

# Schroders Talking Point



## Die weltweite Autoindustrie aus Anleihensicht

**Autoindustrie in den USA steht vor längst überfälligen Veränderungen;  
Lage in anderen Regionen besser**

**Jorie Widener – US High Yield Credit Research**

**Mit Beiträgen von: Michael Scott, Europe and UK Credit Research; Tetsushi Nagato, Japan Credit Research, und Holly Fullam, US Investment Grade Credit Research**

Seit langem schon sieht das US High Yield Team von Schroders die US-amerikanische Autoindustrie in extrem kritischem Licht – ein Standpunkt, der durch die jüngsten Ereignisse noch weiter untermauert wird. Wir halten einen Konkurs von GM für das wahrscheinlichste Szenario, während für Chrysler die Liquidierung eine sehr reale Möglichkeit zu sein scheint, wenn sich nicht noch ein Käufer findet. Abgesehen von diesen Problemen sind wir jedoch der Ansicht, dass die Branche nach einer Umstrukturierung besser aufgestellt ist für den weltweiten Wettbewerb mit anderen Autoherstellern, deren Aussichten auf kurze Sicht weitaus weniger düster sind.

Einen möglichen Konkurs von GM ließen sowohl die Beteiligten aus der Branche als auch die US-Regierung deutlich anklingen. Entsprechend stellen sich bereits alle Interessengruppen auf dieses Ereignis ein und ein großer Teil der tatsächlichen wirtschaftlichen Folgen wurde von den Finanzmärkten bereits eingepreist. Es ist unwahrscheinlich, dass die US-Regierung ihre Frist über den 1. Juli hinaus verlängert. Präsident Obama und seine Auto Task Force scheinen letztendlich bereit zu sein, GM in den Konkurs gehen zu lassen. Denn das erscheint die effektivste Methode, die aufgeblähte Bilanz des Unternehmens zu korrigieren, die Industriekapazität zu reduzieren, Händlernetze zu rationalisieren und GM so letztendlich auf den Sanierungspfad zu bringen.

### **Konkurs von GM wahrscheinlich**

Am 17. Februar legten GM und Chrysler der US-Regierung ihre endgültigen Sanierungspläne vor mit dem Ziel, die chronische Überschusskapazität der Branche in Nordamerika in den Griff zu bekommen. Trotz aller bisherigen starken Bemühungen konnten die Pläne von GM und Chrysler den erforderlichen Kapazitätsabbau zur Sicherung der langfristigen Wirtschaftlichkeit der Branche nicht erfüllen. Die größte Schwierigkeit, mit der GM zurzeit zu kämpfen hat, besteht darin, genügend Konzessionen zu erhalten, um die Gesamtverbindlichkeiten des Unternehmens in Höhe von 62 Mrd. US-Dollar auf 30 Mrd. US-Dollar zu senken. So forderte GM zum Beispiel Anleiheninhaber auf, zwei Drittel ihrer Schulden auszuschreiben, während die Auto-Gewerkschaft (UAW) gebeten wurde, 50 Prozent ihrer Zahlung von 20,4 Mrd. US-Dollar an die von ihr kontrollierte Sozialkasse (VEBA, Freiwillige Vereinigung für Arbeitnehmerbeihilfen) von Barleistungen in Aktien umzuwandeln. Die einzelnen Interessengruppen erscheinen größtenteils unwillig, den erforderlichen Opfern zuzustimmen, sodass der Konkurs als einzige realistische Möglichkeit bleibt.

Leider hängt ein großer Teil der Rentabilität der Autobranche von einer gesunden Absatzquote ab, die seit dem letzten Sommer ganz offensichtlich nicht gegeben ist. Nach unseren Schätzungen hat



**Schroders**

die US-Autoindustrie zurzeit eine Überkapazität von rund 5 bis 6 Mio. Stück, wenn man eine normale, saisonal bereinigte Absatzentwicklung (SAAR) von 15 Mio. Einheiten in den USA zugrunde legt. Die Kostenstruktur der US-Autobranche setzt eine jährliche Absatzzahl von mindestens 12 bis 13 Mio. voraus, um eine Chance auf Rentabilität zu haben. Für das Geschäftsjahr 2009 prognostizieren wir, dass die SAAR in den USA (bestenfalls) bei etwa 10 bis 11 Mio. liegt, und sehen für nächstes Jahr keine wesentliche Erholung.

