

Ist der Euro noch zu retten?

Von Karl-Heinz Thielmann

Auch wenn viele der derzeitigen Pressekommentare etwas anderes vermuten lassen: Die Euro-Krise ist nicht die erste und nicht die schwerste Wirtschaftskrise auf dieser Welt. Insbesondere einige Parallelen zur Krise des Europäischen Währungssystems 1992 sind offensichtlich. Die Währungsstabilität innerhalb des europäischen Interventionssystems hatte in Ländern wie Großbritannien, Spanien und Italien die wirtschaftlichen Schwächen verstärkt. Italien litt unter den Folgen langjähriger korrupter Regierungen, in Spanien gab es eine Immobilienkrise. Vor 20 Jahren konnten die damaligen Krisenstaaten ihre Probleme allerdings durch Abwertungen mildern. Diese Möglichkeit besteht nicht mehr.

Die Euro-Krise ist nur oberflächlich betrachtet eine Staatsschuldenkrise. Unsolide Staatsfinanzen waren nur in Italien die primäre Ursache der derzeitigen Schwierigkeiten. In Griechenland und Portugal sind sie nur eines von vielen Problemen. In Spanien und Irland hingegen sind die außer Kontrolle geratenen Budgetdefizite Resultat der Tatsache, dass der Staat in diesen Ländern einen durch Immobilienspekulationen überschuldeten Privatsektor auffangen muss.

Allen Krisenländern gemeinsam ist, dass sie sich in den ersten 10 Jahren des Euros von ausländischen Kapitalzuflüssen abhängig gemacht haben. Wenn das ausländische Kapital nicht mehr fließt oder sogar abgezogen wird, haben diese Länder ein Problem. Derzeit gleicht die EZB die Kapitalflüsse aus, doch sie fühlt sich in dieser Rolle zunehmend unwohl.

Leistungsbilanzsaldo in % des Bruttoinlandsprodukts: Durchschnittswerte über 10 Jahre		
	vor dem € 1992-2001	nach dem € 2002-2011
Deutschland	-0,9	5,1
Frankreich	1,5	-0,7
Griechenland	-3,5	-9,7
Irland	1,8	-2,2
Italien	1,1	-1,7
Niederlande	4,1	6,2
Österreich	-1,6	2,7
Portugal	-4,9	-9,4
Spanien	-1,8	-6,1
zum Vergleich: Nicht Euro-Länder in Europa		
Schweiz	8,3	11,6
Schweden	2,5	7,1

Datenquelle: IMF

Eine weitere Gemeinsamkeit aller Krisenländer ist, dass sie in den vergangenen Jahren relativ zu stärkeren Euroländern wie Deutschland, den Niederlanden oder Österreich kontinuierlich an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben. Dies wird insbesondere deutlich, wenn man sich die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden in den europäischen Ländern vor und nach der Einführung des Euros ansieht.

Frankreich, Italien und Irland sind von Überschussnationen zu Defizitnationen geworden. Die Abhängigkeit vom Ausland hat sich also verschlechtert. Allerdings erscheint diese Entwicklung nicht so dramatisch, dass sie nicht umgekehrt werden könnte.

Die Ausgangsposition von Österreich und Spanien war vor der Einführung des € ähnlich. Beide Nationen hatten Probleme im Außenhandel. Nach der Einführung des € hat sich das Bild eindeutig gewandelt. Während Österreich sich in den Folgejahren stark verbessern konnte; stieg die Abhängigkeit Spaniens von ausländischen Importen dramatisch an.

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

Portugal und Griechenland waren schon vor der Einführung des € international nicht wettbewerbsfähig; ihre Situation hat sich in den vergangenen 10 Jahren noch einmal deutlich verschlechtert.

In allen südeuropäischen Ländern hat zudem eine ausufernde Bürokratie unternehmerische Initiativen behindert und den Verfall der Wettbewerbsfähigkeit beschleunigt. Insbesondere in Griechenland hat es einen dramatischen Verfall der industriellen Basis gegeben.

Der Schlüssel für eine Lösung der Eurokrise liegt deshalb nicht nur in Sparprogrammen. Die strukturellen Unterschiede zwischen den Euroländern müssen durch eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit vermindert werden. Sonst nehmen die Ungleichgewichte weiter zu und sprengen trotz aller Stabilisierungsbemühungen irgendwann einmal zwangsläufig die Gemeinschaftswährung.

Doch wie stehen die Chancen in den einzelnen Problemstaaten auf eine Verbesserung ihrer Situation?

