

Credit Insight: 23. Juni 2021 / HER, KEF, MEM

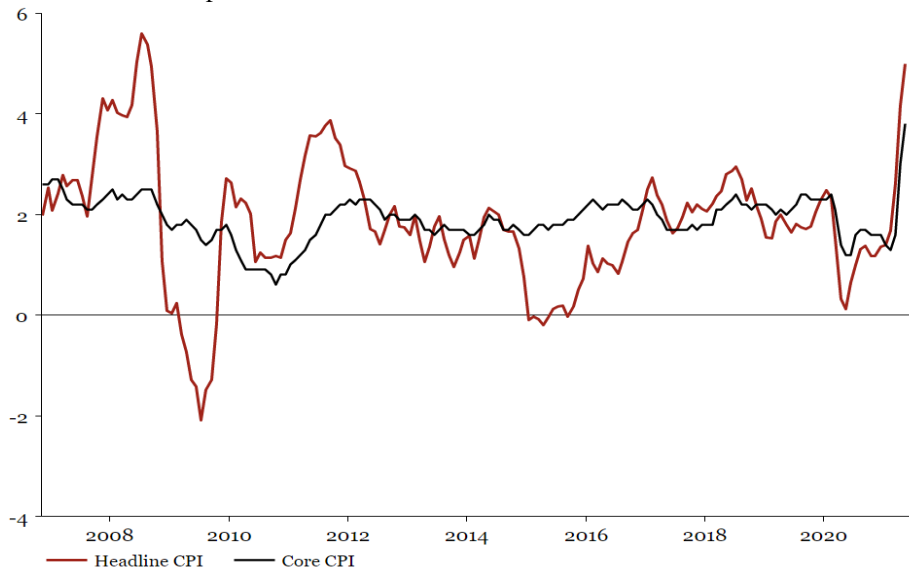
Einfluss der Inflation auf die Finanzprofile

Inflationsschub: Spuk oder Realität

Die Jahre seit der Finanzkrise 2008 waren trotz ultraloser Geldpolitik geprägt durch ein deflationäres Umfeld. Die Geldschwemme vermochte es nicht, die Inflation auf die von den Notenbanken angepeilten Schwellenwerte anzuheben. Obwohl eine höhere Inflation in Anbetracht der damals schon hohen Schuldenstände und der verhaltenen Wachstumsdynamik, die Fiskalsituation der hoch verschuldeten Staaten elegant entschärft hätte. Die Inflation beschränkte sich ausschliesslich auf Realwerte (Stichwort: Asset Price Inflation) und katapultierte Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkte auf Höchststände. Um die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Covid-19 Pandemie auf die Bevölkerung abzufedern, legten Regierungen und Notenbanken 2020 nochmals ordentlich nach. Während sich die Weltwirtschaft langsam und unregelmässig von der Covid-19 Pandemie zu erholen beginnt, scheinen nun aber auch vermehrt Güter des täglichen Bedarfs von inflationären Tendenzen betroffen zu sein. Die Vermutung liegt somit nahe, dass die noch nie da gewesene Ausweitung der Geldmenge sowie die steigenden Rohstoffpreise eine Rückkehr der Inflation einläuten könnten.

