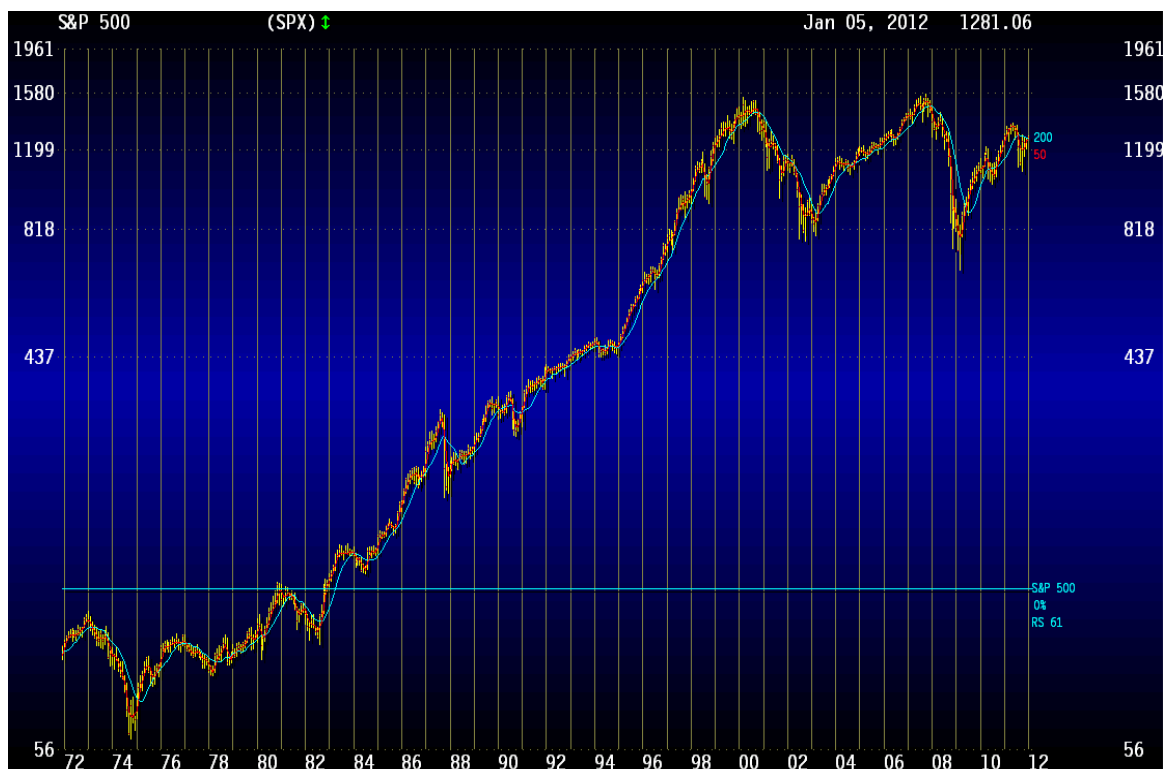


Von H. Terrence Riley III, CFA  
6. Januar 2012

Kontakt: Karin Mueller  
+1(212) 326 9533 [kmm@fvcm.us](mailto:kmm@fvcm.us)



### Rückblick 2011 und Ausblick 2012

**2012 zeigt viel Potential für positive Überraschungen; das Jahr 2011 war jedoch enttäuschend.** Der S&P500 Aktienindex begann und endete das Jahr 2011 mit 1.257,6 Punkten (siehe Tabelle 1). Dies bedeutet allerdings nicht, dass es keine Turbulenzen am Markt gab. Extreme Schwankungen am Aktienmarkt und zermürbende Bewegungen bei den individuellen Aktien machten es sehr schwer die kurzfristigen Erwartungen der Investoren zu erfüllen. Die letztjährige Schwäche und extreme Volatilität lassen sich durch Unsicherheit und große Furcht vor einem erneuten Zusammenbruch á la 2008/2009 erklären. Konjunktorempfindliche Aktien fielen aufgrund der enttäuschenden Nachrichten in Bezug auf das Wirtschaftswachstum, trotz der bereits sehr niedrigen Bewertungen. 2011 war enttäuschend; die neusten Nachrichten für 2012 übertreffen jedoch die aktuellen Schätzungen. Somit könnten die überaus niedrig bewerteten konjunktorempfindlichen Aktien auch ruckartig wieder nach oben schnellen.