Griechenland und Portugal haben eine extrem niedrige Arbeitsproduktivität (ca. 50% bzw. 45% des deutschen Niveaus) und sind auf massive Kapitalimporte angewiesen (bei beiden Ländern ca. 10% des Bruttoinlandsprodukts jährlich). Sie waren nie reif für den Euro und werden es wahrscheinlich auf absehbare Zukunft nicht sein. Sie im Euro zu belassen, heißt für das übrige Europa, diese Länder dauerhaft mit Transfers zu subventionieren. Allerdings sind beide Länder im Vergleich zum restlichen Kontinent wirtschaftlich nicht so bedeutsam, dass dies zu dramatischen Belastungen für den Rest der europäischen Wirtschaft führen muss. Beide Länder brauchen vor allem eine Politik, die darauf abzielt, den Abstand den anderen europäischen Ländern nicht noch größer werden zu lassen. Portugal hat sich hierauf eingelassen und die Vorgaben von EU, IWF und EZB zur Sanierung gewissenhaft umgesetzt. Im den jüngsten Außenhandelszahlen zeigt sich auch schon eine deutliche Besserung. Griechenland hingegen scheint im Chaos zu versinken.

Italien hat eine sehr hohe Staatsverschuldung und schwaches Wirtschaftswachstum. Darüber hinaus hat sich die Arbeitsproduktivität in den letzten Jahren graduell verschlechtert und liegt nur noch bei 77% des deutschen Niveaus. Andererseits hat Italien kein ausuferndes Sozialsystem und eine grundsätzlich gesunde industrielle Basis in Norditalien. Die Verschuldung der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors sind im internationalen Vergleich sehr gering. Darüber hinaus hat die Konsolidierung der Staatsfinanzen schon unter Berlusconi begonnen. Das Hauptproblem von Italien sind derzeit fehlende Wachstumsimpulse. Die Sanierung des Staatshaushaltes muss primär durch eine Erhöhung der Einnahmen geschehen; d. h. Steuererhöhungen bzw. eine Bekämpfung der Steuerhinterziehung. Der Fokus der im Dezember 2011 von der Regierung Monti verkündeten Maßnahmen zu Haushaltssanierung liegt daher auch auf einer Verbesserung der Staatseinnahmen und der Wirtschaftsförderung. Unserer Einschätzung nach hat Italien damit den richtigen Weg eingeschlagen, wenn auch in Hinblick auf Bürokratieabbau und Wachstumsförderung noch mehr passieren muss, damit das Land den Anschluss an das übrige Europa nicht noch weiter verliert.

Vor der Einführung des Euro galt Irland als der „keltische Tiger“, eine dynamische Wachstumsnation mit großer Zukunft. Mit dem Euro wurde der Tiger allerdings fett und überheblich, das „Financial Engineering“ des Finanzplatzes Dublin wurde zunehmend zum Motor der wirtschaftlichen Entwicklung. Die Exportnation Irland wurde zur Importnation und erhielt massive Zuflüsse spekulativen Kapitals. Das Kartenhaus einer finanzgetriebenen Volkswirtschaft brach mit der Krise 2008 zusammen. Die Banken gerieten in Schwierigkeiten und mussten in der Folge 2010 vom Staat gerettet werden. Dies wiederum hatte zur Folge, dass wiederum

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

der irische Staat mit so hohen Verbindlichkeiten konfrontiert war, dass er ohne ein Hilfspaket der Eurostaaten nicht mehr zahlungsfähig gewesen wäre.

In der Zwischenzeit sind die Exporte wieder erstarkt, die Arbeitsproduktivität hat sich deutlich erhöht. Allerdings haben sowohl irischer Staat wie auch Privatpersonen und Unternehmen eine im internationalen Vergleich immer sehr noch hohe Gesamtverschuldung. Der Abbau dieser Altlast wird eine lange Zeit in Anspruch nehmen, ist aber nicht unmöglich.

Spanien ist derzeit Problemfall Nummer eins in der Eurozone. Und dies, obwohl die Zahlen für das staatliche Haushaltsdefizit im europäischen Vergleich noch relativ gut aussehen und Spanien über einige sehr erfolgreiche multinationale Konzerne verfügt. Kern des Problems ist eine im internationalen Vergleich sehr hohe Verschuldung des privaten Sektors, die in den vergangenen Jahren zunehmend von ausländischen Kapitalzuflüssen finanziert wurde. Spanien ist deshalb wie kein anderes großes Land der Eurozone von Kapitalimporten abhängig. Denn die erfolgreichen spanischen Unternehmen haben vor allem im Ausland investiert und dort Arbeitsplätze geschaffen, während sich die Wettbewerbsfähigkeit Spaniens während der Eurozeit deutlich verschlechtert hat.

