



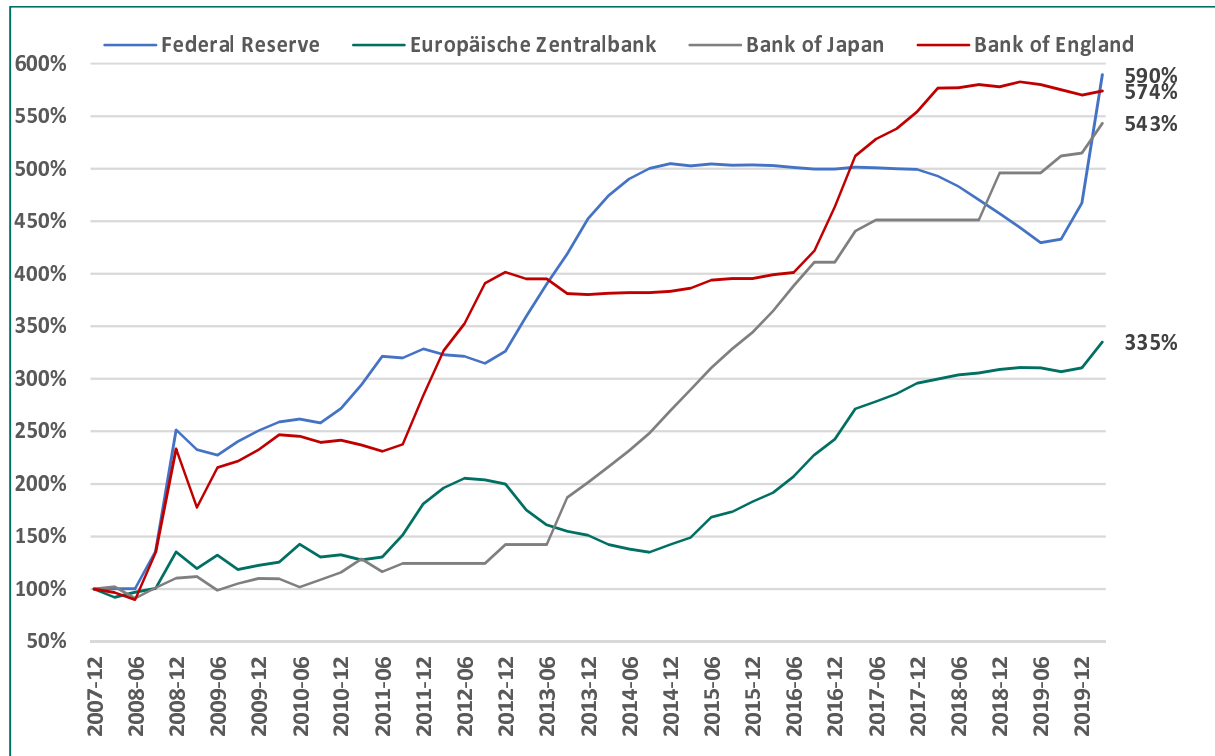
02. Juni 2020

## Hoch verschuldet in die Liquiditätsfalle?

**Die Kreditqualität der Dow Jones Industrial-Members ist auf einem historischen Tiefstand. Der durch die momentane Liquiditätsblase entstandene Boom könnte über kurz oder lang in einem bösen Erwachen enden, wenn sich die Löcher in den hoch gehebelten Bilanzen nicht schließen lassen. Jahrelang konnten Unternehmen durch Leverage, Aktienrückkäufe und sich stetig beschleunigende Wertschöpfungsketten die Diskrepanzen in den Bilanzfristigkeiten überdecken. Niedrige Zinsen und Kaufprogramme der Zentralbanken erlaubten nahezu unbegrenztes Schuldenwachstum. Dreht sich das Wachstumsrad langsamer, werden viele Emittenten vor einem unüberwindbaren Schuldenberg stehen. Für Anleger hat dann die Selektion der resilientesten Emittenten zentrale Bedeutung.**

## Zentralbanken sichern das Überleben durch Liquidität

Zur Bekämpfung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie erhöhten die Zentralbanken ihre Bilanzen in nie zuvor gesehenem Maße. Selbst die Rettungsaktionen in der letzten Finanzkrise verblissen gegenüber den Zahlen die zuletzt von FED, EZB & Co. vermeldet wurden (Anstieg der Bilanzsummen in lokaler Währung, indiziert auf Januar 2008):