**Die Konsensusschätzung für das reale BIP-Wachstum 2011 lag Anfang des Jahres bei 3,5%. Aktuell wird nun erwartet, dass das Wachstum für letztes Jahr bei mageren 1,8% (annualisiert) lag.** Wir dachten ursprünglich, dass die erwarteten 3,5% konservativ seien. Am Anfang des Jahres deutete vieles auf eine stark wachsende Wirtschaft hin. Normalerweise tendiert die US-Wirtschaft nach einer Rezession zu überdurchschnittlichem Wachstum. Auch hatte die FED den Markt mit Liquidität überschüttet. Es kam aber anders als erwartet. Die Produktion wurde durch Naturkatastrophen und Unwettern in den USA negativ beeinflusst; auch das Erdbeben und der Tsunami in Japan hatten globale Folgen, weil japanischen Zulieferer Aufträge für eine Reihe von Industriezweigen in den USA nicht erfüllen konnten; die europäische Schuldenkrise erreichte einen kritischen Punkt an dem selbst wichtige Persönlichkeiten zum ersten Mal die Stabilität des Euro in Frage stellten. Auch wurde die politische Maschinerie in Washington DC komplett dysfunktional und die Diskussionen, das US-Staatsbudget drastisch zu kürzen, wurden abgebrochen. Mit all diesen Nachrichten rund um den Globus, entschieden Investoren, Unternehmen und Konsumenten weniger auszugeben und lieber auf ihren riesigen Cashreserven sitzen zu bleiben. Leider haben wir nicht erwartet, dass es so kommt aber rückblickend erscheint es plausibel, dass Investoren und Konsumenten lieber ausharrten und Risiko reduzierten. Es sieht es nun so aus, als dass das reale BIP in 2011 nur um etwa 1,8% (annualisiert) gewachsen ist. Verglichen mit dem erwarteten 3.5 - 4% Wachstum ist der Unterschied doch überraschend hoch. Für 2012 erwarten wir jedoch nicht, dass das Wachstum auf diesem niedrigen Niveau verharret, sondern gehen davon aus, dass wir für das Gesamtjahr mindestens bei 2,5% Wachstum liegen werden. Auch sollten die Unternehmensgewinne weiterhin angemessen steigen.

**Das Ertragswachstum der Unternehmen lag jedoch bei beeindruckenden 11,7% - trotz des schwachen BIP-Wachstums.** Firmen im S&P500 verdienen einen Großteil ihrer Gewinne durch Exporte oder aus dem Auslandsgeschäft. Dies ermöglichte es vielen multinationalen US-Unternehmen ihre Umsätze 2011 um 10% zu steigern. Darüber hinaus sind die Gewinnmargen weiterhin hoch und scheinen sogar noch gewachsen zu sein. Auch ist die Arbeitsproduktivität in den letzten drei Jahren mit beeindruckenden 2% (annualisiert) angestiegen, zurückzuführen auf steigendes Produktionsvolumen bei weniger Arbeitnehmern. Hinzu kommt, dass es den Erwerbstätigen durch die hohe Arbeitslosenquote, an Verhandlungsmacht fehlt und Gehälter deswegen nur sehr schwach wachsen. Dies ist sicherlich keine ideale Situation für die Arbeitnehmer, ist aber durchaus positiv für Unternehmensprofite.