Die gleichgültige Haltung der Märkte signalisiert jedoch, dass die Investoren noch mit keinem schnellen und nachhaltigen Preisanstieg rechnen beziehungsweise grosses Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbanken haben, die Gratwanderung zwischen steigendem Preisdruck und gradueller Rückkehr zu konventioneller Zinspolitik erfolgreich zu meistern. Steigt die Inflation jedoch schneller und dauerhaft an, kommen die Zentralbanken unter Handlungsdruck, die Zinsen anzupassen und die Liquidität zu reduzieren. Die Erwartung höherer Zinsen würde nach Lehrbuch zu höherer Volatilität und sinkenden Aktien- und Bondmärkten führen. Auslöser könnte die wiederkehrende Kauflust der Konsumenten sein, welche die während den Lockdowns akkumulierten Ersparnisse schlagartig wieder in Umlauf bringen und so für einen Nachfrageüberhang und eine Ausweitung der Geldmenge sorgen. Das gleiche gilt für Unternehmen, die ihre leergeräumten Inventare nun gleichzeitig wieder füllen möchten. Die Kombination aus überschüssiger Liquidität, latenter Nachfrage, pandemiebedingten Lieferengpässen sowie dem Kampf um Ressourcen durch überbordende Fiskalprogramme, hat unserer Meinung durchaus das Potential, Preise und Löhne in die Höhe zu treiben. In den USA, welche im Zyklus einige Quartale Europa vorausleitet, wird bereits mit einer Inflationsrate von 5% gerechnet, welche deutlich über dem Zielkorridor der Notenbank liegt (siehe Abbildung 1). Prognosen für den Verlauf der Preissteigerung überlassen wir gerne den Volkswirten. Deshalb fokussieren wir uns nachfolgend auf unsere Kernkompetenz, indem wir die Auswirkungen eines Preisanstiegs auf die Kreditprofile der von uns analysierten Kapitalmarktschuldner untersuchen.

Abbildung 1 Inflation der Konsumentenpreise in den USA



Quelle: Refinitiv Datastream

Nicht alle Unternehmen sind gleich gut auf steigende Preise und Löhne vorbereitet. Der starke Anstieg der Rohstoffkosten von Kupfer bis Holz aber auch der Transportkosten (ein Container von Shanghai nach Rotterdam kostet 5x mehr als der Durchschnitt der letzten fünf Jahre) drückt den Unternehmen nicht nur auf die Margen, wenn es nicht gelingt die höheren Preise an die Kunden durchzureichen, sondern macht auch den Wiederaufbau der Inventare und Vorräte, welche während der Lockdown-Phase abverkauft wurden, teurer. Beide Phänomene führen im Resultat zu einer Belastung der Cashflows. Wir haben nachfolgend einige Bereiche isoliert, bei welchen sich inflationäre Tendenzen akzentuieren:

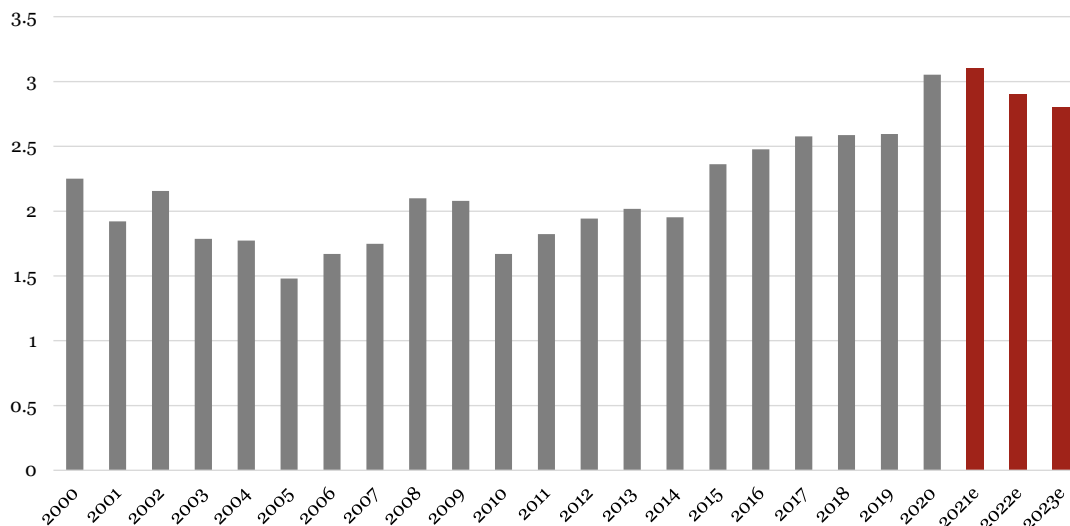
- 1) **Baustoffe:** Insbesondere Holz, Stahl und Beton haben sich massiv verteuert, was einerseits auf eine zu stark zurückgefahrenen Produktion aber auch auf eine sehr hohe Nachfrage (u.a. aus China) zurückzuführen ist. Die grossangelegten staatlichen Infrastrukturprogramme unter Präsident Biden in den USA aber auch der Aufbauplan aus der Feder der Europäischen Kommission (NextGenerationEU; EUR 750 Mia.) dürften die Nachfrage zusätzlich anheizen
- 2) **Rohstoffe:** Kupfer aber auch elektronische Komponenten (z.B. Halbleiter) haben sich zuletzt massiv verteuert, was sich schlussendlich auf steigende Preise für Elektronikartikel aber auch Fahrzeuge auswirken wird