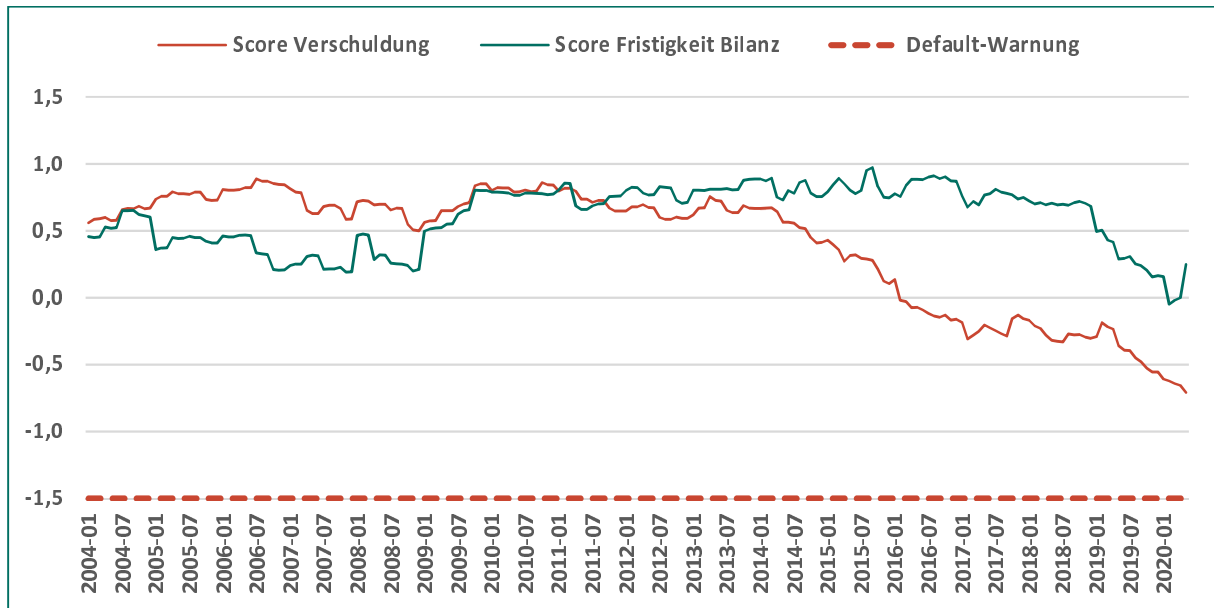


Quelle: FED, EZB, BoE, BoJ

Diese Liquidität half, kurzfristige Engpässe zu überbrücken und sicherte somit vielen Unternehmen das Überleben in der aktuellen Phase, die von Produktions- und Absatzeinbrüchen gekennzeichnet ist. Allerdings können die Maßnahmen die strukturellen Probleme einiger Unternehmen, die bereits deutlich älter sind, als das SARS-CoV-2, nur überdecken.

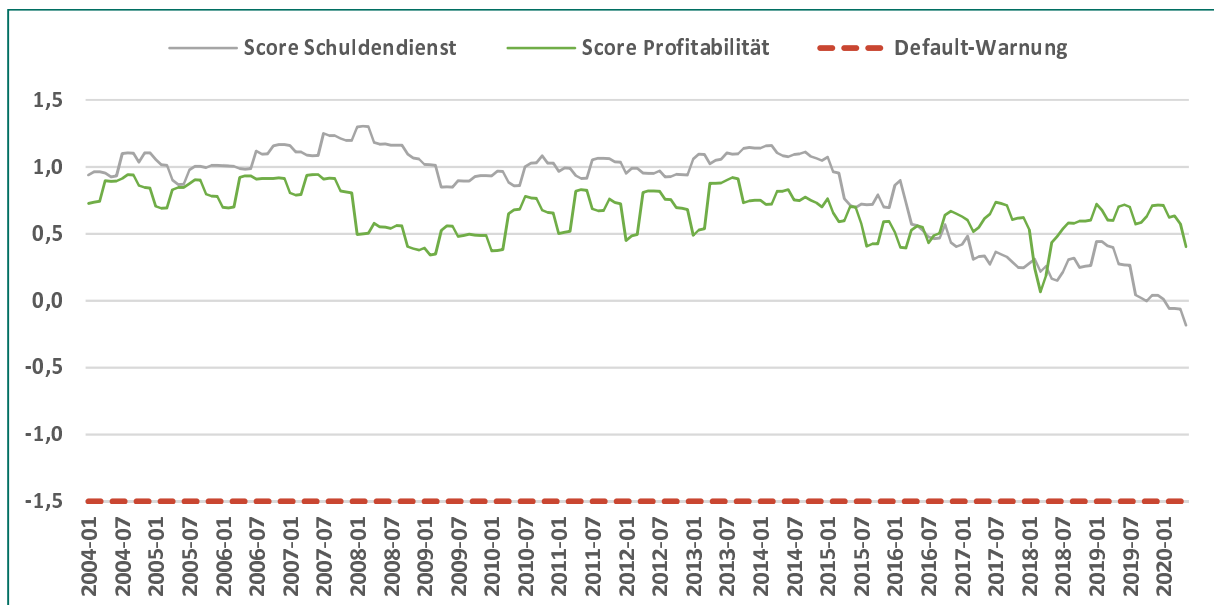
## Das Kreditmodell der HMT zeigt den dramatischen Verschuldungstrend