**Der S&P500 begann und beendete das Jahr auf gleichen Niveau. Da die Unternehmensgewinne aber um 11,7% stiegen, fiel respektive das KGV von 14,5% auf 13,0% (siehe Tabelle 1).** Nur bei weiter reduziertem KGV waren Investoren bereit das Risiko einer Aktienanlage in Kauf zu nehmen; und so wurden die Unternehmensgewinne um weitere 10% diskontiert. Bei einer Inflationsrate zwischen 1-2% ist dies beachtlich, wäre doch ein KGV von etwa 15 zu erwarten. Wie untenstehend noch genauer erklärt, erwarten wir für 2012, dass sich die Rahmenbedingungen für Unternehmen verbessern und die Nachrichtenlage weniger schlecht sein wird. Ein besseres Umfeld sollte dazu führen dass Firmenergebnisse nicht mehr so stark diskontiert werden und sich das KGV normalisiert. Wir legen daher ein KGV von 15 für unsere 2012er Prognose zugrunde. Größtenteils wird es aber auch dieses Jahr wieder darauf ankommen, wie viel Vertrauen unter den Anlegern herrscht.

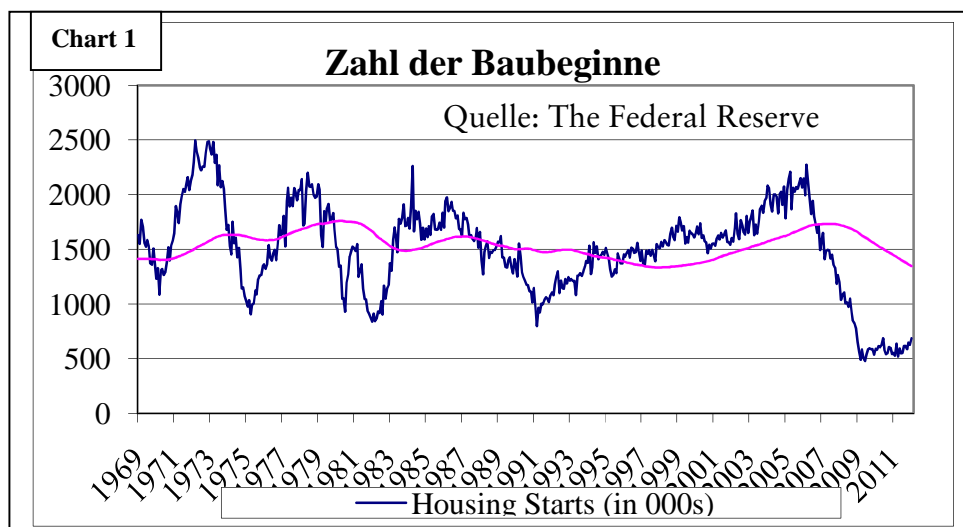
**Tabelle 1**

	S&P 500 Schlusskurs	Operative Erträge	KGV	Nominal BIP Wachstum	Reales BIP Wachstum	Deflator (Inflation)
2010	1,257.60	86.73	14.5	4.2%	3.0%	1.1%
2011	1,257.64	96.84	13.0	3.9%	1.8%	2.1%
% Diff. J/J	0.0%	11.7%	-10.4%			
2012 (e)	1,500.00	103.00	14.6	4.0%	2.5%	1.5%
% Diff. J/J	19.3%	6.4%	12.1%			