- 3) **Frachtkosten:** Aufgrund der Covid-19 Pandemie haben die westlichen Länder deutlich weniger Produkte nach Asien exportiert. Gleichzeitig importierten diese Länder Hygieneprodukte in grossen Mengen. Dadurch sind nun sehr viele Container in Europa und den USA stationiert, weshalb sich die Transportkosten zwischen China und den USA beinahe verdreifacht haben
- 4) **Umweltschutz:** Die teilweise drastischen Umweltschutzaufgaben haben in diversen Sektoren (z.B. Immobilienbranche) zu deutlich höheren Investitionen geführt, was sich wiederum in steigenden Mieten manifestiert
- 5) **Löhne:** Bislang reagieren die Löhne noch zögerlich auf die erwartete Inflationswelle. Es gibt jedoch bereits erste Anzeichen, dass Arbeitskräfte in einzelnen Sektoren knapp werden, was zu einem Lohnanstieg führen kann

Einfluss von Preisdruck auf die Finanzprofile der Unternehmen

Viele Unternehmen waren auf die Covid-19 Pandemie denkbar schlecht vorbereitet. Im Banne des günstigen Geldes wurden die Aktionäre mit fremdfinanzierten Aktienrückkaufprogrammen und steigenden Dividendenausschüttungen bei Laune gehalten sowie teure Übernahmen vollzogen. Als Konsequenz präsentierten sich die Finanzprofile vieler Unternehmen schon vor der Pandemie in strapazierter Verfassung. So hat sich der durchschnittliche Net-Leverage (Nettoschulden zu EBITDA) von Schuldnern im Ratingbereich von BB bis BBB im Zeitraum von 2010 bis 2020 von 1.7x auf über 3x erhöht (vgl. Abbildung 2). Das bedeutet konkret, dass Unternehmen heute während über drei Jahren sämtliche operativen Erträge dazu aufwenden müssten, um die aktuelle Schuldenlast zu tilgen. Diese Situation schränkt nicht nur die finanzielle Flexibilität der Unternehmen ein, sinnvolle Investitionen zu tätigen und Produktinnovationen zu finanzieren, sondern auch die Fähigkeit externe Schocks, wie ein plötzlicher Preisanstieg, zu verkraften.

Abbildung 2: Historische und erwartete Entwicklung Median Net-Leverage BB bis BBB Schuldner



Quelle: I-CV Corporate Index

Aufgrund der Restriktionen zur Eindämmung der Pandemie mussten 2020 zahlreiche Unternehmen starke Umsatzrückgänge, tiefe oder sogar negative EBITDA-Margen und hohe negative freie Cashflows hinnehmen. Durch umsichtige Bewirtschaftung des Umlaufvermögens (Abverkauf von Vorräten und Inventar, Vorauskasse, lange Zahlungsfristen bei Lieferanten) und Unterstützungsmassnahmen der Regierungen (Kurzarbeit, Zuschüsse, etc.) vermochten sich viele Unternehmen über Wasser zu halten. Dank den tiefen Zinsen blieb die Versorgung mit günstigem Fremdkapital gewährleistet und Liquiditätsengpässe wurden verhindert. Den Erfolg der Massnahmen lässt sich auch darin erkennen, dass Zahlungsausfälle auf Anleihen (Defaults) heute noch weit unter den anfangs befürchteten Höchstständen liegen. Man ist beinahe geneigt, Entwarnung zu geben. Ein Blick auf den von Kreditanalysten konsultierten Zahlenkranz zeigt jedoch, dass sich die Finanzprofile generell weiter abgeschwächt haben und trotz temporär positiver Dynamik aus Nachholeffekten nur zögerlich erholen werden. Zuerst müssen sich die Unternehmen einzelner Branchen darauf einstellen, dass die Umsätze von 2019 kaum wieder erreicht werden können, was eine Anpassung der Kostenbasis nach sich ziehen muss. Exponenten der arg gebeutelten Aviatik-Industrie rechnen beispielsweise nach den Aufholeffekten mit einer nachhaltig 20% tieferen Nachfrage. Die anziehende Inflation, unbeachtet ob temporär oder nachhaltig, trifft somit in einzelnen Bereichen auf bereits strapazierte Finanzprofile. Durch diesen zusätzlichen Gegenwind gestaltet sich eine Erholung der Margen und Cashflows als schwieriger und der erforderliche Schuldenabbau (Deleveraging) wird verzögert.

