

ANALYSE

Eine Insolvenzwelle rollt an

Kreditspezialisten rechnen damit, dass weitere Ratingherabstufungen und eine Zunahme der Insolvenzanträge im zweiten Halbjahr zu Marktverwerfungen führen.

Andreas Kälin
24.07.2020, 05.23 Uhr

Im Spätsommer und im Herbst wird sich weisen müssen, welchen weiteren Weg die Kapitalmärkte einschlagen.

Sie haben sich nach dem grossen Schock von Covid-19 im März, als die Aktienkurse abstürzten und an den Anleihenmärkten die Risikoprämien in die Höhe schossen, erstaunlich schnell erholt: Wichtige Börsenindizes nähern sich dem Allzeithoch oder haben es bereits überschritten, der Schweizer Leitindex SMI hat seit dem Tief im März 36% zugelegt. Auch die Risikoprämien an den Anleihenmärkten sind gesunken.

Das steht im Gegensatz zur aktuellen Wirtschaftsentwicklung: Der Internationale Währungsfonds (IMF) prognostiziert für 2020 einen Rückgang des globalen Bruttoinlandprodukts um 4,9%. Das bedeutet gegenüber dem letztjährigen Gesamtwert von 86,6 Bio. \$ einen Verlust von gegen 4,3 Bio. \$.

Entkoppelung: nächste Runde

Für Kreditanalyst Fabian Keller vom unabhängigen Bonitätsinstitut Independent Credit View (I-CV) ist die Entkoppelung der Kapitalmärkte von den ökonomischen Fundamentaldaten, die bereits in den vergangenen Jahren zu beobachten gewesen sei, damit «in die nächste Runde» gegangen.

Im Grunde gehen die Märkte von zeitlich begrenzten Covid-19-Folgen und mithin von einer raschen, V-förmigen Wirtschaftserholung aus. Dieser grosse Optimismus wird befeuert durch die staatlichen Beistandsmassnahmen und speziell die

umfangreichen Markteingriffe der Notenbanken.

Anlageprofis misstrauisch

Aus seinen Kundenkontakten hat Keller von I-CV allerdings die Einsicht gewonnen, dass viele institutionelle Investoren der Sache nicht trauen: «Mit einer V-förmigen Wirtschaftserholung rechnet von ihnen praktisch keiner mehr.» Im Interview mit The Market hat sich Tad Rivelle, Chefinvestor des kalifornischen Anleihenriesen TCW, jüngst ebenfalls sehr skeptisch gezeigt, mit Verweis auf den ohnehin auslaufenden Konjunkturzyklus: Selbst wenn die Folgen des Lockdown rasch überwunden würden, ändere das wenig «an der tiefer liegenden Konjunkturschwäche».

Was bedeutet ein weniger optimistisches, aber realistischeres Szenario der Wirtschaftsentwicklung für die Unternehmen und die Märkte?

Mit Blick auf die Anleihen- und die Kreditmärkte ist Folgendes im Auge zu behalten: die Bonitätseinschätzungen resp. die Kreditratings, die sich auf die Kapitalkosten und die Refinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen auswirken, sowie die Entwicklung der Insolvenzen.

Welle von Herabstufungen

In der ersten Jahreshälfte hat es aufgrund von Covid-19 eine erste Welle von Downgrades resp. Ratingherabstufungen gegeben. So hat Moody's, neben Standard & Poor's und Fitch eine der drei grossen US-Ratingagenturen, im zweiten Quartal allein im Raum EMEA (Europa, Naher Osten, Afrika) 225 Kreditratings herabgestuft. Betroffen davon war ungefähr ein Viertel aller Unternehmen, für die Moody's in diesem Wirtschaftsraum Bonitätseinschätzungen vergibt.

74% dieser Herabstufungen fanden innerhalb des Non-Investment-Grade- bzw. spekulativen Bereichs statt. Das heisst, sie trafen Unternehmen mit einer bereits geringen oder schlechten Bonität. Typischerweise handelt es sich um kleinere Gesellschaften mit einem relativ hohen Verschuldungsgrad.

Die zweite Welle

Analyst Keller von I-CV prognostiziert eine zweite Welle von Ratingherabstufungen. Spätestens im Nachgang zu den Halbjahresergebnissen der Unternehmen, die nun sukzessive bis in den September hinein präsentiert werden, erwartet er weitere Aktivitäten der Ratingagenturen, ganz nach dem Motto «aufgeschoben ist nicht aufgehoben».

Moody's gibt sich auf Anfrage von The Market zurückhaltend: Man erwarte eine beschränkte Zahl von Downgrades, falls es im zweiten Halbjahr nicht zu einer zweiten Infektionswelle mit ernsthaften Lockdowns komme und die Wirtschaft wie erwartet wieder wachse. Sofern sich diese Erholung aber nicht einstelle und es weitere weitgehende Lockdowns gebe, seien vermehrte Ratingherabstufungen nicht auszuschliessen.