Ähnlich wie Italien hat Spanien im letzten Herbst eine neue Regierung bekommen. Im Gegensatz zu Italien agiert die konservative Regierung in Madrid aber relativ zögerlich und ungeschickt. Die seit Herbst 2011 beschlossenen Maßnahmen zur Budgetsanierung haben bisher nur ungefähr das halbe Volumen wie in Italien, beim dringenden Problemfeld Bankensanierung fehlt auch ein halbes Jahr nach Regierungsantritt ein überzeugendes Konzept. Darüber hinaus wird die Sparpolitik durch den spanischen Föderalismus erschwert. Das Ausgabenverhalten der spanischen Regionalregierungen, die ca. 50% aller Staatsausgaben ausmachen, hat sich als intransparent und schwer zu kontrollieren erwiesen. Zwar hat die Zentralregierung reagiert und Verschuldungsgrenzen sowie Sanktionen bei Zielabweichungen eingeführt, dennoch muss sich erst erweisen, ob dies ausreicht.

Bremsklotz der Wirtschaftsentwicklung ist derzeit vor allem die instabile Lage im Bankensystem. Schätzungsweise 1/3 des Bankensektors sind praktisch bankrott. Vor allem lokale Sparkassen sind hiervon betroffen, weil sie auf maroden Immobilienkrediten sitzen. Die spanische Regierung hat bisher eine groß angelegte Rekapitalisierung des Bankensektors abgelehnt, weil die zu erwartende Staatsbeteiligung hieran ein extremes Loch in die ohnehin schon labilen Staatsfinanzen reißen würde. Stattdessen wurden Fusionen gefördert und nur mit Kapitalspritzen eingegriffen (wie zuletzt bei Bankia), wenn es absolut unvermeidbar war. Es ist jedoch unvermeidlich, dass der marode Teil des spanischen Bankensektors mit massiven Kapitalspritzen saniert wird, sei es durch spanische Regierungsgelder, europäische Finanzhilfen oder Zwangsbeteiligungen solider spanischer Finanzinstitute. Ein weiteres Hinausschieben des Problems erschwert zunehmend eine Lösung und ist derzeit der Hauptgrund für den Vertrauensverlust von Spanien an den internationalen Finanzmärkten.

Das seit Jahrzehnten schwer wiegendste strukturelle Problem Spaniens ist die Regierung Rajoy inzwischen angegangen. Aufgrund eines sehr restriktiven Kündigungsschutzes war der Arbeitsmarkt bisher sehr unflexibel. Während Inhaber eines Arbeitsplatzes auch bei mangelnder Leistung kaum von ihm zu entfernen waren, wurde es zunehmend selbst für hoch qualifizierte Berufsanfänger unmöglich, einen angemessenen Job zu finden. Konsequenzen waren eine im internationalen Vergleich immer stärker zurückgehende Arbeitsproduktivität und damit ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, eine Zunahme der Schwarzarbeit und eine sehr hohe Jugendarbeitslosigkeit (bei unter 25jährigen derzeit ca. 50%). Mit der Senkung von Anforderungen für

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

Abfindungen sowie Fördermaßnahmen für die Neueinstellung und die Qualifikation von Jugendlichen geht die Regierung den richtigen Weg. Allerdings wurden die Reformen vor ihrer Verabschiedung verwässert, insbesondere was die Privilegien von Staatsbediensteten betraf. Zudem sind keine schnellen Erfolge zu erwarten, die positiven Effekte werden sich erst in einigen Jahren bemerkbar machen.

Die Probleme Spaniens sind nicht unlösbar, allerdings müssen sie konsequenter angegangen werden als bisher. Zudem bleibt das Land mittelfristig von Kapitalimporten abhängig und damit praktisch von der Bereitschaft europäischer Institutionen, sei es die EZB oder sei es der Rettungsfonds, das Land zu finanzieren.

Wie kann es also in der Eurokrise weitergehen?

