

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 35, 2. März 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Globales Schuldenwachstum: die Wurzel einer neuen Finanzkrise?**
- **Diabetes Typ 2: Zivilisationskrankheit auf dem Vormarsch**
- **Novo Nordisk: Weltmarktführer beim Kampf gegen Diabetes**
- **Spanische Wohnimmobilien: Die Markterholung hat eingesetzt**

Das Volumen der globalen Verschuldung steigt seit Jahren stärker an als die Wirtschaftsleistung. Dieser Prozess wurde auch durch die Finanzkrise 2008 nur abgebremst, jedoch nicht gestoppt. „**Klartext: Das unheimliche Schuldenwachstum der Welt**“ untersucht die Gründe und fragt, ob sich hieraus eine weitere Finanzkrise ergeben kann.

Ursächlich für diese Entwicklung sind ein deutlicher Anstieg der globalen Staatsverschuldung sowie im privaten Sektor die starke Kreditzunahme in Schwellenländern bzw. außerhalb des regulierten Finanzwesens (Schattenbanken). Obwohl die Gefährlichkeit der Verursacher der jüngsten Krise entschärft wurde, haben damit andere Risikofaktoren an Bedeutung gewonnen. Neue Turbulenzen drohen, wenn die Zinsen global wieder steigen. Sie werden wahrscheinlich vom Schattenbankenbereich ausgehen. Angesichts der Intransparenz dieses Sektors werden Brandherde und Übertragungswege in die Wirtschaft aber noch schwerer zu erkennen sein als bei der vorherigen Krise.

In „**Der Preis der Zivilisation**“ geht es um Diabetes Typ 2, einer Krankheit, die durch wachsenden Wohlstand und ungesunde Lebensgewohnheiten weltweit auf dem Vormarsch ist. Insbesondere in Schwellenländern nimmt die Zahl der Betroffenen stark zu. Noch wird das Leiden vielfach nicht oder nur unzureichend behandelt. Obwohl sich hieraus eigentlich ein interessanter Wachstumsmarkt für Pharmafirmen ergibt, sind nur wenige Unternehmen in diesem Segment aktiv.

Der dänische Weltmarktführer bei der Behandlung von Diabetes wird in dem Beitrag „**Novo Nordisk: ein etwas anderer Pharmakonzern**“ vorgestellt. Das Unternehmen hat sich durch eine klar fokussierte Wettbewerbsstrategie deutlich von Konkurrenten abgesetzt und eine gute Ertragslage gesichert, die sich ebenfalls in einer überragenden Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow zeigt. Weiterhin zeichnet sich die Gesellschaft durch hohe Transparenz bei der Verfolgung der Finanzziele, Mitarbeiterfreundlichkeit und überdurchschnittliche Nachhaltigkeit aus.

Der Beitrag „**Spanischer Wohnungsmarkt: Die Erholung beginnt**“ beleuchtet die zu beobachtende Kehrtwende bei den Immobilienpreisen des stark von der Eurokrise betroffenen Landes. Die 2013 eingesetzte konjunkturelle Verbesserung schlägt sich auch zunehmend in verbesserten Marktbedingungen für Wohnungen wieder. Hierzu tragen nicht zuletzt ausländische Käufer bei, die Immobilieninvestments wiederentdecken. Allerdings sind bisher vor allem Neubauten gefragt, weiterhin sind die Entwicklungen regional noch sehr unterschiedlich.

Redaktioneller Hinweis: Die Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ wird in der nächsten Ausgabe fortgesetzt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Das unheimliche Schuldenwachstum der Welt

Liebe Langfristanleger,

der Finanzkrise 2008 folgte einer der schwersten globalen Wirtschaftseinbrüche überhaupt. Das Ungewöhnliche hierbei ist, dass dies nicht – wie nach Finanzkrisen sonst in der Geschichte – in der Konsequenz zu einem Abbau der Verschuldung („Deleveraging“) führte. Sogar das Gegenteil war der Fall: Laut einer im vergangenen Monat erschienen Studie des McKinsey Global Institute MGI („Debt, and (not much) Deleveraging“) summierten sich die globalen Schulden 2014 auf 199 Billionen US\$ (bzw. 286% des Welt-BIP). Dies bedeutet gegenüber 2007 (142 Bil. US\$ bzw. 269% des Welt-BIP) einen Anstieg von nominal 5,7% jährlich. Selbst wenn man diese Zahl um Inflationseffekte bereinigt, bleibt ein netto ein



deutlicher Anstieg der Verschuldung übrig.

Als Gründe für diese Entwicklung wurden von MGI folgende Faktoren identifiziert:

- Ein Anstieg der globalen Staatsverschuldung um 9,3% p.a. seit 2007. Dieser resultierte vor allem aus der direkten oder indirekten Übernahme von faul gewordenen privaten Krediten (z. B. bei Bankenrettungsprogrammen).
- Private Haushalte in Ländern, die vor der Finanzkrise noch nicht so stark verschuldet waren, haben ihre Kreditaufnahme deutlich gesteigert. Insbesondere Schwellenländer – und hier vor allem China – haben dabei eine herausragende Rolle gespielt.

Inhalt:

Seite 6: Der Preis der Zivilisation

Seite 10: Novo Nordisk: ein etwas anderer Pharmakonzern

Seite 13: Spanischer Wohnungsmarkt: Die Erholung beginnt

Seite 18: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 22: Disclaimer

- Der klassische Bankkredit als Finanzierungsinstrument verliert für Unternehmen an Bedeutung. Stattdessen werden Verschuldungsformen – wie Unternehmensanleihen, Kredite durch Hedgefonds, Peer to Peer-Lending etc. – immer beliebter.

Lediglich der traditionelle Finanzsektor (+2,9% p.a. seit 2007) und die privaten Haushalte in entwickelten Ländern blieben im Schuldenwachstum zurück.

Begünstigt wurde der weitere Anstieg der Verschuldung durch die Niedrigzinspolitik, mit der die globalen Notenbanken der Finanzkrise begegnet sind. Und wenn man sich auf die reine Wirkung als Krisenfeuerwehr bezieht, die einen globalen Wirtschaftskollaps wie in den 1930ern vermied, war diese Politik auch erfolgreich. Doch wurde dieser Erfolg um den Preis erkaufte, dass die wahre Krise nur zeitlich nach hinten verschoben wurde? Denn die eigentliche Ursache der Finanzkrise – ein übermäßiger Anstieg der globalen Verschuldung – wurde nicht bekämpft. Wie die Zahlen von MGI zeigen, wurde lediglich die Anstiegsrate von 7,3% p.a. vor der Krise auf 5,3% p.a. nach der Krise abgebremst. Sie liegt damit aber nach wie vor ca. 1% jährlich über dem Zuwachs beim globalen BIP. Ist aufgrund der weiter wachsenden Schulden eine neue Finanzkrise vielleicht sogar unvermeidbar?

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Finanzkrisen müssen nicht sein, wenn man massive Staatseingriffe in Kauf nimmt

Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff haben vor einigen Jahren in ihrem Buch „Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen“ die verschiedenen Formen und Verlaufsmuster von Finanzkrisen historisch untersucht. Sie sind bei ihrer Analyse auf Vielzahl von unterschiedlichen Krisen gestoßen, die oftmals auch in relativer zeitlicher Nähe erfolgten. Nach der Lektüre ihres Buches kann man eigentlich nur zu dem Schluss kommen, dass Finanzkrisen unvermeidlich sind, solange Menschen leichtfertig die Risiken von Verschuldung unterschätzen oder diese auf die Allgemeinheit abwälzen können. Doch kann man dies irgendwie verhindern?

Reinhart und Rogoff haben nicht nur die verschiedenen Krisen beschrieben, sondern ebenfalls eine Periode bemerkenswerter Stabilität im globalen Finanzsystem: die 30 Jahre nach dem Zweiten Weltkrieg. Insbesondere drei Faktoren erwiesen sich damals bei der Verhinderung von Finanzkrisen als relevant: 1) Kapitalverkehrskontrollen im Rahmen des Breton Woods Systems fester Wechselkurse, die internationale Finanzflüsse stark einschränkten; 2) eine in Folge der Weltwirtschaftskrise nach 1929 sehr restriktiv gewordene Bankenregulierung; sowie 3) die finanzielle Repression der 50er und 60er Jahre, bei der Zinsen unter den Inflationsraten lagen und Gläubiger so schleichend enteignet wurden. Die Krisenfreiheit wurde also nur auf Kosten einer sehr restriktiven Regulierung erreicht.

