

Houseview

Aktienstrategie

Neues Jahr, alte Herausforderungen

Strategieempfehlung

	+	=	-
AKTIEN			
- Sektoren	HLTH	GRST.	INDUS. GEH. KON.
	IT	FIN.	
	BAS.- KON.	TELCO	VERS.
	ENER.		
- Regionen	JPN	ASIEN	EUR
	GEM	USA	
- Kap.	LGE		SML
- Stil	WACHS.		SUBST.
	H DIV	CORE	

Perspektiven Aktienmärkte 2

- Wirtschaftspolitische Entscheidungen prägen Marktstimmung
- Sehr schwieriges mikro- und makroökonomisches Umfeld.
- Rezession in Europa Basisszenario. 2012 voraussichtlich stabile bzw. etwas niedrigere Gewinne in Europa und den USA.
- Bewertung bietet Schutz vor Rezession, nicht vor systemischen Risiken. Wir rechnen mit moderaten Erträgen, extreme Entwicklungen sind jedoch nicht auszuschließen.

Sektor-Allokation 5

- Bei Zyklisern ggü. defensiven Sektoren sind wir neutral Position in Finanzwerten zuungunsten von Telco-Werten auf neutral gesetzt.

Regionale Allokation 7

- Keine Änderungen.
- Untergewichtung europäischer Werte, da nur langsam Fortschritte erzielt werden und die Ausführungsrisiken enorm sind. Japan und Emerging Markets übergewichtet, US-Aktien neutral.

Allokation nach Größe 7

- Wegen Risikoscheu, schwacher Konjunktur, gesunden Bilanzen und besseren Gewinnperspektiven Übergewichtung von Large gegenüber Small Caps.

Stil-Allokation 8

- Angesichts der schwachen Gewinnzuwächse bleiben wir bei Übergewichtung von Wachstumswerten.
- Wir halten an der Präferenz für Dividendenstrategien fest.

Aktienmärkte im Dezember 9

Perspektiven Aktienmärkte



Patrick Moonen, Senior Equity Strategist

Aktienmärkte: vorerst Berg- und Talfahrt

Das Umfeld wird schwierig bleiben, insofern erwarten wir auch für die Aktienmärkte keine reibungslose Entwicklung.

- Weltweit dürfte sich das Wachstum auf 3% verlangsamen; vor allem Europa wird eine Rezession erleben. Mit zunehmend strengeren Kreditvergabekriterien in Europa sinken auch die Risiken. Die Verschärfung der Kriterien könnte sich negativ auf die Investitionstätigkeit und den Immobilienmarkt auswirken. Zum Glück gehen die USA in wirtschaftlich einigermaßen solider Verfassung ins neue Jahr, insofern mag sich der Abschwung in Grenzen halten.
- In der Eurozone hält die Kreditkrise unvermindert an. Der Antritt technokratischer Regierungen in Griechenland und Italien dürfte die Reformen beschleunigen und die Märkte beruhigen, doch der Mangel an Wachstum wird dadurch nicht zu lösen sein. Im gesamten Euro-Raum heißt es jetzt Sparen und Schuldenabbau. Das hemmt Wachstum und erschwert den Abbau von Defiziten. Es hat indes den Anschein, dass die Krise jetzt auf die Endphase zusteuert. Darauf deutet jedenfalls der Anstieg der Zinsen auf Kernländeranleihen im November 2011 hin. Am Ende steht entweder die Fiskalunion oder das Auseinanderbrechen der EWU.
- Zwar hat sich die EZB noch nicht zu einer direkten geldpolitischen Lockerung durchgerungen, doch die Bereitstellung von frischen Mitteln in Höhe von 489 Mrd. Euro für den Bankensektor sowie niedrigere Leitzinsen dürften sich als Rettungsanker erweisen und somit zu einer indirekten quantitativen Lockerung über die Banken führen. Wir wollen das allerdings nicht überbetonen, da die Banken die Erlöse statt zum Kauf von Staatsanleihen auch zu Refinanzierungszwecken verwenden könnten.
- Vor allem bei europäischen Unternehmen erwarten wir einen Rückgang der Gewinne. Die eigentliche Ursache dieses Abschwungs ist der Rückgang des Umsatzwachstums, der wiederum direkt durch das niedrigere globale

Wachstum und rückläufige Gewinnspannen bedingt ist. Doch im Gegensatz zu früheren Rezessionen erwarten wir diesmal einen nur moderaten Gewinnrückgang. Momentan sind die Unternehmen nicht durch Angebotsüberhänge oder Überkapazitäten belastet. Hinzu kommt, dass deutsche Unternehmen in der letzten Erholungsphase nicht wesentlich aufgespeckt haben. Die Kosten sind unter Kontrolle, so dass die Unternehmen Umsatzeinbußen eher bewältigen können. Insgesamt sind die Unternehmen in guter Verfassung. Die Bilanzen sind solide und die Gewinnspannen haben wieder überwiegend das Niveau von vor der Lehman-Krise erreicht – trotz der schleppenden Konjunkturerholung der vergangenen zwei Jahre. Gleichwohl bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den Unternehmen. Rohstoffabhängige Firmen, die stark auf die Nachfrage in Europa angewiesen sind, werden besonders schwer betroffen sein. Dies gilt umso mehr, als dass die Schwellenländer die Rohstoffpreise auf hohem Niveau halten werden. International tätige Unternehmen dürften besser abschneiden.

