

Credit Insight: 9. März 2020 / HER

Einfluss von Covid-19 (Coronavirus) auf die Kreditmärkte

Welche Industriesektoren sind von der Ausbreitung der Epidemie und den ergriffenen Massnahmen besonders betroffen? | 1

Einführung

Was als virale Lungenkrankheit in der chinesischen Stadt Wuhan im Dezember 2019 seinen Anfang nahm, hat sich innert wenigen Monaten zum Auslöser einer globalen Krise gemausert. Inzwischen hat sich das Virus in 98 Länder verbreitet und über 100'000 bestätigte Fälle der Erkrankung wurden bereits registriert. Die Massnahmen der Regierungen die Ausbreitung einzudämmen reichen von Praxistipps, wie Hygienemassnahmen, über Verbote von Grossveranstaltungen bis zu Sperrzonen in betroffenen Gebieten. Die wirtschaftlichen Auswirkungen werden sich erst über die nächsten Monate abzeichnen, es ist jedoch mit erheblich tieferem Wachstum und durch die Unsicherheit erhöhter Volatilität an den Märkten zu rechnen. Die Reaktionen an den Märkten der letzten Tage zeichnen ein düsteres Bild. Das Problem ist, dass das Virus auf eine Situation trifft, in welcher viele Staaten und Unternehmen bereits hoch verschuldet sind und sich nur dank der grosszügigen Geldpolitik der vergangenen Jahre über Wasser halten konnten. Anstatt in guten Zeiten den Haushalt in Ordnung zu bringen und einen Puffer für Unvorhergesehenes zu schaffen, wurden strukturelle Probleme auf die lange Bank geschoben und zu günstigen Konditionen Schulden gemacht. Dies rächt sich nun. Wir haben immer wieder darauf hingewiesen, dass die Kreditprofile von Staaten, Unternehmen und Banken vielerorts strapaziert und bei einer durch einen exogenen Schock ausgelösten Krise verletzlich sind.

Basisszenario – Keine schnelle Entwarnung zu erwarten

Die Hoffnung, dass sich die Ausbreitung der Erkrankung schnell eindämmen lässt, ist inzwischen verfliegen. Wir gehen in unserem Basisszenario davon aus, dass die Anzahl der Erkrankungen weiter ansteigen wird. Um dieser Situation Herr zu werden, dürften die Regierungen weitere, nicht immer nur sinnvoll anmutende und koordinierte Massnahmen, einleiten. Gemäss OECD stellt Covid-19 die grösste Gefahr für die Weltwirtschaft seit der globalen Finanzkrise dar. Der Produktionsrückgang beim Wachstumsmotor China überträgt sich mittels globalen Lieferketten auf Unternehmen und Volkswirtschaften rund um die Welt und schlägt sich in der Nachfrage nach Rohstoffen nieder. Reisebeschränkungen und die Absage von Flügen, Geschäfts- und Freizeitveranstaltungen wirken sich zuerst auf den Dienstleistungssektor und dann auf die breitere Wirtschaft aus. Wir erwarten, dass Regierungen mit lockerer Fiskalpolitik die Wirtschaft stützen werden, was die Haushalte belasten und die Schuldenquoten ansteigen lassen wird. Seitens Notenbanken ist mit weiteren Zinsschritten und dem Kauf von Vermögenswerten zu rechnen, obwohl auch hier das Arsenal schon erschöpft ist. Eine Erholung dürfte sich erst 2021 abzeichnen, vorausgesetzt, die Wirkung des Coronavirus erweist sich aus medizinischer Sicht nicht als problematischer als zurzeit angenommen.

Grafik 1: Versuch einer Einstufung nach Covid-19 Sensitivität nach Sektoren

Sektoren	Treiber	Szenario		
		Optimistisch	Basis	Pessimistisch
Pharma	Demand			
Telekom	Demand			
Medien/Software	Demand			
Lebensmittel	Demand			
Tabak	Demand			
Versorger	Demand			
Immobilien	Demand			
Versicherungen	Asset Quality			
Banken	Credit Quality			
Sovereign	Fiscal			
Technologie	Supply			
Baumaterialien	Demand			
Rohstoffe	Demand			
Energie	Supply/Demand			
Kapitalgüter	Demand			
Automobilindustrie	Supply/Demand			
Luxusgüter	Demand			
Freizeit	Demand			
Gastronomie	Demand			
Transport	Demand			
Tourismus	Demand			
Wachstum global 2020		3.20%	1.60%	0.60%