Auch die Marktanteilspositionen von GM und Chrysler sind aufgrund des weniger wettbewerbsfähigen Angebots an neuen Fahrzeugen in den letzten drei Jahrzehnten rückläufig. Verschlimmert wird das Problem von GM und Chrysler durch den Arbeitskostennachteil, den die Konzerne gegenüber ausländischen Autoherstellern haben. Auch wenn sich der Abstand hier in den letzten Jahren verkleinert hat, so sind die Lohnkosten und Gesundheitsaufwendungen der US-Autohersteller immer noch zu hoch. Auch wenn sich GM und Chrysler nun schon seit Jahren mit der UWA um eine Umstrukturierung der Lohn- und Sozialpakete bemühen, halten wir den Konkurs für die wahrscheinlichste Möglichkeit, das Problem der Kostenbelastung ein für allemal effektiv zu lösen.

Als Folge des immensen Nachfragerückgangs hat GM im Geschäftsjahr 2008 ca. 13,4 Mrd. US-Dollar an Barmitteln verbrannt und dürfte den Schätzungen nach in diesem Jahr weitere 10 bis 12 Mrd. US-Dollar verbrauchen. Im Schnitt hat GM rund 1 bis 2 Mrd. US-Dollar pro Monat verbrannt und benötigt mindestens 11 bis 14 Mrd. US-Dollar für die Betriebsführung. Die Liquiditätsposition von GM ist seit dem vergangenen Sommer auf Talfahrt und hatte die Mindestgrenze im 4. Quartal 2008 erreicht. Ohne weitere staatliche oder externe Finanzhilfe ist GM praktisch insolvent.

#### **US-Autohändlernetz überdimensioniert und unwirtschaftlich**

Auch die Händler des US-Autoherstellers haben gewaltigen Rationalisierungsbedarf, da sie sehr viel weniger produktiv sind als die der internationalen Autohersteller. Im Durchschnitt verkaufen die Händler von Toyota und Honda zurzeit mehr als 1.000 Fahrzeuge pro Jahr. In deutlichem Kontrast dazu mühen sich GM, Ford und Chrysler auf einem um 50 Prozent niedrigeren Niveau oder schlechter ab. Es ist überaus nachvollziehbar, dass GM sein Händlernetz um zwei Drittel kappen muss, um auf das Produktivitätsniveau der Händler von Honda zu gelangen. Auch wenn einige Händler aufgrund der schwierigen Wirtschaftslage von sich aus schließen, so machen es die Gesetze der Bundesstaaten einem Autohersteller sehr schwer, Handelsvertretungen unfreiwillig zu schließen. Auch hier halten wir eine Umstrukturierung durch Konkurs für den besten Weg zur Lösung dieses Problems.

Es muss betont werden, dass ein Konkurs nach Kapitel 11 des US-Insolvenzrechts (Umstrukturierung) anders ist als ein Konkurs nach Kapitel 7, bei dem eine Firma tatsächlich geschlossen und liquidiert wird. Auch wenn ein Konkurs nach Kapitel 11 Ausfälle für Anleiheninhaber verursacht, so ist der Prozess dennoch oft die beste Lösung für Unternehmen, um die Verbindlichkeiten gegenüber verschiedenen Interessengruppen umzustrukturieren. In vielen Fällen macht es dieser Prozess der Firma möglich, sich mit einem gestärkten Geschäftsmodell und einer stärkeren Bilanz neu aufzustellen. Viele Unternehmen sind ziemlich erfolgreich im Rahmen von Kapitel 11 tätig.

Da die Wahrscheinlichkeit der Insolvenzen von GM und Chrysler sowohl von der US-Regierung wie auch von der Geschäftsleitung der Unternehmen publik gemacht wurde, gehen wir nicht davon aus, dass diese Ereignisse einen wesentlichen Einfluss auf den Markt für hochrentierliche Anleihen haben. Wir erwarten eine deutlich geringere Marktverschiebung als nach der ersten Bonitätsherabstufung von GM und Ford im Frühjahr 2005, da der Marktwert von GM im High-Yield-Index gerade einmal 0,34 Prozent beträgt.

