



## Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?

**AUTOR**

Patrick Franke  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Dr. Stefan Mitropoulos

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

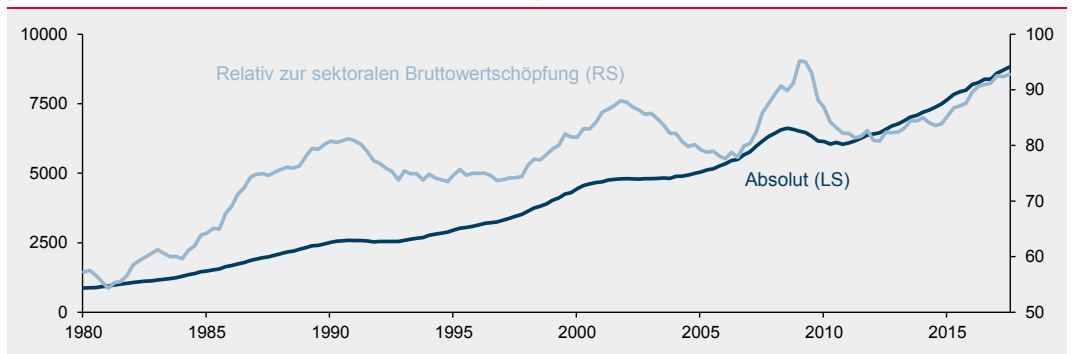
- Rund zehn Jahre nach dem Start der Finanzkrise wird immer wieder diskutiert, ob die eine oder andere Kreditkategorie in den USA nicht zu einer neuen Subprime-Krise führen wird.
- In einer losen Folge von Publikationen nehmen wir einige dieser angeblichen Achillesfernen der amerikanischen Wirtschaft in Augenschein.<sup>1</sup>
- Wir stellen jeweils grundlegende Fakten zusammen und bestimmen mit Hilfe der Dimensionen „Volumen“, „Risiko“ und „Konzentration“ die gesamtwirtschaftliche Relevanz.
- Die Schulden der Unternehmen tauchen regelmäßig als potenzieller Schwachpunkt auf.
- Obwohl die Lage insgesamt nicht kritisch aussieht, sind hier Durchschnittswerte nur eingeschränkt aussagekräftig: Die Schiefelage eines Sektors oder gar eines einzigen großen Unternehmens kann schlimmstenfalls eine allgemeine Vertrauenskrise auslösen.

Trotz der Zurückhaltung des US-Unternehmenssektors in diesem Zyklus, was Lohnerhöhungen und Investitionstätigkeit angeht, werden immer wieder Stimmen laut, die Sorgen über die Unternehmensschulden zum Ausdruck bringen („Schuldenblase!“). Schwarzmaler können vor allem auf zwei Sachverhalte verweisen. Erstens ist die Gesamtverschuldung der Unternehmen relativ zu ihrer Wertschöpfung auf einem historisch hohen Stand. Zweitens erhöhen vor allem die großen börsennotierten Gesellschaften seit Jahren durch umfangreiche Aktienrückkäufe ihre „leverage“, also das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital. Befeuert wurde dieses Verhalten vor allem durch die Nullzinspolitik der Fed und rekordniedrige Risikoaufschläge („credit spreads“).

Grundsätzlich ist die Situation bei den Unternehmen komplexer als bei den privaten Haushalten. Letztere begeben keine eigenen Anleihen, sie nehmen Kredite auf. Für den amerikanischen Unternehmenssektor insgesamt spielen Bankkredite eine eher untergeordnete Rolle. Sie sind zwar als Kapitalquelle für kleine Unternehmen wichtig. Die Schwergewichte finanzieren sich aber in erster Linie über Anleihen. Eine Betrachtung der Verschuldungssituation der Unternehmen kann sich daher nicht nur auf die Kredite beschränken, sondern muss sinnvollerweise auch die Entwicklung bei den ausstehenden Anleihen berücksichtigen.

### Unternehmensschulden: Historisch hoch

„Credit market debt“\* der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, Mrd. Dollar



\* Kredite und Anleihen. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

<sup>1</sup> Siehe Verzeichnis auf S. 6 für die bisher erschienenen Ausgaben dieser Reihe.

