

In Zeiten steigender Zinsen und sich anbahnenden globalen Rezession entscheidet die Qualität

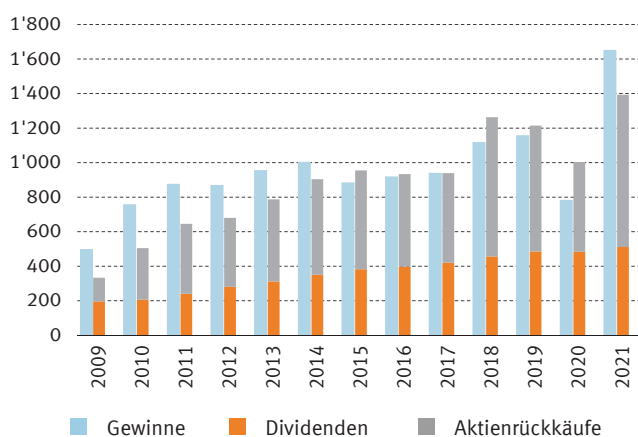
Die privaten Haushalte in den USA konnten während der Pandemie ein dickes finanzielles Polster anlegen. Obwohl die Zinsen in den Vereinigten Staaten auf ein rekordtiefes Niveau gesenkt wurden, führte der Mangel an Konsummöglichkeiten verbunden mit staatlichen Hilfsprogrammen zu einem starken Anstieg der Ersparnisse. Die Sparquoten sind erst mit dem Ende der Lockdowns wieder gesunken, dafür umso deutlicher. Insgesamt sind die Konsumenten dank der Pandemie Ersparnissen finanziell noch recht solide aufgestellt. Zusammen mit dem starken Arbeits- und Häusermarkt ist dies der Haupttreiber für die starke US Wirtschaft und die hohe Inflation, die von der Fed nur schwer unter Kontrolle gebracht werden kann. Ihre Massnahmen wirken nur mit grosser Verzögerung, weshalb sie gemäss Markterwartungen die Leitzinsen bis zum Frühjahr 2023 auf 5% weiter anheben dürfte. Im Zuge dessen stellt sich die Frage, wie denn der Unternehmenssektor für das neue Zinsumfeld gerüstet ist.

Gewinnausschüttungen aber kaum Schuldenabbau bei den Unternehmen

Seit dem Ende der grossen Finanzkrise 2009 konnten die Unternehmen von zwar moderatem, aber stetigem Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig konstant sinkenden Zinsen profitieren. Dieses sogenannte „Goldlöckchen Umfeld“ wurde aber von den wenigsten Firmen genutzt, um Schulden abzubauen. Stattdessen sind grosszügige Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe getätigt worden, wie Grafik 1 am Beispiel der Unternehmen im S&P 500 zeigt. Seit 2016 haben diese aufgrund des billigen Zentralbankgeldes im Schnitt sogar mehr ausgeschüttet, als sie verdient haben.

Grafik 1:

Mrd. USD



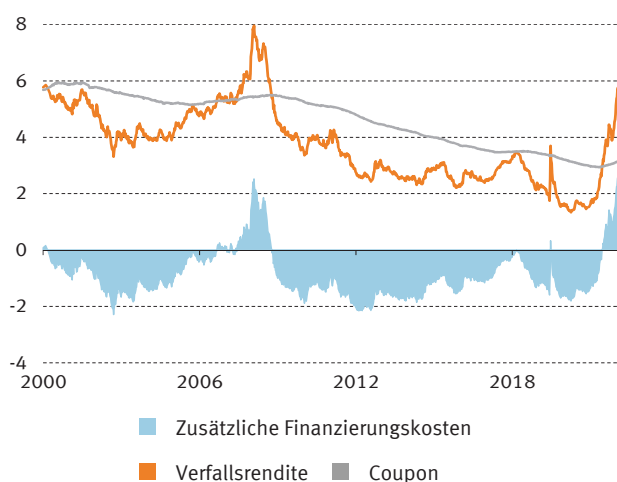
Die besonders in den USA verbreitete Praxis der Aktienrückkäufe war im Niedrigzinsumfeld ein naheliegendes Instrument zur Optimierung des Shareholder Values. Die Senkung der Anzahl verfügbarer Aktien im Markt führt zu einer Gewinnverdichtung und mit der implizit kommunizierten Einschätzung eines unterbewerteten eigenen Aktienpreises geht ausserdem eine positive Signalwirkung an die Aktionäre einher. Die Auswirkungen dieser Optimierung lassen sich insbesondere in den USA und in einem begrenzteren Rahmen auch am globalen Markt festmachen. So beschreibt der Janus Henderson Corporate Debt Index, der gemessen an der Marktkapitalisierung die weltweit 900 grössten Nichtfinanzunternehmen enthält, wie die Nettoverschuldung (Schulden abzüglich liquider Mittel und kurzfristiger Finanzanlagen) seit 2015 kontinuierlich gestiegen ist. Erst seit Mitte 2021, mit dem drohenden Zinsanstieg am Horizont, ist eine Bemühung der Unternehmen um Schuldenreduktion feststellbar. Ob die Trendwende des Schuldenabbaus in absehbarer Zeit Bestand haben wird, ist unterdessen kritisch zu betrachten.