Etwas positiver sehen wir die Chancen, dass Ford um den Konkurs herumkommen wird. Das Unternehmen hat genügend Liquidität, sich 2009 zu finanzieren, hat vor kurzem seine Gesamtschulden durch erfolgreiche Umschuldung um 9,9 Mrd. US-Dollar reduziert und verfügt über

ein stärkeres Angebot an Kleinfahrzeugen, was dazu beitragen könnte, dass das Unternehmen seinen Marktanteil kurzfristig wahrt. Aber wir halten an unserer sehr vorsichtigen Haltung gegenüber Ford fest. Unsere Gründe: möglicherweise massive Geldaufzehrung bei Ford in den Geschäftsjahren 2009 und 2010, Unsicherheit, wie sich der mögliche Konkursantrag von GM auf die Autoindustrie insgesamt auswirken könnte, und sehr große Bedenken gegenüber der allgemein schwachen Wirtschaftslage.

### **US-Zulieferindustrie mit Licht und Schatten**

Für viele Zulieferer der Autoindustrie hat es den Anschein, dass die US-Regierung involviert und bereit ist, Forderungsausfälle aufzufangen. Lieferanten, die in der Lage sind, den Kapazitätsabbau zu bewältigen und die auf den richtigen Plattformen im Automobilbereich optimal positioniert sind, dürften die Insolvenzen der Autohersteller überstehen. So wurde das Geschäftsmodell von Goodyear in den vergangenen Jahren umfassend neu gestaltet. Das Unternehmen hat sich in puncto Wachstum von den US-Autofirmen unabhängig gemacht. Goodyear ist aus nicht strategischen Geschäftsbereichen mit niedrigen Margen wie z. B. Private-Label-Reifen ausgestiegen und hat seine Kranken- und Pensionsverpflichtungen und seine hohen Fremdkapitalkosten umstrukturiert, was sich positiv auf das Kreditprofil des Unternehmens auswirkte.

Durch seinen Schwerpunkt im Ersatzreifenmarkt (ca. 70 Prozent des Umsatzes) und die gute geografische Streuung (weniger als 50 Prozent des Umsatzes stammt aus Nordamerika) ist das Unternehmen Goodyear gut aufgestellt. Aber solange wir nicht die ersten Zeichen einer Stabilisierung aus Sicht der Autoproduktion erhalten und die mögliche Marktbereinigung der Autozulieferer besser überblicken können, sehen wir keinen Grund, High-Yield-Anleihen anderer US-High-Autozulieferer zu kaufen, auch wenn diese auf Erholungsniveau oder leicht darüber gehandelt werden. Allerdings sind wir auch der Meinung, dass die Zeit kommen wird, Anleihen von ausgewählter, überlebender Autozulieferer zu kaufen, sobald sich der Staub gelegt hat.

Der Anteil der Autoherstellung an den Arbeitsmarktzahlen in den USA ist mittlerweile auf 711.000 Arbeitsplätze in den USA bzw. 0,5 Prozent der Arbeitsmarktstatistik zurückgegangen. Er stand im Vergleich dazu Ende 1999 bei 1,3 Mio. (Quelle: Standard & Poor's). Die größten wirtschaftlichen Folgen wird es offensichtlich für den Mittleren Westen geben, wobei Michigan unverhältnismäßig stark betroffen ist. Mit deutlich über 12,6 Prozent bei steigendem Trend hat dieser US-Bundesstaat bereits die höchsten Arbeitslosenzahlen im ganzen Land. Die bundesstaatlichen und kommunalen Obligationen von Michigan haben im Kommunalanleihenmarkt gelitten, da die Steuereinnahmen Hand in Hand mit der regionalen Wirtschaft in den Keller gingen.

### **Europäische Autoindustrie besser positioniert und profitiert von Abwrackprämien**

In Europa ist die Autoindustrie in einem besseren Zustand als in den USA, denn sie ist geografisch und mit Blick auf die Hersteller stärker diversifiziert. Daher macht die Branche immer noch rund 3,5 Prozent des BIP und der Beschäftigung in der EU aus. Laut dem europäischen Automobilherstellerverband (ACEA) sind 12 Mio. Familien in der EU auf Arbeitsplätze in der Automobilindustrie angewiesen (2,2 Mio. direkt und 10,3 Mio. indirekt). Das entspricht rund 6 Prozent der arbeitsfähigen Bevölkerung in der EU.