Ein auf massiven Staatseingriffen beruhendes System ist aber immer brüchig; in den 70er und 80er Jahren kehrten sich die Entwicklungen daher um. Das Bretton-Woods System scheiterte, weil die USA aufgrund wachsender Verschuldung und Inflation ihre Rolle als Stabilitätsanker im System nicht mehr erfüllen konnten. Anfang der 80er wurde die Deregulierung als Wachstumsquelle (wieder) entdeckt, weshalb nicht nur die reale Wirtschaft, sondern auch der Finanzsektor von staatlichen Vorschriften befreit wurde. Die Hochzinspolitik des 1979 ins Amt gekommenen US-Fed-Chairmans Paul Volcker setzte der Inflationierung (und damit gleichfalls der finanziellen Repression) ein Ende.

Die scheinbare Stabilität des heutigen Finanzsystems beruht auf finanzieller Repression

Heutzutage haben wir wieder einen relativ freien internationalen Kapitalverkehr. Hieran sollte man aber trotz seiner gelegentlich destabilisierenden Wirkungen auch nichts ändern, da er letztlich die Nebenwirkung einer weiter voranschreitenden Globalisierung ist, von der die reale Wirtschaft weltweit profitiert. Zudem kann in den allermeisten Fällen ein Ausgleich weltwirtschaftlicher Ungleichgewichte durch Wechselkursveränderungen erfolgen. Gefährlich für die Stabilität wird der freie Kapitalverkehr vor allem dann, wenn sich unterschiedliche Länder in einer Währungsunion verbinden. Dies konnten wir unlängst hautnah bei der Eurokrise miterleben.

Die Deregulierung des Finanzsektors wurde seit 2008 wieder teilweise zurückgenommen, was das „offizielle“ Finanzsystem zugegebenermaßen sicherer gemacht hat. Allerdings hat es gleichzeitig eine Verlagerung vieler finanzieller Aktivitäten in einen nicht oder nur schwach regulierten Bereich gegeben, das sog. Schattenbankensystem. Inwieweit dies destabilisierend wirkt, ist umstritten. Die Analysten von MGI argumentieren beispielsweise, dass von diesem Bereich keine großen Gefahren ausgehen, weil die in 2008 besonders zerstörerisch gewordenen Finanzinstrumente heute keine große Bedeutung mehr haben. Ich würde dies nicht so optimistisch sehen: Die Intransparenz des Schatten-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

bankenbereichs ermöglicht das Entstehen und Verschleiern neuer Risiken, von denen jetzt außerhalb dieses Sektors kaum jemand etwas ahnen kann.

Am wichtigsten für die heutige Stabilität des gesamten Finanzsystems dürfte meiner Einschätzung nach die finanzielle Repression sein. Denn für die Tragfähigkeit von Schulden sind weder ihre Transparenz noch ihre Höhe entscheidend, sondern die laufende Belastung der Schuldner durch Zinszahlungen und Tilgung. Hier schafft die Niedrigzinspolitik eine trügerische Erleichterung: Durch sie können Kreditnehmer sowohl das Niveau ihrer Schulden erhöhen als auch gleichzeitig die laufenden Belastungen senken. Dies schafft einen Anreiz, Kredite nicht mehr zu tilgen, sondern zu immer günstigeren Konditionen weiter zu prolongieren, was im Endeffekt das Schuldensystem aufbläht.

Eine lange Phase niedriger Zinsen schafft bei vielen Schuldnern die Illusion, dass dies immer so weitergehen kann. Viele Menschen, Regierungen und Unternehmen werden sich stärker verschulden (oder Kredite vergeben), als sie dies unter normalen Umständen getan hätten. Für einige von ihnen ist ein böses Aufwachen vorprogrammiert, wenn sich die Dinge anders entwickeln, als in den optimistischen Planungen vorhergesehen. Zumindest in den USA ist die Niedrigzinspolitik jedoch an ihrem Ende angekommen. Die Fed wird in 2015 ihre Politik des „Quantitative Easing“ beenden. Dies wird für viele Schuldner (und auch ihre Kreditgeber) einen Realitätsschock mit sich bringen. Die Frage ist nur, wo und wann dieser am stärksten auftritt.

Risikofaktor Schwellenländer

Die am schwersten wiegenden Folgen einer Umkehr des Zinszyklus in den USA sind aber weniger in Nordamerika, sondern wahrscheinlich in den Schwellenländern zu erwarten. Denn laut den Zahlen von MGI gehören die USA (neben Deutschland, Spanien Großbritannien und Irland) zu den wenigen führenden Wirtschaftsnationen, bei denen die privaten Haushalte ihre Verschuldung in Relation zum BIP seit der Finanzkrise zurückführen konnten. Damit ist einer der wichtigsten Krisenverursacher – der leichtfertige Umgang privater Haushalte mit nicht tragbaren Schulden – zumindest in den entwickelten Volkswirtschaften etwas entschärft.

In China hingegen hat sich die Gesamtverschuldung relativ zum BIP seit 2007 auf 284% fast verdoppelt. Während die privaten Haushalte hieran noch relativ gering beteiligt waren, sind die Anteile des Unternehmenssektors exorbitant gestiegen. Dies gilt sowohl beim nicht finanziellen (+74% auf 125% des BIP) wie beim finanziellen Bereich (+171% auf 63% des BIP). Das Schuldenwachstum im Bereich der nicht-finanziellen Unternehmen ist gerade in China auf die Expansion des Schattenbankensektors zurückzuführen, sodass nicht nur die Verschuldungsrisiken gestiegen sind; sondern diese auch aufgrund fehlender Transparenz möglicherweise unkontrollierbar werden können.

Das Schuldenwachstum ist kein Problem – noch nicht ...

Die Welt erstickt nicht an ihren Schulden – solange die Zinsen niedrig bleiben. Für Anleger, die entweder direkt oder indirekt in Verschuldungsinstrumente investieren, ist dies keine gute Nachricht, ganz im Gegenteil: Sie erzielen auf jeden Fall unbefriedigende Anlageergebnisse: Entweder sie akzeptieren sehr niedrige Zinsen für einigermaßen sichere festverzinsliche Wertpapiere. Oder sie nehmen auf der Suche nach Rendite versteckte und unkalkulierbare Risiken in Kauf.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Aktie als Alternative zur Anleihe kann ebenfalls trügerisch sein, da immer mehr Unternehmen ihr Business-Modell auf niedrigen Zinsen basieren. Zum einen, weil sie aufgrund niedriger Finanzierungskosten ihre Gewindynamik durch ansteigende Verschuldung künstlich aufhübschen können. Zum andern aber auch – und dies kann langfristig viel gefährlicher werden – basiert Vertrieb zunehmend auf Verkaufsanreizen durch günstige Absatzfinanzierung. So resultiert der Verkaufsboom deutscher Premium-Autos in Asien und anderswo nicht zuletzt auf einer rapiden Expansion von Autofinanzierungen durch die Hersteller.

Als besonders tückisch erweisen sich in der Vergangenheit immer wieder Anlagen in Immobilien, weil bei „Betongold“ traditionell in allen Ländern besonders leichtfertig mit Schulden umgegangen wird. Denn mit kreditfinanzierten Immobilieninvestments ist eine Risikokonzentration verbunden, die den meisten Schuldnern nicht bewusst ist. Zudem finden sich immer wieder Finanzinstitute (und inzwischen mehr und mehr Schattenbanken), die durch aggressive Expansion ihrer Kreditportfolios schnellen Gewinnen den Vorrang vor langfristiger Risikokontrolle geben. Enttäuschungen bei der Miet- bzw. Wertentwicklung führten in der Folge oft zum Kollaps der Finanzierung; mit entsprechenden Folgewirkungen für die gesamte Wirtschaft.

Die im Dunkeln sieht man nicht ...

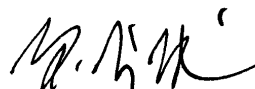
Eine neue Finanzkrise ist nicht unvermeidlich, wird aber wohl kommen, wenn die Zinsen global wieder ansteigen. Und sie wird ihren Ausgangspunkt nicht da haben, wo ihn derzeit Viele befürchten: beim vorherigen Krisenverursacher, dem regulierten Finanzsektor der entwickelten Volkswirtschaften. Denn dieser ist 1) durch gestiegene Kapitalanforderungen viel sicherer gemacht worden; und 2) ist hier die Verschuldung nur sehr moderat angestiegen.

