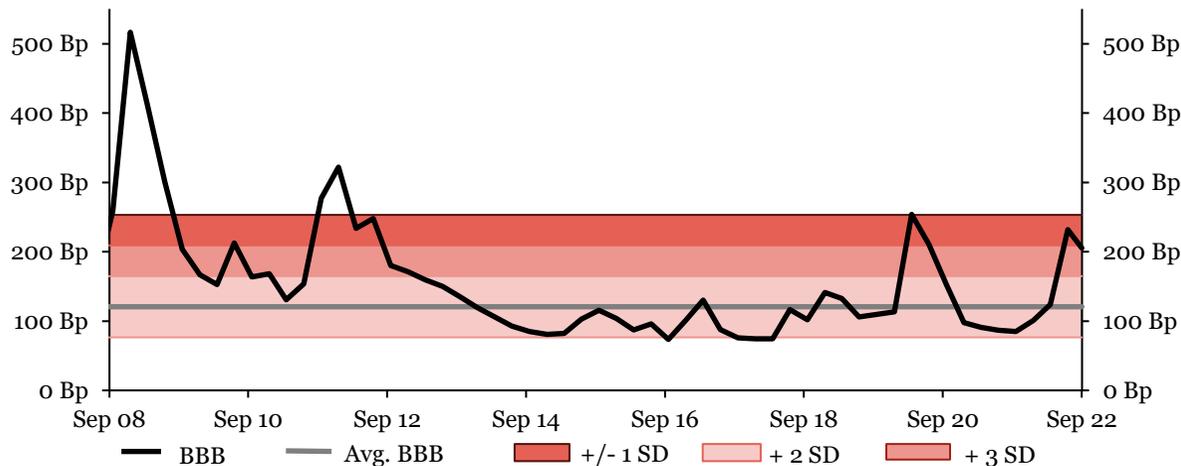
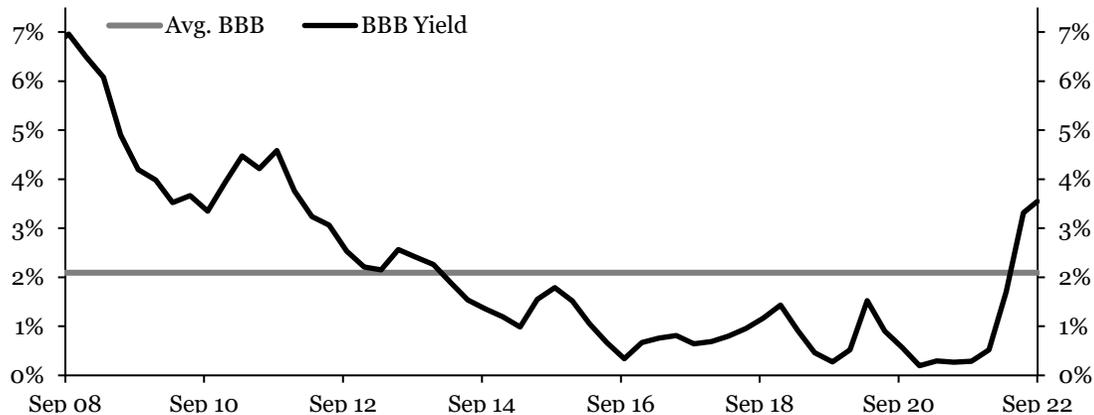
Sektor	März 2022	Aktuell	Auf dem I-CV Radar für potenzielle Änderung
Integrierte Öl-/Gasunternehmen	↑	↑	-
Software & Services	↑	↑	Negativ
Versorger	↑	↑	-
Transport/Eisenbahnen	↑	↑	Negativ
Baustoffe	↑	→	Negativ
Halbleiter	↑	→	Negativ
Rohstoffe/Metalle & Bergbau	↑	→	Negativ
Tourismus/Freizeit	↑	→	Negativ
Verpackungen	↑	→	Negativ
Gesundheit & Equipment	→	→	-
Nahrungsmittel	→	→	-
Lebensmittelhandel	→	→	-
Pharma	→	→	-
Tabak	→	→	-
Telekom	→	→	-
Einzelhandel	↑	↓	-
Haushalt-/Pflegeprodukte	↑	↓	Positiv
Konsumgüter	↑	↓	-
Technologie Hardware	↑	↓	-
Automobilhersteller	→	↓	-
Chemie	→	↓	-
Maschinen/Industrie	→	↓	-
Media	→	↓	-
Real Estate	→	↓	-
Automobilzulieferer	↓	↓	-