## Was ist „der Unternehmenssektor“?

Zunächst müssen wir definieren, wie man den „Unternehmenssektor“ in diesem Zusammenhang am sinnvollsten abgrenzt. Inhaltlich liegt es nahe, den Finanzsektor außen vor zu lassen, da er ein wichtiger Gläubiger der anderen Sektoren ist und seine (Brutto-)Verschuldung den Blick auf die wirklich relevanten Entwicklungen verstellen kann. Darüber hinaus fokussieren die zentralen Daten aus der offiziellen Finanzierungsrechnung der Fed auf „corporate business“, also auf Kapitalgesellschaften. Auch dies stellt kein konzeptionelles Problem dar, da sie den Löwenanteil des US-Unternehmenssektors stellen und dies die Abgrenzung zu Selbstständigen/privaten Haushalten erleichtert. Personengesellschaften und Haushalte nutzen in großem Umfang (gewerbliche) Hypothekenkredite bzw. teilweise Hypotheken auf Eigenheime als Kreditsicherheiten. Hier ist also die Trennschärfe zu privat genutztem Eigentum nicht immer gegeben. Es bietet sich daher an, die Definition der Fed „non-financial corporate business“ zu übernehmen. Für einen so definierten Unternehmenssektor zeigt das Schaubild auf Seite 1 die Entwicklung der Schulden („credit market debt“ = Kredite und Anleihen) in den vergangenen Jahrzehnten.

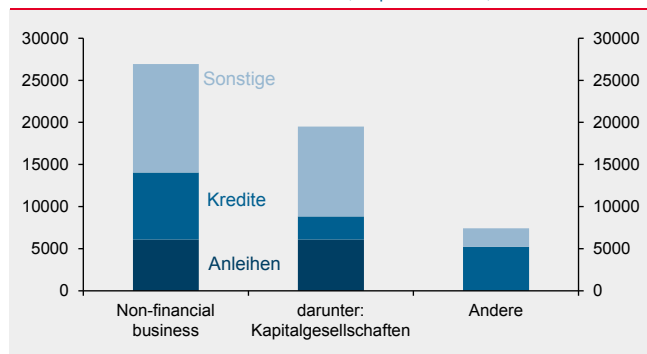
Rekordstände bei den nominalen Schulden normal

Die absoluten Dollarzahlen steigen – wie bei praktisch allen Schuldenaggregaten – stetig an. Das heißt Rekordstände werden fast jährlich verzeichnet und sind daher eigentlich kein Anlass für Schlagzeilen und Händeringen. In der Praxis liest man aber doch immer wieder Klagen über „neue Rekordschulden“. Dies ist derzeit nicht völlig deplatziert, da die Schulden relativ zur Bruttowertschöpfung nur in der Krise 2008/2009 höher waren. Damals zogen viele Unternehmen erst schnell noch bereits im Boom eingeräumte Kreditlinien, bevor der Output dann in der Rezession deutlich nachgab. Außerhalb dieser sehr speziellen Phase waren die Unternehmensschulden relativ zur Bruttowertschöpfung mindestens seit den 1950er Jahren nicht so hoch wie 2017.

Betrachtet man Zuwachsraten, so zeigt sich ein robuster und recht stabiler Anstieg von gut 5 % pro Jahr seit dem Ende der Krise. Dies ist nicht dramatisch, allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Investitionen in diesem Zyklus eher verhalten waren – und gemessen an den Finanzierungssalden haben die Unternehmen insgesamt seit 2009 sogar fast durchgängig Überschüsse erwirtschaftet (Nettoersparnis > Nettoinvestitionen). Es stellt sich also die Frage: Was haben die Unternehmen mit den aufgenommenen Mitteln gemacht?