Meiner Einschätzung nach ist es sehr gut möglich, dass der Schattenbanksektor in den Schwellenländern der nächste Krisenauslöser sein wird. Dies ist jedoch nur eine unpräzise Vermutung, denn weder ich noch sonst irgendjemand kann derzeit erkennen, was sich in diesem Bereich in seiner Gesamtheit zusammenbraut. Deswegen wird auch bis zur letzten Minute völlig unklar bleiben, wo und in welcher Form die nächste Bombe platzt. Weiterhin wird nicht zu prognostizieren sein, durch welche Mechanismen ein Krisenimpuls im Weltwirtschaftssystem weitergegeben wird.

Möglicherweise wird die nächste Krise insgesamt nicht so schlimm, weil der regulierte Finanzsektor inzwischen gut abgeschirmt ist. Die Intransparenz des Schattenbanksektors dürfte aber dazu führen, dass Krisenerscheinungen ohne Vorwarnzeit auftreten sowie Betroffene hart und schnell treffen.

Anleger können sich nur schützen, in dem sie bei all ihren Investments – egal ob in Renten, Aktien oder Immobilien – auf geringe Verschuldungsrisiken achten; und zwar nicht nur, was die sichtbare Verbindlichkeiten in der Bilanz angeht. Vor allem gut versteckte Schulden oder Abhängigkeiten von Krediten werden zu Risikofaktoren. Viele eigentlich produzierende Firmen wurden in den vergangenen Jahren durch Expansion in der Absatzfinanzierung zur Schattenbank. Ihre Verkaufserfolge in der Gegenwart können schnell zu unangenehmen Überraschungen in der Zukunft führen.

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



Der Preis der Zivilisation

Von Karl-Heinz Thielmann

Diabetes ist der Sammelbegriff für verschiedene Stoffwechselstörungen, deren Leitbefund eine Überzuckerung des Blutes ist. Diese resultiert aus einer fehlerhaften Reaktion des Körpers auf das Hormon Insulin. Schon seit 3500 Jahren ist das Krankheitsbild bekannt. Vor ca. 2500 Jahren identifizierten erstmals indische Ärzte verschiedene Ursachen, darunter die angeborene Veranlagung und „Fettleibigkeit“. Hiermit wurde im Prinzip schon die heutige Aufteilung der verschiedenen Diabetesarten vorweggenommen. Die Hauptarten sind Typ 1 – eine angeborene Störung des menschlichen Immunsystems, welche die Insulinproduktion im eigenen Körper verhindert – sowie Typ 2 – eine Störung der menschlichen Zellfunktion, durch die Insulin nicht mehr richtig vom Körper verarbeitet werden kann. Daneben gibt es eine Vielzahl von weiteren Formen wie z. B. Schwangerschaftsdiabetes, die quantitativ in Relation zu den Haupttypen aber relativ wenig bedeutsam ist.

Wenn es ein Leiden gibt, das die Bezeichnung „Zivilisationskrankheit“ verdient, so ist es Diabetes Typ 2. Denn sie wird im Wesentlichen von drei Faktoren verursacht: Übergewicht, Bewegungsmangel und die Vorliebe für eine kohlenhydratreiche Ernährung. Damit ist sie Resultat einer modernen Lebensweise, die vorwiegend auf Bequemlichkeit sowie kostengünstige und allgegenwärtige Versorgung mit nährstoffreicher Nahrung ausgerichtet ist. Sowohl Arbeit wie auch Freizeit finden zunehmend im Sitzen und vor einem Bildschirm statt, was einen Bewegungsmangel verursacht, sofern man diesem nicht bewusst entgegensteuert. Zudem setzt die heutige Ess-Kultur einerseits auf Junkfood und Snacks für die schnelle Nahrungsaufnahme zwischendurch; andererseits sind üppige Mahlzeiten unabdingbar für besondere Anlässe geworden. Dies fördert die übermäßige Aufnahme von verfettender Nahrung. Hierbei wirkt sich fatal aus, dass wir genetisch darauf programmiert sind, dass wir uns immer noch so ernähren wollen, wie es optimal war, als die Urmenschen als Jäger und Sammler durch die Natur streiften: fett, salzig bzw. süß. Weil sich unsere Vorfahren aber nur selten satt essen konnten und sich dafür viel bewegten, schadete ihnen das gelegentliche Überfressen nicht. In der heutigen Welt mit Nahrungsmittelüberfluss und Bewegungsknappheit ist jedoch genau das Gegenteil der Fall.

Insofern hat sich Diabetes schon seit Längerem zur Volkskrankheit entwickelt. Da sich insbesondere weniger wohlhabende Menschen relativ ungesund ernähren, sind vielfach sozial Schwache oder Bewohner relativ armer Länder besonders betroffen, deren Wohlstandsniveau sich in den vergangenen Jahren stark erhöht hat. Die International Diabetes Foundation IDF schätzt, dass weltweit ca. 387 Millionen Menschen von dem Leiden betroffen sind.¹ Dies entspricht ca. 1/12 der erwachsenen Bevölkerung. Allerdings ist sich nur ca. der Hälfte der Betroffenen dessen bewusst, weil die Krankheit oft sehr spät oder gerade in Ländern mit mangelhaften Gesundheitssystemen überhaupt nicht erkannt wird. Vielfach werden erst die schwerwiegenden Folgeerkrankungen von Diabetes diagnostiziert. Hierzu gehören Sehstörungen bis zur Blindheit, Nervenschäden, Kreislaufkrankungen bis zu Schlaganfall oder Herzinfarkt, Depression und Nierenversagen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zur Behandlung von Diabetes werden jährlich weltweit nach Angaben von IDF 610 Mrd. US\$ aufgewendet, 11% aller Ausgaben für Gesundheit. Mehr als die Hälfte dieses Betrages entfällt auf Nordamerika (incl. Mexiko), obwohl sich in dieser Region nur 10% der Erkrankten befinden.

Diabetes: Weltweite Verbreitung 2014	Europa *)	Nord-Amerika & Karibik **)	Süd- und Mittelamerika	Arabische Länder	Afrika (ohne arab. Länd.)	Zentrales Asien	Pazifik-Region ***)
Erkrankte in Mio.	52	38,8	24,8	36,8	21,5	75	137,8
hiervon diagnostiziert	66,9%	72,9%	72,6%	51,4%	37,7%	47,2%	46,4%
Erkrankte in % der:							
Gesamtbevölkerung	5,7%	7,7%	5,2%	5,6%	2,3%	5,1%	6,0%
Erwachsenen	7,9%	11,4%	8,1%	9,7%	5,1%	8,3%	8,4%
Ausgaben für Behandlung in Mrd. US-Dollar	144,3	310	28,7	16,8	4,5	6,9	101
Ausgaben je diagnost. Patienten	\$4.147	\$10.954	\$1.594	\$889	\$556	\$195	\$1.578

*) incl. Russland und ehemalige GUS-Staaten

***) incl. Mexiko

****) incl. China, Südkorea, Japan

Quelle: International Diabetes Foundation IDF

In Deutschland werden schätzungsweise 7 Millionen Menschen gegen Diabetes behandelt, bei weiteren 4 Millionen wird die Krankheit vermutet. Ca. 90 % der Patienten leiden am Typ 2, ca. 5% am Typ 1.² Ähnliche Zahlen mit Anteilen von 90%-95% von Typ 2 bei den Betroffenen sind auch für andere Industrieländer typisch.

Laut Angaben der Weltgesundheitsorganisation WHO ließen sich 2012 1,5 Millionen Todesfälle unmittelbar auf Diabetes zurückführen.³ Die meisten direkten Todesfälle (80%) kommen in weniger entwickelten Ländern vor, wo diese Krankheit rasch an Bedeutung gewinnt und oft noch unzureichend behandelt wird. In Industrieländern wirkt sie seltener direkt tödlich, sondern vielmehr die Folgeerkrankungen; insbesondere des Kreislaufs. Laut WHO ist das Sterbe-Risiko bei Diabetes-Patienten doppelt so hoch wie bei gesunden Menschen.

Im Gegensatz zu anderen Krankheiten geht die WHO bei Diabetes nicht davon aus, dass dieses Leiden erfolgreich eingedämmt werden kann. Sie prognostiziert, dass diese Krankheit bis 2030 zur siebtwichtigsten direkten Todesursache wird. Die IDF erwartet einen Anstieg der Anzahl der Betroffenen bis 2035 auf 592 Millionen (+53%). Ein wachsendes Problem dabei ist das starke Vordringen der Diabetes in Asien sowie in einigen Schwellenländern.

