

Das war 2011

Description

Der S&P 500 beschließt das Jahr 2011 mit minus 0,04 Punkten (oder -0,003%). Der NDX zum Jahresende an der EMA50, Jahresperformance im „Composite“ minus 1,8%. Der DJI schließt mit plus 5,5%. Die US-Bullen bemühten sich, keinen zu schlechten Eindruck zu hinterlassen: An der Intraday-Entwicklung des IRX (Rendite für 13-wöchige TBills) am letzten Tag des alten Jahres zeigte sich wiederholter Liquiditätstransfer zur bemühten Kurspflege.

Viele Beobachter vermuten, die alten Themen aus 2011 werden auch die für 2012 sein. So wird allgemein damit gerechnet, dass weiterhin Eurokrise, hohe Verschuldung, sinkende Kreditwürdigkeit und politisches Patt in den Industrieländern, sowie politischer Aufruhr außerhalb zu volatiltem Marktgeschehen führt. Zudem wird mit einer Abkühlung des Weltwirtschafts-Wachstums nach Auslaufen des Crack-up Booms nach dem Lehman-Schock in 2008 gerechnet.

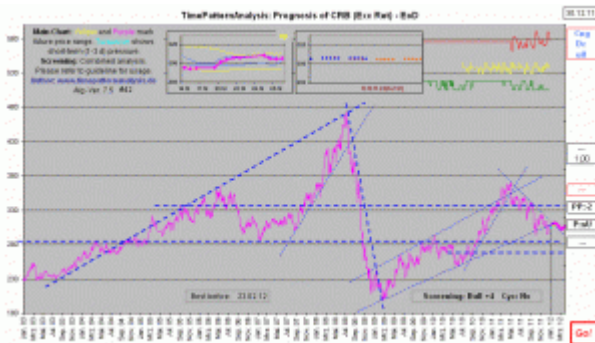
US-Aktien zeigten in 2011 zwar relative Stärke gegenüber den meisten anderen Länderindices (z.B.: MSCI World minus 9,5%, FTSEurofirst-300 minus knapp 11%, Nikkei minus 17%, DAX minus 16%). Aber auch US-Aktien entwickelten sich alles andere als stabil. Jeder Rallye, inspiriert durch bessere US-Makrodaten folgte die Ernüchterung durch neue Entwicklungen der Eurokrise.

Die Aktienmärkte Chinas und anderer **Emerging Markets** boten in 2011 wenig Sicherheit, da die Wirtschaft hier ebenfalls an Schwung verliert. Der chinesische Shanghai Composite Index minus 22%, der indische BSE minus 25%, der brasilianische Bovespa minus 18%.

Die **Marktkapitalisierung der weltweiten Aktienmärkte** hat per November 2011 gegen November 2010 auf Dollar-Basis um 8,3% auf 47,4 Bill. Dollar abgenommen (nach <http://www.world-exchanges.org/>). [Das Jahreshoch ist nach diesen Angaben mit 59 Bill. Dollar im April erreicht worden.](#) Den stärksten monatlichen Rückgang gab es im September.

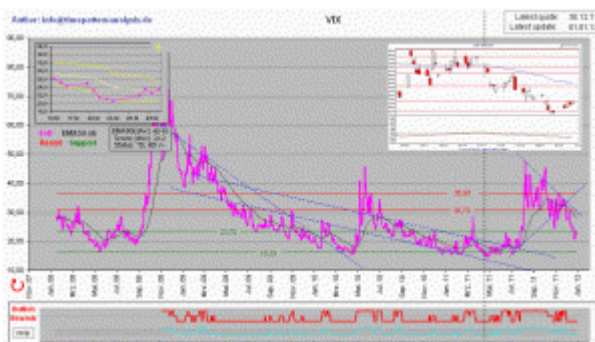
In 2011 waren neben dem **Bank-Sektor** (z.B. Commerzbank minus 70,7%) diejenigen Sektoren besonders schwach, die besonders stark vom weltweiten Wachstum abhängen: Rohstoffe, Energie und Industrie. Rohstoff-Aktien haben in der zweiten Jahreshälfte 2011 fast 14% verloren, was auch die Befürchtungen hinsichtlich eines Abschwungs in den Emerging Markets widerspiegelt.

