

Der Credit-Crash kommt

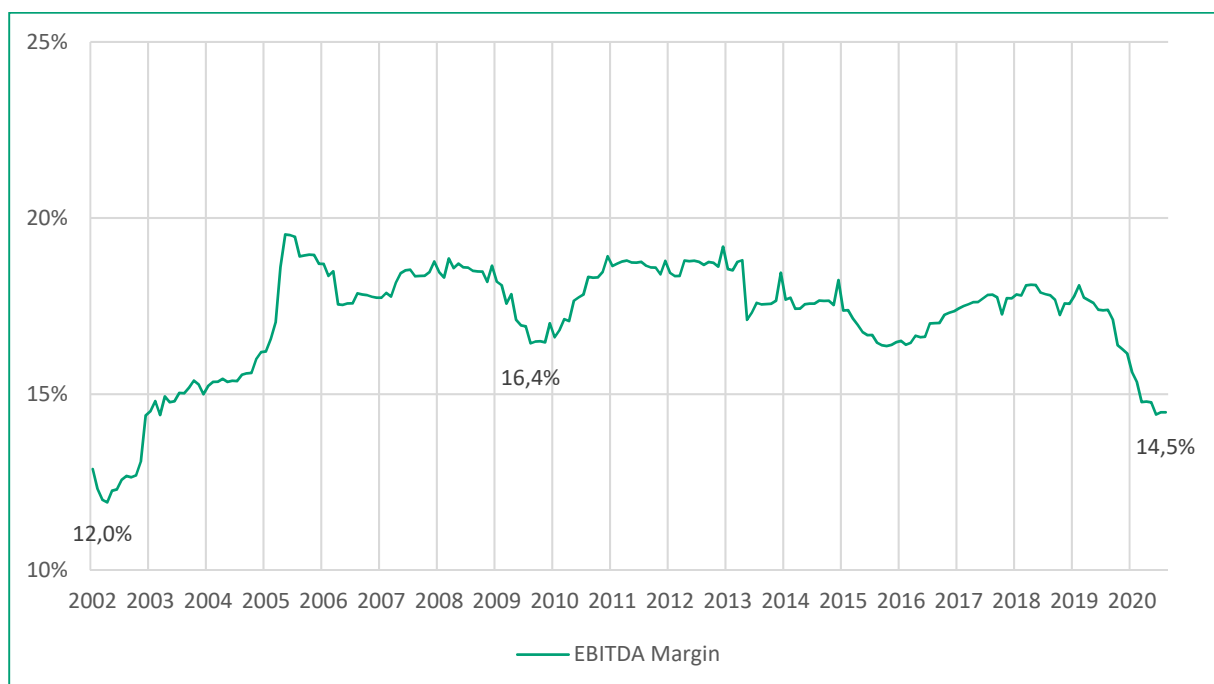
Durch Rettungsmaßnahmen der Regierungen und Zentralbanken konnten sich Corporates in der COVID19-Pandemie über Wasser halten. Unsere Analyse zeigt jedoch, dass sich Liquiditätsengpässe auch bei größeren Emittenten trotz Risikovorsorge abzeichnen.

Als Risikomanager des Asset Management der HanseMerkur Versicherungsgruppe spielt die langfristige Bonitätsanalyse eine zentrale Rolle in der Verlustvermeidung. Uns interessieren dabei strukturelle Veränderungen in der Bilanzstruktur, nicht nur einzelner Emittenten, sondern gesamter Segmente. In der COVID19-Pandemie haben sich die Bilanzen elementar verschoben und unsere Aufgabe ist es, diese Verschiebungen herauszustellen und dann die richtigen Schlüsse für die Kapitalanlage zu ziehen.

Die Profitabilität ist auf einem 18-Jahres-Tief

Um die aktuell einsetzenden Bilanzstrukturveränderungen richtig einordnen zu können, ist eine langfristige Analyse erforderlich. Der erste Baustein ist die Profitabilität der Unternehmen, wir haben uns hierfür die EBITDA-Marge im Zeitablauf angesehen:

(alle folgenden Analysen basieren auf gleichmäßig gemittelten Kennzahlen der 30 DAX-Mitglieder per 23. Oktober 2020, Datenquelle ist S&P Capital IQ, sowie eigene Berechnungen)



