

AKTIENBRIEF

Eine Publikation der DZ BANK und der WGZ BANK
Ausgabe 1 / 6. Januar 2012



Überreicht durch
Volksbank Schnathorst eG

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

WIRTSCHAFTSPROGNOSE 2012

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

aus der Sicht des Kapitalmarktes war 2011 ein turbulentes und für viele Investoren leider wenig ertragreiches Jahr. Nach der Bankenkrise (2008) und der darauf folgenden scharfen Rezession (2009) wurde in den beiden letzten Jahren die Staatsschuldenkrise immer mehr zu einer politischen Krise. Die südlichen Peripherieländer der Eurozone manövierten

Staatshaushalte müssen saniert werden

aufgrund ihrer ausgeferten Schuldenprobleme am Rande der Insolvenz und konnten – wie Griechenland – nur mit Finanzspritzen von außen (vorerst) gerettet werden. Doch auch Deutschland schloss das Jahr mit einem Rekordstand an öffentlichen Schulden ab und muss um seine Bonitätsnoten bangen. Die Aufgaben sind klar definiert: Die öffentlichen Haushalte nahezu aller Staaten der Europäischen Währungsunion (EWU) müssen saniert werden. Dazu werden zahlreiche Rettungskonzepte kontrovers diskutiert und einige wichtige Entscheidungen wurden bereits getroffen. Es hat den Eindruck, dass die Politik die Finanzierung durch die Notenbank bevorzugt und die unvermeidlichen Inflationspotenziale in Kauf nimmt – ein bequemer Weg, der die Kapitulation der Fiskalpolitik bemäntelt. Bei der Lösung der Krise kommt Deutschland, gemeinsam mit Frankreich, eine Schlüsselrolle zu. Ordnungs- und verfassungspolitische Entscheidungen sind notwendig, um das europäische Haus auf sta-

bilere Fundamente zu stellen. In den alten Industrieländern überfordern hohe Staatsschulden, alternde und schrumpfende Gesellschaften die Sozialsysteme und schränken die Wachstumspotenziale ein. Es ist offenkundig, dass die Finanzkrise den Transfer der wirtschaftlichen und politischen Macht hin zu den Schwellenländern beschleunigt hat. Zu Beginn des neuen Jahres wollen wir das verflossene noch einmal reflektieren und in der Wirtschaftsprognose 2012 den Blick auf die möglichen Ereignisse und notwendigen Entscheidungen der kommenden zwölf Monate richten, bei denen langfristig auch über Europas Stellung in der Welt entschieden wird. Gehen von den Rettungsschirmen und dem unbegrenzten Krisenfonds (ESM) die richtigen Anreize aus? Ist der Weg der Währungsunion in die Fiskal-, Transfer- und Haftungsunion unumkehrbar? 2011 wurden viele Fragen aufgeworfen, und es bleibt zu hoffen, dass einige davon im neuen Jahr beantwortet werden.

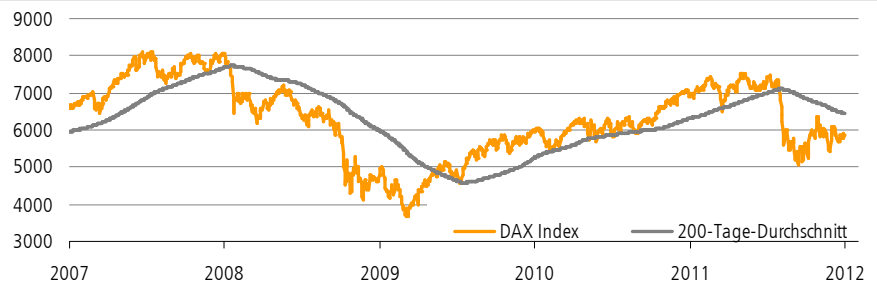
Liebe Leserinnen, liebe Leser, im vergangenen Jahr hatten wir Sie in einer Umfrage um Ihre Meinung zum AktienBrief gebeten. Wir lernten daraus, dass Ihr Informationsbedarf in Zeiten sich wandelnder Kapitalmärkte gestiegen ist.