Der **CRB-Index** hat in 2011 8,3% verloren, der erste Verlust in drei Jahren. Der Verlust ist u.a. auf Einbrüche bei Industriemetallen zurückzuführen.



Gold gewann demgegenüber in 2011 10%. Das gegen Folgen übermäßiger Verschuldung als „safe heaven“ angesehene **Edelmetall** kam zuletzt allerdings unter die Räder, weil die knappe Liquiditätsausstattung in der Eurozone viele Anleger zum Verkauf von Beständen zwang. Dennoch beendete Gold das elfte Jahr in Folge mit Gewinn. Auch **US-Öl** kam auf plus 8%. Preisstützend wirkte die Unsicherheit in der Versorgung in Zusammenhang mit politischen Unruhen in arabischen Ölförderländern. Diese stachen Unsicherheiten in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung u.a. aufgrund der Eurokrise aus.

Die **Volatilität** war hoch in 2011. Der SPX bewegte sich an 66 Handelstagen um 2% oder mehr. Zum Vergleich: 2008 war das bei mehr als 130 Tagen der Fall. Der als Angstmesser an Wall Street bezeichnete VIX zeigte in 2011 ein Echo der Bewegung in 2008 (der Chart wird täglich im offenen Bereich der Web-Seite aktualisiert).



Wegen der o.g. Gründe wird auch in 2012 mit anhaltend hoher Volatilität gerechnet. Hinzu kommt die Erwartung, dass die Unternehmensgewinne langsamer wachsen.

US-Aktienfonds hatten seit Mai in jedem Monat Netto-Abflüsse zu verzeichnen.

Das **KGV im S&P 500** wird von Reuters bei unter 12 gesehen, der 25-Jahres-Mittelwert wird mit 15 angegeben. Im DAX wird das KGV sogar bei unter 9 angesiedelt. Daraus schließt mancher Beobachter, dass die Aktienkurse auf bei abkühlender Konjunktur recht gut nach unten abgesichert sind. Nimmt man hingegen die inflationsbereinigten Daten (**Shiller PE Ratio**), so zeigt sich ein anderes Bild. Demnach liegt das aktuelle KGV bei 21, klar über dem Mittelwert bei 16,4 (Median 15,8).



Im Dezember gab es bereits einige beachtenswerte **Revisionen der Ausblicke auf die Unternehmensgewinne**. Bis jetzt wurden 97 negative Gewinn-Ankündigungen durch S&P 500 Unternehmen für Q4/2011 veröffentlicht, dem stehen lediglich 26 positive gegenüber. Das hieraus resultierende Verhältnis von 3,7 ist das höchste („schlechteste“) in zehn Jahren. Rohstoff-Aktien stechen dabei besonders hervor. Im Oktober hatte man noch einen Anstieg der Unternehmensgewinne im SPX von 13% für 2012 erwartet, zuletzt rechnete man nur noch mit plus 9,9%. Der Chart ([Quelle](#)) zeigt den Verlauf der Revisionen der Gewinnerwartungen (weltweit):



Der schlechter als erwartete Quartalsgewinn von Oracle, der noch im alten Jahr gemeldet wurde, erschütterte das Zutrauen in eine stabile Entwicklung im Tech-Sektor. Auch die [Aussichten für die Halbleiterindustrie](#) dürften in 2012 bestenfalls bei plus/minus 0% liegen. Das wirft Schatten auf den gesamten Aktienmarkt.

Was das **Wirtschaftswachstum** angeht, so sehen zahlreiche Beobachter die Eurozone schon in einer Rezession. Für das Gesamtjahr 2012 wird eine Stagnation erwartet, für Q4/2011 und Q1/2012 wird mit negativem Wachstum der 17 Mitgliedsländer gerechnet. Für die US-Wirtschaft wird mit einem Wachstum von plus 2,1% gerechnet. Allerdings zweifeln viele Beobachter daran, dass die US-Wirtschaft sich wird in diesem Umfang ankoppeln können.