Die erwarteten Ausfallraten

Auch mit Blick auf Zahlungsverzüge und -ausfälle (Defaults) gibt sich Moody's abwägend, ist aber optimistischer als vor drei Monaten: Anfang April rechnete Matthias Hellstern, Chefanalyst für den Unternehmensbereich Europa, damit, dass die Ausfallrate der von Moody's abgedeckten Unternehmen von durchschnittlich 2,5% über die zurückliegenden fünf Jahre nun auf 15% hochschnellen werde. Inzwischen glaubt man bei Moody's, dass solch ein Wert nur im pessimistischen Fall erreicht wird.

Das Basisszenario geht nun von einer Ausfallrate «von ungefähr 7%» aus – was aber immer noch gegen das Dreifache des Werts über die vergangenen fünf Jahre ist.

Generell lässt sich sagen, dass die allgemein erwarteten einjährigen Schuldenausfallraten über die ganze Unternehmenslandschaft hinweg auf Höchstwerte gestiegen sind. Und gemäss Ratingspezialist John Feigl vom unabhängigen Berater Pilfor ergibt sich aus den Schätzungen, dass verglichen mit 2019 im laufenden Jahr weltweit 15 bis 16% und im nächsten 17 bis 18% mehr Unternehmen in die Insolvenz gehen könnten.

Pleitegefahr in den USA

Besonders gross sei die Gefahr von Unternehmenspleiten in den

USA, China und Brasilien, führt Feigl aus: In den USA gingen 2019 rund 23'000 Unternehmen in die Insolvenz, im laufenden Jahr dürfte diese Zahl den Schätzungen der Ratingagenturen zufolge um über 50% auf 35'000 klettern und im nächsten Jahr weiter auf 37'000 bis 38'000. Für Deutschland wird mit einem verhalteneren Anstieg der Insolvenzen gerechnet, von zuletzt 18'000 auf rund 20'000 im laufenden und 21'000 im nächsten Jahr.

Gerade Deutschland hat mit dem Zahlungsabwickler Wirecard, der am 25. Juni die Eröffnung des Insolvenzverfahrens beantragt hat, einen der bisher spektakulärsten Pleitefälle zu verzeichnen. Insgesamt ist es in der ersten Jahreshälfte aber noch zu vergleichsweise wenigen Insolvenzen gekommen – dank den globalen staatlichen Stützungs- und Erleichterungsmassnahmen.

Im Herbst wird es kritisch

Berater Feigl verweist diesbezüglich darauf, dass verschiedene Länder via Regierungsverordnungen die Fristen in Betreibungsverfahren oder die Bilanzdeponierung zugunsten der Schuldner verlängert haben. So hat in Deutschland die Bundesregierung die Pflicht für zahlungsunfähige oder überschuldete Unternehmen, einen Insolvenzantrag zu stellen, bis Ende September ausgesetzt.

Solche Massnahmen oder monetäre Zuschüsse wie Covid-19-Kredite stützten vor allem Zombieunternehmen, die aufgrund wegfallenden Umsatzes und Cashflows ihre Zinsen und Schulden nicht mehr bedienen könnten, argumentiert Feigl. Letztlich würden Insolvenzen damit nur aufgeschoben: «Spätestens ab Anfang des vierten Quartals wird man in Europa und global einen deutlichen Anstieg von Insolvenzanträgen sehen, der sich weit in die erste Hälfte von 2021 erstrecken wird.»

Euphorie unbegründet

Zunehmende Unternehmenspleiten sind eine ernste Bedrohung für eine weitere Erholung der Wirtschaft und damit der Märkte – weshalb sich die Frage stellt, ob Regierungen und Notenbanken ihre ausserordentlichen Massnahmen verlängern oder erweitern werden, um gegenzusteuern. Auch Kreditanalyst Keller warnt indes, dass

«sich strukturelle Probleme von Unternehmen damit nicht dauerhaft übersteuern und lösen lassen».

Die momentane Euphorie an den Kapitalmärkten hält man beim Bonitätsinstitut I-CV für unbegründet, angesichts der Risiken sei das Potenzial für Enttäuschungen gross. Darum bestehe die Gefahr, dass eine weitere Welle von Ratingrückstufungen oder der Ausfall einzelner prominenter Emittenten «zu starken Marktverwerfungen führen».

Gewichtiger Tourismussektor

Welche Sektoren und Unternehmen sind dabei besonders gefährdet, und auf welche Signale sollen Anleger achten?