Top Down earnings estimates

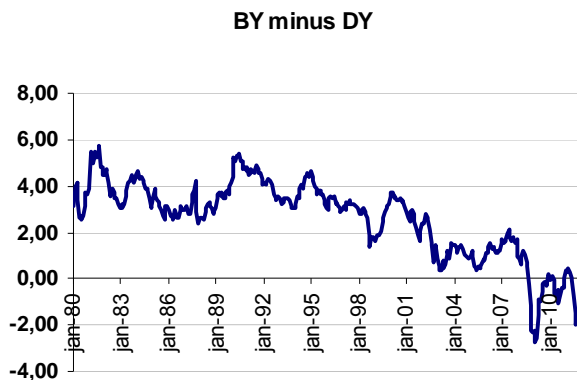
	2011	2012
United States	11%	0% - -3%
Europe	3%	-5% - -10%
UK	12%	0%-5%
Japan	0%	10% - 15%
Emerging Markets	10%	5% - 10%

Quelle: INGIM (Januar 2012)

- Erschwerend kommt hinzu, dass heftige Stimmungsschwankungen den Markt belasten. Das bedeutet nicht nur höhere Volatilität, sondern auch eine stärkere Korrelation zwischen den Aktienmärkten. Aus diesem Grund gehen wir bei unserer Top-down-Strategie mit der entsprechenden Zurückhaltung vor.

Positiv ist indes, dass die aktuellen Bewertungen bereits viele dieser Unwägbarkeiten widerspiegeln. Historisch betrachtet liegen bei globalen Aktien die KGVs des letzten Geschäftsjahres um über eine Standardabweichung unter ihrem Durchschnitt der vergangenen 40 Jahre. In Europa haben sich die Bewertungen gegenüber den Staatsanleihenmärkten auf nahezu dem Niveau eingependelt, das im Anschluss an die Lehman-Krise zu beobachten war. Das liegt natürlich ebenso sehr an den niedrigen Anleiherenditen wie an den günstigen Aktienbewertungen. In einem von niedrigem Wachstum bzw. Rezession geprägten Umfeld bewegen sich Anleiherenditen und Aktien in die gleiche Richtung. Gleichwohl sind die Rezessionsrisiken bei diesen Bewertungen zweifelsohne bereits eingepreist. Wäre da nicht das anhaltende Risiko eines systemischen Zusammenbruchs infolge der Staatsschuldenkrise, würden wir Aktien sicherlich opti-

mistischer einschätzen. Entschlossenes Handeln aufseiten der wirtschaftspolitisch Verantwortlichen könnte dieses Risiko eliminieren und damit zu einem 15-20%igen Kursanstieg bei europäischen Aktien sorgen.



Quelle: Datastream, INGIM (Dezember 2011)

Insofern sind die Entwicklungen in Griechenland und Italien sowie die Maßnahmen der EZB zwar ermutigend, doch wir würden weitere Fortschritte in Richtung Fiskalunion begrüßen. Eine solche Entwicklung ist zwar nicht gänzlich ausgeschlossen, wird aber durch einzelstaatliche Wahlkampfinteressen und anti-europäische Rhetorik behindert.

Vor diesem Hintergrund geht unser Basisszenario lediglich von Renditen im mittleren einstelligen Bereich an den entwickelten Aktienmärkten aus. Unsere Präferenz gilt 1. Japan, 2. den USA, 3. Großbritannien und 4. der Eurozone (in dieser Reihenfolge).

Die Wahrscheinlichkeit von Abweichungen, ob positiv oder negativ, ist jedoch recht hoch.

- Belastend ist vor allem das Risiko, dass die Staatsschuldenkrise eine globale Rezession auslöst. Das würde 2012 zu einem deutlichen Rückgang der Erträge führen und einen Anstieg der KGVs verhindern.
- Aufwärtspotenzial besteht, falls eine umfassende Lösung der Euro-Krise erzielt werden kann. Dies würde eine deutliche Reduzierung der Risikoaufschläge und somit günstigere Bewertungsparameter bedeuten. Bei einem solchen Szenario hielte das globale Wachstum an und die Ertragseinbußen in Europa wären begrenzt.

2012 end of year target ranges

	Base	Downside	Upside
Stoxx 600	5,0%	-20,0%	25,0%
S&P 500	5,0%	-15,0%	17,0%
Topix	5,0%	-15,0%	20,0%
MSCI EM	15,0%	-15,0%	35,0%

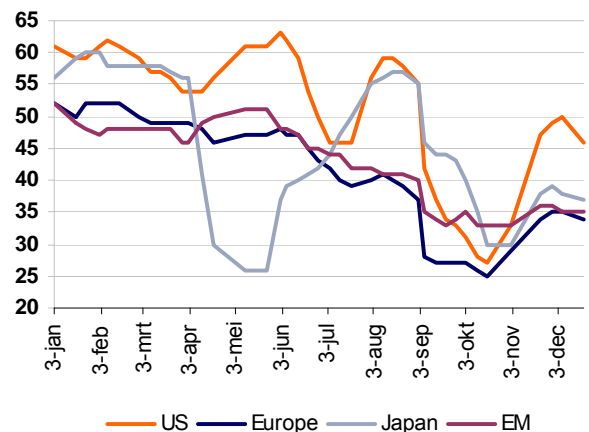
Quelle: INGIM (Januar 2012)

Die Aussichten für die Schwellenländermärkte sind indes besser. 2011 hatten diese Märkte enttäuscht. Das lag vor

allem an der strafferen Geldpolitik zu Beginn des Jahres, weltweiten Wachstumssorgen und der zunehmenden Risikoaversion, die die Rückführung ausländischen Kapitals anstieß. Osteuropäische und lateinamerikanische Fonds büßten 2011 über 10% ihres Vermögens ein, während die Kapitalzuflüsse auf die entwickelten Märkte stabil blieben. Tatsächlich handelte es sich hierbei um die größten Kapitalabflüsse seit 2008. Aufgrund ihrer überlegenen Fundamentaldaten (u. a. geringe Verschuldung, höheres Wachstum, größerer antizyklischer Spielraum, attraktive Bewertungen) dürften EM-Aktien jedoch wieder aufholen. Eine geldpolitische Lockerung in China könnte dabei als Auslöser für eine erneute Outperformance fungieren. Mit Rückgang der Inflation in China ist das ein realistisches Szenario.