### Kapitalgesellschaften dominieren außer beim Kredit

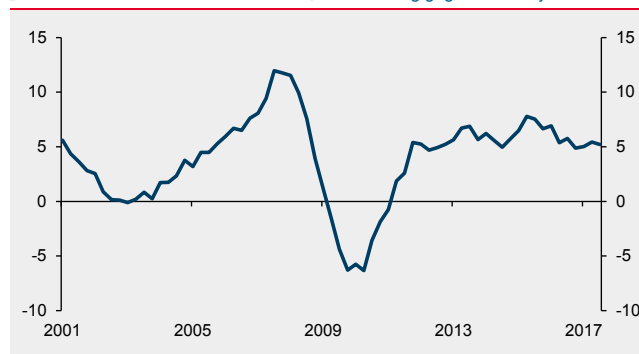
Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors, September 2017, Mrd. Dollar



Quellen: Federal Reserve Board, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Solide Zuwachsraten seit Ende der Krise

„Credit market debt“\* der Unternehmen, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



\* Kredite und Anleihen

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Ausfallquoten: Nahe den Allzeittiefs

Teilweise wurden sie für Aktienrückkäufe genutzt. Die Nettoemission von Eigenkapital ist laut Daten der Fed seit Jahren deutlich negativ. Die daraus folgende erhöhte „leverage-ratio“ vieler Kapitalgesellschaften hat aber (bislang) noch nicht zu merklich steigenden Ausfallraten geführt. Bezogen auf die dominierende Kreditkategorie („commercial and industrial loans“) liegt die Zahlungsverzugsquote bei 1,3 % und damit nahe ihren Allzeittiefs. Die Abschreibungsrate ist mit 0,3 % ebenfalls auf historisch niedrigem Niveau. Der Anstieg beider Reihen ab 2015 war in erster Linie

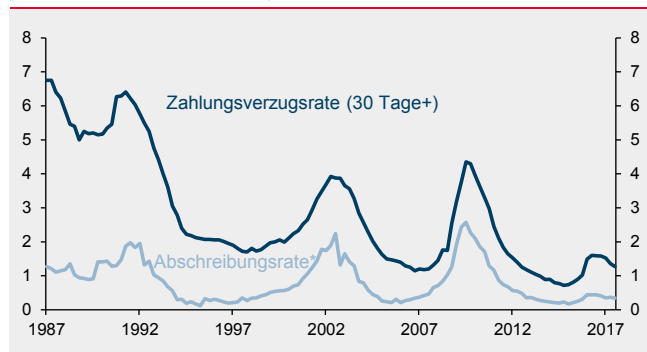
einer Sonderkonjunktur in den Energie- und Bergbaubranchen geschuldet: Nach dem Einbruch der Rohstoffpreise fielen vor allem im Fracking-Bereich mehr Kredite aus. Angesichts der laufenden Erholung bei den Ölpreisen dürfte sich hier die Lage aber weiter beruhigen.

Ähnliches Bild bei den Ausfallquoten

Bei den Anleihen zeigt sich ein ähnliches Bild. Die Ausfallquoten für riskante „high yield“- und sicherere „investment grade“-Anleihen folgen einem Muster, das quasi jenem bei den Krediten entspricht: Auch hier war 2015/2016 ein durch die Fracking-Krise bedingter, sektoral konzentrierter Anstieg von sehr niedrigen Niveaus zu verzeichnen, der aber bereits 2017 ausgelaufen ist.

### Ausfallraten nahe den Tiefs

„Commercial and industrial loans“, % des ausstehenden Volumens

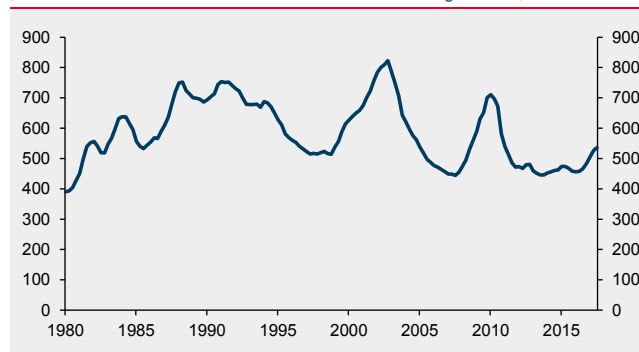


\* Abzüglich Zuschreibungen, annualisiert.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Schulden niedrig relativ zu den Gewinnen

„Credit market debt“ im Verhältnis zu den Unternehmensgewinnen, \* %



\* NIPA „domestic profits“ ohne Finanzsektor, geglättet.