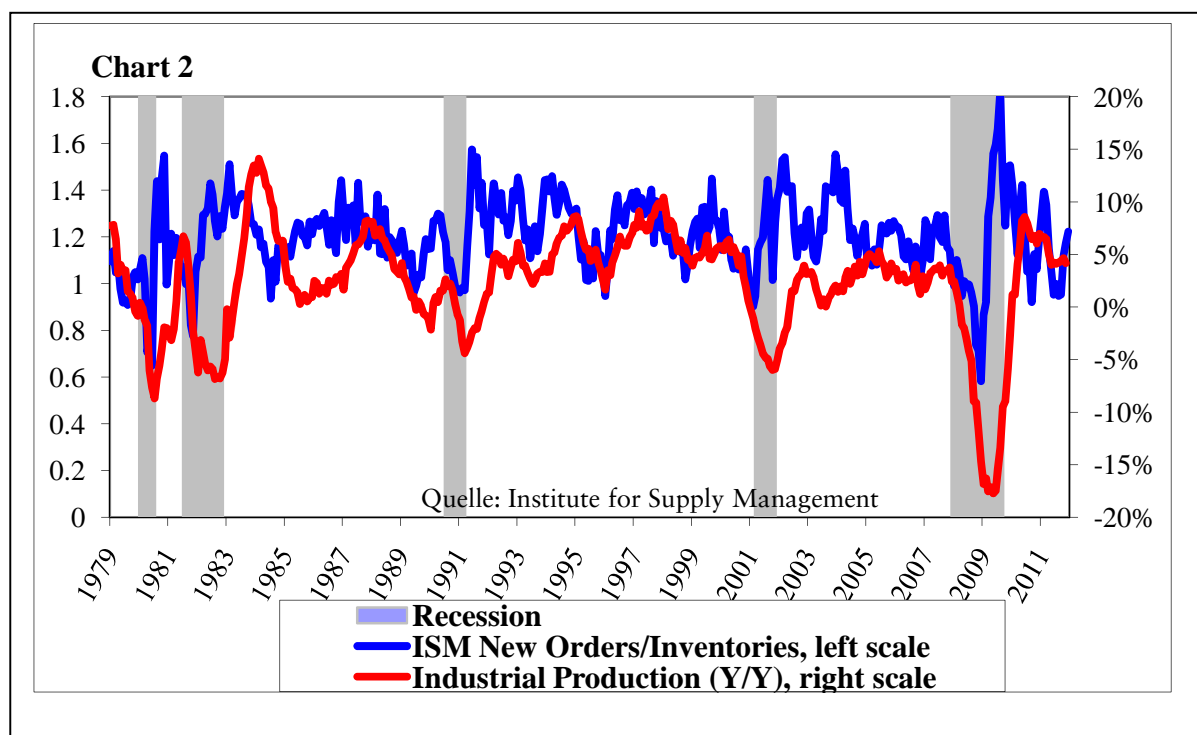
Quellen: FVCM; Standard & Poor's Corp., Federal Reserve, Thomson Baseline.

**Am schlechtesten schnitten dieses Jahr leider einige unserer favorisierten Sektoren ab: Zyklische Unternehmen im Rohstoffsektor, Industrieunternehmen und der Tech-Sektor.** Fundamentale Bewertungen schienen 2011 wenig Relevanz zu haben. Egal wie günstig eine Aktie war, Investoren bestrafte jedes Unternehmen, das den Erwartungen nicht gerecht wurde. Nachdem das Wirtschaftswachstum schwächer als zu Jahresanfang erwartet ausfiel, waren es gerade die zyklischen Unternehmen die am meisten bestraft wurden und die schlechteste Performance lieferten. Die Bewertungen sind jetzt natürlich noch attraktiver als vor einem Jahr, aber die wichtigste Frage ist, ob die Wachstumszahlen weiterhin enttäuschen oder ob es positive Überraschungen geben wird. Gerade wegen der unterbewerteten Aktienpreise in den genannten Sektoren, ist das Aufwärtspotential für das Jahr 2012 sehr hoch, falls die Erwartungen erfüllt oder wie von uns erwartet sogar übertroffen werden.

**Am 27. Januar wird das realen BIP-Wachstum für das 4. Quartal 2011 bekannt gegeben. Neueste Daten deuten auf ein leicht besser als erwartetes Ergebnis von 3-4% hin.** Aktuell ist der Pessimismus hoch und das macht es einfacher die Erwartungen zu übertreffen. Vor allem der private Wohnungsbau, welcher zu Bestzeiten 6% des BIP ausmachte und auf ca. 2% fiel, war eine Bremse für das Wachstum. Obwohl Immobilienpreise wahrscheinlich für eine Weile auf einem niedrigen Niveau verharren werden – nicht zuletzt gedrückt durch Zwangsvollstreckungen – gibt es dennoch klare Zeichen für eine Verbesserung im privaten Wohnungsbau. So hat sich die Zahl der Baubeginne wieder von dem Tief im April 2009 von 478.000 auf 685.000 im November 2011 erholt. Der Wohnungssektor wird voraussichtlich keine tragende Größe für das Wirtschaftswachstum, aber zumindest beeinflusst er es nicht mehr negativ.