Traditionelles asiatisches Essen ist zwar relativ gut geeignet zur Prävention, verliert aber in den immer wohlhabender werdenden Heimat-Ländern zunehmend an Popularität, da es ein „Armut-Image“ hat. Ungesundes westliches Essen wird bevorzugt, jedoch in der Regel aufgrund des normalerweise geringeren Körpergewichts von Asiaten noch schlechter vertragen als von Europäern oder US-Amerikanern. In Singapur ist inzwischen jeder neunte Bewohner zwischen 18 und 69 betroffen.⁴ In Südkorea hatten 2013 12,4% aller Erwachsenen über 30 Diabetes oder eine Vorerkrankung.⁵

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Schwellenländer wie Mexiko hingegen haben nicht so sehr mit einer Umstellung der Lebensgewohnheiten zu kämpfen. Im Gegenteil, hier begünstigt das Festhalten an Ernährungstraditionen aus schlechten Jahren Diabetes. War Mexiko vor 20 Jahren noch ein sehr armes Land mit einem Anteil der Diabeteskranken vom Typ 2 um 6,7%, stieg dieser bis 2006 auf 14,4% an⁶ und dürfte sich seitdem auf diesem Niveau stabilisiert haben. Hierzu hat nicht unwesentlich beigetragen, dass fettes und süßes Essen, welches früher nur im Ausnahmefall zur Verfügung stand, jetzt im Überfluss genossen werden kann.

Der politische Wille zur Eindämmung der Krankheit ist weltweit außerordentlich gering. Dies hängt auch damit zusammen, dass man in demokratischen Gesellschaften Menschen keine gesündere Lebensweise aufzwingen kann, weil dies einen relativ weitgehenden Eingriff in die Freiheitsrechte des Einzelnen bedeuten würde. Erst recht keine ernsthafte Bekämpfung der Diabetes ist von wenig demokratischen Regimen zu erwarten, die keine Unzufriedenheit durch die künstliche Beschränkung von Ernährungsweisen riskieren werden.

Appelle für eine gesündere Lebensweise und verbesserte Informationen über Prävention kommen nur bei einem Teil der Bevölkerung an. Gerade Menschen, die aufgrund ihrer Bequemlichkeit potenzielle Opfer sind, dürften hierfür besonders unempfänglich sein. Eine Regulierung diabetesverursachender Lebensmittel ist ebenfalls äußerst problematisch, da diese ja an sich nicht schädlich sind, sondern nur, wenn sie im Übermaß genossen werden.

Insofern ist damit zu rechnen, dass Übergewichtigkeit und die Folgeerkrankung Diabetes Typ 2 weiter an Verbreitung gewinnen werden. Weitere Faktoren, welche die Verbreitung begünstigen, sind demografischer Natur. Zum einen steigt mit fortgeschrittenem Lebensalter der Anteil der Diabetes-Patienten deutlich an. Da generell die Langlebigkeit zunimmt, erhöht sich mit der Anzahl älterer Menschen auch Diabetes überproportional. Weiterhin wird die Ausbreitung durch die zunehmende Verstädterung gefördert, die insbesondere in Schwellenländern immer stärker voranschreitet. Ca. 2/3 aller Diabetes-Betroffenen sind Stadtbewohner, Tendenz steigend.⁷

Zudem ist Diabetes eine chronische Krankheit. Wer einmal im fortgeschrittenen Stadium davon betroffen ist, bleibt auf Dauerbehandlung angewiesen.

All diese Faktoren machen den Markt für Diabetes-Therapien zu einem außerordentlich interessanten Segment für Pharmaunternehmen. In den vergangenen 10 Jahren gab es laut Angaben von Novo Nordisk ein globales Markt-Wachstum von ca. 12% jährlich.⁷ Diese Zuwachsrate dürfte in den kommenden Jahren beizubehalten sein und kann sich möglicherweise sogar noch weiter beschleunigen. Angesichts komplexer Produktionsprozesse und einem relativ spezifischem Research Know-how sind die etablierten Anbieter relativ gut vor Konkurrenz geschützt, sodass die ebenfalls die heute führenden Firmen auch in Zukunft vor allem davon profitieren werden.

Da Diabetes Typ 2 oftmals erst relativ spät diagnostiziert wird, reichen Maßnahmen wie eine Umstellung auf eine gesündere Lebensweise oder Blutzucker beeinflussende Tabletten i.d.R. für eine Thera-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

pie nicht mehr aus. Zur Behandlung werden Patienten dann Insulinpräparate verabreicht. Diese werden normalerweise gespritzt, aber heutzutage nur noch selten mit klassischen Injektionsnadeln. Stattdessen haben sich sog. Insulin-Pens weitgehend durchgesetzt, die ihre Bezeichnung daher haben, dass sie optisch einem Füllfederhalter ähneln und wie dieser fast überall hin mitgenommen werden können. Zudem erlauben sie eine relativ genaue Dosierung.

Bei Insulinen sind heutzutage vor allem zwei verschiedene Arten gebräuchlich:

1) Humaninsuline, die identisch aufgebaut sind wie das von der menschlichen Bauchspeicheldrüse gebildete Insulin. Sie werden überwiegend gentechnologisch mit Hilfe von Bakterien oder Hefen hergestellt. Sie wirken i.d.R. relativ ungleichmäßig und mit Zeitverzögerung.

2) Insulinanaloga (auch „Turbo-Insuline“ genannt), die gentechnisch gegenüber dem Humaninsulin geringfügig verändert sind. Sie wirken deutlich schneller und gleichmäßiger als Humaninsuline. Es gibt verschiedene Varianten, mit denen sich die Wirkungszeit relativ gut zwischen einigen Stunden und einem Tag steuern lässt. Dies erleichtert Diabetikern die Abstimmung zwischen Essen und Medikamenteneinnahme erheblich.

Während der Markt für Humaninsulin seit Jahren stagniert, findet das Wachstum im Wesentlichen im Bereich der Insulinanaloga statt. In diesem Segment haben nur drei Firmen wesentliche Weltmarktanteile: Novo Nordisk mit 44%; Sanofi mit 35% und Eli Lilly mit 18% (Angaben von Novo Nordisk bis November 2014⁷). Für den gesamten Diabetes-Therapiemarkt ist Novo Nordisk ebenfalls Weltmarktführer ist mit einem Anteil von zuletzt ca. 27%. Wichtigster globaler Wettbewerber ist Sanofi; in den USA haben noch Merck und Eli Lilly große Bedeutung. Geringe Marktanteile entfallen weiterhin auf Astra Zeneca, Novartis und Takeda.

Novo Nordisk ist das einzige Pharma-Unternehmen, das sich weitgehend auf Diabetes-Therapie fokussiert hat. Bei allen anderen Wettbewerbern ist dieses Segment nur eine Sparte innerhalb eines größeren Konzerns. Damit stellt die Aktie für Anleger die einzige Möglichkeit dar, sich im Bereich Diabetes fokussiert zu engagieren. Sie wird daher im Folgenden im Detail vorgestellt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Novo Nordisk: ein etwas anderer Pharmakonzern

Von Karl-Heinz Thielmann

Novo-Nordisk AS - B -					
Website:	www.novonordisk.com/	Kurs 27.2.2015:	319,70 DKK	Börsenwert (Mrd.€):	113,5
Hauptbörse:	Nasdaq OMX	Land:	Dänemark	WKN:	A1XA8R
				ISIN:	DK0060534915

Der im Kopenhagener Vorort Bagsværd angesiedelte Pharmakonzern Novo Nordisk entstand 1989 aus der Fusion zweier dänischer Insulinproduzenten, deren Ursprünge in die 1920er Jahre zurückgehen. Die frühzeitige Fokussierung im Bereich der Biopharmazie hat es Novo Nordisk ermöglicht, nicht nur Marktführerschaft in Hinblick auf Diabetesmedikamente mit neuen Produkten und Darreichungsformen zu erlangen, sondern diese auch noch beständig auszubauen.