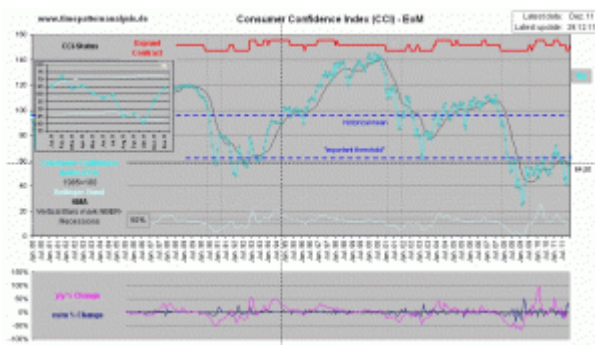
Der IWF sieht für 2011 und 2012 ein weltweites BIP-Wachstum von jeweils 4,0%, wobei die entwickelten Industrieländer in 2011 nur um 1,6%, in 2012 um 1,9% wachsen sollen. Demgegenüber kommen die Emerging Markets auf 6,4, bzw. 6,1%. Im Juni waren für die Industrieländer noch 2,5% Wachstum in 2011 und 2,7% in 2012 prognostiziert worden. Bei Wachstumsraten der Weltwirtschaft von unter 2,5% wird allgemein von Rezession gesprochen.

Belastend für das Wachstum wirkt sich aus, dass staatliche, kreditfinanzierte Anreize nach dem Crack-up-Boom nach 2008 auslaufen. Wegen der [hohen Staatsverschuldung](#) ist auch nicht mit einer Wiederholung in diesem Ausmaß zu rechnen. Gleichzeitig muss aufgrund des hohen Verschuldungsniveaus das Wirtschaftswachstum nachhaltig hoch sein, um der Schuldenfalle zu entkommen. Das dürfte unter 2% nicht

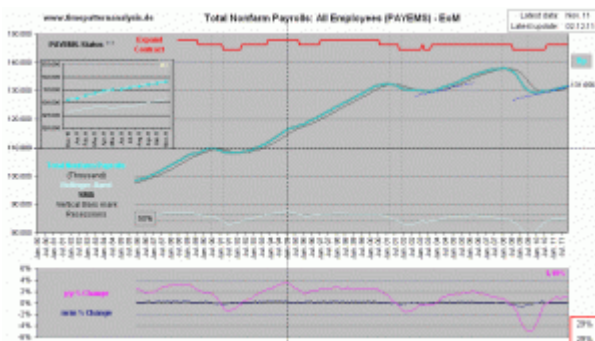
mehr sichergestellt sein.

Viele sehen die Schlüsselrolle bei **China**. Hier hatte sich die Stimmung im Fertigungsbereich zuletzt deutlich abgekühlt und schwankt an der Grenze zwischen Kontraktion und Expansion. Zudem sind die Export-Aufträge zuletzt zum ersten Mal in nahezu drei Jahren gesunken. Hinzu kommt, dass sich eine [Überinvestitionskrise in Form einer Immobilienkrise abzuzeichnen beginnt](#).

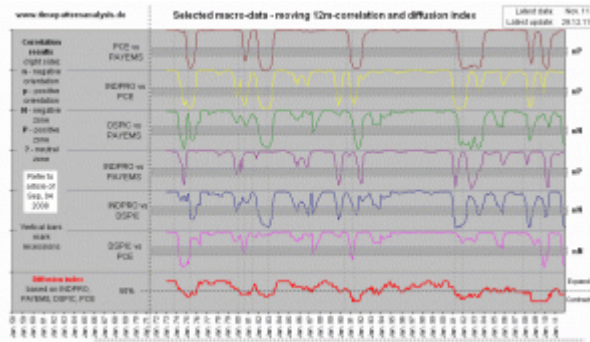
Der **ISM-Index** zeigt zuletzt wieder eine verbesserte Stimmung in der US-Fertigung. Allerdings gibt die Trendauswertung weiterhin noch keine Entwarnung. Der in Europa viel beachtete [ifo-Index](#) zeigte zuletzt ebenfalls wieder eine leichte Aufwärtsbewegung. Die **Stimmung der US-Verbraucher** in Gestalt z.B. des Verbrauchervertrauens hat sich zuletzt deutlich aufgehellt. Das ist momentan wohl das stärkste Indiz dafür, dass sich die US-Wirtschaft weiter stabilisieren könnte.