Besonders stark betroffen sind Unternehmen mit hohen variablen Kosten und fehlender Preismacht, welche steigende Preise nicht an die Abnehmer respektive Konsumenten weitergeben können. Dort führen höhere Kosten unmittelbar dazu, dass die EBITDA-Marge unter dem Niveau von vor der Covid-19 Pandemie verharren wird bzw. weiter unter Druck kommt. Besonders hart trifft es Unternehmen, wo die Erholung der Umsatzzahlen schleppend über mehrere Jahre verlaufen wird. Gemäss unserer Auswertung gibt es diverse Branchen, wo der Umsatz im GJ20 infolge der Covid-19 Pandemie um mehr als 50% eingebrochen ist. In der Hoffnung auf eine schnelle Erholung und durch die prompte Unterstützung durch staatliche Programme wurden einschneidende Massnahmen teilweise nur zögerlich eingeleitet. In diesen Fällen trifft eine im besten Fall stabile Verschuldung auf eine beträchtlich tiefere Marge, was durch den Nenner-Effekt die Kennzahl Nettoverschuldung/EBITDA in die Höhe schiessen und längerfristig auf kritischen Niveaus verharren lässt.

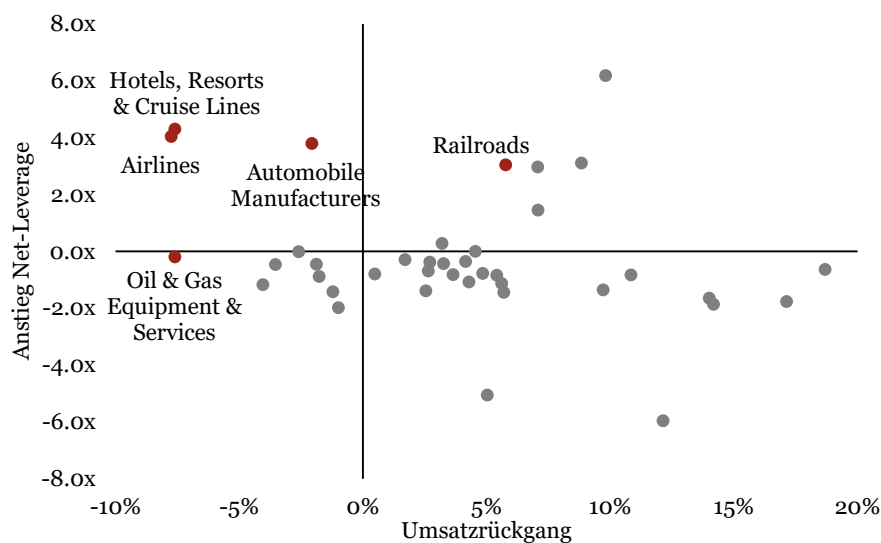
Konklusion: Inflation strapaziert Finanzprofile zusätzlich und der Schuldenabbau zieht sich in die Länge