Neben den Emerging Markets gibt es noch zwei weitere Themen, die eine Outperformance anstoßen könnten. Da ist zunächst die Verlagerung von den defensiven hin zu den zyklischen Sektoren zu nennen. Zwar liegen die Bewertungen von Zyklikern im Vergleich zu defensiven Werten bereits annähernd auf den Niveaus von vor der Rezession. Letztlich dürfte das Timing der Trendwende jedoch von der Ertragsdynamik abhängen. Trotz deutlicher Rating-Herabstufungen sind die Bottom-up-Prognosen für das kommende Jahr immer noch zu optimistisch. Wir erwarten daher, dass die Ertragsdynamik auf kurze Sicht negativ bleibt. Nach unserer Einschätzung wird der Aufschwung wohl im ersten Quartal 2012 einsetzen, wahrscheinlich in den USA.

Regional Earnings momentum



Quelle: IBES, INGIM (Januar 2012)

Das dritte Thema ist das anhaltende Interesse an nachhaltigen bzw. steigenden Dividenden. Nach unserem Dafürhalten können die Dividenden auch bei moderaten Gewinnrückgängen stabil bleiben. Die Unternehmen verfügen über die erforderlichen Mittel, und die Ausschüttungsquote ist niedrig.

Allerdings ist die Situation nicht mehr so klar wie noch vor zwölf Monaten:

- Durch das Anlegerinteresse an den Dividendenwerten von Qualitätsunternehmen hat sich die relative Bewertung von einem Ab- zu einem Aufschlag gewandelt.

- Zudem sei darauf hingewiesen, dass die Dividenden nicht in jedem Sektor sicher sind. Die nachfolgende Tabelle illustriert unsere Einschätzung des Dividendenrisikos der verschiedenen Sektoren.
- Ein weiterer Faktor ist, dass Unternehmen über genau das verfügen, was Regierungen brauchen: Cash und die Fähigkeit, in künftiges Wachstum zu investieren. Sofern sich die Wirtschaft also mit Investitionen zurückhält, mag es sein, dass Regierungen die Körperschaftsteuer anheben.
- Und schließlich mag auch das öffentliche Rampenlicht bei der Entscheidung über eine Dividendenerhöhung abschreckend wirken.

Dividend sustainability				
	DY	PAY OUT	ND/EBITDA	RISK
Financials	3,6%	33%		High
Staples	3,1%	49%	1,8	Med
Discretion	2,7%	37%	1,8	Med
Telecom	5,3%	59%	2,1	High
Utilities	4,6%	61%	2,5	High
Materials	2,6%	28%	0,8	Low
Industrials	2,7%	31%	1,8	Med
Health Care	2,7%	43%	1,2	Low
IT	1,6%	21%	-0,4	Low
Energy	3,2%	30%	0,6	Low

Quelle: Datastream, INGIM (Januar 2012)

Sonstige Markttreiber

- Lockere Zinspolitik/höhere Liquidität

Die Fed hat bereits signalisiert, dass sie bis Mitte 2013 bei ihrer abwartenden Haltung bleiben will. Bis dahin soll „Operation Twist“ die Renditekurve glätten. Die Bank of England hat eine neue Runde der quantitativen Lockerung eingeläutet und wir erwarten, dass die EZB 2012 die Zinsen auf 0,5% senken wird, den tiefsten Stand aller Zeiten.

Die neue geldpolitische „Lockerheit“ ist – trotz Inflationsdruck – auch in zahlreichen Schwellenländern zu beobachten. Indien wird wohl zinspolitisch zu einer abwartenden Haltung übergehen, während China zunehmend auf einen Lockenkurs setzt. Am 30. November senkte die Zentralbank Chinas ihren Mindestreservesatz um 50 Bp. auf 21% für Großbanken und 19% für kleinere Banken. Mit weiteren Lockerungsmaßnahmen – und damit vermehrter Liquidität im System – ist zu rechnen.

Einige Schwellenländer (Ägypten, Ungarn und die Türkei) sehen sich indes deutlichen Kapitalabflüssen gegenüber und werden die Zinsen daher wohl anheben.

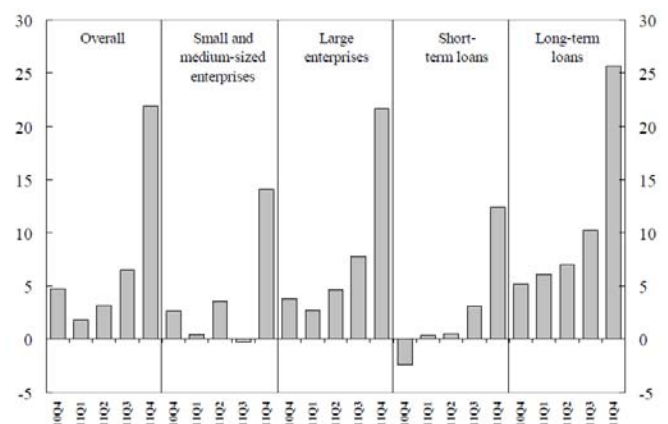
Zusammen mit der Fed haben fünf Zentralbanken die Kosten für USD-Swaplinien von 100 Bp. auf 50 Bp. über dem Overnight-Swapsatz (OIS) gesenkt, um ausreichende Liquidität an den globalen Geldmärkten zu gewährleisten. Damit wird die Finanzierung in USD preiswerter. Wenn auch diese Maßnahme das grundlegende Problem nicht löst, so gewinnt

man dadurch doch Zeit. Außerdem mag dies einer Ausweitung der europäischen Kreditklemme auf den Rest der Welt vorbeugen und das Anlegervertrauen heben.

- Solide Bilanzen

Im Gegensatz zu 2008 sind die Unternehmen jetzt liquiditätsstark und verfügen über hohe Kaufkraft. Die Entwicklung von Wirtschaft und Finanzmärkten wird entscheidend davon abhängen, wie die Unternehmen ihre Kaufkraft nutzen. Überdies dient die hohe Kapitalausstattung als Puffer und stärkt insofern unsere Zuversicht im Hinblick auf Dividendenzahlungen, selbst wenn das Gewinnwachstum stagniert.