**AktienBrief
jetzt um zwei
Seiten erweitert**

Beginnend mit der nächsten Ausgabe greifen wir Ihre Anregungen auf und erweitern die Publikation um wichtige Rubriken: Im turnusgemäßen Wechsel bietet der AktienBrief allen tradingorientierten Anlegern erstmals eine kompetente charttechnische Analyse des DAX-Index, und die Empfehlungen einzelner Aktientitel werden um Produktstrategien mit Aktienanleihen oder Aktienzertifikaten ergänzt. Informationen über Rohstoffmärkte, Emerging Markets und über weitere aktuelle Segmente des Kapitalmarktes runden das Spektrum ab. Um den gewohnten Inhalt nicht zu kürzen, erhält der AktienBrief zwei Seiten mehr.

DAX-INDEX

Stand am 30.12.2011: 5.898,35 Punkte



Quelle: Datastream

Hinweis: Aussagen zu früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen von Finanzinstrumenten, Finanzindizes oder Wertpapierdienstleistungen stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments, Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung kann daher nicht übernommen werden.

RÜCKBLICK

2011: EIN WEITERES KRISENJAHR

Die Krise scheint zu einem ständigen Begleiter der Finanzmärkte zu werden. Auch das Jahr 2011 hat sich eingereiht in eine ununterbrochene Folge von Krisenjahren. Während man aber den Vorjahren zumindest noch grob bestimmte Erscheinungsformen der Krise zuordnen konnte (2007: Subprime-Krise, 2008: Lehman-Insolvenz und Bankenkrise, 2009: Weltrezession, 2010: Staatsschuldenkrise) war das vergangene Jahr geprägt durch ein Zusammenspiel verschiedener Krisensymptome. Für die rückblickende Beurteilung unserer Kapitalmarktprognose ist zudem wichtig, dass bereits im ersten Quartal 2011 zwei exogene Einflüsse die Marktentwicklung stark beeinflusst haben: Die politischen Umwälzungen in der arabischen Welt (insbesondere in Libyen) mit Auswirkungen auf den Rohölpreis, sowie die Naturkatastrophe in Japan.

Es kann daher nicht verwundern, dass einige Aussagen unseres vor zwölf Monaten vorgelegten Prognoseszenarios für das Jahr 2011 schon bald revidiert werden mussten. Dabei waren, zumal im Geld- und Kapitalmarktbereich, die Prognosen angesichts der Erfahrungen früherer Marktverwerfungen ohnehin vorsichtig formuliert. Ursprünglich waren wir sowohl in den USA als auch im Euroraum von unveränderten Leitzinsen und einem leichten Anstieg der zehnjährigen Kapitalmarktrenditen auf 3,5% bei US-Treasuries und 3,0% bei Bundesanleihen bis Jahresende 2011 ausgegangen. Für die Aktienmärkte waren wir recht zuversichtlich, vor allem für den DAX, dessen Bandbreite wir wegen einer exportgetriebenen deutschen Sonderkonjunktur im Jahresverlauf auf 7.500 bis 8.000 Punkte prognostizieren. Der Ausblick für den US-Aktienmarkt war zwar verhaltener, aber auch dort schienen weitere Kursgewinne möglich. Wenig Bewegung erwarteten wir zunächst beim Rohölpreis mit einer Handelsspanne zwischen 80 und 90 US-Dollar für die Sorte Brent. Die Relation des Euro zum US-Dollar wurde wegen der Probleme beider Währungsräume relativ stabil eingeschätzt; erst für das Jahresende

2011 prognostizierten wir einen Anstieg des Euro auf 1,45 US-Dollar.

Die größte Abweichung von diesem Szenario gab es zunächst beim Rohölpreis, der vor allem wegen des Ausfalls der Förderung in Libyen zeitweise bis auf 127 US-Dollar stieg. Vor diesem Hintergrund stand der Jahresbeginn im Zeichen von Inflationsängsten. Am US-Rentenmarkt kletterte die Rendite zehnjähriger Treasuries bis 3,70%, zehnjährige Bundesanleihen folgten wenig später mit einem Renditehoch von 3,50%. In der Eurozone wurde der Renditeanstieg auch von der Europäische Zentralbank gestützt, welche angesichts steigender Teuerungsraten den Leitzins im Euroraum in zwei Schritten bis 1,50% an hob.

Die Phase steigender Zinsen blieb eine Episode, denn bald geriet der nachfragedämpfende Effekt der gestiegenen Energiepreise ins Blickfeld. Da die globale Wirtschaft infolge der Katastrophe in Japan zusätzlich durch unterbrochene Lieferketten gebremst wurde, trübten sich die Konjunkturindikatoren drastisch ein – zunächst weniger im Euroraum, wo die deutsche Wirtschaft zum Jahresbeginn noch als Wachstumslokomotive wirkte, aber in den Vereinigten Staaten. Ausgehend von den USA kam es weltweit zu neuen Rezessionsängsten, welche die Renditen an den Rentenmärkten wieder sinken ließen. Beschleunigt wurde der Rückgang auf historisch niedrige Renditeniveaus in Amerika und in Deutschland durch einen weiteren Einflussfaktor, der einmal mehr die Flucht in den sicheren Hafen von US-Treasuries und Bundesanleihen förderte: die europäische Schuldenkrise.