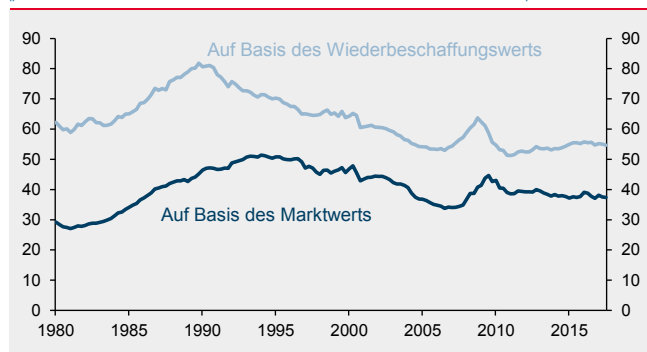
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Alles nicht so schlimm?

Alternative Betrachtungsweisen zeichnen zudem ein weniger besorgniserregendes Bild der Verschuldungssituation als auf Basis der Wertschöpfung. So haben die Unternehmensgewinne<sup>2</sup> im Großen und Ganzen mit der Verschuldung Schritt gehalten. Zwar sind die Schulden zuletzt stärker als die Gewinne gestiegen. Relativ zur Profitabilität liegen die Schulden aber eher am unteren Rand dessen, was in den vergangenen Jahrzehnten üblich war. Auch verglichen mit dem Nettowert der Unternehmen bewegen sich die Schulden eher auf einem „normalen“ Niveau, und zwar nicht nur unter Verwendung des (möglicherweise überbewerteten) Marktwerts, sondern auch gemessen am Wiederbeschaffungswert. Hinzu kommt, dass die Unternehmen relativ zu ihren kurzfristigen Verbindlichkeiten so viel Vermögen in liquiden Anlageformen halten wie nie zuvor. Diese kurzfristigen Verbindlichkeiten, d.h. solche mit akutem Anschlussfinanzierungsrisiko, haben außerdem relativ an Bedeutung verloren. Die Unternehmen haben die Phase der Niedrigzinsen genutzt, um sich billig langfristige Mittel zu beschaffen – also quasi ein Sicherheitspolster für schlechte Zeiten bzw. den Fall steigender Zinsen angelegt.

### Keine Alarmsignale

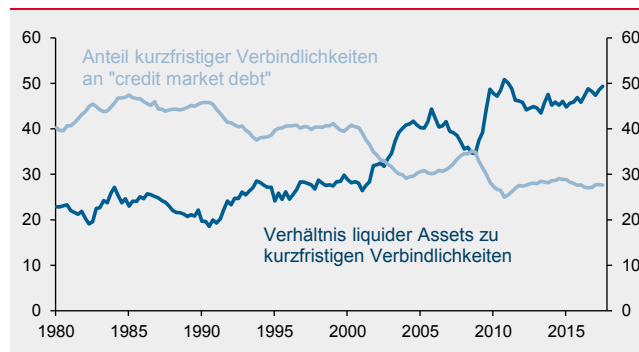
„Credit market debt“ im Verhältnis zum Nettowert der Unternehmen, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Hohe Liquidität, langfristige Verschuldung

%



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

<sup>2</sup> Gewinne aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (NIPA) ohne Auslandsgewinne und Finanzsektor.

## Was passiert, wenn die Zinsen (weiter) steigen?

Dieses Szenario steigender Zinsen steht hinter den meisten pessimistischen Einschätzungen zur Schuldentragfähigkeit des US-Unternehmenssektors. So ist nicht nur der Leitzins (aktuelles Zielband 1,25 % bis 1,50 %) nach wie vor sehr niedrig. Auch die Aufschläge, die Anleger verlangen, um vergleichsweise riskante Unternehmensanleihen zu halten, sind historisch gering. Die Zinsbelastung kann also eigentlich nur nach oben gehen – die Frage ist eher wann und wie stark.