Trotzdem läuft es in der US-Wirtschaft alles andere als glatt. Die Erholung des Arbeitsmarktes verläuft weiterhin sehr schleppend, so schleppend wie noch nie nach Rezessionen seit mehr als fünfzig Jahren und schleppender als nach der Rezession von 2001 (vgl die blauen Linien).



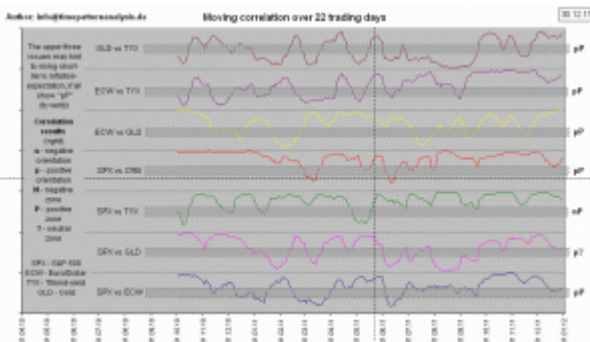
Zudem zeigt die Korrelation zentraler Makrodaten Reibungsverluste, insbesondere von der schwachen Entwicklung der verfügbaren persönlichen Einkommen her. Auch der "Diffusionsindex" (rote Linie im Chart) zeigt mit einem Stand von unter 50% ein eher schwaches Bild.



Bei all den Belastungsfaktoren sehen US-Aktien-Strategen den S&P 500 in 2012 um 6% steigen. Das entspräche einem Jahresendstand von gut 1330 Punkten.

Belastend für die Eurozone wirkt sich aus, dass man bei Italien und Spanien mit weiterhin langfristig untragbar hohen Finanzierungskosten für die Staatsverschuldung rechnet. Hinzu kommt, dass die europäischen Banken bis zur Jahresmitte höheren Kapitalanforderungen nachkommen müssen. Da die Bedingungen für die Kapitalbeschaffung gegenwärtig als äußerst ungünstig einzuschätzen sind, liegt es nahe, dass [die Banken den Verpflichtungen u.a. durch Reduktion ihres Kreditportfolios nachkommen werden](#). Der EU-Risikorateur ESRB hat Europas Banken angesichts der anhaltenden Schuldenkrise dringend zur Stärkung ihrer Eigenkapitalpolster gemahnt, aber nicht, indem sie die Kreditvergabe an Unternehmen einschränken. Neben den höheren Kapitalanforderungen stehen Europas Banken vor weiteren Herausforderungen. So kommen auf die spanischen Finanzinstitute im angelaufenen Jahr revolvingende Verbindlichkeiten in Höhe von 130 Mrd. Euro zu.

Die **Korrelation zwischen S&P 500 und Euro/Dollar** („SPX vs ECW“) war in 2011 zeitweilig sehr eng. Erst gegen Jahresende ging die Synchronität zurück. Wegen der Dominanz der Eurokrise dürfte der Zusammenhang aber auf mittlere Sicht weiter eng, die Korrelation signifikant (deutlich über 0,38) bleiben.



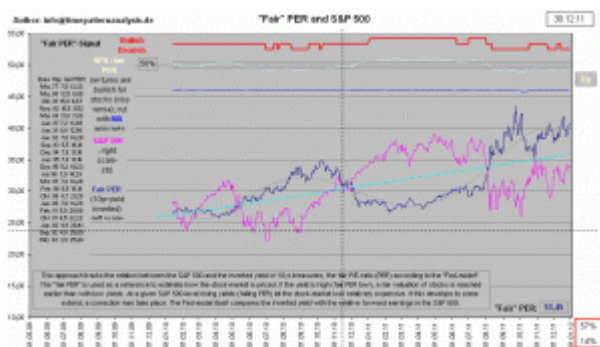
Eines der Schock-Ereignisse in 2011 war die **Abstufung der Kreditwürdigkeit der USA**. Standard & Poor's gab zur Begründung die mangelnde politische Handlungsfähigkeit im Kongress an, wie sie sich an der Debatte über die Anhebung der Schuldenobergrenze im Juli/August zeigte. Im Vorfeld der 2012er US-Präsidentenwahlen wird mit einem Anhalten den politischen Patts gerechnet. Ebenso geht die Mehrheit der Beobachter von einem knappen Wahlausgang aus. Das alles macht Bemühungen, die hohe Verschuldung und die schwache Nachfrage anzugehen, nicht einfacher. Die zunehmende Unsicherheit über Steuerpolitik und Regulierungen (auch der Finanzmärkte) dürfte die Geschäftsaussichten zusätzlich zu den übrigen Unsicherheiten ebenfalls eintrüben, meinen Beobachter.