Spätestens nachdem sich Portugal wie zuvor Griechenland und Irland gezwungen sah, internationale Finanzhilfen anzunehmen, loderte die Schuldenproblematik im Euroraum wieder voll auf. Seitdem sind die politischen Entscheidungsträger bemüht, die Krise durch größere und effizientere Rettungspakete und strukturelle Reformen einzudämmen. Dennoch wurde der Kreis der Länder, die in den Strudel des Misstrauens der Finanzmärkte gerieten, immer größer

und erfasste schließlich auch die großen Volkswirtschaften Spanien und Italien. Darüber hinaus entwickelte sich die Staatsschuldenkrise zunehmend zu einer neuen Bankenkrise, denn wegen der Wertverluste der Staatsanleihen im Besitz der Banken schrumpfte deren Eigenkapital.

Die Aktienmärkte tendierten in der ersten Jahreshälfte 2011 noch positiv. Abgesehen von einem kurzen Rückschlag nach dem Erdbeben in Japan kletterten die Indizes recht kontinuierlich nach oben. Anfang Mai erreichten sowohl der S&P 500 mit 1.371 Punkten als auch der DAX mit 7.600 Zählern ein Dreijahreshoch. Relativ stabile Konjunkturdaten, gute Unternehmensgewinne und ein zuversichtlicher Ertragsausblick stützten bis zu diesem Zeitpunkt die Kurse. Danach wurde die Kursentwicklung auf beiden Seiten des Atlantiks zwar holpriger, erst im August kam es aber zu einem drastischen Einbruch. Die wachsenden Ängste vor einer neuen globalen Rezession und die sich immer schneller drehende europäische Schuldenspirale drückten den DAX zeitweise unter 5.000 Punkte, den S&P 500 unter 1.100 Zähler. Gegen Ende des Jahres haben sich die Aktienkurse wegen besserer US-Konjunkturdaten und neuer Hoffnungen in die politische Krisenbekämpfung im Euroraum zwar leicht erholt. Zugleich trübt sich der Konjunkturausblick für die Eurozone aber immer stärker ein, worauf die EZB mit neuen Leitzinssenkungen reagierte.

Obwohl 2011 viel von der Euro-Krise die Rede war, zeigte der Euro vergleichsweise geringe Krisensymptome. Gegenüber dem US-Dollar wertete er wegen der Leitzinserhöhung der EZB zunächst sogar kräftig bis zu einem Jahreshoch von fast 1,50 US-Dollar auf. Die anschließenden Verluste im Zuge geänderter Zinserwartungen und neuer Schuldenturbulenzen waren dann aber im Wesentlichen nur eine Korrektur der zuvor erzielten Kursgewinne. Die relative Stabilität des Euro zum US-Dollar erklärt sich auch mit den ähnlichen Schuldenproblemen im Dollarraum, welche Standard & Poor's im August 2011 durch eine Rückstufung des US-Ratings ins Blickfeld gerückt hat.

GELD- UND KAPITALMARKT

2012: DAS JAHR DER ENTSCHEIDUNGEN

Zweifellos werden die Marktteilnehmer im Jahr 2012 den Politikern noch eindringlicher als schon bislang die Frage nach der Zukunft Europas und der des Euro stellen. Die Sorge geht um, die Eurozone könnte auseinanderbrechen. Das DZ BANK Hauptszenario für 2012 geht von EZB-Leitzinssenkungen bis auf ein Niveau von 0,5% und von einem Rückgang der zehnjährigen Bundrenditen auf etwa 1,50% aus; dies drückt nicht zuletzt die Erwartung einer weiteren Verschärfung der EWU-Schuldenkrise aus.