Voraussichtliche Veränderungen der Kreditstandards (Netto % der Banken, die strikere Kreditstandards erwarten)



Quelle: EZB (Oktober 2011)

Wir glauben allerdings nicht, dass Unternehmen auf risikoreiche Kapitalinvestitionen und M&A setzen werden. Derartige Entscheidungen werden angesichts der zunehmenden wirtschaftlichen Unsicherheit und strengerer Kreditvergabe-kriterien vorerst auf Eis gelegt.

- Marktdynamische Faktoren

Trotz der bestenfalls mäßigen mittelfristigen Aussichten gibt es kurzfristig auch stützende Faktoren. Die Risikoaversion ist hoch, die Kapitalströme haben sich ins Negative gedreht und laut den jüngsten Umfragen sind Investoren allgemein eher vorsichtig am Aktienmarkt positioniert. Hierbei handelt es sich um gegenläufige Indikatoren.

- Wirtschaftspolitische Entscheidungen

Anleger sollten die Macht der Politik nicht unterschätzen. In der Vergangenheit gab es zahlreiche Fälle, in denen extreme Marktbedingungen zu einer extremen politischen Reaktion führten. Genannt seien hier beispielhaft das Ende von Bretton Woods im Jahr 1971, die Kapitalkontrollen in Asien in den 1990er Jahren, das Einfrieren von Vermögen und der Kauf von Staatsanleihen durch die EZB.

Angesichts der jüngsten Marktentwicklungen (die missratene Auktion von Bundesanleihen, steigende Anleiherenditen in

den EWU-Kernländern) mag für Regierungen Europas bald die Schmerzgrenze erreicht sein. Grundsätzlich dürften diese Faktoren dazu führen, dass Frankreich und Deutschland ihre Bemühungen um eine stärkere Integration der Fiskalpolitik innerhalb der EWU forcieren werden. Im Ergebnis würde das eine Änderung der Europäischen Verträge bedeuten.

Ein verwandtes Thema sind die Haushaltsprobleme in den USA. Der amerikanische Staatshaushalt ist marode (Haushaltsdefizit von 8,6% bei einer Staatsverschuldung von 100%). Sofern die temporären Steuererleichterungen bei der Lohnsteuer sowie die Verlängerung der Arbeitslosenunterstützung Ende Februar nicht fortgesetzt werden, ist mit einem strafferen Sparkurs zu rechnen. Dann könnte auch die US-Wirtschaft in eine Rezession abrutschen. Das Unvermögen des sogenannten „Super Committee“, Kürzungen in Höhe von 1,2 Bio. USD umzusetzen, ist nicht gerade ein Musterbeispiel an Entschlossenheit zur Lösung haushaltspolitischer Probleme.

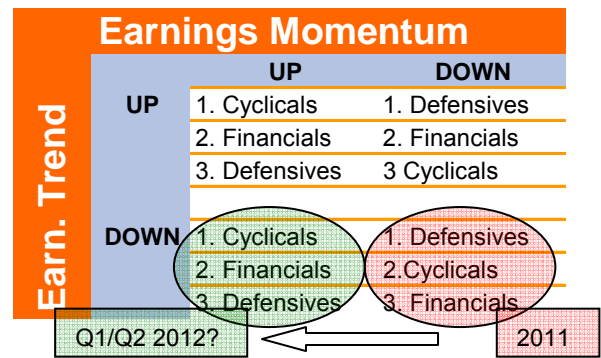
Im Übrigen darf man auch die geopolitischen Risiken nicht vergessen. Libyen, Ägypten, Jemen, Iran, Syrien, Nordkorea und Nigeria – allesamt Krisenherde, wo sich die Lage dramatisch verschärfen könnte.

Sektor-Allokation

Im Dezember 2011 schnitten defensive Sektoren zwar besser als ihre zyklischen Pendanten ab, doch im Finanzsektor ging endlich die Phase der Underperformance zu Ende. Das lag vor allem an der von den Zentralbanken im Allgemeinen und der EZB im Besonderen gefahrenen Politik. Deren Maßnahmen haben sich eindeutig als Rettungsleine für den Sektor erwiesen und Finanzinstitutionen vor dem Zusammenbruch bewahrt. Vor diesem Hintergrund passen wir unsere Gewichtung von Finanztiteln – nach langer Untergewichtung – auf neutral an.

Dabei muss allerdings betont werden, dass wir unter den gegenwärtigen Bedingungen nicht über eine neutrale Position hinausgehen werden. Die mittelfristigen Herausforderungen werden den Sektor weiterhin prägen. Zunächst einmal muss der Sektor ausreichendes aufsichtsrechtliches Kapital aufbauen und seine Profitabilität wiederherstellen. Zudem besteht weiter die Gefahr einer Kreditklemme, da die Banken wohl – trotz Liquiditätsschwemme - den Schuldenabbau fortsetzen werden. Im Übrigen schneidet dieser Sektor in Rezessionen selten gut ab.

Wenn es auch nach unserem Dafürhalten noch zu früh ist, um völlig vom defensiven in den zyklischen Bereich überzugehen, so stabilisiert sich mittlerweile doch die Ertragsdynamik. Bei US-Werten waren wir sogar kurzfristig neutral. Diese Verbesserung ist der Hauptgrund für den allmählichen Übergang zu zyklischeren Werten in den kommenden Monaten. Insgesamt besteht keine klare Präferenz für die defensiven Sektoren mehr.