- Bei Griechenland und Portugal muss klar sein, dass sie auf Dauer von Transfers aus dem Rest von Europa angewiesen sein werden. Zwei Grundvoraussetzungen hierfür müssen aber gegeben sein: der politische Wille der Geberländer und die Bereitschaft der Nehmerländer zu Strukturreformen, damit die Probleme zumindest nicht ausufern. Bei Portugal scheint dies der Fall, bei Griechenland steht dies zunehmend infrage.
- In Italien ist bereits sehr Vieles auf den Weg gebracht worden. Erst bei einer konjunkturellen Erholung wird das Land aber erst wieder den Anschluss an das übrige Europa finden können. Es ist daher unbedingt notwendig, dass sich das Augenmerk der Politik von der Haushaltssanierung hin zur Wirtschaftsförderung verschiebt.
- Irland ist auf dem richtigen Weg, wird allerdings noch lange benötigen, um die Gesamtverschuldung der Volkswirtschaft in den Griff zu bekommen.
- Spanien muss seine strukturellen Probleme endlich umfassend angehen, um wieder ein vollwertiges Mitglied der Eurozone zu werden. Dies ist möglich, wird aber mehrere Jahre in Anspruch nehmen und erfordert ein konsequentes Vorgehen der spanischen Regierung. Indem sie selbst auf offensichtliche Probleme im Bankensektor und bei den Regionalregierungen nur spät und halbherzig reagierte, hat sie viel Vertrauen verspielt. Insbesondere muss endlich ehrlich eingestanden werden, dass die bisherigen Defizitziele zumindest für 2012 unrealistisch sind. Auch Finanzhilfen der europäischen Partner – sei es durch EZB-Kredite oder durch den Rettungsschirm – sind notwendig, solange Spanien stark von Kapitalimporten abhängig ist.
- Die starken Länder der Eurozone können eine Angleichung der Wettbewerbsfähigkeit beschleunigen, in dem sie ihre eigene Kostenbasis schwächen, z. B. durch massive Lohnerhöhungen. Auch wenn dies offiziell kategorisch bestritten wird, so zeigt die Unterstützung der Politik für die jüngsten Lohnforderungen der IG Metall, dass zumindest in Deutschland dieser Weg jetzt beschritten wird.
- Eine weitere Abwertung des Euro gegenüber US\$ und chinesischem Renminbi könnte insbesondere der Exportindustrie in Irland, Spanien und Italien helfen, würde allerdings die inflationären Tendenzen in Deutschland noch weiter verstärken.

Ein Fortbestand des Euro ist also nur möglich, wenn die Ungleichgewichte zwischen den einzelnen Volkswirtschaften durch Strukturreformen in den Krisenländern vermindert werden. Die Anpassungslast kann dabei aber nicht nur bei den Problemstaaten liegen, auch Deutschland wird sehr wahrscheinlich eine Inflationierung hinnehmen müssen.

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

Will ein kleines Mitgliedsland, wie z. B. Griechenland, die Belastungen nicht tragen, ist seine Beteiligung weder für den Bestand noch den Erfolg des Euro zwingend notwendig. Angesichts der in Zukunft zu erwartenden Transferzahlungen an Griechenland ist auch fraglich, ob die derzeit von vielen Politikern beschworenen Kosten eines Ausstiegs im Vergleich zu den Kosten eines Verbleibs Griechenlands wirklich so hoch sind.

Die Euro-Krise ist für Südeuropa nicht nur sehr schmerzhaft, sie ist auch eine Chance für die Zukunft. Vor 14 Jahren wurde Südostasien von einer weit schweren Schuldenkrise durchgeschüttelt. Vom Aufschwung der Weltwirtschaft in den 80er und 90er Jahren hatten die Länder in dieser Region besonders profitiert, nach Jahren stürmischen Wachstums hatten sie aber an Wettbewerbsfähigkeit verloren und ihre Auslandsverschuldung erhöht. Ähnlich wie in Europa wurde ein Land nach dem anderen von der Krise erfasst, Sparprogramme wurden verabschiedet und scheiterten, IWF-Hilfspakete wurden gegeben, Banken verstaatlicht und rekapitalisiert. Die internationale Presse berichtete über soziale Unruhen und beschwor die Gefahren eines Kollaps für die gesamte Weltwirtschaft. Irgendwann stabilisierte sich die Situation aber wieder, und die betroffenen Länder konnten sich nicht nur erholen, sie wuchsen teilweise stärker als je zuvor. Insbesondere besonders stark betroffene Länder wie Südkorea, Thailand oder Indonesien profitierten im Nachhinein besonders von den Reformen. Südkorea hat vom Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt inzwischen das Niveau eines durchschnittlichen EU-Staates erreicht und schickt sich an, zu den wohlhabendsten Nationen der Welt aufzusteigen.

Insofern sind auch die Perspektiven für die Euroländer und die Gemeinschaftswährung langfristig besser, als derzeit vielfach vermutet wird. Zumindest in Irland, Italien, Spanien und Portugal hat die Krise die richtigen Anpassungsprozesse in Gang gesetzt. In einigen Jahren können diese Länder wieder erfolgreiche Mitglieder einer wiedererstarkten Eurozone sein. Der Weg dahin wird allerdings nicht einfach.

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis:

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell),

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank. Die dieser Ausgabe verwendeten Zahlen zum Außenhandel kommen vom IWF, die Zahlen zur Arbeitsproduktivität von der OECD.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 6.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2. Juni 2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom Vortag des Erscheinungsdatums an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Handelsbanken-Aktien
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzerung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Volkswirtschaftliche Analyse

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.