Die **Kurs-Entwicklung der US-Staatsschulden** stach in 2011 Öl, Gold und Aktien aus. Daran änderte auch die Abwertung des US-Kreditratings nichts. Die 10-jährigen US-Treasuries brachten einen Kursgewinn von fast 17%, der größte Jahresgewinn seit 2008. Zur Outperformance von US-Treasuries trug

die wiederholte Versicherung der Fed, die Zinsen bis 2013 niedrig zu halten, ebenso bei wie die Unsicherheiten in Bezug auf die Eurozone.

PIMCOs Bill Gross, Manager des weltweit größten Bond-Fonds, musste [seine Wetten gegen US-Schulden](#) Mitte 2011 aufgeben. Das Jahr begann mit einer Rendite für 10-jährige TNotes bei 3,3% und der von vielen vertretenen Überzeugung, dass die Renditen weiter steigen. Es endete mit einer Rendite von unter 1,88%. An der Überzeugung der Mehrheit der Beobachter, dass sie nur noch nach oben gehen können, hat sich nichts geändert...

Der folgende Chart stellt die Entwicklung des S&P 500 und die inverse 10-jährige US-Rendite gegenüber. Die beiden alternativen Anlageklassen tendieren in dieser Darstellung zur Rückkehr zur türkis eingefärbten "Mittellinie". Die Wahrscheinlichkeit ist umso größer, je stärker sie sich hiervon entfernen. Gegenwärtig sind keine ausgeprägten Extreme erreicht, die als relativ sichere Wendepunkte gelten könnten. Insofern ist auch aus dieser Sicht wahrscheinlich, dass die unsicheren Bewegungen der jüngeren Vergangenheit ins neue Jahr herüberreichen.



Der **Euro** hat gegen Jahresende 2011 ein zehn-Jahres-Tief gegen Yen markiert. Gegen den Dollar hat er über das Jahr gesehen 3,3% verloren und das Jahr unter der Psycho-Marke von 1,30 beendet.



Damit hat er sich zwar vergleichsweise gut gehalten angesichts der Eurokrise und der mangelnden Kompetenz der europäischen Politik, diese anzugehen. Aber nicht wenige Beobachter erwarten für 2012 deutliche Schwäche. Das steht in Zusammenhang mit der Erwartung, dass bei Misslingen stärkerer fiskalischer Integration eine Aufspaltung der Eurozone wahrscheinlich ist. (Hierzu übrigens ein interessantes Szenario in der FAS vom Jahresende!)

In Zeiten hoher Unsicherheit sticht gewöhnlich die „**Dogs of the Dow**“ genannte Strategie heraus. Das trifft auch für 2011 zu. Aus den zehn Dow-Aktien mit der höchsten Dividenden-Rendite wird ein gleichverteiltes Portfolio zusammengestellt. Ein solches, nach Daten aus 2010 für 2011 zusammengestelltes Portfolio brachte einen Gewinn von etwa 17%, verglichen mit rund 5% Zuwachs im Dow insgesamt und einem Verlust von 1,7% für Nicht-„Dog“-Aktien ([Quelle](#)).