Novo Nordisk: Übersicht Unternehmenskennzahlen	2010	2011	2012	2013	2014
Umsätze Mrd. DKK	60,8	66,3	78,0	83,6	88,8
Forschungsausgaben (% vom Umsatz)	15.8%	14.5%	14.0%	14.0%	15.5%
Free Cashflow Mrd. DKK	17,0	18,1	18,6	22,4	27,4
Gewinn je Aktie DKK (voll verw.)	4,92	6,00	7,77	9,35	10,07
Dividende DKK	2,00	2,80	3,60	4,50	5,00

Quelle: Novo Nordisk

Mit einem Umsatz von 88,8 Mrd. Dänischen Kronen (11,9 Mrd. €) in 2014 hat Novo Nordisk nur ein jeweils ca. 1/3 so großes Geschäftsvolumen wie die führenden Pharmakonzerne Merck, Pfizer, Roche oder Novartis, ist aber im Vergleich mit diesen Unternehmen auf einen Geschäftsschwerpunkt festgelegt. 79% der Umsätze werden mit Diabetes-Medikamenten erwirtschaftet. Weitere 21% der Verkäufe gehen auf biopharmazeutische Nischenmärkte zurück, in denen Novo Nordisk ähnlich wie bei Diabetes eine führende Position besetzt. Hierbei sind insbesondere Medikamente zur Bekämpfung der Bluterkrankheit (global Nr. 2) sowie von hormonell bedingten Wachstumsstörungen (Weltmarktführer) zu nennen.

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal zur übrigen Pharmaindustrie ist, dass Novo Nordisk ungewöhnlich viel Wert auf Mitarbeiterzufriedenheit legt. Dies geschieht nicht zuletzt deshalb, weil sich die Firma so als attraktiver Partner für herausragende Wissenschaftler profilieren möchte. 2014 wurde das Unternehmen von den Lesern von „Science“ zum zweitbesten Arbeitgeber im Wissenschaftsbereich gewählt. Beim Fortune Ranking der „100 Best Companies to Work For“ ist Novo Nordisk seit Jahren in der Liste der besten 100 vertreten, wenn auch seit 2013 nicht mehr auf einem der vorderen Plätze.¹ Ebenfalls eine hohe Bedeutung hat das Thema Nachhaltigkeit, wo Novo Nordisk z. B. nach dem Ranking von Sustainable Asset Management (SAM) zu den führenden 3 Unternehmen (von 48 überprüften) im Pharmasektor gehört.²

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Um den Erfolg ebenfalls in der Zukunft zu sichern, wurden verschiedene Schwerpunkte für die weitere Forschung und Expansion gesetzt, durch die die aktuelle Marktposition noch erweitert werden kann:

- 1) Verbesserte Darreichungsformen für Diabetesmedikamente und Erhöhung der Therapieeffizienz: Patienten reagieren je nach Veranlagung und Krankheitsverlauf sehr unterschiedlich auf verschiedene Therapien. Um individuellen Unterschieden Rechnung zu tragen, sind neue Wirkstoffe – wie z. B. das 2013 eingeführte Langzeitinsulin Tresiba® - notwendig, die entweder alleine verabreicht werden oder in Kombination mit anderen Präparaten eine verbesserte Feinabstimmung ermöglichen. Ein Beispiel für ein Kombinationspräparat ist Ryzodeg®, das sich derzeit in der Markteinführung befindet. Es kombiniert Tresiba® mit dem sehr schnell wirkenden Insulin NovoRapid®.
- 2) Diabetes Typ-2 Prävention:
 - Medikamente zur Bekämpfung von starkem Übergewicht: 2015 ist die Markteinführung von Saxenda® geplant, einem Medikament, das hormonell den Appetit vermindert und so die Effektivität von Diäten deutlich steigern kann.
 - Einstieg in Kooperationsprogramme zur Prävention von Diabetes Typ 2; insbesondere in Hinblick auf die Ausbreitung der Krankheit in Großstädten in Schwellenländern
- 3) Diabetes Typ 1-Therapie: Obwohl schon lange bekannt, steckt die Grundlagenforschung zu den Ursachen vom Typ 1 noch in den Kinderschuhen. Erst sein Kurzem scheint es gelungen zu sein, wesentliche Wirkungsmechanismen zu identifizieren, welche eine Fehlreaktion des Immunsystems hervorrufen. Novo Nordisk hofft derzeit, auf der Basis von Stammzellen eine Therapie zu entwickeln, mit der der Ausbruch von Diabetes Typ 1 verhindert oder zumindest deutlich verzögert werden kann.
- 4) Ausbau von Marktnischen, bei denen Novo Nordisk aufgrund seiner Research-Kenntnisse aus der Diabetes-Forschung einen Know-how Vorsprung hat:
 - Verbesserte Medikamente für die Bluterkrankheit
 - Behandlung von hormonellen Wachstumsstörungen

Seit 1996 veröffentlicht Novo Nordisk langfristige Finanzziele, um die Wertgenerierung für Aktionäre transparent zu machen. Diese wurden zuletzt 2012 überarbeitet und sind relativ ambitioniert.

Novo Nordisk langfristige Finanzziele		Durchschnitt		
		2009-2013	2014	
Wachstumsziel	Steigerung des Betriebsgewinns um 15% p.a.	21%	10%	in DKK
		18%	13%	in lokalen Währungen
Profitabilitätsziel	Operative Marge von 40%	34%	39%	
Kapital-Rentabilitätsziel	Ein Verhältnis des Betriebsgewinns vor Steuern zu den betrieblichen Netto-Aktiva von 125%	77%	101%	
Cashflow-Generierung	Ein Verhältnis des Cashflows zu Gewinnen von 90% im Dreijahresdurchschnitt.	108%	93%	

Quelle: Novo Nordisk

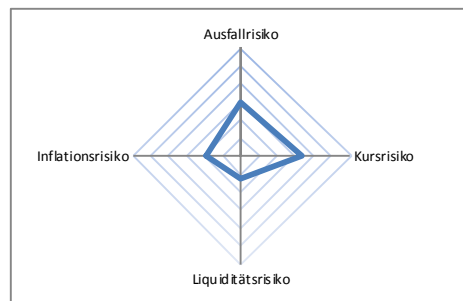
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Selbst wenn die Gesellschaft zuletzt das Wachstumsziel leicht verfehlt hat, so sind die erzielten Werte doch in Bezug auf Vergleichsunternehmen immer noch als außerordentlich gut zu bezeichnen. Insbesondere der sehr hohe freie Cashflow von zuletzt 27,4 Mrd. Dänischen Kronen (=31% des Umsatzes) ist bemerkenswert. Er wird außer für Dividendenzahlungen auch für Aktienrückkäufe verwendet, wodurch sich das Aktienkapital seit 2011 mit einer jährlichen Rate von 2,7% vermindert hat.

Die Bewertung von Novo Nordisk erscheint mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von ca. 20 sowie einer Dividendenrendite von ca. 2% optisch zunächst sehr hoch. Die Firma hat aber das seltene Privileg einer relativ gut geschützten Marktführerschaft in einem hochprofitablen Wachstumsmarkt. Die hieraus resultierende außerordentliche Fähigkeit zur Cash-Generierung relativiert das sehr hohe KGV sehr stark, sodass die Aktie trotzdem noch leicht unterbewertet erscheint.

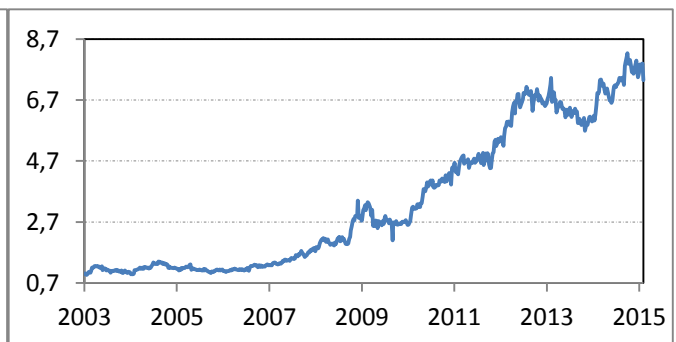
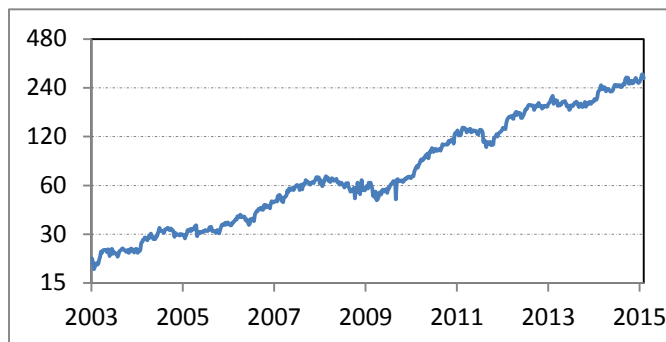
Gew.änd. bis 2017e Ø p.a.:		12%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2015e	2016e	aktuell
26,9	24,4	2,8
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2015e	2016e	zu Umsatz
1,7%	1,9%	9,8



Nachhaltigkeit: sehr gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,0	1,3
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,3	2,0

Langfristige Kursentwicklung (DKK):

Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Angesichts des Marktwachstums; einer führenden Wettbewerbsstellung sowie der Fähigkeit zu kontinuierlichen Aktienrückkäufen dürfte eine langfristige Steigerungsrate beim Gewinn je Aktie von deutlich über 10% p.a. realistisch sein. Insofern ist die Aktie von Novo Nordisk als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) sowohl für chancenorientierte wie auch für risikobewusste Anleger geeignet. Aufgrund der hohen finanziellen Solidität kann die Aktie ebenfalls zur Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht) bei konservativen Investoren eingesetzt werden.

