



# Freitag Morgen Kaffee

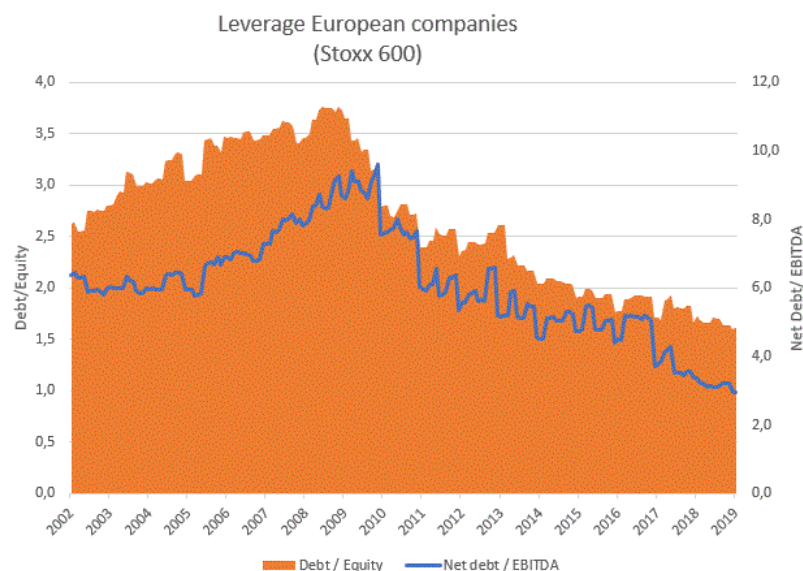
## Nr. 46 – Schuldendisziplin

In Magazin "Der Spiegel" wurde diese Woche ein Artikel mit dem Titel "Lob der Schulden" über Sinn und Zweck höherer Staatsschulden veröffentlicht. In dem Artikel stellten die Autoren die Arbeit des Harvard-Professors und ehemaligen Chefökonom des IWF, Olivier Blanchard, vor. Laut Blanchard könnten viele Länder mehr Schulden aufnehmen, ohne Inflationsdruck zu erzeugen. Dies wäre aufgrund der extrem niedrigen Zinsen möglich.

Obwohl wir selbst keine Ökonomen sind, finden wir diese Wende in der akademischen Welt ziemlich bemerkenswert. Wir erinnern uns an die Zeiten rund um die Finanzkrise, in denen die Verschuldung als Mutter aller wirtschaftlichen Übel angesehen wurde und in der die Tugenden von Sparpolitik gelobt wurden. **Damals kamen die Ökonomen Reinhart und Rogoff, die später wegen methodischer Mängel ihrer Arbeit kritisiert wurden, zu dem Schluss, dass eine Verschuldung von über 90% des BIP das Wirtschaftswachstum letztendlich halbieren würde.**

Dieser jüngste Sinneswandel kann zum Teil durch die demografische Entwicklung in den entwickelten Volkswirtschaften erklärt werden. Die alternde Bevölkerung spart mehr denn je und versorgt damit eine Wirtschaft mit mehr Kapital, die gleichzeitig weniger kapitalintensiv wird und weniger Kapital benötigt. Dies führt zu einem niedrigeren "Preis" für Geld unter der Form niedrigerer Zinssätze. In vielen Volkswirtschaften einschließlich der USA und Deutschlands liegen die Zinssätze jetzt unter der Wachstumsrate des BIP. In einem solchen Umfeld ist es sinnvoll, dass Regierungen neue Schulden aufnehmen, um neue Investitionen in Bildung, Gesundheitswesen und Infrastruktur zu finanzieren, da das BIP schneller als der Schuldenstand ansteigen wird. Bedeutet das, dass Reinhart und Rogoff zu ihren Laptops zurückkehren und einen zweiten Teil ihres Bestseller-Buches „This time is different“ schreiben sollten, in dem sie die Schlussfolgerungen ihrer Arbeit an ein neues Paradigma anpassen?

Während die Debatte über die Vor- und Nachteile der Sparpolitik noch andauert, haben wir untersucht, wie die Unternehmenswelt in Europa zu Schulden steht. Beim DJ Stoxx 600, der die größten europäischen Unternehmen nach Marktkapitalisierung zusammenfasst, haben wir analysiert, wie sich die Verschuldung seit 2002 entwickelt hat. Es wurden zwei Indikatoren verwendet: erstens die Gesamtverschuldung gegenüber dem Eigenkapital, mit der die Stärke der Bilanz gemessen wird (linke Skala) und zweitens die Nettoverschuldung gegenüber dem ebitda zur Messung der Fähigkeit der Unternehmen ihre Schulden mit den von ihnen generierten Cashflows zurückzuzahlen (rechte Skala).



## Freitag Morgen Kaffee –

### Nr. 46 – Schuldendisziplin

In dieser historischen Analyse können wir zwischen zwei Phasen unterscheiden. In den Jahren vor der Finanzkrise zeigten sich die Unternehmen bereit, ihre Verschuldung von Jahr zu Jahr zu erhöhen. Debt to Equity erreichte 2008 einen Höchststand von 3,77 und die Nettoverschuldung gegenüber Ebitda lag 2009 über dem 9fachen. Die letztgenannte Quote impliziert, dass ein Unternehmen mehr als neun Jahre braucht, um seine Schulden zurückzuzahlen.

Die Finanzkrise führte zu einer völligen Verhaltensänderung, als die Unternehmen anfangen, sich zu entschulden. Dieser Trend hat sich bis heute fortgesetzt. Diese Sparanstrengung in Europa wurden natürlich durch die Erholung der Wirtschaft und der Ergebnisse der Firmen nach 2008 unterstützt, aber die größten Unternehmen in Europa haben aus ihren Exzessen gelernt und ihre Schulden abgebaut.

Wie hoch sollte der Schuldenstand eines Unternehmens sein? **Wir glauben weiterhin, dass eine starke Bilanz für ein Unternehmen von erheblichem Nutzen ist. Es macht ein Unternehmen weniger anfällig für eine Verschlechterung seines operativen Umfeldes gegenüber seiner überverschuldeten Wettbewerber, die in Stresssituationen ihren Bankiers ausgeliefert sind.** Für uns ist eine Netto-Cash-Position alles andere als ein teurer Luxus: im Gegenteil, sie gibt Unternehmen die Möglichkeit, in Krisenzeiten M&A-Transaktionen durchzuführen, zu einem Zeitpunkt wo ihre Konkurrenten Schwierigkeiten haben, die zur Deckung der Zinszahlungen erforderlichen Barmittel zu erwirtschaften.

Das durchschnittliche Unternehmen in unserem Portfolio hat eine Nettoverschuldung gegenüber dem EBITDA von 1.03, ein Niveau, mit dem wir uns sehr wohl fühlen. Es bedeutet in der Tat, dass unser durchschnittliches Unternehmen nur ein Jahr Cashflow benötigt, um seine gesamten Schulden zurückzuzahlen, während das durchschnittliche europäische Large-Cap-Unternehmen fast drei Jahre braucht!

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

**Léon Kirch, CFA**  
*Partner & Chief Investment Officer*  
01. März 2019

**DISCLAIMER- European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich.** ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35a, L-1855 Luxemburg (RCS Luxemburg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf [www.ecp.lu](http://www.ecp.lu) verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.