Als Anteil an der sektoralen Bruttowertschöpfung lagen die Nettozinszahlungen (genauer: „net interest and miscellaneous payments“) zuletzt bei rund 3,3 %. Dies ist in dem Bereich, in dem die Größe seit Anfang der 1980er Jahre geschwankt hat, eher am unteren Rand und weit weg von den Werten, die Anfang der 1990er Jahre und 2001/2008 erreicht wurden. Allerdings ist die aktuell unkritische Lage unter anderem dem Niedrigzinsumfeld geschuldet, das selbst eine hohe Schuldenlast leicht finanzierbar macht. Auch ist beachtenswert, wie schnell diese Größe in den letzten Krisen 2001 und 2007/2008 nach oben schoss (zum Teil durch den in der Rezession rückläufigen Nenner, die Wertschöpfung).

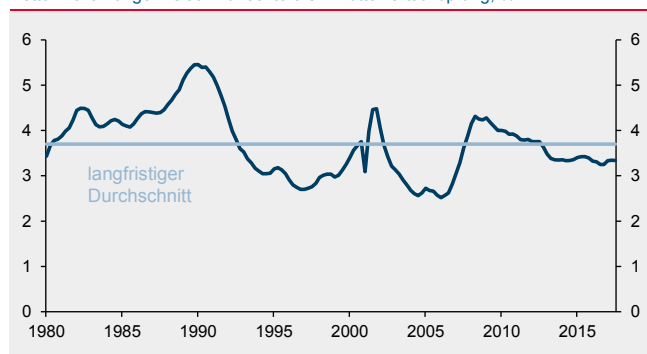
Steigender Leitzins als Problem?

Wie wird sich ein steigender Leitzins auf die Schuldentragfähigkeit auswirken? Fed-Volkswirte haben sich 2017 mit diesem Thema<sup>3</sup> beschäftigt. Sie verweisen darauf, dass 98 % der ausstehenden Unternehmensanleihen fest und 85 % der ausstehenden Kredite variabel verzinst werden. Auf dieser Basis kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass die vom FOMC avisierte Anhebung des Leitzinses bis Ende 2019 (die unserer Prognose entspricht) eine zusätzliche Zinsbelastung für die Unternehmen von 15 Mrd. Dollar 2018 und 37 Mrd. Dollar 2019 (verglichen mit einem Szenario unveränderter Leitzinsen) bedeuten würde. Relativ zum Umsatz oder zu den Gewinnen wäre die Zinslast also nur marginal höher. Allerdings würden manche Sektoren (Immobilien, Versorger, Energie) stärker in Mitleidenschaft gezogen als andere und einzelne Unternehmen könnten sehr wohl trotz der insgesamt überschaubaren Zusatzbelastung in Schieflage kommen.

Einschränkend ist hierbei zudem anzumerken, dass diese Simulation nur den unmittelbaren Effekt des Leitzinses berücksichtigt und nicht eine mögliche zeitgleich erfolgende Ausweitung der Risikoaufschläge. Normalerweise kommen aber zu einem steigenden Leitzins früher oder später auch steigende „credit spreads“ hinzu. Dies dürfte den negativen Effekt der 2018/2019 graduell weiter steigenden Federal Funds Rate auf die Schuldentragfähigkeit verstärken. Ein spürbares Steigen der Ausfallraten ist daher wie in jedem Zyklus auch diesmal wahrscheinlich.

### Unterdurchschnittliche Zinsbelastung

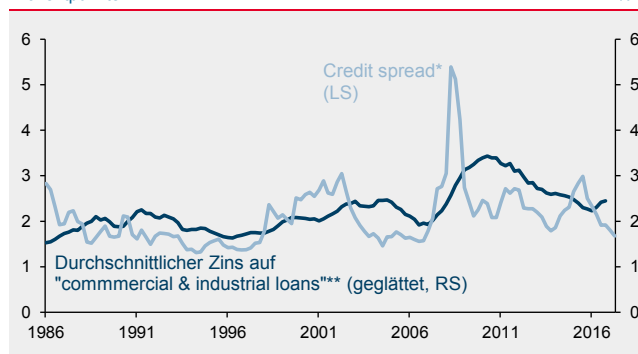
Nettozinszahlungen relativ zur sektoralen Bruttowertschöpfung, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Risikoaufschläge nahe Allzeittief