Empfehlungshistorie: Die Aktie von Novo Nordisk wurde bisher noch nicht empfohlen.

Spanischer Wohnungsmarkt: Die Erholung beginnt

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Der spanische Immobilienmarkt kam als Folge der Finanzkrise im Jahr 2007 deutlich unter Druck. Aufgrund des anschließenden Konsolidierungs- und Reformschocks ist das Land im Jahr 2009 in eine schwere Rezession geraten. Ausgehend vom Höhepunkt sind die Preise im Schnitt um rund 45% gefallen. Von der Abwärtsentwicklung wurden alle spanischen Regionen erfasst – allerdings mit unterschiedlicher Intensität. Während die Preise an den Küstenregionen am Mittelmeer im Schnitt um 49% bzw. in den Großstädten um 46% gefallen sind, gingen die Hauspreise auf den Balearen und Kanaren nur um 31% zurück. Inzwischen scheint sich eine Bodenbildung anzudeuten. Denn seit dem zweiten Quartal 2014 ist der Hauspreisindex (HPI) wieder leicht gestiegen. Der spanische Wohnungsmarkt folgt damit der Gesamtwirtschaft, die bereits seit Ende 2013 mit einem leichten Wachstum aufwartet.

Mit einem BIP-Wachstum von 0,7 % im vierten Quartal 2014 (qoq) 2014 entwickelte sich Spanien sogar zu den Lichtblicken im Euroraum. Das Euroland-BIP legte im Schlussquartal lediglich um 0,3 % qoq zu.¹ Die Fortschritte Spaniens werden insbesondere deutlich, wenn man sie mit dem italienischen Bruttoinlandsprodukt vergleicht, das seit 14 Quartalen nicht mehr zugenommen hat. Für das laufende Jahr rechnet die EU-Kommission mit einem Wirtschaftswachstum von 2,3 % in Spanien, welches höher liegen soll als in Deutschland, wo die Kommission mit einem Wachstum von 1,5% rechnet.

Dass sich Spanien und Italien seit der Krise so unterschiedlich entwickelten, ist auch Konsequenz der geplatzten spanischen Immobilienblase. Denn diese hat durch hohe Insolvenzquoten im Bausektor strukturelle Veränderungen forciert. Dies hat zwar das Wachstum stark belastet, aber ebenfalls die Neuausrichtung der Wirtschaft vorangetrieben, was deutlich am gesunkenen Beitrag vom Immobilien- und Bausektor am spanischen BIP zu erkennen ist. So hat sich der Beitrag dieser Sektoren von 12 % am BIP vor dem „Crash“ auf inzwischen 5% reduziert. Im Schnitt hat der BIP-Anteil dieser Sektoren bei 7% gelegen. Mit Blick auf die verbesserten Wachstumsaussichten, wodurch wiederum rund 500.000 neue Jobs entstehen sollen, sollte der Property-Sektor in den nächsten Jahren wieder auf 7,5% des BIP ansteigen.² Diese Zahlen korrespondieren mit Daten aus der Europäischen Union, wonach der Bausektor im Oktober mit einem Anstieg von knapp 14% (yoy) nach Ungarn das höchste Wachstum innerhalb Europas erzielt hat.³ Derzeit sind noch 98.644 Arbeiter im Bausektor beschäftigt, im Jahr 2010 waren es noch 199.541.⁴

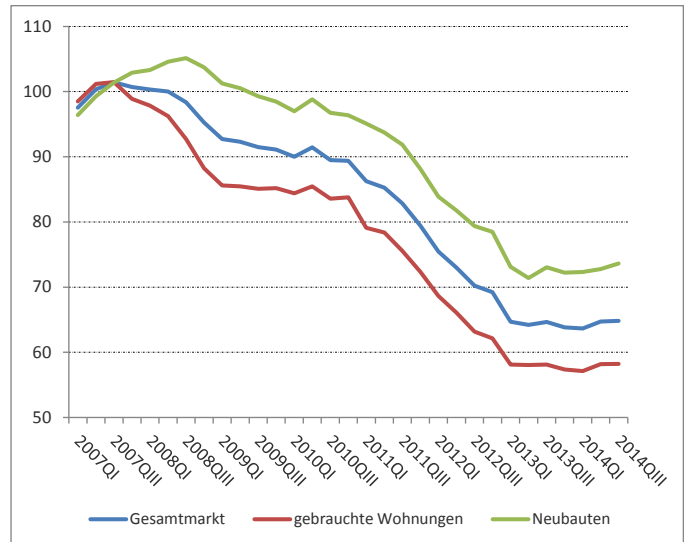
Als Folge der Strukturreformen sind auch die Löhne deutlich gefallen und liegen inzwischen um rund 15 % unter dem Vorkrisenniveau. Als größtes Hindernis für eine nachhaltige Konjunkturerholung erweist sich jedoch die hohe Arbeitslosigkeit, die sich Ende des Jahres auf 23,7 % belief, nachdem sie sich im Jahresverlauf 2014 um 2 Prozentpunkte verringerte. Deutlich gesunken ist ebenfalls die Jugendarbeitslosigkeit (20-29J) von 39,2% auf 36,8%.⁵

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Da sich im Zuge von Arbeitslosigkeit und des Wertverfalls von Wohnimmobilien die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte erheblich verminderte, wurden viele Kredite notleidend. Dies wiederum hatte sich negativ in den Bilanzen der spanischen Banken niedergeschlagen. Während zum Jahresanfang das Volumen der notleidenden Kredite sich bei rund 197 Mrd. Euro, belief, sind die NPL's seitdem sukzessive gesunken und lagen im Dezember bei rund 173 Mrd. Euro, was aber immerhin noch einen Anteil am Gesamtportfolio von etwa 12,5 % entspricht. Zum Vergleich: Ende 2007 lag das Volumen der Non-Performing-Loans noch bei 16,3 Mrd. Euro. Spürbar erhöht haben sich im Zuge der konjunkturellen Krise auch die faulen Hypothekenkredite, weil eine zusehends große Anzahl an Hausbesitzern ihre Kredite und Hypotheken nicht mehr bedienen konnten. Wenngleich das Volumen der faulen Hauskredite im Jahresverlauf 2014 von 36,2 Mrd. Euro im ersten Quartal auf 33,6 Mrd. Euro im dritten Quartal gefallen ist, liegt diese Zahl noch deutlich über dem Niveau von 14,8 Mrd. Euro Ende 2008.⁷

Abb. 1: Haus-Preis-Index Spanien



Quelle: Nationales Statistikamt, INE, Housing Price Index (HPI)

Der Zugang zu Bankkrediten ist noch erschwert

Während z. B. die italienischen Institute ihre Kreditvergabestandards im vierten Quartal im Vergleich zum dritten Quartal 2014 gelockert haben und damit den Rückgang der Kreditvergabe gestoppt haben, änderten spanische Banken ihre Vergaberichtlinien in diesem Zeitraum nicht. Die Kreditvergabe ist nach wie vor rückläufig. Zudem sind die Kreditkosten vor allem für die kleinen und mittleren Unternehmen in Spanien – wie ebenfalls in anderen Krisenländern – unverändert hoch. Die bisherige Zurückhaltung der Banken im vergangenen Jahr kann von Verunsicherung hinsichtlich des ungewissen Ausgangs des Asset Quality Reviews der EZB herrühren.

Vor dem Hintergrund der angekündigten Staatsanleihenkäufe seitens der EZB ist davon auszugehen, dass Konditionen zur Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte auch in Spanien in den kommenden Monaten gelockert werden. Dies dürfte zur Wiederbelebung des Häusermarktes beitragen.