Die Treiber der Malaise sind vielfältig. Wir gehen davon aus, dass die Rating-Agenturen im neuen Jahr das AAA-Rating Frankreichs eingehend unter die Lupe nehmen werden. Da jenseits des Rheins in der Vergangenheit Wirtschaftsreformen regelmäßig zu zögerlich angepackt worden sind, dürfte die Staatsverschuldung, bezogen auf die gesamtwirtschaftliche Leistung, bis Ende 2012 fast bis an die Marke von 90% heranreichen. Vielleicht werden die Rating-Agenturen die Ergebnisse der französischen Präsidentschaftswahl zunächst abwarten, damit eine dann neue Regierung die Chance zur Sanierung des Haushaltes erhält. Allein jedoch die Diskussion über Frankreichs Rating dürfte die Situation in der Eurozone weiter verschärfen. In diesem Umfeld werden die Bundesanleihen wohl einmal mehr als sicherer Hafen gesucht sein.

Daneben dürfte die verfahrenere Situation in Griechenland Thema an den Finanzmärkten bleiben. Ein Übergreifen auf andere EWU-

Mitgliedsstaaten, insbesondere auf Italien, wird sich unseres Erachtens kaum vermeiden lassen. Die italienische Regierung hat die Chance verpasst, den Stiefelstaat in der Vergangenheit auf einen Weg zu tragfähigen Staatsfinanzen zu bringen, wodurch die Unsicherheit an den Finanzmärkten eher zunehmen wird. Die Zweifel fallen in ein Umfeld, in dem die Regierung in Rom ein extrem hohes Volumen an Fremdmitteln refinanzieren muss. 2012 werden insgesamt 199 Mrd. Euro an Staatsanleihen und aktuell 129 Mrd. Euro an Geldmarktpapieren fällig. Daneben braucht die Regierung in Rom Geld, um etwa 46 Mrd. Euro Zinszahlungen zu leisten. Des Weiteren schätzen wir die Nettoneuverschuldung auf rund 55 Mrd. Euro. Zusammengerechnet ergibt dies einen Bedarf von 429 Mrd. Euro. Weitere massive Spreadausweitungen italienischer Staatsanleihen scheinen nahezu unvermeidbar.

Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung Anfang November, der ersten unter dem neuen Zentralbank-Präsidenten Draghi, beschlossen, die Leitzinsen zu senken. Die Phase einer zinspolitisch sehr lockeren Gangart wird unseres Erachtens fortauern. Immerhin wird der anhaltende Zwang zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der EWU weiter drücken, und die Inflationserwartungen sollten in einem solchen Umfeld niedrig bleiben. Nach unserem Dafürhalten eröffnet dies Spielraum für die Notenbank, den Hauptrefinanzierungssatz bis zur Jahresmitte 2012 auf ein Niveau von 0,50% zu senken. Daneben führt die Krise in den Peripheriestaaten dazu, dass Banken auf die Liquiditätsversorgung durch die EZB dringend angewiesen

PROGNOSE WELTWIRTSCHAFT 2012

- Die Weltkonjunktur stabilisiert sich: Das reale BIP steigt 2012 um 3,4% nach 3,7% im Jahr 2011. Während die Industrieländer 2012 fast unverändert um 1,3% wachsen, büßen die Entwicklungs- und Schwellenländer 0,5 Prozentpunkte ein und wachsen 2012 nur um 5,7%.
- Die konjunkturelle Abschwächung senkt die Zunahme des Welthandels 2012 auf 5,0%.
- Nach dem kräftigen Preisanstieg um 5,6% im Jahr 2011 sinkt die Inflationsrate 2012 im weltweiten Durchschnitt wieder auf 4,5%. Die hohe Liquidität birgt jedoch Inflationsgefahren.
- Die Rohstoffpreise stabilisieren sich 2012; Rohöl verbilligt sich auf 100 US-Dollar/Barrel.
- In den USA wächst die Wirtschaft 2012 um 1,7% und damit etwa gleich stark wie 2011, die Inflationsrate sinkt auf 2,3%, Staatshaushalt und Leistungsbilanz verringern ihre Defizite auf 7,6% bzw. 3,2% des BIP, die Arbeitslosenquote geht leicht auf 8,6% zurück.

sind. Vor diesem Hintergrund dürfte die Notenbank an ihrer Politik unkonventioneller Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung festhalten. Selbst den noch forcierteren Ankauf von Staatsanleihen halten wir für nicht ausgeschlossen, sollte sich die Krise nochmals verschärfen.