Prozentpunkte



\* Moodys „seasoned“ Baa Unternehmensanleihen abzüglich Treasury-Rendite mit vergleichbarer Laufzeit (linear interpoliert). \*\* Die Werte sind relativ niedrig, da die durchschnittliche Laufzeit dieser Kredite nur wenig über zwei Jahren liegt und rund 2/3 besichert sind. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

<sup>3</sup> Kumbhat, A./Palomino, F./Perez-Orive, A. (2017). The Potential Increase in Corporate Debt Interest Rate Payments from Changes in the Federal Funds Rate, FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 November 2017, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2076>.

## Fazit: Test für den Erfolg der Regulierungswelle steht noch aus

Auf die Gefahr hin, uns zu wiederholen: Auch die nach manchen Maßstäben relativ hohe Verschuldung der Unternehmen ist nicht zuletzt eine Folge der Fed-Politik. Die jahrelange Nullzinspolitik stellte eine Einladung zur Aufnahme von billigem Fremdkapital dar. Im Fall der Unternehmen hat das hervorragend geklappt. Es bleibt abzuwarten, ob sich dies in den nächsten Jahren nicht rächen wird.

### Robusteres Finanzsystem

Banken und Finanzsystem allgemein sind heute in besserer Verfassung als vor der Finanzkrise. Die Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute ist merklich höher, die Regulierungsflut der vergangenen Jahre dürfte bei allen Nebenwirkungen zumindest das Risikomanagement vieler Häuser auf Vordermann gebracht haben. Daher ist das US-Finanzsystem derzeit wohl besser aufgestellt, in der unvermeidlichen nächsten Rezession die dann zu erwartenden deutlich steigenden Ausfälle bei den Unternehmensanleihen und -krediten zu verkraften. Selbst dann hat aber das schiere Volumen der Unternehmensschulden das Potenzial, zu der einen oder anderen heiklen Situation zu führen. Dies ist ein Grund, warum es derzeit noch zu früh ist, abschließend über Erfolg oder Misserfolg der Fed-Politik seit 2008/2009 zu befinden.

### Auf einen Blick: Schulden des Unternehmenssektors

Volumen:*	8,8 Billionen Dollar (September 2017) 45 % am BIP
Veränderung:*	+19,6 % in den letzten drei Jahren
Zahlungsverzugsquote:*	1,3 % (September 2017)

Gefahr für Konjunktur und Finanzstabilität (Skala von ● bis ●●●):

Volumen: ●●●

Risiko: ●●

Konzentration: ●

\* "credit market debt" der Kapitalgesellschaften

\*\* "Commercial & industrial loans", 30 Tage oder mehr

## Helaba-Publikationen: USA Aktuell

### **Steuerreform – der große Wurf daneben?**

08.01.2018

### **Fiskalpolitik: Let's make a deal!**

07.09.2017

### **Neue Fed = alte Fed?**

29.08.2017

### **Credit Watch: Das geht auf Karte**

18.08.2017

### **Prognose Update: Heiter bis wolkig**

03.08.2017

### **Credit Watch: Studenten im Schuldturm?**

12.07.2017

### **Credit Watch: Bremsspuren am Automarkt?**

14.06.2017

### **Zyklus: Totgesagte leben länger**

17.05.2017

### **100 Tage Trump: Mehr als heiße Luft?**

28.04.2017

### **Prognose-Update: Höhere Teuerung**

03.03.2017

### **US-Staatshaushalt: Kids in America?**

20.02.2017

### **„Pay Big Border Tax!“ – was soll das sein?**

30.01.2017

### **Trumps erster Tag im Amt – eine Checkliste**

24.01.2017

### **Außenhandel: „Fake news“ und Fakten**

19.01.2017

### **Trump!**

09.11.2016

### **Arbeitsmarkt: Ist die Fed schon am Ziel?**

10.10.2016

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■