Immobilienmarktzyklus: Talsohle dürfte durchschritten sein

Nach einer längeren Abwärtsphase sind die Hauspreise seit dem zweiten Quartal 2014 wieder gestiegen. Gemäß dem Hauspreisindex (HPI) sind die Hauspreise im zweiten Quartal mit einer Jahresra-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

te um 0,8% gewachsen, wobei die Preise für Neubauten um 1,9 % anzogen. Die Hauspreisindizes beschreiben die Preisentwicklungen aller von Haushalten erworbenen Wohnimmobilien (Wohnungen, Einfamilienhäuser, Reihenhäuser, usw.). Bei den gebrauchten Wohnungen legten die Preise lediglich um 0,2% zu. Wenngleich sich das Wachstum mit +0,3% im dritten Quartal wieder etwas abschwächte, deuten die zuletzt veröffentlichten Immobilien-Registrierungs-Statistiken darauf hin, dass das Preiswachstum im vierten Quartal (2,5% yoy) wieder angezogen hat. Der Auftrieb ist zum großen Teil auf die wieder verbesserte Nachfrage ausländischer Investoren zurückzuführen. Den prozentual größten Anstieg dürfte es in den Großstädten Madrid, Barcelona und Valencia, den Balearen sowie in den Küstenregionen des Mittelmeers geben. Vor allem in Valencia, dem Epizentrum des zehnjährigen Baubooms, das von der anschließenden Krise am schwersten heimgesucht wurde, scheint sich der Markt wieder zu beleben.

Gleichwohl zeigen die schwachen Steigerungsraten bei den gebrauchten Häusern, wie wenig ausgeprägt der Erholungsprozess im gesamten Land bislang verläuft. Hinzu kommt, dass je nach Datenanbieter die Zahlen variieren. Während die Banco de España für das Jahr 2013 ein Rückgang der Preise um 12% ausweist, kommt der Immobilien-Gutachter TINSA (Tasaciones Inmobiliarias) auf -13,8% (yoy). Auch für 2014 und 2015 rechnet TINSA mit Preisrückgängen im Schnitt von 7,2% bzw. 2,7%.⁷ Gleichwohl dürften sich einzelne Regionen wie die Balearen und Kanaren mit +3,8 % (2014: -6,9%) besser entwickeln als z. B. die Küstenregionen, wo erneut mit einem Preisrückgang von 5,2% nach -4,8% im Jahr 2014 zu rechnen ist. Mit geringen Wertverlusten rechnet TINSA ebenfalls in den Metropolregionen (-1,7% - nach -8,4% in 2014).

Abb. 2: Allgemeiner Hauspreisindex nach Autonomen Kommunen

Preisänderungen zum Ende des 3. Quartals 2014	Allgemeiner Hauspreisindex				Neubautenindex			
	Autonome Kommunen	Index	Zum Vor- Quartal %	Zum Jahres- beginn %	Zum Vorjahr %	Index	Zum Vor- Quartal %	Zum Jahres- beginn %
Andalucía	73,9	0,3	1,1	0,0	84,0	0,9	2,2	1,9
Aragón	56,2	-0,6	0,2	-2,0	63,3	-1,7	0,9	-2,0
Principado de Asturias	68,7	-0,7	0,1	-1,5	75,8	0,7	3,0	0,8
Illes Balears	68,2	2,1	-0,2	0,5	81,3	3,8	1,4	1,8
Canarias	70,4	-1,1	0,1	-0,6	77,4	0,1	1,5	1,6
Cantabria	64,2	1,7	0,4	2,0	72,2	2,9	3,2	6,2
Castilla y León	65,8	-1,0	0,0	-2,8	71,1	-0,9	0,6	-4,1
Castilla-La Mancha	66,5	-1,6	-0,7	-3,2	68,2	-0,1	-0,8	-4,7
Cataluña	55,4	0,3	1,6	1,1	65,7	2,5	4,1	5,4
Comunitat Valenciana	69,4	0,4	3,5	0,9	76,4	1,4	6,0	0,2
Extremadura	72,7	-2,2	-1,1	-4,6	76,9	-0,6	-1,3	-6,9
Galicia	72,8	-0,8	1,6	-2,0	79,5	-0,1	5,1	-0,7
Comunidad de Madrid	60,0	0,6	2,9	2,8	67,9	1,9	-0,2	2,9
Región de Murcia	73,4	0,5	3,6	1,5	76,1	1,2	3,4	-0,5
Comunidad Foral de Navarra	53,8	-2,3	-3,7	-6,9	59,1	-0,5	-0,6	-6,3
País Vasco	60,9	0,8	-0,1	-1,9	71,5	1,8	-1,6	0,4
La Rioja	58,8	-0,2	0,2	-3,5	60,5	-0,3	0,3	-6,1
Ceuta	70,7	0,7	2,0	1,4				
Melilla	74,9	0,4	2,1	1,4				

Quelle: Nationales Statistikamt, INE, Housing Price Index (HPI), Dezember 2014

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Ein ähnliches Bild zeigte sich in den autonomen Kommunen in den entsprechenden Betrachtungszeiträumen. Festzustellen ist, dass die Preisentwicklung je nach Region unterschiedlich ausgeprägt ist (s. Abb. 2). Ins Auge sticht, dass die Preise in den Kommunen Valencia (+3,5%), Murcia (+3,6%) und Madrid (+2,9%) im Jahresverlauf am stärksten gestiegen sind, während die Preise in der Kommune Navarra mit -3,7% am deutlichsten gefallen sind. Auch bei den Neubauten verzeichnete die Kommune Valencia mit +6% die größten Steigerungsraten im Jahresverlauf, gefolgt von Galicien (+5,1%) und Katalonien (+4,1%). In der Kommune Madrid hingegen sind die Preise für Neubauwohnungen/Häuser um 0,2% im Jahresverlauf gesunken.

Nach wie vor im Abwärtstrend befinden sich die Mieten in Spanien. Im November 2014 sind die durchschnittlichen Mieten um 0,7% (yoy) gesunken – und damit stärker gefallen als der Konsumentenpreisindex CPI, der sich um 0,4% ermäßigte. Die deutlichsten Mietrückgänge verzeichneten die Regionen Navarra (-2,4%), Murcia (-1,8%), La Rioja (-1,6%), Madrid (-1,4%), Valencia (-1,2%) sowie Andalusien (-0,9%).⁸

Wohnungsfertigstellungen am Tiefpunkt angelangt — Hausverkäufe ziehen wieder an

Gleichwohl wird es noch Jahre dauern, um das deutliche Überangebot an Wohnungen abzubauen. Gemäß offiziellen Schätzungen soll sich der Bestand an unverkauften Wohnungen bei 600.000 belaufen. Insofern kann nicht verwundern, dass die Neubautätigkeit nahezu eingebrochen ist. In der Spitze erreichten die Wohnungsfertigstellungen 2006 bis 2008 mit jeweils deutlich über 600.000 Einheiten. Demgegenüber scheint die Zahl der Hausverkäufe allmählich anzuziehen. Im vergangenen Jahr erhöhten sich die Verkäufe (exkl. Sozialwohnungen) um 4% auf 286.408: Dennoch liegen diese Zahlen 60% unter dem des Rekordjahres 2007. Zwar deuten auch diese Zahlen darauf hin, dass der Markt sich stabilisiert, nachdem er sechs Jahre in Folge geschrumpft ist. Gleichwohl sollte nicht verkannt werden, dass der Häusermarkt – mit Ausnahme von einigen lokalen Prime-locations in den großen Städten und beliebte Küsten – noch immer tief in der Krise ist. Dass der Markt in 2014 nicht weiter gefallen ist – was sich ebenfalls an den Immobilien-Transaktionen ablesen lässt - ist zum einen dem traditionell starken vierten Quartal zu verdanken.