Eine weitere Eskalation der EWU-Schuldenkrise bietet aber auch die Chance, das Blatt ein für alle Mal zum Guten zu wenden. Ein Scheitern des Euro wäre nicht nur eine politische, sondern auch eine ökonomische Katastrophe. Unseres Erachtens wird die Europa-Politik alles nur Erdenkliche unternehmen, dies zu verhindern. Als dringlichstes Ziel steht am Jahresbeginn auf der Tagesordnung, die hohen Renditen auf Anleihen der Peripheriestaaten zu drücken, notfalls auch mittels Staatsanleihekäufen. Um die EWU langfristig zu stabilisieren, sind jedoch weitergehende Schritte notwendig. In diesem Zusammenhang erscheint es bedeutsam, die Fiskalpolitik innerhalb Europas stärker zu koordinieren.

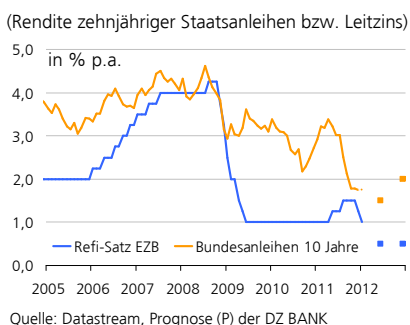
EWU-KONJUNKTUR 2012: WACHSTUM BRICHT EIN

	Reales Bruttoinlandsprodukt				Reales Bruttoinlandsprodukt		
	2010	2011 (S)	2012 (P)		2010	2011 (S)	2012 (P)
Deutschland	3,6	3,0	1,4	Griechenland	-4,4	-7,6	-2,4
Frankreich	1,4	1,7	0,7	Portugal	1,3	-1,9	-2,8
Italien	1,2	0,8	-0,5	Irland	-2,4	1,3	1,6
Spanien	-0,1	0,6	-0,5	Slowenien	1,4	1,3	1,2
Niederlande	1,6	1,4	0,7	Zypern	1,1	0,9	0,4
Belgien	2,3	2,1	0,8	Slowakei	1,4	1,3	1,2
Österreich	2,2	3,2	1,1	Luxemburg	2,7	2,0	1,7
Finnland	3,6	3,0	1,4	EWU-Gesamt	1,7	1,6	0,5

Quellen: Eurostat, Schätzung (S) und Prognosen (P) der DZ BANK

Zu diesem Zweck ist eine Wirtschaftsregierung denkbar, die nicht von Politikern, sondern von Technokraten besetzt wird. Dabei sollten nicht nur Fehlentwicklungen im Vorfeld aufgezeigt werden, sondern die Wirtschaftsregierung braucht zumindest ein Vetorecht. Sind EWU-Mitgliedsländer auf Käufe von Staatsanleihen angewiesen, so müssen weitergehende Rechte eingeräumt werden, gegebenenfalls werden Kontrollmöglichkeiten und automatische Sanktionen folgen. Ein Weg in diese Richtung muss im Jahr 2012 zumindest graduell eingeschlagen werden. Die DZ BANK Prognose für 2012 geht davon aus, dass eine gewisse Beruhigung der beschriebenen Art eintreten wird. Entsprechend sehen wir beispielsweise die zehnjährigen Bundrenditen für die Zeit gegen Ende des Jahres auf 2,0% steigen. Die Fed hat schon in der jüngeren Vergangenheit verschiedene Maßnahmen angekündigt, um die wirtschaftliche Dynamik zu beschleunigen. Die Bekanntgabe einer Nullzinsgarantie bis Mitte 2013 und die Entscheidungen, die durchschnittliche Laufzeit des von der Fed gehaltenen Wertpapierportfolios zu verlängern sowie Erlöse aus fällig werdenden hypothekenbesicherten Anleihen erneut in MBS zu investieren, werden wohl keine schnellen Erfolge zeigen.

NEUES ZINSTIEF MITTE 2012



Vor diesem Hintergrund wird sich die Notenbank Anfang 2012 alle Türen offen halten, weitere „unkonventionelle“ geldpolitische Wege einzuschlagen. Die Diskussionen drehen sich um einen erneuten Kauf von Wertpapieren (insbesondere MBS), wodurch sich die Fed-Bilanz verlängern würde. Daneben steht zur Diskussion, die Leitzinsen an bestimmte Zeitreihen zu koppeln, beispielsweise an die Arbeitslosenquote. Sollte sich die realwirtschaftliche Dynamik nicht be-

schleunigen, dürfte die US-Notenbank weitere Maßnahmen beschließen. Für das Jahr 2012 rechnen wir nur mit einer sehr mageren Zuwachsrate des US-Bruttoinlandsprodukts von 1,7%. Eine Rezession sehen wir aber nicht. Weichen die diesbezüglichen Ängste aus dem Markt, sind im Verlauf des Jahres 2012 sehr schnell auch wieder höhere US-Treasury-Renditen erreichbar. Zum Jahresende 2012 rechnen mit einem Renditelevel der zehnjährigen US-Staatsanleihen von 3,0%.