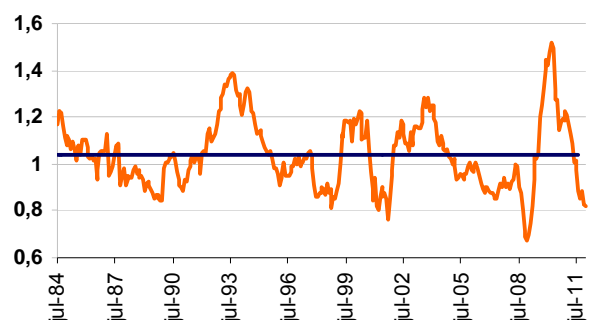


Quelle: Bank of America ML, INGIM (Januar 2012)

Wir befinden uns derzeit im unteren rechten Quadranten. Historisch ist das auch die Phase, in der die Aktienmärkte im Mittel eher negativ abschneiden. Höchstwahrscheinlich werden wir in Q1 2012 bzw. spätestens Q2 2012 in den linken unteren Quadranten eintreten. In dieser Phase schneiden Zyklischer deutlich besser als Finanz- und defensive Titel ab.

Ein weiterer Faktor, der sich allmählich verbessert, ist die relative Bewertung. Wie die Grafik unten zeigt, ist das relative KGV bereits nahezu auf den tiefen Stand früherer Rezessionen gefallen.

Relative PE cyclical sectors



Quelle: Datastream, INGIM (Januar 2012)

Aktuelle Positionierung und Veränderungen

Equity sector allocation		
	Score	Changes
Sectors		
Energy	1,0	
Materials	0,0	
Industrials	-2,0	
Consumer Discretionary	-1,0	
Consumer Staples	1,0	
Healthcare	1,0	
Financials	0,0	1,0
Technology	1,0	
Telecom	0,0	-1,0
Utilities	-1,0	

Quelle: INGIM (Januar 2012)

Aus den obengenannten Gründen haben wir den Finanzsektor von untergewichtet auf neutral angehoben. Finanziert wurde dieser Schritt durch Reduzierung des Telco-Sektors von einer leichten Übergewichtung auf neutral. Grund für diesen Schritt sind vor allem die Folgen, die höhere Steuern für diesen Sektor haben könnten, sowie der Markteintritt neuer Mitbewerber und mögliche Dividendenkürzungen.

Die nachstehende Tabelle zeigt den Score, den jeder Sektor im Hinblick auf die vier Variablen – Rahmendaten, Bewertung, Kursdynamik und Anlegerpositionierung – erhält. Die letzte Spalte enthält den Gesamt-Score. Niedrige Werte indizieren attraktive Sektoren, wobei Health Care am besten und Versorger am schlechtesten abschneiden. Wie bereits erwähnt, wiegt unsere qualitative Einschätzung schwerer als der schwache Score des Finanzsektors.

Scorecard Global Sectors					
SECTOR	EARNINGS	VALUATION	MOMENTUM	POSITIONING	GLOBAL
Financials	9	1	8	7	25
Staples	1	10	2	2	15
Consumer Discr.	2	9	6	7	24
Telecom	10	6	4	3	23
Utilities	3	8	9	7	27
Materials	6	3	10	3	22
Industrials	5	4	6	10	25
Health Care	8	2	1	1	12
Technology	4	7	4	3	18
Energy	7	5	3	3	18

Quelle: INGIM (Januar 2012)

Finanzwerte (0):

- Niedriger Score außer für Bewertung
- + EZB 3-J. LTRO eliminiert Pleitegefahr bei Banken
- + EZB: Bereitstellung unbeschränkter Liquidität begrenzt Refinanzierungsrisiko und könnte über Carry-Trade Profitabilität steigern
- = Potenziell weniger Druck zur Bilanzbereinigung. Das Wirtschaftswachstum könnte davon profitieren.
- Risikoabschlag auf griechische Werte
- Banken schneiden in Rezessionen selten gut ab
- Strengere Kapitalanforderungen

Basiskonsumgüter (+1):

- + Hoher Score außer für Bewertung. Teurer Sektor.
- + Hohe Exponierung ggü. den Emerging Markets
- = Während Lebensmittelhersteller die höheren Inputkosten weitergeben können, leidet der Einzelhandel unter Druck auf die Gewinnspannen
- = Kostensenkungen wichtiger Gewinnfaktor

Gehobener Konsumgüterbereich (-1):

- Bewertungen scheinen überzogen. Der Sektor preist bereits eine deutliche Ertragserholung ein, doch die Erwartungen müssen u. U. nach unten korrigiert werden
- = Luxusgüter verfügen im Gegensatz zu Massenwaren über erhebliche Preismacht
- + Einer der größten Nutznießer von EM-Wachstum

Telcos (0):

- + Gute, doch nicht unbedingt sichere Dividendenrenditen (Stichwort: Telefonica)

- + Rückgang bei Festnetzeinnahmen kann durch Wachstum des Mobilfunkgeschäfts (Internet) ausgeglichen werden
- Schwache Gewinnaussichten. Es mehren sich Zweifel am Absatzmodell der Telco-Betreiber.
- Risiken durch staatliche Maßnahmen (höhere Steuern) und neue Anbieter am Mobilmarkt (neue Lizenzen)

Versorger (-1):

- Infolge hoher Verschuldung, hoher Ausschüttungsquote und eines hohen Kapitalaufwands Dividendenstatus gefährdet
- + Sektor ist unbeliebt und unterkauft
- + Strompreise steigen
- Sektor ist im Verhältnis zum erwarteten Gewinnwachstum nicht preiswert
- Risiko höherer Besteuerung

Grundstoffe (0):

- + M&A im Bergbau könnten infolge des strategischen Interesses von Ländern wie China anhalten
- = Chinas Daten sind für die Entwicklung der Rohstoffpreise von zentraler Bedeutung, enttäuschten in letzter Zeit jedoch
- Wegen starker Konjunkturabhängigkeit ist das Engagement im Rohstoffsektor hier risikoreicher als im Versorgersegment
- Steuererhöhungen

Industriewerte (-2):

- + Kapazitätsauslastung steigt; Obamas Steuerprogramm macht Hoffnung auf höhere Investitionsausgaben, doch Zuversicht in der Wirtschaft muss sich noch verbessern
- + Von der EM-Wachstumsdynamik abhängig
- Investitionen recht stabil, doch in Europa belasten mangelndes Vertrauen und Kreditklemme die Investitionstätigkeit von Unternehmen