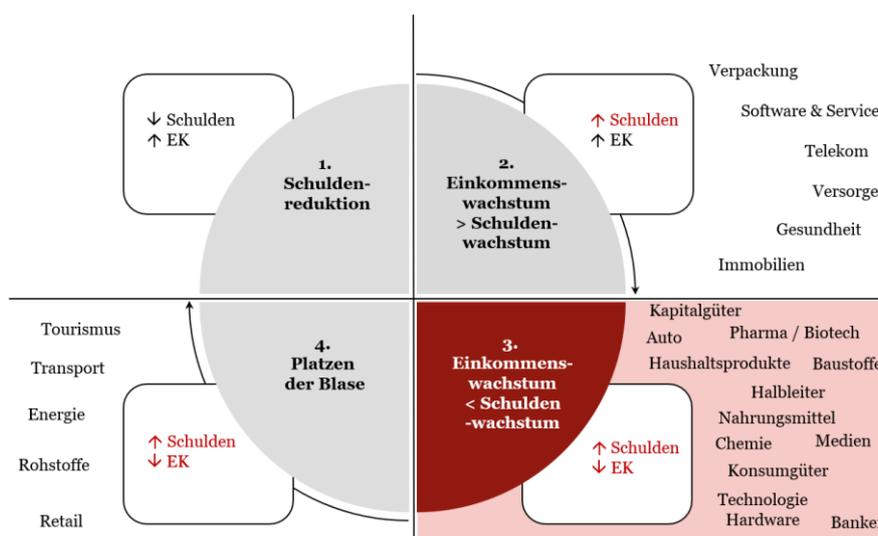
Quelle: I-CV

Gefährdete Ratingklassen und Sektoren

Unter unserem Basisszenario kommen tiefe Ratingklassen (B-Ratings) zuerst unter Druck, da sich Investoren durch den schnellen Anstieg der Risikoprämien verunsichert sehen und sich fluchtartig aus Emittenten mit höheren Ausfallwahrscheinlichkeiten verabschieden. Die fehlende Marktliquidität bzw. der Mangel an risikofreudigen Käufern wird die Kurse stark unter Druck bringen. In zweiter Instanz sehen wir das BBB-Segment als stark gefährdet an. Wir haben in diversen Publikationen (vgl. Credit Insight zum Thema Ratinginflation) darauf hingewiesen, dass viele Unternehmen, welche von den offiziellen Agenturen noch knapp im Investment Grade eingestuft sind, bei näherer Betrachtung dieses Prädikat nicht verdienen. Die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen dürften zu einer Risikoneubewertung und erhöhten Downgradeaktivitäten ins Non-Investment-Grade (\leq BB+) bei den Agenturen führen. Als Gefahr sehen wir auch hier eine tsunamiartige Verkaufswelle und eine Verknappung der Liquidität.

Im Hinblick auf besonders exponierte Sektoren befinden sich nach wie vor die Reisebranche, Transport- und Freizeitindustrie im Auge des Sturms. Die Einschränkungen bei Reisen, Anlässen und die Empfehlungen der Regierungen stark frequentierte Orte zu meiden, wird zu Verlusten bei Hotellerie, Gastronomie sowie Veranstaltern von Sport- und Freizeitveranstaltungen führen. Kapitalintensive Exponenten des Transportsektors wie die Kreuzfahrt- und Luftfahrtindustrie kommen durch rückläufige Buchungen, steigende Stornierungen bei hohen Fixkosten unter Druck. Die Automobilbranche befindet sich bereits in einem strukturellen Wandel und sieht sich, ausgelöst durch die Covid-19-Krise, nun zusätzlich noch mit einer verhaltenen Nachfrage und Unterbrüchen in den komplexen, globalen Lieferketten konfrontiert. In der Darstellung auf der nächsten Seite haben wir uns bemüht, eine Gliederung der am stärksten betroffenen Sektoren unter verschiedenen Szenarien darzustellen. Wir sind der Meinung, dass Covid-19 die Schwachstellen bei bereits angeschlagenen Sektoren und Emittenten zu Tage fördern wird. Probleme, die bisher durch den Schleier der künstlich tief gehaltenen Zinsen verborgen waren bzw. von den Marktteilnehmern erfolgreich ignoriert wurden. Als Gewinner identifizieren wir die Pharmabranche, Telekomindustrie und Medien- und Softwareunternehmen. Während die Nachfrage nach Pharmaerzeugnissen, Lebens- und Genussmittel auch in Krisenzeiten unelastisch bleibt, profitieren Softwareunternehmen von der Verbreitung von Heimarbeitsplätzen (zusätzliche Lizenzen für Softwarekomponenten) und dem Bedürfnis nach Unterhaltung in den eigenen vier Wänden.

Grafik 2: Kreditzyklus – Viele Sektoren im Vorhof zur Korrektur



Quelle: I-CV

Covid-19 als Katalysator in Spätstadium des Kreditzyklus

Im Rahmen unserer Analysetätigkeit überwachen wir kontinuierlich die Direktbestände unserer Kunden und identifizieren Risiken und Opportunitäten im Anleihenmarkt. Die anhaltende Geldschwemme, welche auch nach Überwindung der letzten Krise noch lange aufrecht erhalten wurde, hat den Kreditzyklus künstlich verlängert und zu einem stetigen Schuldenaufbau beigetragen. Wie in der Darstellung unten abgebildet, befinden sich sehr viele Sektoren im Vorhof zur Korrekturphase. Das heisst, die Schulden der Unternehmen wachsen schneller als Ergebnis und Eigenkapital. Aktionärsvergütungen (Dividenden, Aktienrückkäufe) wurden vielerorts mit neuen Schulden finanziert, was die Finanzprofile bei einer konjunkturellen Delle verwundbar macht. Die durch Covid-19 verursachten Unsicherheiten und wirtschaftlichen Einbussen, sind somit in ihrer Vehemenz symptomatisch für Exzesse, welche die letzten Jahre in der Petrischale auf dem Nährboden «Quantitative Easing» herangezüchtet wurden. Die massive Ausweitung der Risikoprämien, welche wir seit einigen Tagen beobachten, ist ein Indiz dafür, dass der Markt Kreditrisiken wieder einpreist. Nun wird sich zeigen, ob sich die Anlageentscheide bewähren und die Kreditrisiken richtig eingeschätzt wurden.

Wir erlauben uns, in den nächsten Tagen mit portfoliospezifischen Empfehlungen auf Sie zuzukommen.

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.