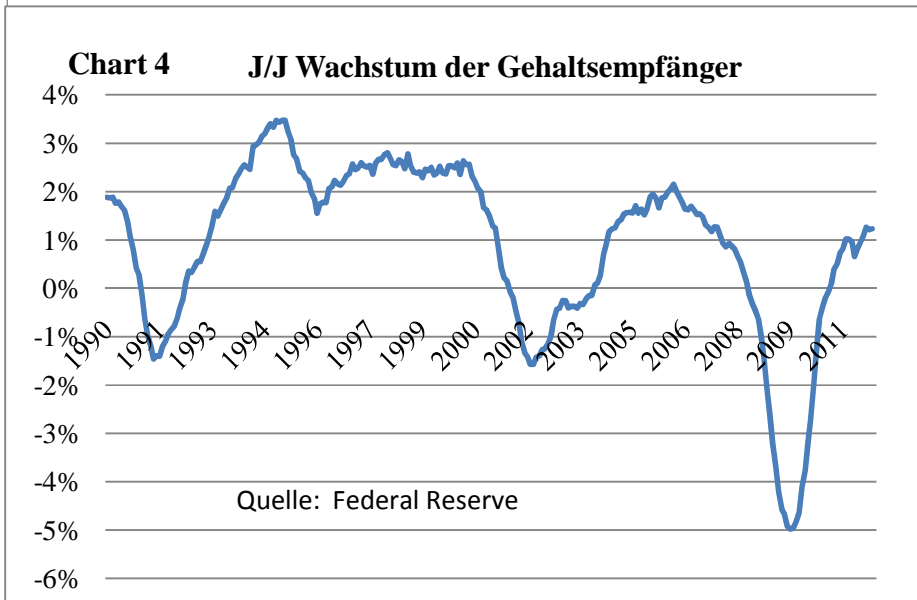
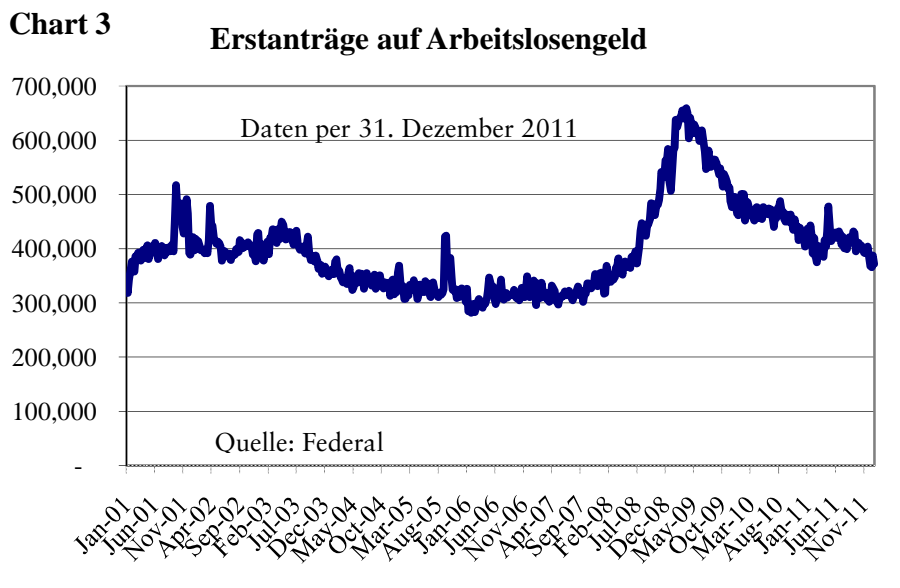
**Auch gab es Zeichen für eine Verbesserung im Produktionssektor, insbesondere gute Exportzahlen und eine Erholung bei neu platzierten Aufträgen.** Der US-Einkaufsmanagerindex für Neuaufträge stieg im Monat Dezember auf 57,6; die dritte Verbesserung in Folge. Zeitgleich, fiel der US-Einkaufsmanagerindex für Lagerbestände auf 47,1, von 48,3 im November und 52,0 im Oktober. Dies deutet darauf hin, dass sich die Industrieproduktion beschleunigen muss um die Nachfrage zu decken und um die Lagerbestände wieder aufzufüllen. Im Chart 2 zum Beispiel zeigt die blaue Linie das Verhältnis zwischen neuen Aufträgen und Lagerbeständen. Man kann erkennen, dass die Industrieproduktion (rote Linie) der blauen Linie mit leichter Verzögerung folgt, da die Produzenten ihre Produktion der veränderten Nachfrage anpassen. Die letztlich veröffentlichten Daten zum US-Einkaufsmanagerindex deuten darauf hin, dass die Industrieproduktion mit 7-8% im Vergleich zum Vorjahr wachsen wird.