Health Care (+1):

- + Sektor ist, historisch gesehen, preiswert
- + Sektor hat ausgezeichnete Bilanzen und hohe, sichere Dividendenrenditen
- + Mittelzuflüsse im bisherigen Jahresverlauf positiv
- = Geringe Prognosesicherheit im Hinblick auf einen der wichtigsten Faktoren (FDA-Zulassung neuer Produkte)
- Durch Ausgabenkürzungen bei Medicare (USA) gefährdet

Technologie (+1):

- + Sektor hat solide Bilanzen, häufig positiver Netto-Cashbestand
- = Oracle-Gewinnwarnung trübte die Ertragsaussichten
- + Könnte von zunehmenden IT-Investitionen (Ersatzinvestitionen, Fokus auf Produktivität) profitieren
- + Zunehmende M&A-Tätigkeit und Aktienrückkäufe
- Kürzung der Staatsausgaben
- Bereich Business-to-Consumer ist gefährdet

Energie (+1):

- + Bewertungen günstig
- + Solide Bilanzen

- + Dividenden scheinen durch Profitabilität und geringe Ausschüttungsquote gesichert
- + Defensiver konjunkturabhängiger Sektor
- = Von der Entwicklung des Erdölpreises geprägt
- Ersatz für erschöpfte Erdölvorkommen problematisch, langfristige Fördersorgen

Regionale Allokation

Nachdem wir die Emerging Markets im September heruntergestuft hatten, stuften wir die Region im November wieder hoch. Finanziert wurde dieser Schritt durch Untergewichtung europäischer Titel. Innerhalb Europas setzen wir auf britische Aktien.

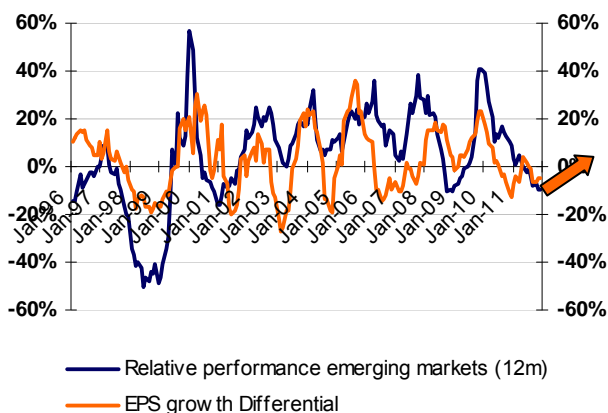
Positionierung und Veränderungen

Regional equity allocation		
	Score	Changes
Regions		
US	0,0	
Japan	1,0	
Europe	-2,0	
Developed Asia	0,0	
Emerging Markets	1,0	

Quelle: INGIM (Januar 2012)

Sofern es nicht zum Auseinanderbrechen der EWU und damit zu einer weltweiten systemischen Krise kommt, lassen sich die überlegenen Rahmendaten der Emerging Markets sicherlich in eine Outperformance ummünzen – umso mehr, als dass in diesen Ländern ein Bewertungsabschlag gilt. Wir gehen ferner davon aus, dass das höhere Gewinnwachstum bei EM-Unternehmen zu Outperformance führen wird.

Relative earnings growth and performance



Quelle: Datastream, INGIM (Januar 2011)

Als bestimmender Faktor für die relative Performance könnte sich – im Zuge sinkenden Inflationsdrucks – eine Lockerung der chinesischen Geldpolitik erweisen. Der schwache Ein-

kaufsmanagerindex (48,7 im Dezember) könnte diesen Prozess noch beschleunigen.

Andersrum könnte ein starker Anstieg der Risikoscheu jedoch zu einer Kapitalrückführung durch ausländische Investoren führen. Zudem würde eine Stagnation des globalen Wachstums durch rückläufige Exporte und niedrigere Rohstoffpreise die Entwicklung in den Schwellenländern hemmen. Aus diesem Grund sind wir in EM-Werten nur leicht übergewichtet.

Regional ziehen wir Asien Lateinamerika vor. Von Russland abgesehen hängt Emerging Europe stark von der Entwicklung in der Eurozone ab und ist daher die EM-Region, die für uns am wenigsten in Frage kommt.

Allokation nach Größe

Wir ziehen aus mehreren Gründen – u. a. der Konjunkturzyklus, dem Small Caps in stärkerem Maße ausgesetzt sind – Large Caps vor.

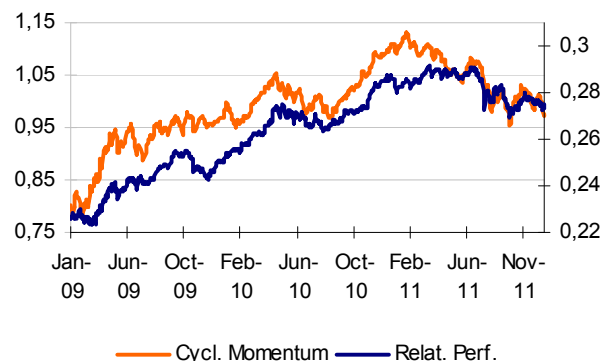
Sector composition			
	Cyclicals	Defensives	Financials
S&P 100	65,3%	22,3%	12,5%
S&P 600	61,5%	18,8%	19,7%
FTSE100	56,4%	27,6%	16,1%
FTSE250	59,2%	7,4%	33,5%
DAX	64,1%	18,9%	17,0%
MDAX	82,6%	8,6%	8,7%

Quelle: Bloomberg, INGIM (Dezember 2011)

Der ISM und der ifo-Index sowie die Gewinndynamik sind wichtige Indikatoren, um diese Entwicklung richtig einzuschätzen.

Die folgende Grafik verdeutlicht die enge Korrelation zwischen der Konjunkturdynamik des Marktes und der relativen Performance von Small Caps.