Als Reaktion auf die sinkende Nachfrage haben die Regierung der „großen fünf“ europäischen Länder Anreize zur Ankurbelung des Autoumsatzes eingeführt. Der wichtigste Mechanismus dabei ist eine sogenannte Abwrackprämie. Dabei werden ältere Fahrzeuge mit stärkerer Umweltbelastung bei einem Autohändler für einen Nachlass auf den Kauf eines neuen Fahrzeugs zurückgegeben und anschließend verschrottet. In Europa hat Deutschland mit 2.500 Euro für ein über neun Jahre altes Verschrottungsfahrzeug die großzügigste Prämie ausgelobt. Tatsächlich ist der Autoumsatz in Deutschland in diesem Jahr bisher um 18 Prozent und gegenüber März 2008 um 39,9 Prozent unter Einschluss von zwei vollen Monaten Prämienwirksamkeit gestiegen. Auch Frankreich und Italien haben ihre eigenen Verschrottungsprogramme, aber jeweils nur für 1.000 und 1.500 Euro, wobei in jedem der Länder mit rund 200.000 zusätzlichen nachgefragten Autos gerechnet wird. Das könnte unserer Ansicht nach zu optimistisch sein und in der Zukunft zu höheren Nachlässen führen. Der

März-Umsatz in Italien und Frankreich stieg gegenüber dem Vorjahr um 6,1 Prozent bzw. 2,9 Prozent. In Spanien, wo die Wirtschaftskrise durch eine Immobilienkrise verschärft wird, konnten niedrige Darlehenszinsen den Umsatz nicht anfachen. Im Februar ging der Umsatz in Spanien gegenüber dem Vorjahr um 49 Prozent in den Keller und entspricht damit sehr viel mehr den Erfahrungen in den USA.

Großbritannien führt im Mai ein eigenes Programm ein. Es läuft entweder bis März 2010 bzw. so lange, bis das Budget von 300 Mio. Pfund ausgeschöpft ist. Im Vergleich zum 6-Mrd.-Euro-Etat von Deutschland ist dies jedoch ein Tropfen auf den heißen Stein. Das Programm sieht eine Abwrackprämie von 2.000 Pfund für Fahrzeuge über zehn Jahre vor, wovon die Hälfte von den Autobauern selbst finanziert wird. Wir geben jedoch zu bedenken, dass die Autobauer nicht sehr davon erbaut sein dürften, sich mit 1.000 Pfund an der Prämie beteiligen zu müssen – vor allem vor dem Hintergrund der ungünstigen Wechselkurse und damit der Profitabilität der britischen Absätze. Alles in allem erscheint also eine staatliche Hilfe erforderlich, um die Auswirkungen der Finanzkrise auf den Automarkt zu mildern und die damit verbundenen Arbeitsplätze in der Fertigung zu erhalten. Die Programme schaffen keine neue Nachfrage, sondern ziehen die Nachfrage stattdessen vor. Das könnte sich 2010 in Form von Umsatzrückgängen bemerkbar machen, obgleich diese Verluste durch eine Verbesserung der Wirtschaftslage und der zugrunde liegenden Nachfrage wieder wettgemacht werden könnten.

### **Die Branche meldet schwache Zahlen, ausgenommen VW**

Die Bilanzen der europäischen Autohersteller hatten 2008 zu leiden. Das gilt besonders für die zweite Jahreshälfte: Der Nachfrageeinbruch und die Absorption des Umlaufvermögens (größtenteils durch Produktionsminderungen bedingt) führten zu umfangreicher Kapitalaufzehrung. Eine Ausnahme bildet das Unternehmen VW, das auch 2008 starke Bilanzkennzahlen melden konnte. Im weiteren Verlauf des Jahres 2009 dürfte die Rentabilität durch niedrigere Fixkostenabsorption und einen erwarteten schwächeren Produktmix beeinträchtigt werden. Außerdem rechnen wir damit, dass die Autobauer kollektiv unter dem steigenden Druck auf die Zulieferer und deren zunehmendes Ausfallrisiko zu leiden haben – direkte Geldspritzen der Autohersteller für notleidende Unternehmen und/oder günstigere Zahlungsbedingungen für Zulieferer sind hier durchaus reale Möglichkeiten. Weiter gehen wir davon aus, dass die Anleihenmärkte angespannt und das Finanzierungsrisiko hoch bleiben, besonders bei den Eigenversicherungen der Autohersteller. Dadurch wird es dringlicher, zur Sicherung einer ausreichenden Finanzierung Jointventures mit Banken einzugehen. Aber die bisherigen Anleihenemissionen in diesem Jahr (plus Sicherung einer Kreditlinie von 10 Mrd. Euro durch Porsche) zeigen, dass Autobauer mit guter Bonität immer noch Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Und angesichts der strategischen Wichtigkeit dieser Unternehmen für die nationalen Volkswirtschaften gehen wir schließlich auch davon aus, dass der Staat weiter hilfreich zur Seite stehen wird.