Quelle: I-CV

# Chancen: Sind die fundamentalen Risiken eingepreist?

**BBB Yield & BBB Credit Spreads zu EUR Govt (2008-22), Maturity 5y**



Quelle: Bloomberg, I-CV

## Kommentare

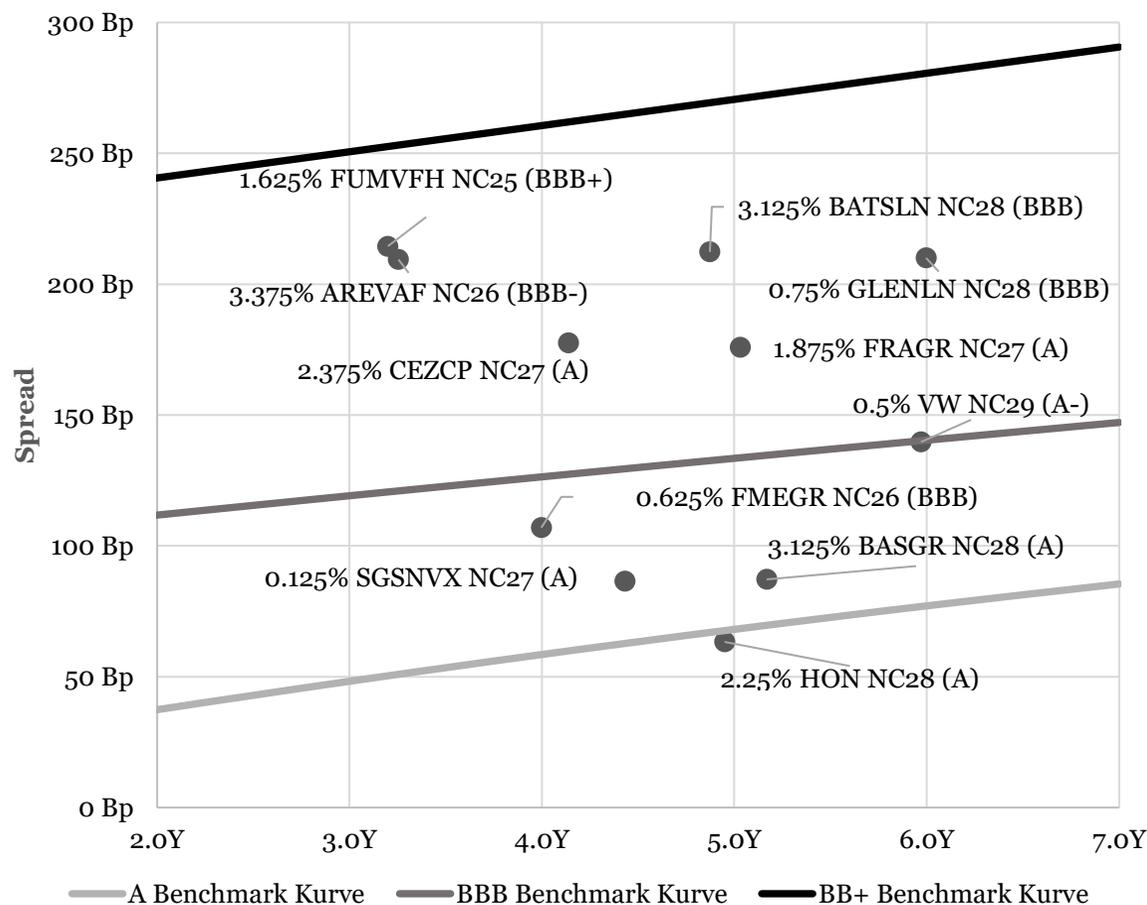
- Die Straffung der Geldpolitik, der Russland-Ukraine Krieg und davon ausgehende geopolitische Unsicherheiten sowie die Null Covid Politik in China haben zu einem starken Anstieg der Renditeniveaus resp. Ausweitung der Kreditrisikoprämien geführt
- Bisheriger Höhepunkt der Kreditrisikoprämien wurde im Juni 2022 erreicht. Trotz gewissem Rückgang bleiben diese aber weiterhin auf hohen Niveaus