2011 Dogs of the Dow

Ticker	Company	Price	Stock Performance	
			YTD	Adj. For Div.
MCD	McDonald's	100.33	30.7	35.3
INTC	Intel	24.25	15.3	20.9
CVX	Chevron	106.4	16.6	21.5
PFE	Pfizer	21.64	23.6	29.2
KFT	Kraft Foods	37.36	18.6	23.7
VZ	Verizon	40.12	12.1	18.0
JNJ	Johnson and Johnson	65.58	6.0	10.4
T	AT&T	30.24	2.9	8.8
MRK	Merck & Co	37.7	4.6	9.6
DD	DuPont	45.78	-8.2	-5.0
<i>Dogs of the Dow</i>			12.2	17.2
<i>Non-Dogs</i>			-4.4	-1.7
<i>All 30-Dow Stocks</i>			1.2	4.6

Für 2012 sieht die „Dog“-Liste auf Basis der Daten für 2011 wie folgt aus:

2012 Dogs of the Dow

Ticker	Company	Price	Yield	% Change	
				2011	Adj. For Div.
T	AT&T Inc	30.24	5.82	2.9	8.8
VZ	Verizon	40.12	4.99	12.1	18.0
MRK	Merck	37.70	4.46	4.6	9.6
PFE	Pfizer	21.64	4.07	23.6	29.2
GE	General Electric	17.91	3.80	-2.1	2.2
DD	DuPont	45.78	2.58	-8.2	-5.0
JNJ	Johnson and Johnson	65.58	2.48	6.0	10.4
INTC	Intel	24.25	2.46	15.3	20.9
PG	Procter & Gamble	66.71	3.15	3.7	7.5
KFT	Kraft Foods	37.36	3.10	18.6	23.7
MSFT	Microsoft	25.98	3.08	-7.0	-4.3
CVX	Chavron	106.40	3.05	16.6	21.5
JPM	Jpmorgan Chase	33.25	3.01	-21.6	-19.5
MCD	McDonald's	100.33	2.79	30.7	35.3
TRV	Travelers Companies	59.17	2.77	6.2	10.3
HD	Home Depot	42.04	2.76	19.9	23.4
MNM	3M Company	81.73	2.69	-5.3	-2.4
KO	Coca Cola	69.97	2.69	6.4	9.8
UTX	United Technologies	73.09	2.63	-7.2	-4.0
WMT	Wal-Mart Stores	59.76	2.44	10.8	14.3
BA	Boeing	73.35	2.40	12.4	16.3
XOM	Exxon Mobil	84.76	2.22	15.9	19.4
CAT	Caterpillar	90.60	2.03	-3.3	-1.5
HPQ	Heurlett-Packard	25.76	1.86	-38.8	-38.2
IBM	IBM	183.88	1.63	25.3	29.0
DIS	Walt Disney	37.50	1.60	0.0	2.2
AXP	American Express	47.17	1.53	5.9	12.5
AA	ALCOA	8.65	1.39	-43.8	-43.4
CSCO	Cisco Systems	18.08	1.33	-10.6	-8.8
BAC	Bank of America	5.56	0.72	-58.3	-58.9

Ohne einem weitergehenden Ausblick auf 2012 vorzugreifen: **Was sollte man aus 2011 für 2012 mitnehmen?**

Eine wirtschaftliche Entwicklung ohne starke Eigendynamik macht empfänglich für Schocks. Sogar kleinere (auch politische) Schocks können in einem solchen Umfeld bereits erhebliche Auswirkungen entfalten. Hierzu zählt auch die gesellschaftliche Neuausrichtung etwa hinsichtlich der Rolle des Staates, hinsichtlich der Mitsprache von Bürgern und generell hinsichtlich eines Konsenses über gesellschaftliche Werte und Prioritäten. [In diesem Sinne könnte auch das Thema der staatlichen Alimentierung der Banken und die Abwälzung der Lasten dieser Politik auf die Bürger](#) für wachsende Unruhe sorgen.

Wenn die Märkte in den USA morgen wieder starten, wird es eine Reihe neuer Makrodaten geben, allen voran die US-Arbeitsmarktdaten am Freitag. Man erwartet für Dezember einen Gewinn an Jobs um 150.000 (Nov: 120.000). Das ist gleich auch die erste Nagelprobe für die Befindlichkeit der Akteure hinsichtlich der US-Konjunktur. In der Folgeweche beginnt dann die Saison der Quartalsberichte.