

Die wahre Eurokrise: Wachstumsschwäche

Von Karl-Heinz Thielmann

In den vergangenen 2 Jahren ist viel über Europa und seine Probleme geschrieben worden. Über Staatsschulden, unsolide Banken, Rettungsprogramme, angekündigte und nicht eingehaltene Sparziele sowie vieles anderes mehr.

Und die gleichen Fragen werden immer wieder gestellt, ohne dass man zu überzeugenden Antworten kommt: Wie viel Milliarden muss ein Rettungsschirm groß sein und wie viel muss Deutschland einzahlen? Reichen die Reformen in den Krisenländern aus? Werden sie wirklich umgesetzt? Brauchen wir ein Konjunkturprogramm oder noch mehr Sparsamkeit? Können Eurobonds oder Infrastrukturanleihen die Lösung bringen? Oder sind die Kosten der Eurorettung im Endeffekt höher als der Nutzen eines Weiterbestehens der Währungsunion?

Die Summen, die für die Stabilisierung der Eurozone veranschlagt werden, steigen immer weiter in gigantische Dimensionen, ein Ende ist nicht abzusehen. Denn ein Teufelskreis zieht die Problemstaaten immer weiter in die Krise: Hohe Schulden führen zu Sparmaßnahmen, die wiederum eine schwache Konjunktur mit sich bringen. Arbeitslosigkeit, sinkende Steuereinnahmen und steigende Sozialausgaben sind die Folge. Dies führt zu noch höheren Staatsschulden, die mit neuen Sparprogrammen angegangen werden.

Insbesondere in Spanien muss davon ausgegangen werden, dass die anfängliche Fixierung der Regierung Rajoy auf die mit Brüssel vereinbarten Defizitziele die Krise entscheidend verschärft hat. Die Notwendigkeit einer Bankenrettung wurde lange verleugnet, die dramatische Verschlechterung der Finanzlage der Regionen wurde nicht konsequent angegangen. Inzwischen ist klar: Selbst die inzwischen verwässerten Defizitziele für 2012 und 2013 werden sich nicht halten lassen. Die Regierung hat ihre Glaubwürdigkeit verloren und Spanien wird sich ohne Hilfgelder nicht mehr finanzieren können. Die Frage ist nur, ob Anleihekäufe der EZB bzw. des Rettungsschirms ausreichen oder ob Spanien ein vollständiges Hilfsprogramm unter IWF-Beteiligung benötigt.

Eine erstaunlich geringe Rolle bei der Diskussion über die Eurokrise spielt die Suche nach den tieferen Gründen für die Misere. Wenn die Krise nur auf fehlende Haushaltsdisziplin und gierige Investment-Banker zurückzuführen wäre, hätte man das Problem schnell in den Griff bekommen können. Tatsächlich liegt aber die Verschärfung der ökonomischen Krise vor allem darin begründet, dass in Europa eine strukturelle Wachstumsschwäche besteht, die in den Krisenstaaten Südeuropas besonders ausgeprägt ist. Unternehmerische Aktivitäten wurden hier schon vor der Krise durch eine ausufernde Bürokratie behindert. In den vergangenen Monaten sind sie dann richtig eingebrochen. Sie aber sind der Schlüssel für eine Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivität, die wiederum eine Grundvoraussetzung dafür ist, dass die Schulden irgendwann einmal abgetragen werden können.

Dies zeigt sich besonders gut am Beispiel Spanien: Während Sparkassen an den internationalen Kapitalmärkten Pfandbriefe platzierten, um den Immobilienboom zuhause zu finanzieren, investierten spanische Unternehmen vor allem im Ausland. Angesichts restriktiver Kündigungsschutzgesetze verbunden mit einer niedrigen Arbeitsproduktivität war dies auch nicht verwunderlich. Telefónica wuchs durch Akquisitionen in Südamerika zu einem führenden internationalen Telekommunikationskonzern heran. Santander schuf eine globale Finanzgruppe mit führenden Positionen in Brasilien und Großbritannien. ACS mischte mit dem Kauf von Hochtief die europäische Bauindustrie kräftig auf. Lediglich der durch die Marke Zara bekannt gewordene

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Textilkonzern Inditex errichtete Produktionsstätten in seinem Heimatland und schuf mit der Auslandsexpansion einhergehend auch Arbeitsplätze in der Heimat.

Mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 ebte zwar die Einkaufstour spanischer Konzerne im Ausland ab, dies führte aber nicht zu höheren Investitionen im Inland. Im Gegenteil gingen die Investitionen immer weiter zurück. In Spanien, Portugal und Griechenland kollabierte die reale Kapitalbildung geradezu. Dies mag zwar auch mit den hohen Zinsen zusammenhängen. Der ungünstige Vergleich mit dem ebenfalls krisengeschüttelten Italien zeigt jedoch, dass in diesen Ländern weit mehr im Argen liegen muss.

Reale Kapitalbildung (in % ggü. Vorjahr):				
	2010	2011	2012e	2013e
Deutschland:	5,2	6,6	2,0	3,7
Griechenland:	-15,0	-20,7	-13,4	-2,0
Italien:	1,7	-1,2	-4,7	-0,8
Portugal:	-4,1	-11,4	-10,1	-3,2
Spanien:	-6,3	-5,1	-9,3	-2,4
USA:	2,0	3,7	4,4	6,3
Eurozone	-0,7	1,5	-1,8	1,3
OECD:	2,4	3,2	2,2	4,2

Quelle: OECD Economic Outlook

So zeigen Untersuchungen des Global Entrepreneurship Monitor, dass in den besonders hart getroffenen Krisenstaaten Südeuropas die Chancen unternehmerischer Aktivität im internationalen Vergleich relativ pessimistisch gesehen werden und die Angst vor einem Scheitern sehr groß ist. Generell ist in Kontinentaleuropa die Bereitschaft, sich selbstständig zu machen, unterdurchschnittlich. Dies führt zu einer relativ geringen Quote an jungen Unternehmen, die aber für wirtschaftliche Entwicklung besonders wichtig sind. So sind in den USA oder Australien (ca. 12%) ungefähr doppelt so viele Menschen in oder mit Start-up Gesellschaften beschäftigt wie in Europa (ca. 6%) (Quelle: Global Entrepreneurship Monitor).

Der Fokus einer echten Krisenbekämpfung muss deshalb auf der Förderung des Wachstums liegen. Dies darf aber nicht durch Konjunkturprogramme geschehen, die eine ohnehin schon untragbar große Verschuldung nur weiter aufblähen würden. Die USA versinken derzeit nicht in Stagnation, obwohl der hoch verschuldete Staat sich immer mehr aus der Wirtschaft zurückzieht, weil der private Sektor an Dynamik gewinnt. Europa hingegen ist noch voll mit bürokratischen Vorschriften, komplizierten Steuerregeln und restriktivem Arbeitsrecht. Auch in Südeuropa gibt es viele talentierte Menschen mit guten Ideen, die sich aber im Moment eher für die Auswanderung als für eine Firmengründung entscheiden.

Deutschland hat mit den Ich-AGs ein besonders erfolgreiches Instrument der Förderung junger Unternehmen geschaffen. So zeigen Zahlen der Bundesagentur für Arbeit, dass bis eineinhalb Jahre nach dem Start nur 20 % der geförderten Gründer aufgeben mussten. Ein Drittel konnte sogar zusätzliche Arbeitsplätze schaffen. Doch anstatt diesen Ansatz in andere Länder zu exportieren, werden jetzt die Mittel im Rahmen allgemeiner Einsparungen um mehr als drei Viertel gekürzt.

Hilfsprogramme haben nur dann Sinn, wenn nicht nur kurzfristig Löcher gestopft werden, sondern wenn die Hilfspfänger dauerhaft in die Lage versetzt werden, sich ihre Schulden tilgen zu erarbeiten. Dies ist nur möglich, wenn der private Sektor zum Wachstumstreiber wird. Hierzu muss viel mehr getan werden. Sonst wächst die Gefahr, dass die Krisenländer zu dauerhaften Empfängern von internationalen Transferzahlungen werden und wir uns von einer Eurorettung zur nächsten hangeln.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

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), 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank. In dieser Ausgabe wurde zusätzlich die aktuellen Ausgaben des Global Entrepreneurship Monitor sowie des OECD Economic Outlook zurückgegriffen. Die Zahlen im Artikel über Hedgefonds basieren auf Angaben aus dem Buch:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Simon Lack, *The Hedge Fund Mirage* (Wiley Verlag, Hoboken 2012) sowie von Hedge Fund Research Inc. Die Schätzungen über den Umfang der Schäden von Finanzbetrug entstammen den jeweils aktuellsten Wikipedia-Artikeln über den jeweiligen Sachverhalt.

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 3.

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 6. 8. 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: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzerung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.