

In Zeiten steigender Zinsen und einer sich abzeichnenden globalen Rezession entscheidet die Qualität



*Von Marius Baumann, CFA
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

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 den 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



*und Rui Ramires, CFA
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

der Unternehmenssektor für das neue Zinsumfeld gerüstet ist.

Gewinnausschüttungen aber kaum Schuldenabbau bei den Unternehmen

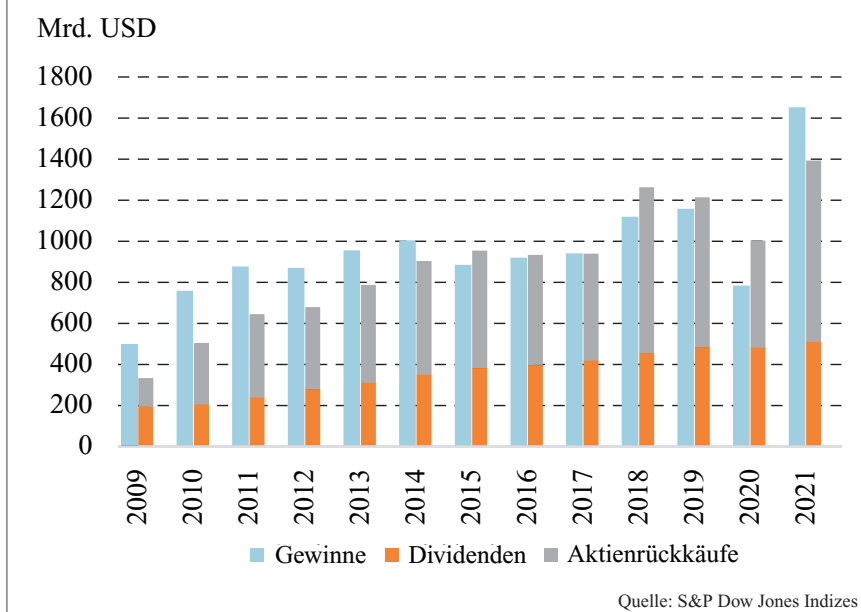
Seit dem Ende der grossen Finanzkrise 2009 konnten die Unternehmen von zwar moderatem, aber stetigem Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig konstant sinkenden Zinsen profitieren. Dieses sogenannte «Goldlöckchen-Umfeld» wurde aber von den wenigsten Firmen genutzt, um Schulden abzubauen. Stattdessen sind 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.

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 feststellen. 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 Anleihenmärkten

Im Zuge der besprochenen Zunahme der Unternehmensgewinne ist die Schulden-tragfähigkeit 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 lahmende Wachstum die Unternehmensgewinne zunehmend unter Druck setzen. Zum anderen wird es für die Unternehmen deutlich

Grafik 1: Gewinne und Ausschüttungen im S&P 500

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 \geq 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 nur knapp \geq 3%. Die Differenz von aktuell 2,2% bedeutet für die Unternehmen bei Auslaufen der bestehenden Schulden zusätzliche Refinanzierungskosten.

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 \geq berbrucken 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 Indexes – gesunkene Emissionsaktivitaten, 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 Mass vom vorherrschenden Marktumfeld ab. Im aktuellen unsicheren makro- \geq konomischen 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 festgestellt 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.

marius.baumann@dreyfusbank.ch
ru.ramires@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch

Grafik 2: Coupon und Verfallsrenditen im Bloomberg Global Agg. Corporate Index