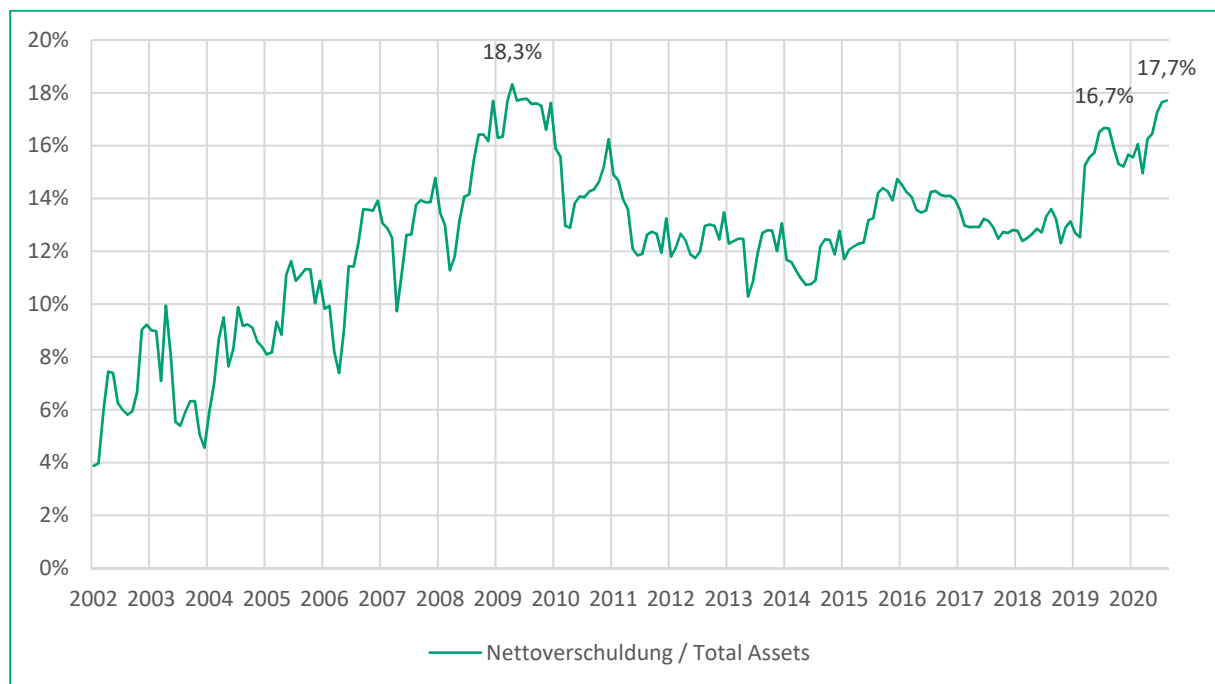
Diese Entwicklung zeigt, dass der Gewinneinbruch in der aktuellen Krise die Finanzkrise 2008/2009 noch übertrifft und in der Vergangenheit nur von den Auswirkungen der Dotcom-Blase übertroffen wird. Verschlimmert wurde die Lage dadurch, dass bereits vor dem Beginn der Pandemie, Mitte 2019

ein Rückgang der Profitabilität zu verzeichnen war, der bereits uns damals Sorgen bereitet hat. Diese Entwicklung beschleunigte sich nach dem Jahreswechsel deutlich. Erst zur Jahresmitte hin stabilisierten sich die Margen etwas, allerdings bleibt abzuwarten, wie sich die erst jetzt anlaufende, zweite Welle auswirken wird. Schließlich sind die Bilanzkennzahlen naturgemäß einem Nachlauf von mehreren Wochen unterworfen.

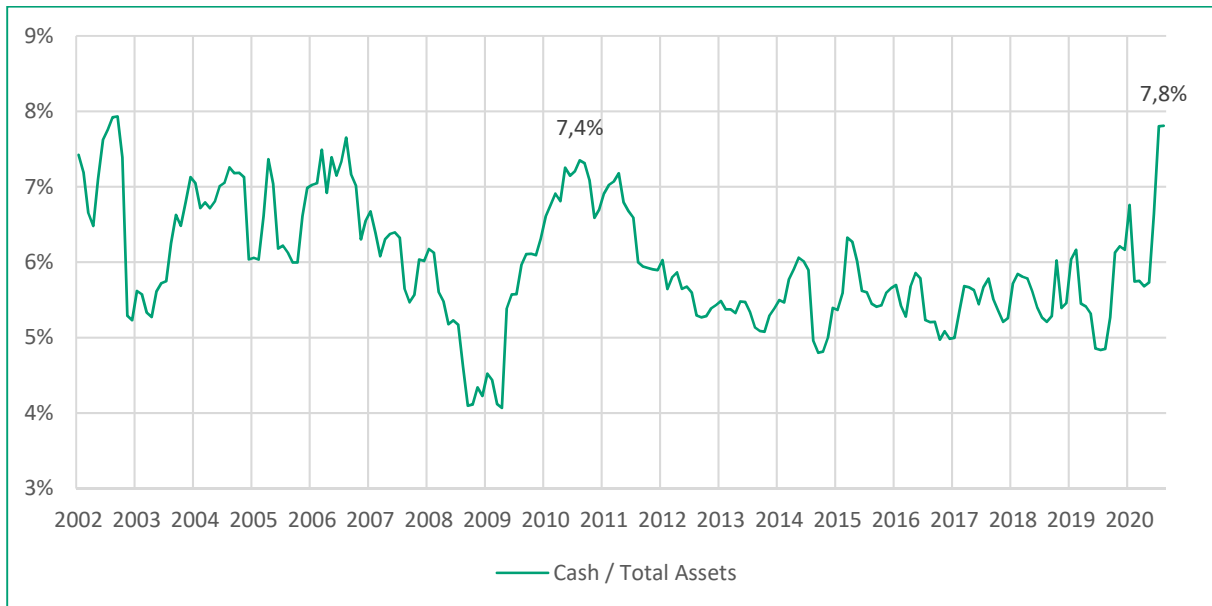
Doch welche Auswirkungen hatte jedoch der Rückgang der Gewinne auf die Solvenz der Unternehmen?