Es besteht Konsens darüber, dass gerade vom Tourismus abhängige Sektoren einer ausgeprägten Gefährdung unterliegen. Feigl gibt eine Vorstellung von der Grösse: Global gebe es schätzungsweise 3,2 bis 3,5 Mrd. Arbeitnehmer. Von ihnen dürfte rund ein Zehntel in tourismusabhängigen Branchen wie Gastbetrieben, Hotels, Flugbetrieben, Unterhaltung oder Mietwagenverleihern tätig sein und mithin die höchste Rate an Stellenverlusten verzeichnen. Am 23. Mai musste der grosse Autovermieter Hertz infolge des pandemiebedingten Umsatzrückgangs in den USA einen Insolvenzantrag nach Chapter 11 stellen.

Automobilsektor gefährdet

Vorsicht geboten ist für Investoren auch in zyklischen Sektoren wie der Automobilindustrie. Auf Anfrage bestätigt Moody's, dass die Ratings für Autohersteller und -zulieferer von «einer relativ starken Erholung im zweiten Halbjahr» ausgehen. Falls dies nicht sichtbar werde und die Erholung schwächer als erwartet ausfalle, dann sei «die Wahrscheinlichkeit recht hoch», dass es zu weiteren Ratingherabstufungen komme.

Solche drohen zudem in der Ölindustrie, falls der Ölpreis schwach bleibt. Und wenn sich die Situation nicht normalisiert, könnten gemäss Moody's auch Immobiliengesellschaften unter Druck geraten – vor allem diejenigen, die in Einzelhandels- und Büroimmobilien investiert sind.

Banken im Blickfeld

Ratingspezialist Feigl lenkt die Aufmerksamkeit der Investoren auch auf den Bankensektor. Generell sind die Finanzinstitute heute viel besser kapitalisiert als noch vor der Finanzkrise. Feigl weist aber darauf hin, dass die Banken ebenfalls von all den staatlichen Massnahmen gegen die Covid-19-Folgen profitiert haben, insofern, als die Insolvenzraten dadurch bis anhin tief geblieben sind. Mit dem erwarteten kräftigen Anstieg von Insolvenzen werde auch der Bankensektor unter Druck kommen, argumentiert er.

Denn in Konkurs gehen dürften vor allem kleinere Unternehmen – also solche, die sich nicht am Anleihenmarkt, sondern über Bankkredite finanzieren. Feigl rechnet mit einem Dominoeffekt, da kleinere Gesellschaften beim Konkurs eines grösseren Unternehmens ihre Rolle als Zulieferer verlieren.

Für den Investor stellt sich neben der Sektorbetrachtung die Frage, welche einzelnen Unternehmen besonders im Auge zu behalten sind.

Achtung, Fallen Angels

Mit Blick auf Ratingherabstufungen sagt Keller vom Bonitätsinstitut I-CV, dass der Fokus der Investoren vor allem auf den potenziellen Fallen Angels liege. Das sind Unternehmen, denen der Verlust des Investment-Grade-Ratings und damit das Abrutschen in den spekulativen Anlagebereich drohen. Einer solchen Gefahr unterliegt für Keller etwa Bobst. Der Verpackungsmaschinenbauer hat kein offizielles Rating von einer der grossen Agenturen. Die Zürcher Kantonalbank stuft ihn mit BBB– ein – mit der nächsttieferen Bonitätsnote beginnt der spekulative Anlagebereich.

Der härteste Indikator dafür, dass einem Unternehmen eine Herabstufung bevorstehen könnte, ist, wenn sein Rating von den Bonitätsspezialisten mit einem negativen Ausblick versehen wird.

Ausblick verschlechtert

Einen guten Überblick über die Schweizer Anleihenschuldner gibt der «Swiss Rating Guide» der Zürcher Kantonalbank. Die diesjährige Ausgabe ist Anfang Juli publiziert worden und umfasst

145 Emittenten, neben Unternehmen auch öffentlich-rechtliche Körperschaften. Aus dem aktuellen «Guide» geht hervor, dass die ZKB-Kreditanalysten seit Februar, dem Stand vor Covid-19, neun Ratings herabgestuft haben. Dazu gab es bei 26 Emittenten eine Verschlechterung des Ausblicks (der positiv, stabil oder negativ sein kann).

Die Zürcher Kantonalbank hat insgesamt 32 oder über ein Fünftel der von ihr vergebenen Ratings mit einem negativen Ausblick versehen. Unter den von einer Herabstufung bedrohten Emittenten finden sich siebzehn Schweizer Börsengesellschaften (siehe Tabelle).