## Fazit

- Nach einer langen Phase ultratiefer Zinsen sind Anleihen wieder attraktiv > Direktbestände der Kunden steigen
- Wir erwarten höhere Risikoprämien, da das schwächere Umfeld bzw. die Rezessionsgefahr noch nicht vollständig reflektiert ist
- Volatiles Umfeld mit geringer Risikodifferenzierung zwischen Schuldern bietet aber attraktive Opportunitäten
- Spezifisches Sektorwissen für selektive Auswahl der Emittenten bleiben zentral für den richtigen Investitionsentscheid; komplementiert mit enger Überwachung

# Chancen: Ausgewählte Senior Unsecured EUR-Anleihen

## Relative Value Chart



Quelle: I-CV, Refinitiv

## Kommentare

- Angesichts des volatilen Marktumfeldes empfehlen wir grundsätzlich defensive Sektoren sowie Schuldner mit robuster Bilanzstruktur, starker Marktposition und Preismacht
- Marktübertreibungen sehen wir sowohl in defensiven aber vor allem in zyklischen Sektoren (z.B. Versorger, Auto, Chemie)

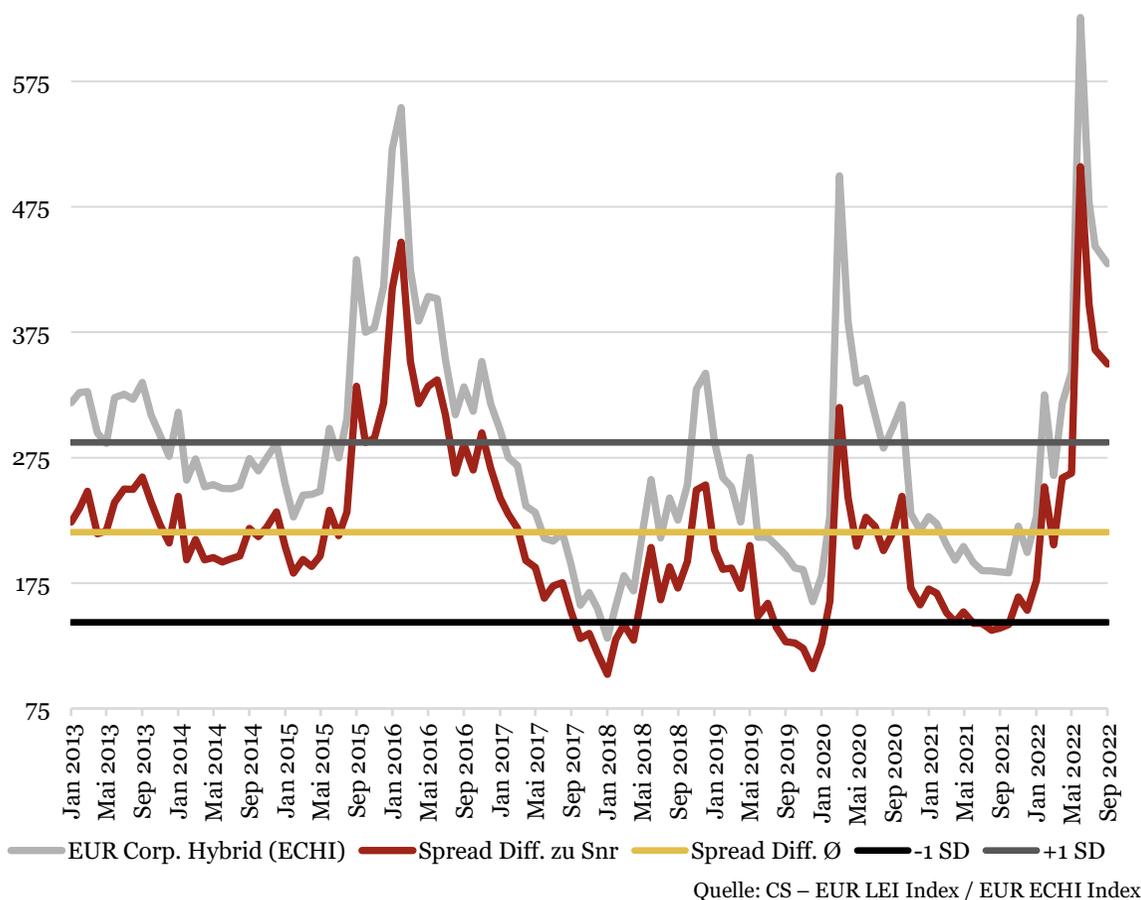
Emittent	Typ	Yield (%)
BAT (BATSLN)	Defensiv	4.63
CEZ (CEZCP)	Defensiv	4.27
FRAPORT (FRAGR)	Defensiv	4.26
FRESENIUS MC (FMEGR)	Defensiv	3.38
FORTUM (FUMVFH)	Defensiv	4.62
SGS (SGSNVX)	Defensiv	3.36
BASF (BASGR)	Best-in class	3.38
GLENCORE (GLENLN)	Best-in class	4.62
HONEYWELL (HON)	Best-in class	3.14
ORANO (AREVAF)	Best-in class	4.57
VW (VW)	Best-in class	3.91