Zusammenfassend stellen wir fest, dass der sich abzeichnende Preisdruck die Situation für bereits vorbelastete Unternehmen weiter verschärfen wird. Gelingt es diesen Unternehmen nicht, die Erhöhung der Inputpreise an die Endkunden weiter zu verrechnen und mittels Kostenoptimierungen die Strukturen zeitnah anzupassen, ist mit einer weiteren Abschwächung der Finanzprofile zu rechnen. Die offiziellen Ratingagenturen haben im Coronajahr mangels Visibilität oft noch Nachsicht walten lassen und die Erosion der Finanzkennzahlen als temporäres Phänomen taxiert (Verschärfung Ratingstau-Problematik). Die überraschend guten Finanzkennzahlen (gestützt durch Einmaleffekte im Umlaufvermögen) sowie die positive Wachstumsdynamik (gestützt durch Nachholeffekte) untermauern diese Sicht zurzeit noch. Sollte sich jedoch durch einen Inflationsschub diese Annahme als nicht mehr haltbar erweisen, ist mit Ratinganpassungen zu rechnen. Um diese Entwicklung zu antizipieren und unsere Kunden frühzeitig auf mögliche Marktreaktionen vorzubereiten, haben wir die Auswirkungen mit einem Stresstest simuliert und anschliessend individuell evaluiert. Das Verfahren hat es uns ermöglicht, in den Anleihen-Beständen, welche wir für unsere Kunden überwachen, diejenigen Unternehmen zu isolieren, welche basierend auf dem aktuellen Finanzprofil, spezifischen Attributen des Geschäftsrisikoprofils sowie einer erhöhten Sensitivität gegenüber steigenden Kosten (Material und Personal) besonders exponiert sind. In der untenstehenden Abbildung haben wir anhand der Dynamik der Nettoverschuldung und der Umsatzentwicklung einzelne, problematische Sektoren isoliert. Nicht überraschend bleiben Unternehmen des Tourismussektors besonders anfällig.

Aber auch Premiumhersteller im Sektor der Automobile, wie der bekannte Motorradhersteller Harley Davidson, sind gegen diese Entwicklungen nicht immun. Eisenbahnunternehmen mit Schwerpunkt im Personenverkehr werden aufgrund des pandemiebedingten Einbruchs der Pendlerströme (Verbreitung Home-Office) zukünftig mit tieferen Passagierzahlen und Umsätzen rechnen müssen. Die hohen Fixkosten für die Infrastruktur und den Unterhalt führen bei Preisdruck (Energie, Ausrüstung, Personal) unmittelbar zu einer Erosion der Margen und einer Abschwächung der Kreditkennzahlen. Unterstützend wirkt jedoch, dass viele Eisenbahnunternehmen von Zuschüssen der öffentlichen Hand profitieren, welche ein starkes Interesse am Aufrechterhalten des Angebots haben.

Obwohl einzelne Sektoren höheren Risiken ausgesetzt sind, gibt es bei der Betrachtung auf Unternehmensebene auch Opportunitäten. In der Airline-Industrie werden beispielsweise die schlanken, effizienten Anbieter die Nase vorne haben, während sich die schwerfälligen, oft staatlich beeinflussten Marktteilnehmer durch Konsolidierung Skaleneffekte oder Preismacht sichern müssen.

Abbildung 3: Anstieg Net-Leverage und Umsatzrückgang nach Branchen (2023e vs. 2019)



Quelle: I-CV

Diese Beispiele illustrieren, dass Exponenten diverser Sektoren noch längere Zeit mit den Nachwirkungen der Covid-19 Pandemie zu kämpfen haben werden. Eine steigende Inflationsrate hat das Potential die immer noch fragile Situation zu verschärfen. Zumal auch mit einem Auslaufen der staatlichen Unterstützungsprogramme zu rechnen ist, welche bisher Sektoren und Unternehmen erfolgreich von der wirtschaftlichen Realität abgeschirmt haben. Punktuell ist mit einer Abschwächung der Finanzprofile zu rechnen und die erhoffte Erholung wird trotz tiefer Zinskosten weiter in die Zukunft verlagert. Um rechtzeitig Opportunitäten und Risiken abhängig vom erwarteten makroökonomischen Umfeld für unsere Kunden abzuleiten, werden wir kontinuierlich auf solche granularen Simulationen setzen.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.