**Es gibt sogar Anzeichen dafür, dass sich die Situation für die mitgenommenen US-Arbeitnehmer verbessert.** Die Erstanträge für Arbeitslosengeld sind seit dem 1. Quartal 2009 stetig am sinken und blieben in den letzten Wochen konstant unter 400.000 (siehe Chart 3). Dies lässt darauf schließen, dass US-Unternehmen genug Nachfrage sehen, und sich keine weiteren Entlassungen leisten werden. Auch das Netto-Einkommen wächst und Beschäftigtenzahlen (Neueinstellungen minus Entlassungen) nahmen um annualisiert 1% zu. Das ist zwar noch nicht genug um die Arbeitslosigkeit deutlich zu verringern, aber neuste Daten zeigen, dass sich die Verbesserung der Situation beschleunigen sollte; vor allem wenn sich das Unternehmerv Vertrauen verbessert.

**Ein Kernkriterium für die zukünftige Aktienrendite wird mit Sicherheit auch die Inflationsrate sein. Zentralbanken weltweit haben mehr monetäre Freiheiten solange die Inflation niedrig bleibt.** Von Mai 2011 bis Ende des Jahres fiel der CRB Index, ein Leitindex für Rohstoffpreise, um 18% in Dollar gemessen. Der Einbruch der Rohstoffpreise spiegelt nicht nur die Sorgen um das globale Wachstum wider, was sich in dem Rückgang von Kupfer- und Rohölpreisen zeigt, sondern auch eine zu restriktive Zentralbankenpolitik, was in dem Rückgang

des Gold- und Silberpreises deutlich wurde. Die gute Nachricht ist, dass sich der Rückgang der Rohstoffpreise in Form von sinkender Inflation auszahlt und es gibt Anzeichen, dass es sich hierbei um eine globale Erscheinung handelt. Die Japaner haben bereits damit begonnen ihre Geldpolitik zu lockern indem sie versuchen den Yen zu schwächen. Die Chinesen haben damit begonnen ihre Mindestreservesätze für Banken zu reduzieren und durch die aktuell sinkende chinesische Inflationsrate halten viele Analysten die Chance für ein aggressives Eingreifen der chinesischen Zentralbank für sehr groß. Eine kürzlich getätigte Umfrage unter den Händlern in US-Staatsanleihen zeigt, dass die Mehrzahl ein QE3 (Quantative Easing 3) in diesem Jahr erwartet. Und sogar die Europäische Zentralbank, die bei den meisten als konservativste Zentralbank angesehen wird, hat damit begonnen die Zinsen zu senken und ihre Bilanz auszuweiten. Wir können nicht sicher sein, dass es noch weitere unterstützende Anpassungen geben wird, aber mit sinkenden Rohstoffpreisen und fallendem inflationärem Druck stehen die Chancen gut, dass die Zentralbanken, sofern benötigt, weitere Liquidität bereitstellen.