## Fazit

- Gerne unterstützen wir Sie bei der Anlageentscheidung mit einer individuellen I-CV Empfehlungsliste

# Chancen: Hybridanleihen – Attraktive Niveaus

## Corporate Senior/Hybrid Spread Differenz (in Bp)



### Kommentar

- Die Marktverwerfungen haben die Differenz der Risikoprämien zwischen Corporate Hybrids und senior unsecured Anleihen stark ansteigen lassen
- Nachranganleihen von Investment Grade Schuldern bieten Risikoprämien auf attraktiven Niveaus
- Verlängerungsrisiken strukturell tief, sind aber in den Fokus der Investoren gerückt (z.B. Immobilien)
- Zinsaufschiebung nur in Extremsituationen zur Liquiditätssicherung (z.B. Arysza)

### Fazit

- Angesichts des anhaltend unsicheren Marktumfeldes ist eine umsichtige „bottom-up“ Auswahl zwingend
- **Präferenz:** Nachräge Non Call 24-27 solider IG Schuldner in defensiven Sektoren (Telekom, Versorger, Pharma) mit hohen Reset Spreads. Opportunitäten sehen wir aber auch in zyklischen Sektoren (Auto, Energie, Building Materials)
- **Chance:** Attraktive Rendite-/Risikoprofile bei Corporate Hybrids solider IG Schuldner – sehen wir als Kaufgelegenheit

# Fazit

## Rezessions- bzw. Stagflationsgefahr erhöht Ratingdruck

Die eintrübende Nachfrage trifft auf hohe Lagerbestände. In Kombination mit hartnäckiger Inflation führt dies zu Margenreduktion. Die sinkende Ertragskraft der Unternehmen steht hohen Schuldenständen gegenüber und führt zu steigendem Leverage. Der Ratingdruck nimmt zu

01



## Risiko rasch steigender Ausfallraten

Die Normalisierung der Geldpolitik sowie die geopolitischen Risiken in Kombination mit strapazierten Finanzprofilen und schwächeren Wachstumsraten führen zu einem stärker als bisher erwarteten Anstieg der Ausfallraten

02



03

## Points to Watch

Staatliche Unterstützungsmassnahmen als «Game-changer», geopolitische Krisen (Russland-Ukraine, China/Taiwan), Verlauf EU-Energiekrise, Konsumentenstimmung, Umsätze/Auftragsbücher, Kreditkennzahlen, Reaktionszeit/-fähigkeit der Unternehmen



04

## Defensive Sektoren & hohe Preismacht

Wir erwarten steigende Risikoprämien, da diese das schwächere Umfeld bzw. die Rezessionsgefahr und Verletzbarkeit der Unternehmen noch nicht vollständig reflektieren

Aber: Volatiles Umfeld mit geringer Risikodifferenzierung zwischen Schuldern bietet attraktive Opportunitäten

Empfehlung: Defensive Sektoren sowie Schuldner mit robuster Bilanzstruktur, starker Marktposition und Preismacht



# the view behind the rating

Independent Credit View AG

Schweizergasse 21

8001 Zürich

Tel. +41 43 204 19 19

E-Mail: [info@i-cv.ch](mailto:info@i-cv.ch)

[www.i-cv.ch](http://www.i-cv.ch)

## **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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.