Cash ist jetzt König. Für die deutschen Autobauer stellten Barmittel und Barmitteläquivalente, Kreditlinien und laufende oder erwartete Verlängerungen von Bankobligationen den Zugang zu den Kapitalmärkten über Anleihenemissionen unter Beweis. Außerdem gilt die Liquidität zum jetzigen Zeitpunkt als ausreichend, um kurzfristige Forderungen und prognostizierten Kapitalverzehr zu decken. Die Deckung von Schuldenfälligkeiten 2010 hängt davon ab, ob aus der laufenden Geschäftstätigkeit Cashflow erzielt werden und der Arbeitsanforderungen kontrolliert werden können. Das gilt besonders für Fiat, Peugeot und Renault (wobei die beiden Letzteren bereits durch französische Staatsdarlehen unterstützt werden). So ist das Liquiditätsprofil von Fiat beispielsweise schwächer geworden, weil im letzten Quartal 2008 viele Barmittel verbrannt wurden und es aufgrund dessen nötig wurde, die Kreditlinien in Höhe von 2 Mrd. Euro ganz zu beanspruchen. Falls Fiat der Zugang zu den Kapitalmärkten verwehrt ist, ist das Unternehmen auf Banken angewiesen, um seine aktuellen Kreditlinien zu erweitern.

### **Japans Autobauer leiden unter starkem Yen, aber nicht unter mangelnder Liquidität**

Ein typisches Problem der japanischen Autokonzerne ist ihre Anfälligkeit gegenüber der Yen-Aufwertung und deren negativer Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit, was zu einem deutlichen

Exportrückgang führt. So macht das ausländische Umsatzvolumen von Toyota beispielsweise 76 Prozent des Gesamtumsatzes aus, wobei die Lokalisierung der Produktionsrate jedoch nur 52 Prozent beträgt. Die japanischen Autoexporte verzeichneten im März gegenüber dem Vorjahresmonat einen drastischen Rückgang von 70,6 Prozent, gingen damit aber etwas langsamer zurück als im Vormonat. Der Exportrückgang scheint durch Bestandsanpassungen getrieben worden zu sein. Die US-Bestände der führenden drei japanischen Autobauer gingen in 73 Liefertagen Ende März gegenüber dem Vormonat um 20 Prozent zurück. Eine Bevorratung von 50 bis 60 Tagen gilt generell als ideal und einige Monate scheinen zu genügen, um diesen Stand zu erreichen.

Durch intensive Bemühungen um Kostensenkungen, Bestandsrationalisierungen und ein weniger volatiles Währungsumfeld dürfte das jüngste Quartal für die japanischen Hersteller wahrscheinlich die Talsohle des kurzfristigen Konjunkturzyklus darstellen. Staatliche Anreiz- und Steuerprogramme dürften ebenfalls dazu beitragen, den Umsatzeinbruch 2009 zu begrenzen, auch wenn ein großer Teil davon lediglich in vorgezogener Nachfrage besteht. Die japanischen Finanzmärkte bieten weiterhin Unterstützung, besonders für Toyota. Bisher hat Toyota erfolgreich insgesamt 300 Mrd. JPY (3 Mrd. US-Dollar) auf dem japanischen Markt für Unternehmensanleihen bei nur 55 bis 75 Basispunkten über den 5–10jährigen japanischen Staatsanleihen aufbringen können. Sollte sich die Wirtschaft nicht drastisch weiter eintrüben, dürften die Finanzierungsanforderungen der Autoindustrie über das japanische Finanzsystem weiter gestützt werden.