**Es sieht so aus, als dass die Zentralbanken die Märkte nicht zu weit abstürzten lassen würden.** Dies wird deutlich wenn man die Ereignisse vom 30. November 2011 näher betrachtet. Die Fed, BoC, BOE, BOJ, EZB, SNB haben gemeinsam die Zinsen der „temporären US-Dollar Liquidity Swap Arrangements“ um 50 Basis Punkte gesenkt. Desweiteren haben sich diese Zentralbanken als Notfallmaßnahme darauf geeinigt, sich gegenseitig temporäre bilaterale Liquidity Swap Arrangements zu gewähren, um wenn nötig jeden Zuständigkeitsbereich mit der benötigten Währung und Liquidität zu versorgen. Der Kern dieser Maßnahmen ist, dass die Fed der EZB versicherte, jeglichen US-Dollar Betrag, den die europäischen Banken für ihr \$-Geschäfte benötigen, zur Verfügung zu stellen. Dies wurde am 1. Dezember 2011 von Mario Draghi in seiner Ansprache an das EU-Parlament bestätigt. Später im Monat flutete die EZB die Finanzmärkte mit Euro 489 Milliarden 3-Jahresanleihen zu super niedrigen 1%. Manche Analysten interpretieren diesen Schritt als Maßnahme zur Verhinderung eines Staatsbankrottes. Wir stimmen dem zu. Obige Maßnahmen wurden von den Zentralbanken getätigt, um einen Stillstand der Finanzmärkte á la 2008-09 zu verhindern; nicht aber um den Druck auf die Politiker in Washington und den EU-Staaten zu reduzieren. Diese sollten sich weiterhin den Fiskalproblemen stellen.

**Der Ausblick für die Aktienmärkte ist recht gut: Es gibt Zeichen, dass sich das Wirtschaftswachstum beschleunigt; der Aktienmarkt scheint günstig bewertet; und die niedrige Erwartungshaltung der Anleger sollte einfach zu schlagen sein. Natürlich besteht auch einiges an Risiko. Zuverlässige kurzfristige Prognosen abzugeben, ist aufgrund des Mangels von Handelsvolumen und der Hypersensitivität der Investoren gegenüber unvorhersehbaren Schlagzeilen immer noch fast unmöglich.** Aber aus unserer Sicht, bestraft die Fed derzeit Investoren die Geld auf dem Konto halten oder in festverzinsliche Anleihen investieren. Effektiv bezahlen kurzfristige Anleihen keinen Zins und 10-jährige Staatsanleihen ca. 2%, was in etwa der derzeitigen Inflationsrate entspricht. Dennoch überwiegt die Angst und Investoren sind eher dazu geneigt einen negativen Zins in Kauf zu nehmen, als ihr Geld am risikoreicheren Aktienmarkt zu investieren. Diese Konditionen werden aber nicht ewig andauern und wenn der Punkt kommt, an dem Investoren von Anleihen zu Aktien wechseln, könnte es zu einer explosionsartigen Rally am Aktienmarkt kommen. Wie vorhin schon erwähnt, sollte der S&P500 unter normalen Bedingungen, bei einem KGV von 15 gehandelt werden. Unser Kursziel für den S&P500 liegt bei 1500 (siehe Tabelle 1), welches diese Bewertung widerspiegelt. Es ist jedoch die Angst, die wie ein Damm das Geld der Investoren zurückhält. Am Wendepunkt, an dem die Investoren glauben, dass die in 2008 gestartete Finanzkrise unter Kontrolle ist und sich nicht wiederholt und damit die Zuversicht in nachhaltiges Wachstum zurückkehrt, wird sich der Damm öffnen und Kapital aus teuren festverzinslichen Anleihen, zurück in den unterbewerteten Aktienmarkt fließen. Aufgrund der aktuellen Konditionen denken wir, dass es taktisch am vernünftigsten ist, Gelegenheiten zu nützen und nach und nach Aktien aufzubauen. Vor allem die zerbombten zyklischen Unternehmen, die es 2011 hart getroffen hat, sind ein guter Platz um nach guten Firmen mit niedriger Bewertung Ausschau zu halten. Dort sehen wir mittelfristig das beste Potential für starke Outperformance.

---

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.