Verschuldungsgrade und Cash-Quoten auf Rekord-Niveau

Der Rückblick zeigt eindeutig, dass die Verschuldungsgrade, ausgedrückt als Nettoverschuldung / Bilanzsumme, derzeit ein Niveau erreicht haben, welches zuletzt 2009 beobachtet wurde:



Im Herbst 2019 wiesen wir bereits auf einen extremen Anstieg der Verschuldung großer Emittenten hin, welcher bereits damals aus zurückgehenden Gewinnen resultierte. Die Umsätze sanken schneller als die Kosten, dadurch erhöhte sich strukturell die Verschuldung. Nach dem ersten Schock der ersten Welle der COVID19-Pandemie, wodurch die Margen weiter unter Druck gerieten, konnten sie sich auf niedrigen Stand stabilisieren und sind nicht weiter gesunken. Zuvor zehrten jedoch wegbrechende Umsätze die Kassenbestände auf, sodass die Unternehmen begierig zugegriffen, als die EZB weitere Kaufprogramme auflegte und die bestehenden Stützungsmaßnahmen erweiterte. Die ersten drei Quartale 2020 war von einem nie zuvor gesehenen Emissionsvolumen geprägt, weil jeder Treasurer versuchte, durch die Aufnahme langfristiger Kredite die Barreserve als Sicherheitspolster zu verstärken. So erhöhten sich Cash-Quote und Verschuldungsgrad gleichmäßig und in einem mit der Finanzkrise 2008/2009 vergleichbaren Maße:



Pandemie ist nicht gleich Finanzkrise

Doch was ist diesmal anders? Der wichtigste Unterschied ist, dass es in den Jahren 2009 und 2010 zu einer Schuldenkonsolidierung kam. Die Unternehmen nutzten das billige Zentralbankgeld zur Finanzierung von Restrukturierungsmaßnahmen und konnten somit ihre in den Vorjahren (bis 2008) kontinuierlich gestiegene Verschuldung ab 2011 auf einem niedrigeren Niveau halten. In der aktuellen Krise legen sich die Unternehmen jedoch ein Sicherheitspolster im Kassenbestand an. Was sagt uns das? Erstens, dass die Krise in den Chef-Etagen noch lange nicht als abgeschlossen gilt und dass die Konzernlenker bereits im Sommer die Weichen für die jetzt einsetzende zweite Welle stellten, indem sie ihre Fristigkeitsstruktur verbesserten und die Barreserven erhöhten. Soweit zu den guten Nachrichten. Doch zweitens sagt es uns auch, dass, wenn keine grundlegende Umstrukturierung der Geschäftsmodelle erfolgt, oder die Pandemie innerhalb der nächsten Monate beendet ist, einige Emittenten trotz der getroffenen Vorsorgemaßnahmen innerhalb des nächsten Jahres in Zahlungsschwierigkeiten kommen könnten.

Für die HanseMerkur Trust AG sind die nächsten Schritte also klar: Mithilfe weitergehender Analysen auf Basis der eigenen Frühwarnsystemdaten gilt es nun, die Spreu vom Weizen zu trennen. Die Anleiheportfolien sind gezielt auf die Emittenten zu konzentrieren, die zum einen die besten Vorkehrungen gegen eine sich verschärfende Pandemie-Lage getroffen haben und die zum anderen in der Lage sind, ihre Geschäftsmodelle nachhaltig so umzugestalten, dass sie auch ohne externe Stützungsmaßnahmen solide wirtschaften können.