Eine Langfristig-Analyse der HMT RiskControl GmbH, welche die 30 Mitglieder des Dow Jones Industrial Average Index umfasst, zeigt, dass sich der Trend zum Bilanz-Leverage bereits seit dem Ende der letzten Finanzkrise beschleunigte. Das Kreditrisikomodell, welches zu den HMT Frühwarnsystemen gehört, unterteilt dabei die Fundamentaldaten in die Bereiche Verschuldung, Profitabilität und Bilanzfristigkeit und weitere. Seit 2014 kennen der Verschuldungs-Score, d.h. die Kreditqualität der Bilanz hinsichtlich des Verschuldungsgrades (rote Linie) und der Bilanzfristigkeits-Score (grüne Linie) dieser Emittenten, nur noch eine Richtung: nach unten.



Aktuell wird diese Entwicklung noch durch die sich weiter öffnenden Geldschleusen der Zentralbanken getragen, was sich auch im Bilanzfristigkeits-Score im zuletzt kleinen Knick nach oben zeigt. Hierdurch konnte die Laufzeit der Passivseite wieder etwas verlängert werden, d.h. kurz- durch längerfristige Emissionen ersetzt werden. Gleichzeitig konnte der Liquiditätspuffer durch Kassenbestände erhöht werden.

Allerdings haben es Politik und Zentralbanken in Zeiten allgemein sinkender Produktivität durch Zivilkonflikte und die COVID-19-Pandemie zunehmend schwer, die Realwirtschaft durch Liquidität zu unterstützen. Noch ist die Profitabilität (grüne Linie in der folgenden Grafik) der Emittenten auf einem stabilen Niveau, ähnlich zur Finanzkrise 2008/09:



Zuletzt zeigte sich ein kleiner Rückgang des Profitabilitäts-Scores und es ist wichtig zu notieren, dass zum Zeitpunkt der Analyse nur die Bilanzzahlen des ersten Quartals 2020 vorlagen. Da die USA erst relativ spät vom Ausbruch der Pandemie und den damit einhergehenden Lockdown-Maßnahmen betroffen waren, sind diese Zahlen aktuell noch besser als in anderen Ländern. Mit den Daten des zweiten Quartals 2020 wird sich zeigen, ob die Profitabilität dem Trend bei Verschuldung und

Bilanzqualität standhalten kann. Die spezifischen Kennzahlen aus dem Cash Flow-Statement und der Gewinn- und Verlustrechnung der Emittenten, welche für den tatsächlichen Schuldendienst relevant sind, haben sich nämlich auch bereits seit 2014 deutlich verschlechtert, wie die graue Linie in obiger Grafik zeigt.

## Leverage funktioniert nur bei dauerhaftem Wachstum

Ein hoher Verschuldungsgrad war in Zeiten sinkender Zinsen eine kluge Hebelstrategie. Diese könnte sich aber bei zurückgehender Produktivität als Falle erweisen, aus der aufgrund wegbrechender Absatzmärkte nicht herausgewachsen werden kann. Die immer größeren Ungleichgewichte in den Bilanzfristigkeiten und die Erhöhung des Leverage, teilweise sogar durch Aktienrückkäufe künstlich getrieben, erforderten immer schnellere Zyklen aus Produktion und Absatz. Angetrieben von den niedrigen Zinsen für Unternehmen und Konsumenten und den Kaufprogrammen der Zentralbanken, konnte dieses Rad in den letzten Jahren größer gedreht werden.

Diese Geschwindigkeit wird sich in der näheren Zukunft aber nicht aufrechterhalten lassen. Zuerst wird es die Branchen treffen, die vom Vor-Ort-Konsumenten abhängig sind, d.h. die Modebranche und andere Handelsgewerbe. Nach und nach werden sich allerdings das geänderte Konsumentenverhalten, d.h. der Fokus auf Online-Vertrieb, Verzicht auf diverse schnelllebige Güter und die durch die Pandemie erzwungene, lokale Konzentration der Wertschöpfungsketten in den meisten Wirtschaftszweigen durchsetzen. Das Überleben in der Krise wird von der Resilienz der Unternehmen abhängen, und diese ist aus Sicht der HMT vor allem dann gegeben, wenn die Bilanz auf einem stabilen Fundament steht und ein gesundes Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital besteht. Mit dem HMT RiskControl Kreditrisikomodell, welches Teil der HMT Frühwarnsysteme ist, ist die HMT gut gerüstet, diese einmalige Situation im Vergleich zu langfristigen Trends einzuordnen und die daraus folgenden Schlüsse in Bezug auf die Risiko-Exposition zu ziehen.