Steigende Zinsen, Rezessionsängste und Nervosität an den Anleihemärkten

Im Zuge der besprochenen Zunahme der Unternehmensgewinne ist die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen ebenfalls gestiegen. Das Verhältnis von Zinslast und Vorsteuergewinnen hat sich daher in der Vergangenheit auf einem relativ moderaten Niveau bewegt. Unterdessen sind die Zinsen seit Anfang 2022 dramatisch angestiegen und werden im Frühjahr 2023 voraussichtlich ihren Höchststand erreichen. Zudem zeichnet sich immer klarer eine globale Rezession ab. Diese Entwicklungen führen im Wesentlichen zu zwei Aspekten: Zum einen wird das lahrende Wachstum die Unternehmensgewinne zunehmend unter Druck setzen. Zum anderen wird es für die Unternehmen deutlich teurer, sich neu zu verschulden. So ist im Bloomberg Global Aggregate Corporate Bond Index, der das globale Obligationenuniversum von Unternehmen mit Anlagequalität (Investmentgrade \geq BBB) widerspiegelt, die durchschnittliche Rendite auf Verfall in lokaler Währung auf über 5% gestiegen. Der durchschnittliche Coupon im Index, der als Proxy für die effektiven Kosten der Unternehmen auf den bestehenden Schulden gesehen werden kann, liegt dagegen immer noch knapp über 3%. Die Differenz von aktuell 2.2% bedeutet für die Unternehmen bei Auslaufen der bestehenden Schulden zusätzliche Refinanzierungskosten.

Grafik 2:

Prozent



Die gute Nachricht ist, dass die meisten Unternehmen diese Kosten erst zeitlich versetzt zu spüren bekommen – die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen im Index beträgt circa 8 Jahre. Im aktuellen Umfeld hoher Zinsen und Risikoprämien erlaubt eine möglichst langfristige Verschuldung eines Unternehmens eine Neuverschuldung zu einem späteren Zeitpunkt. Somit bleibt die Eventualität offen, die kommende Phase des rückläufigen globalen Wachstums möglichst zu überbrücken und sich in einem allenfalls günstigeren Zins- und Gewinnumfeld neu zu verschulden. Marktteilnehmer nehmen jedoch bereits jetzt viel Ungemach vorweg. So weisen verschiedene Indikatoren wie z.B. der Corporate Bond Market Distress Index des New York FED auf eine angespannte Lage hin. Die Subindikatoren des Index - gesunkene Emissionsaktivitäten, höhere Risikoaufschläge, geringere Volumina und abgeflaute Liquidität - veranschaulichen allesamt, dass es für Unternehmen im Laufe des Jahres schwieriger geworden ist, zu akzeptablen Konditionen Geld aufzunehmen.

Kreditqualität und Liquidität entscheidend bei der Schuldnerauswahl

Die finanzielle Leistungsfähigkeit eines Unternehmens hängt in hohem Masse vom vorherrschenden Marktumfeld ab. Im aktuellen unsicheren makroökonomischen Umfeld ist die Bewertung der Kreditqualität und Liquidität eines Unternehmens bei der Schuldnerauswahl entscheidend. Anhand des Verhältnisses der Nettoverschuldung zum EBITDA lässt sich die Liquiditätslage eines Emittenten beurteilen. Unternehmen mit einem tiefen Financial Leverage sind besonders gut aufgestellt, da sie ihre Verschuldung durch beständige Gewinne fundiert decken können. Zudem ist eine solide Ertragskraft wichtig. Sie kann mit der sogenannten EBIT-Marge festgehalten werden. Je höher das Ergebnis in Prozent des Umsatzes ausfällt, desto profitabler arbeitet das entsprechende Unternehmen und desto besser können wirtschaftlich schwierige Zeiten gemeistert werden. Allgemein schneiden Unternehmen mit soliden Bilanzen, einer umsichtigen Finanzpolitik und einer starken Liquiditätsposition sowie der Fähigkeit, Zugang zu den Märkten zu erhalten, in einem solchen Umfeld besonders gut ab.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers