

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Skandinavische Erfolgsfaktoren

Liebe Langfristanleger,

was heute oft vergessen wird: Vor 20 Jahren hatte Europa auch eine Wirtschaftskrise. Deutschland kämpfte mit den wirtschaftlichen Folgen der Wiedervereinigung, erschien aber trotz aller Widrigkeiten als Hort der Stabilität. Großbritannien war durch die Währungsspekulationen von George Soros aus dem Europäischen Währungssystem herausgedrängt worden. Spanien und Italien hatten mit frappierend ähnlichen Schwierigkeiten wie heute zu kämpfen: Spanien mit den Konsequenzen einer geplatzten Spekulationsblase am Immobilienmarkt, Italien mit den lähmenden Auswirkungen einer korrupten Machtclique, die Politik und Großindustrie beherrschte. In beiden Ländern hatte sich innerhalb der Scheinstabilität des Europäischen Währungssystems die Wettbewerbsfähigkeit dramatisch verschlechtert.



### *Inhalt:*

*Seite 4: Wie Phönix aus der Asche:  
Absturz und Comeback der  
schwedischen Wirtschaft*

*Seite 9: Schwedens Weg aus der Krise:  
ein Modell für die Eurozone?*

*Seite 13: Der schwedische Aktienmarkt:  
Spezialisierung auf Internationalität*

*Seite 19: Impressum, Anhang*

*Seite 22: Disclaimer*

In einer Region Europas sah aber alles ganz anders aus als heute, und zwar in Skandinavien. Alle vier Länder dieser Region waren von einer schweren Strukturkrise betroffen, die ihre Wurzeln in einer aus dem Ruder gelaufenen Immobilienspekulation hatte. Schonungslos legte sie die strukturellen Schwächen dieser Nationen bloß. Das Epizentrum der Krise lag im größten Land Schweden mit seinem aufgeblähten und ineffizienten Sozialsystem.

Wie dieses Land mit seinen wirtschaftlichen Schwierigkeiten umgegangen ist und sie gelöst hat, wird in dieser Ausgabe genauer beleuchtet. Dennoch lohnt der Blick auf die gesamte Region, weil zwar die konkreten Probleme und Voraussetzungen in den einzelnen Ländern unterschiedlich waren, aber alle vier Nationen es auf ähnliche Art und

Weise geschafft haben, sich aus dem Krisensumpf herauszuziehen und inzwischen als Vorbilder der Stabilität zu erscheinen. Wie erfolgreich die skandinavischen Länder in den vergangenen Jahren waren, belegt eine Auswertung zur globalen Wettbewerbsfähigkeit von 144 Ländern vom World Economic Forum: Finnland steht auf den dritten Platz, dicht gefolgt von Schweden. Dänemark mit dem 12ten Platz und Norwegen mit dem 15ten Platz sind auch noch relativ gut positioniert.

Im Einzelnen lassen sich 4 Schlüsselfaktoren für den ökonomischen Erfolg dieser Region identifizieren:

1) Leistungsfreundliche Gestaltung des Steuersystems: Die Steuerbelastung in allen skandinavischen Ländern ist relativ hoch. Allerdings bekommen die Bürger auch etwas für ihr Geld, die Qualität öffentlicher Leistungen ist ebenfalls außergewöhnlich. Zudem wurde bei der Gestaltung der Steuersysteme darauf geachtet, dass die Steuersätze leistungsgerecht sind. Bei der Einkommenssteuer gibt es eine Progression, diese verläuft aber relativ milde. Die Steuern auf Unternehmensgewinne und Kapitalerträge sind hingegen im internationalen Vergleich eher niedrig, die Verbrauchssteuern aber relativ hoch.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine solche Steuerpolitik läuft linken Vorstellungen zur Besteuerung komplett zuwider. Dennoch sind die skandinavischen Länder in Hinblick auf Verteilungsgerechtigkeit weltweit führend. Der Gini-Koeffizient, mit dem eine gleichmäßige Einkommensverteilung gemessen wird, zeigt Schweden weltweit an erster Position, Dänemark an vierter, Norwegen an fünfter. Finnland liegt an zwölfter Stelle, noch vor Deutschland (14).

2) Marktwirtschaftliche Effizienz bei öffentlichen Leistungen: Alle skandinavischen Länder leisten sich nach wie vor einen umfangreichen Wohlfahrtsstaat, was nicht zuletzt auf einem am Gemeinwohl orientierten Gesellschaftsmodell liegt, das von der Bevölkerung breit akzeptiert wird. Allerdings wurden die Sozialleistungen auf Effizienz getrimmt, indem marktwirtschaftliche Steuerungsmechanismen eingeführt wurden. Ein hohes Maß an Transparenz und Kostenbewusstsein hat dafür gesorgt, dass öffentliche Dienstleistungen erheblich günstiger als in anderen Ländern angeboten werden. Darüber hinaus wurde z. B. durch Privatisierungen Wettbewerbsdruck für öffentliche Unternehmen aufgebaut.

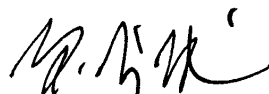
Diese Politik steht im eklatanten Gegensatz sowohl zu linken marktfeindlichen wie konservativen staatsfeindlichen Vorstellungen. Vielleicht ist sie aber gerade deshalb so erfolgreich, weil sie ideologiefrei die geeignetsten Elemente aus verschiedenen Politikansätzen kombiniert, ohne sich um die reine Lehre zu scheren.

3) Gesunde öffentliche Finanzen: Ein absolutes Politikprimat in Skandinavien war die Selbstverpflichtung zu Haushaltsdisziplin und Schuldenabbau. Der Anteil der Staatsschulden am BIP ist in den letzten 15 Jahren in Schweden von 69,9% auf 38,4% und in Dänemark von 72% auf 46,6% kontinuierlich zurückgegangen. In Finnland wurde nur ein geringer Anstieg von 47,6% auf 49% verzeichnet. Lediglich in Norwegen kam es zu einer Erhöhung von extrem niedrigen 30,3% auf 43,7%. Damit wird die weitverbreitete Ansicht widerlegt, dass Austerität langfristig Wirtschaftswachstum kostet: In Skandinavien war das Gegenteil der Fall!

4) Offenheit gegenüber Innovationen und fremden Kulturen: Skandinavische Länder sind in der Regel sehr traditionsbewusst, so sind noch 3 der 4 Nationen konstitutionelle Monarchien. Dennoch verhindert diese Verankerung in traditionellen Werten nicht die Offenheit gegenüber fremden Kulturen oder neuen Technologien. In den vergangenen Jahrzehnten waren die Skandinavier am schnellsten, wenn es um die flächendeckende Einführung von Mobiltelefonie oder Breitbandinternet ging. Auch schafft man es immer wieder, heimische und globale Kultur in einer für die ganze Welt interessanten Art und Weise zu verbinden sowie daraus wirtschaftliche Erfolge zu machen. Skandinavisches Design gilt als weltweit führend. Schweden ist seit dem Erfolg von ABBA seit 40 Jahren einer der größten Anbieter von internationaler Pop-Musik. Finnland hat sich eine führende Rolle in der noch jungen Branche der Video-Spiele erobert.

Natürlich sind die skandinavischen Nationen nicht perfekt und schon gar nicht frei von Konflikten. Auch sind die Erfahrungen nicht 1 zu 1 auf andere Länder übertragbar. Allerdings hat man in dieser Region einen besseren Weg gefunden, mit den Problemen der Welt umzugehen und konstruktive Lösungen zu finden. Deswegen denke ich, dass Schweden und die anderen skandinavischen Länder als Vorbild in der Krisenbewältigung dienen können. In der Eurozone blockiert man sich derzeit gegenseitig, weil zu viele Politiker und ökonomische Ratgeber verbohrt auf ideologisch geprägten Positionen und nationalen Sonderinteressen beharren. Skandinavischer Gemeinsinn und Pragmatismus würden jetzt sehr helfen.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

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](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 4: <http://imagebank.sweden.se>

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## 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  $\beta$ , 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.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

Die Quellen der im Beitrag „Skandinavische Erfolgsfaktoren“ verwendeten Zahlen sind: zur globalen Wettbewerbsfähigkeit vgl.: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>; bei den Zahlen zur Verteilungsgerechtigkeit (GINI-Koeffizient) <http://www.laenderdaten.de/wirtschaft/gini-index.aspx>; bei den Zahlen zur Staatsverschuldung: <http://www.indexmundi.com/> auf der Basis von Angaben des IMF. Zu diesem Thema vgl. auch: The Nordic countries The next supermodel (<http://www.economist.com/news/leaders/21571136-politicians-both-right-and-left-could-learn-nordic-countries-next-supermodel>) und Special Report: The Nordic Countries (<http://www.economist.com/news/special-report/21570840-nordic-countries-are-reinventing-their-model-capitalism-says-adrian>) und weitere Artikel aus „The Economist“ vom 31. Januar 2013.

Zur schwedischen Krisenpolitik vgl. insbesondere: Fiscal consolidation in Sweden: A role model? Von Martin Flodén, erschienen am 25 September 2012 (<http://www.voxeu.org/article/fiscal-consolidation-sweden-role-model>) sowie: “The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful” von Lars Jonung, DG ECFIN, European Commission, Brüssel, 19. Februar, 2009.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Studie des McKinsey Global Institute "Growth and renewal in the Swedish economy" erschien im Januar 2013 und wurde verfasst von Tomas Nauc ler, Magnus Tyreman und Charles Roxburgh. Sie ist erhältlich unter folgendem Link: [http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Productivity%20Competitiveness%20and%20Growth/Growth%20and%20renewal%20in%20the%20Swedish%20economy/MGI\\_Swedish\\_economy\\_Full\\_report.ashx](http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Productivity%20Competitiveness%20and%20Growth/Growth%20and%20renewal%20in%20the%20Swedish%20economy/MGI_Swedish_economy_Full_report.ashx)

Zum schwedischen Corporate Governance Model vgl. Richard Milne: Model management, in: Financial Times, 23. März 2013, S. 5

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschatzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben - die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptborse enthält. Hauptborsen 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 Rucknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF.

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 19.

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 2.4.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen - sofern nicht anders gekennzeichnet - dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptborse 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 können.

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 Sekundarmarktplatzierung 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.