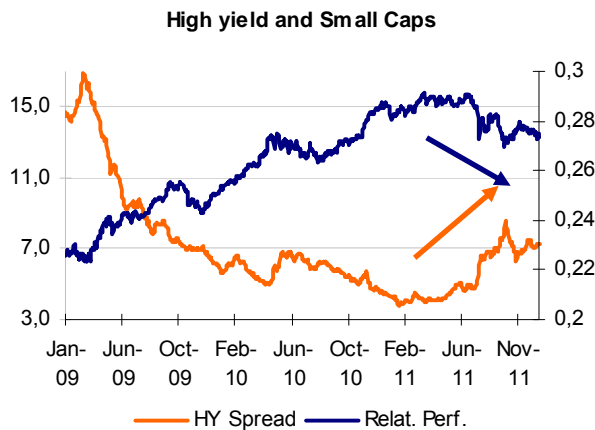
Cyclical momentum and Small Caps



Quelle: Datastream, INGIM (Dezember 2011)

Der zweite Faktor ist der Zugang zu Krediten. Kleine Unternehmen hängen stärker von der Finanzierung über Banken ab als große, da diese oftmals Mittel am Corporate-Bond-Markt aufnehmen können. Vor dem Hintergrund des Schuldenabbaus bei Banken belasten schärfere Kreditvergabebedingungen sowie eine gedrosselte Kreditvergabe durch Banken das Small-Cap-Segment daher stärker.

Da Small Caps in der Regel ein schlechteres Kreditrating aufweisen, ist ein Anstieg der Spreads bei Unternehmens- und Hochzinsanleihen ungünstig für dieses Segment.

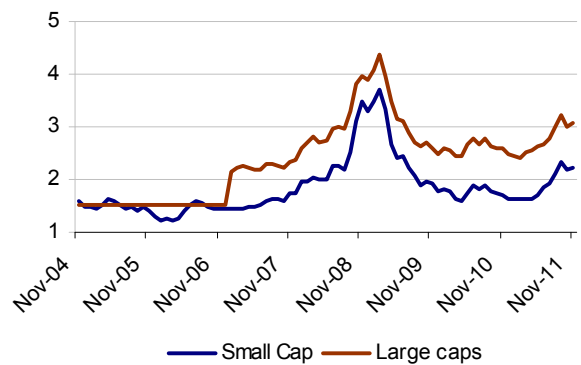


Quelle: Datastream, INGIM (Dezember 2011)

Der dritte Faktor ist die Risikoaversion. Aufgrund ihres hohen Beta, ihrer schwächeren Finanzausstattung und ihrer höheren Sensitivität gegenüber dem Konjunkturzyklus sind Small Caps risikoreicher als Large Caps. Das Beta der Small Caps im S&P 600 beträgt im Vergleich zum S&P 500 1,2. Das bedeutet, dass Small Caps in Phasen höherer Volatilität bzw. einer Abkehr von risikoreichen Assets tendenziell hinter dem Markt zurückbleiben. Da wir infolge der Eurokrise derzeit eine Phase erhöhter Ungewissheit erleben und die globalen Wachstumsaussichten eher verhalten sind, wird die Volatilität auf historisch hohem Niveau verharren.

Last but not least ist die relative Bewertung und insbesondere die Dividendenrendite ein maßgeblicher Faktor. Das gilt vor allem für Large Caps. Dies war zwar bereits während der vergangenen sieben Jahre der Fall, doch die aktuelle Abweichung übertrifft den Durchschnitt um mehr als eine Standardabweichung zugunsten von Large Caps. Diese Differenz ist überwiegend durch den höheren Anteil von Versorgern und Telcos am Large-Cap-Universum bedingt.

Dividend yield small and large caps



Quelle: Datastream, INGIM (Dezember 2011)

- Unternehmensgewinne höher bei Large Caps

Equity size allocation

Global score	Score	Changes
Size		
Large	2.0	
Small	-2.0	

Quelle: INGIM (Januar 2012)

Stil-Allokation

Wir bleiben bei unserer moderaten Übergewichtung von Wachstumstiteln. Die Ertragsdynamik ist weltweit – und vor allem in Europa – schwach; das ist seit jeher günstig für Wachstumsaktien, die daher eine Mangelprämie kassieren.

Equity style allocation

Global score	Score	Changes
Growth vs Value*		
Growth	2.0	
Value	-2.0	

* MSCI definition of Growth & Value

Quelle: INGIM (Januar 2012)

Wir bleiben bei unserer Übergewichtung von High-Dividend-Strategien. Diese Anlagephilosophie trägt der Bedeutung von Dividenden für die Portfolioerträge insgesamt Rechnung. Bei niedrigen Ausschüttungsquoten, liquiditätsstarken Bilanzen und kräftigen Cashflows halten wir die Dividenden im Wesentlichen für sicher.

In einer Welt, in der Fixed-Income-Erträge bescheiden sind und in der die alternde Bevölkerung Einkommen Kapitalzuwachsen vorzieht, wird die Bedeutung von Dividendenstrate-

gien weiter zunehmen. Dividenden sind daher eine zunehmend attraktive Alternative, um in einem Umfeld mit niedrigen Anleiherenditen Einkommen zu erzielen.

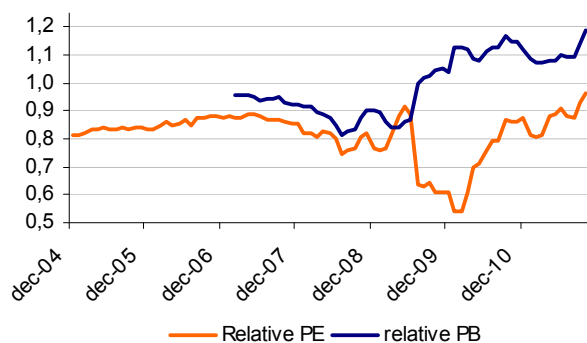
Dabei gibt es allerdings einen wesentlichen potenziellen Negativfaktor: Der Staat beäugt die Liquiditätsberge der Unternehmen mit zunehmendem Interesse. Insofern besteht eine reale Gefahr, dass diese Mittel besteuert werden, sofern die Unternehmen sie nicht investieren. Das ist zwar für Dividendenzahlungen ungünstig, könnte aber Investitionstätigkeit und M&A fördern. Bei der aktuell geringen Zuversicht ist das allerdings kaum vorstellbar.