Unternehmen mit einem negativen Ratingausblick

«Swiss Rating Guide 2020» der Zürcher Kantonalbank, per Anfang Juli

| | |
|------------|----------------------------|
| Rating ZKB | Adecco |
| Sektor | Personalvermittlung |
| Rating ZKB | BBB+ |
| Sektor | Aryzta |
| Rating ZKB | B |
| Sektor | Nahrungsmittel |
| Rating ZKB | Autoneum |
| Sektor | BB- Autozulieferer |
| Rating ZKB | Banque Cantonale de Genève |
| Sektor | A+ Bank |
| Rating ZKB | Cembra Money Bank |
| Sektor | A- Bank |
| Rating ZKB | Clariant |
| Sektor | BBB- Chemie |
| Rating ZKB | CS Group |
| Sektor | A- Bank |
| Rating ZKB | Flughafen Zürich |
| Sektor | A+ Flughafen |
| Rating ZKB | Georg Fischer |
| Sektor | BBB+ Maschinen, Anlagen |
| Rating ZKB | Kudelski |
| Sektor | B+ Technologie |
| Rating ZKB | MCH Group |
| Sektor | B+ Messen |
| Rating ZKB | Orior |
| Sektor | BBB- Nahrungsmittel |
| Rating ZKB | Pargesa |
| Sektor | A Beteiligungen |
| Rating ZKB | Rieter |
| Sektor | BB+ Textilmaschinen |
| Rating ZKB | Sonova |
| Sektor | A Medizinaltechnik |
| Rating ZKB | Straumann |
| Sektor | BBB+ Medizinaltechnik |
| Rating ZKB | UBS |
| Sektor | A Bank |

Quelle: Zürcher Kantonalbank, themarket.ch

Vor dem Realitätscheck

In der zweiten Jahreshälfte werden die hohen Erwartungen, die an den Kapitalmärkten zurzeit vorzuherrschen scheinen, einem Realitätscheck unterworfen. Es wird sich zeigen, ob die Weltwirtschaft die Folgen des Lockdown so schnell wie erhofft überwinden kann und welche Branchen und Unternehmen tatsächlich krisenfest sind.

Der Schweiz kommt im weltweiten Vergleich insofern eine Sonderstellung zu, als ihre Unternehmen mit ausstehenden Anleihen als überdurchschnittlich solide gelten. Das zeigt die Ratingverteilung: Unter den von der Zürcher KB abgedeckten Emittenten, ohne öffentlich-rechtliche Körperschaften und Spitäler, überwiegen die Investment-Grade-Ratings bei weitem. Nur sieben oder knapp 7% haben derzeit ein Rating im Non-Investment-Grade-Bereich: Aryzta, Autoneum, Implenla, Kudelski, MCH Group, Rieter und Temenos.

Global sieht das Verhältnis laut Ratingspezialist Feigl ganz anders aus: Per Ende Juni hat nur rund ein Drittel der Unternehmensschuldner ein Investment-Grade-Rating – zwei Drittel sind im spekulativen Anlagebereich anzusiedeln.

Die Ratingskala

| | | S&P | Moody's |
|----------------------|--|------|---------|
| Investment Grade | Prime | AAA | Aaa |
| | High Grade | AA+ | Aa1 |
| | | AA | Aa2 |
| | | AA- | Aa3 |
| Upper Medium Grade | | A+ | A1 |
| | | A | A2 |
| | | A- | A3 |
| Lower Medium Grade | | BBB+ | Baa1 |
| | | BBB | Baa2 |
| | | BBB- | Baa3 |
| Non-Investment Grade | Speculative | BB+ | Ba1 |
| | | BB | Ba2 |
| | | BB- | Ba3 |
| Highly Speculative | | B+ | B1 |
| | | B | B2 |
| | | B- | B3 |
| | Substantial Risks | CCC+ | Caa1 |
| | Extremely Speculative | CCC | Caa2 |
| | In Default with Little Prospect for Recovery | CCC- | Caa3 |
| | | CC | Ca |
| | | C | |
| | Selective Default | SD | C |
| | In Default | D | C |

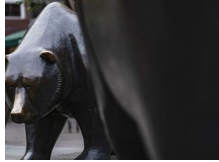


INTERVIEW

«Die Kreditmärkte spielen Alice im Wunderland»

Tad Rivelle, Chefinvestor des kalifornischen Bondriesen TCW, rechnet nicht mit einer baldigen Erholung der Wirtschaft. Er zweifelt an der Magie der Geldpolitik und sieht in vielen Sektoren eine schmerzhafteste Restrukturierung der Schulden.

Christoph Gisiger 20.07.2020



ANALYSE

Wie Kreditanalysten die Spreu vom Weizen trennen

Die Investoren sollten in Krisenzeiten stärker auf die Kreditanalysten hören. Diese pflegen eine risikobewusstere Herangehensweise als die Aktienanalysten.

Andreas Kälin 04.05.2020



INTERVIEW

«Wir werfen einen genaueren Blick auf die Investitionsgüterhersteller»

Moody's-Analyst Matthias Hellstern sagt, man müsse nun prüfen, wie ABB den Turnaround bewältigen wolle. LafargeHolcim hält er momentan für relativ stabil positioniert.

Andreas Kälin und Ruedi Keller 06.04.2020