Zum anderen nehmen die Aktivitäten ausländischer Käufer spürbar zu. Laut dem spanischen Immobilien-Register wurden im vierten Quartal des vergangenen Jahres 14 % aller Häuser an Ausländer verkauft. Im Jahr 2010 hat der Anteil der von Ausländern erworbenen Wohnimmobilien noch bei 4,5% gelegen. Von den 318.928 im Grundbuch eingetragenen Hausverkäufen wurden 41.493 Häuser von Ausländern gekauft, davon wiederum entfielen 7.023 auf britische Staatsbürger. Die Registerstellen sehen den wachsenden ausländischen Marktanteil als ein Vertrauensvotum für spanische Immobilien als Kapitalanlage. Nach wie vor gehören die Briten mit einem Anteil von 17% zur stärksten Ausländergruppe (+75% im 2-J-Vgl), dahinter Frankreich mit 10% und Russland mit 7%. Zu den bevorzugten Zielregionen der Ausländer gehören die Regionen Valencia, Andalusien und Katalonien.⁹

Der Durchschnittspreis eines Hauses beträgt derzeit 263.704 Euro (Stand: 22.02.2015), bei Eigentumswohnungen beläuft sich der Quadratmeterpreis auf 1.560 Euro. Die Zonen mit den niedrigsten

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Preisen in Spanien befinden sich in Castilla La Mancha (122.888 €), Extremadura (136.114 €) sowie Asturien (147.806 €). Die höchsten Hauspreise werden auf den Balearen (523.673 €), der Kommune Madrid (376.492 €) sowie im Pais Vasco (366.345 €) abverlangt.¹⁰

Risiken für Investments in spanische Immobilien aus 2015

Das größte Risiko für die spanische Volkswirtschaft besteht weiterhin darin, dass sich die begonnene Konjunkturerholung im Jahresverlauf wieder abkühlt. Diese Gefahr ist insbesondere gegeben, wenn mit der Parlamentswahl Ende 2015 populistische Kräfte wie die Bewegung „Podemos“ an politischem Gewicht gewinnen. Als Folge daraus könnte die ohnehin hohe Arbeitslosenquote sich wieder erhöhen. Dies würde die Kreditqualität im Bankensystem erneut verschlechtern und das Volumen der notleidenden Kredite steigen lassen, was wiederum zusätzliche fiskalische Belastungen für den spanischen Staat mit sich bringen könnte. Neue steuerliche Vorschriften könnten ebenfalls Investments in spanische Immobilien vor allem für Ausländer unattraktiv machen.

Fazit

Mit dem Rückenwind aus der konjunkturellen Erholung sollten die Preise für Häuser und Wohnungen weiteren Auftrieb erfahren. Gleichwohl dürften die Preisanstiege sich noch auf jene Großstädte sowie einzelne Küstenregionen beschränken, die von Investoren stark nachgefragt werden. Positiv ist zwar anzumerken, dass nach dem Platzen der Blase im Jahr 2007 erstmals im vierten Quartal 2014 erstmals wieder mehr Häuser und Wohnungen verkauft wurden. Dass auch die gesamten Transaktionen Immobilientransaktionen sich immer noch auf einem niedrigen Niveau befinden, kann daher herrühren, dass sich die durchschnittlichen Immobilienpreise trotz des immensen Werteverlustes noch immer über den historischen Durchschnitt befinden, was sich an der Kennzahl „Price-to-Income“ festmachen lässt. Hinzu kommt, dass die regionen-übergreifende Erholung angesichts der hohen Zahl an unverkauften Häusern/Wohnungen wohl nur schleppend verlaufen wird.

Andererseits dürften das niedrige Zinsniveau, die massive Liquiditätszufuhr der Europäischen Zentralbank und die hohe Nachfrage aus dem Ausland (neben Europa ebenfalls USA und China) dazu führen, dass sich die Preise nachhaltig erholen. Seit Herbst 2013 hat auch das Interesse institutioneller Investoren wie z. B. Goldman Sachs, Blackstone und anderer Private Equity Investoren zugenommen. Wenngleich sich diese Investments zumeist noch auf die Hauptstadt Madrid fokussierten, dürfte das Interesse an Immobilien im übrigen Spanien bei dieser Investorengemeinde ebenfalls weiter zunehmen. Dass die Anzahl institutioneller Investments im Jahr 2014 stetig zugenommen hat, kann als Anzeichen gesehen werden, dass der Wendepunkt beim Investorenvertrauen eingetreten ist. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass die Immobilienpreise in einigen Regionen viel früher als von vielen Experten erwartet angezogen sind. Falls der Anstieg der Auslandsnachfrage sich in diesem Tempo fortsetzen sollte, dürfte die bisherige Verknüpfung zwischen Immobilienpreisen zum Haushaltseinkommen ohnehin nur eine eingeschränkte Gültigkeit haben, weil die ausländischen Käufer zumeist ein deutlich höheres Einkommen vorweisen können.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben 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.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „**Klartext: Das unheimliche Schuldenwachstum der Welt**“:

Grundlage des Textes ist folgende Analyse:

Richard Dobbs, Susan Lund, Jonathan Woetzel, und Mina Mutafchieva (2015): **“Debt and (not much) deleveraging”**

McKinsey Global Institute; February 2015;

http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

Darüber hinaus wurde zurückgegriffen auf:

Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff „**Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen**“; München 2010, (im Original: **This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly**; Princeton 2009)

Quellen zu: „**Der Preis der Zivilisation**“

1 IDF (2014): **“IDF Diabetes Atlas Sixth Edition”**, (Online-Ausgabe) <http://www.idf.org/diabetesatlas> (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

2 Apotheken Umschau (keine Jahresangabe): **“Diabetes-Ratgeber”**, <http://www.diabetes-ratgeber.net/Diabetes-Typ-1> (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

3 World Health Organization (WHO) (2015) **„Fact sheet N°312: Diabetes“**, updated January 2015
<http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs312/en/> (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

4 Diabetic Society of Singapore (2015), **“Website”**, Januar 2015 (<http://www.diabetes.org.sg/>) (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

5 Korean Diabetes Association (2014): **“DIABETES FACT SHEET IN KOREA 2013”**;
<http://www.diabetes.or.kr/func/download.php?path=L2hvbWUvdmludHVhbC9kaWFIZXRlcy9odGRvY3MvL3RlbXAvZGlhYmVOZXNfZmFjdHNoZWV0XzlwMTMxMTEucGRm&filename=RGIhYmVOZXNGYWN0IHNoZWV0XzlwMTMucGRm> (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

6 Simon Barquera, Ismael Campos-Nonato, Carlos Aguilar-Salinas, Ruy Lopez-Ridaura, Armando Arredondo und Juan Rivera-Dommarco (2013): **„Diabetes in Mexico: cost and management of diabetes and its complications and challenges for health policy“**; in: Globalization and Health 2013, 9:3; <http://www.globalizationandhealth.com/content/9/1/3> (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

7 Novo Nordisk (2015): **„Annual Report 2014“**; http://www.novonordisk.com/images/annual_report/2014/Novo-Nordisk-Annual-Report-2014.pdf (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

Quellen zu: **„Novo Nordisk: der etwas andere Pharmakonzern“**

Hauptquellen waren der **„Annual Report 2014“**; http://www.novonordisk.com/images/annual_report/2014/Novo-Nordisk-Annual-Report-2014.pdf (zuletzt abgerufen 24.02.2015) sowie die dazugehörige Investorenpräsentation: **„novo nordisk – a focussed healthcare company“** vom 3. Februar 2015.

http://www.novonordisk.com/images/investors/investor_presentations/2015/IR_presentations/20150130_Q414_London.pdf (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weitere Quellen:

- 1 Vgl. hierzu die Angaben auf der Website <http://fortune.com/best-companies/> (zuletzt abgerufen 28.02.2015)
- 2 Vgl. hierzu RobecoSAM (2015): The Sustainability Yearbook 2015; <http://yearbook.robecosam.com/home.html> (zuletzt abgerufen 24.02.2015)

Quellen zu “**Spanischer Wohnungsmarkt: Die Erholung beginnt**”:

- 1 Eurostat/Wirtschafts-Statistiken
- 2 (Arcano-Report: The Case for Spain III: Plus Ultra), Februar 2015).
- 3 Eurostat (200/2014 - 18 December 2014).
- 4 El-economista (<http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/6310622/12/14/1/El-numero-de-trabajadores-extranjeros-ha-descendido-un-17-desde-2010.html#.Kku8pyV4lp8i4g8>)
- 5 Banco de España, http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_1e.pdf
- 6 Banco de España, <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a0403e.pdf>,
- 7 Tinsa General and Large Markets Index, Januar 2015
- 8 INE. Instituto Nacional de Estadística Press Releases (2014): “**9 December 2014: Housing Price Index (HPI). Base 2007 Third quarter 2014**”
- 9 (Infos aus: www.kyero.com, www.spanishpropertyinsight.com/)
- 10 www.spainhouses.net

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. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

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: siehe Seite 18.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 21.
- 4) 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 2.3.2015.
- 5) 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 Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) 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: **Novo Nordisk**
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

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 Geschäftsberichten 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.

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.

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.