Das wachsende öffentliche Interesse an Zahlungen an Aktionäre könnte die Unternehmen von einer Dividendenerhöhung abhalten. Beim Bankensektor dürften die strikteren Eigenkapitalanforderungen die Dividenden drücken. Auch den Versorgungssektor könnten bald höhere Steuern belasten. Das ist einer der Gründe, warum wir diesem Sektor im defensiven Segment eher skeptisch gegenüberstehen.

Ein weiterer Punkt ist die relative Bewertung dividendenstarker Aktien. Infolge der Hinwendung zu Qualitätswerten werden diese Titel zurzeit mit den geringsten Abschlägen seit 2004 gehandelt. Im Vergleich zum Kurs-Buchwert-Verhältnis werden High-Dividend-Titel sogar mit einem Zuschlag gehandelt.

Es ist daher unwahrscheinlich, dass Dividendenwerte bonitätsstarker Unternehmen bei erneutem Risikoappetit den Markt übertreffen werden. In der Regel sind es nämlich die weniger bonitätsstarken Namen, die zu Beginn einer Risiko-Rally am besten abschneiden.

Valuation discount of High Dividend sector



Quelle: MSCI, Datastream, INGIM (Dezember 2011)

Equity style allocation

Global score	
	Score Changes
Core vs High Div	
Core	-2.0
High Dividend	2.0

Quelle: INGIM (Januar 2012)

Aktienmärkte Dez.

Performance-Zahlen basieren auf den Schlusskursen am 30. Dezember

Equity market performance

Index	Perfo % in EUR	
	-1M	2011
MSCI World	3,7%	-1,8%
MSCI US	4,7%	5,4%
MSCI Japan	4,6%	-11,3%
MSCI Europe	2,1%	-7,5%
MSCI Emerging Markets	2,5%	-15,4%
MSCI Dev. Asia ex Japan	2,8%	-9,8%

Quelle: Datastream, INGIM (30.12.2011)

In Euro erwies sich der Dezember als starker Monat für Aktien. Der MSCI World stieg um 3,7 %. Das lag jedoch ausschließlich an Währungseffekten. Der US-Markt und Japan schnitten überdurchschnittlich ab, während Europa (konkret: die Eurozone) und Schwellenländer hinter dem Markt zurückblieben. Innerhalb der Emerging Markets schnitt Asien hervorragend ab. Aufgrund seiner engen Beziehungen zur Eurozone war Emerging Europe weit abgeschlagen.

Was die einzelnen Sektoren betrifft, so übertrafen die defensiven Sektoren ihre zyklischen Pendanten. Health Care und Basiskonsumgüter schnitten am besten ab. Der Grundstoffsektor war hingegen der einzige Sektor, der im Monat eine negative Performance aufwies. Finanztitel bewegten sich parallel zum globalen Markt.

Bei den Anlagestilen übertrafen Substanzwerte Wachstumstitel. Insgesamt war es aber wieder das High-Dividend-Segment, das das Feld anführte. Large Caps schnitten besser als Small Caps ab.

Über ING Investment Management:

ING Investment Management (ING IM) ist ein führender globaler Asset Manager mit nahezu Euro **330*** Milliarden Assets under Management. Mit über **800** Investment-Experten und **3.200** Mitarbeitern ist ING IM in **32** Ländern in Nord-, Mittel-, und Südamerika, Asien-Pazifik, Europa und im Nahen Osten vertreten. ING IM ist der vorrangige Asset Manager der ING Group. ING IM nutzt eigenes Research und Analysen, globale Ressourcen und Risiko Management, um ein breit gefächertes Angebot an Strategien, Investment-Produkten und Beratungsleistungen in allen wichtigen Anlageklassen und -stilen anbieten zu können. In Europa und dem Nahen Osten hat ING IM Standorte in **15** Ländern und verwaltet ca. **150** Milliarden Euro Assets under Management.

Stand: Q3 2011

*Per 30. September 2011 Zahlen ohne ING Latin America nachdem am 25. Juli 2011 der Verkauf des ING-Lateinamerikageschäftes angekündigt wurde

Weitere Informationen erhalten Sie auf www.ingim.de

Pressekontakt:

ING Investment Management

Birgit Stocker
-Head of PR D/A/CH-
T: +49 69 50 95 49 - 15

e-mail: birgit.stocker@ingim.com

Rechtliche Hinweise

Der Inhalt dieses Dokuments wurde mit gebührender Sorgfalt zusammengestellt. Eine Garantie, ob ausdrücklich oder stillschweigend, für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben kann jedoch nicht übernommen werden. Die hierin enthaltenen Informationen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder ING Investment Management (Europe) B.V. noch ein anderes Mitglied der ING-Gruppe bzw. seine Vorstandsmitglieder, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter haften in gleich welcher Weise für die hierin enthaltenen Informationen oder Empfehlungen. Wir übernehmen keinerlei Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die durch Nutzung dieses Dokuments entstehen bzw. dadurch, dass Entscheidungen auf die hierin enthaltenen Informationen gestützt werden. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert Ihrer Anlage kann steigen oder fallen; eine vergangenheitsbezogene Performancebetrachtung ist kein Garant für zukünftige Anlageergebnisse. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Angaben dürfen ohne unsere schriftliche Einwilligung weder vervielfältigt, reproduziert oder an andere Personen weitergegeben werden. Für alle Ansprüche im Zusammenhang mit diesem Haftungsausschluss ist niederländisches Recht maßgeblich.

„Dieses Dokument dient in Ländern, wo dies gesetzlich oder behördlich untersagt ist, nicht als Einwerbung von Investments oder Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen und darf nicht zu diesem Zweck verwendet werden.“