DEISENMARKT

DER EURO HAT NOCH NICHT VERLOREN

Nachdem es in den ersten Handelstagen des Jahres 2011 zunächst so ausgesehen hat, als ob der Euro seine Talfahrt von Ende 2010 fortsetzen würde, konnte er Mitte Januar bei Kursen unter 1,28 US-Dollar das Ruder herumreißen und gegenüber dem US-Dollar spürbar Aufwärtsdynamik entwickeln. Diese ließ den Euro im Frühjahr schließlich bis auf Werte knapp über 1,49 US-Dollar klettern. Zwar schwelte die europäische Schuldenkrise auch im ersten Halbjahr 2011 gefährlich weiter, doch wurde sie in dieser Zeit vom Devisenmarkt in die zweite Reihe verbannt. An ihrer Stelle unterstützten nun die angesichts des erhöhten Inflationsdrucks in der Eurozone aufgekommenen Leitzinserhöhungsphantasien, beziehungsweise die dann tatsächlich folgenden Leitzinserhöhungen den Euro. Bei der Fed tat sich hingegen in diesem Zeitraum an der Zinsfront nichts. Nicht überraschend, dass sich der Euro in diesem Umfeld äußerst wohl gefühlt hat. Lange währte die Freude jedoch nicht, da die EZB mit ihrer Absage an weiteren Leitzinsanhebungen einen Strich durch die Rechnung machte.

Auf der Suche nach „neuen“ Impulsgebern griff der Devisenmarkt dann im Sommer 2011 gleichermaßen auf US- und EWU-Argumente zurück. US-seitig lasteten fortan neben den Konjunktursorgen auch die Spekulationen um eine weitere Ausweitung der „quantitativen Lockerung“ auf dem US-Dollar. Erschwerend kam für die US-Devisen hinzu, dass auf einmal auch die prekäre amerikanische Schuldensituation in den Fokus rückte. Einen nachhaltigen Aufwärts-

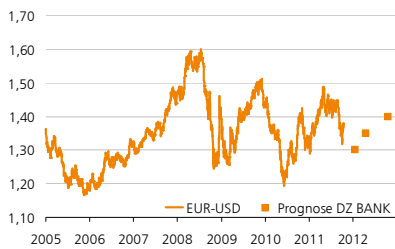
PROGNOSE EURORAUM 2012

- Die Anpassung der Nachfrage in den finanzschwachen Mitgliedsstaaten lässt das reale Wachstum im Euro-Raum 2012 auf 0,5% sinken.
- Der private Verbrauch legt 2012 um 0,4% zu, etwa gleich stark wie 2011. Schwächer als im Vorjahr entwickeln sich die Anlageinvestitionen (+1,5%).
- Die Inflationsrate sinkt 2012 auf 2,0% und liegt damit wieder im Bereich der „Preisstabilität“, den die EZB mittelfristig bei unter 2% sieht.
- Die Arbeitslosenquote bleibt 2012 mit 10,4% unverändert hoch. Vor allem in Spanien und Irland werden bedrohliche Werte erreicht.
- Die Exporte steigen 2012 um 3,8%, aber immer noch etwas stärker als die Importe (plus 3,4%). Die Leistungsbilanz des Euroraums dürfte erneut etwas zurückgehen (minus 0,6%).
- Die öffentlichen Schulden des Euroraums erreichen 90% des BIP, in Griechenland, Italien und Portugal liegen die Schulden über der jährlichen Wirtschaftsleistung.

trend suchte man in Euro-Dollar in dieser Zeit dennoch vergebens, hatte doch auch Europa mit Problemen zu kämpfen. Hier stand in erster Linie erneut die europäische Schuldenkrise im Mittelpunkt. Befürchtungen, wonach die Schuldenkrise auf immer mehr EWU-Staaten übergreifen könnte, machten dem Euro das Leben schwer. Angesichts der ungelösten Probleme dies- und jenseits des Atlantiks pendelte Euro-Dollar in dieser Phase unentschieden in einer breiten Seitwärtsrange zwischen rund 1,40 US-Dollar und 1,45 US-Dollar. In der letzten Zeit ist die amerikanische Schuldenkrise allerdings wieder aus dem Fokus des Marktes verschwunden, so dass dessen Aufmerksamkeit derzeit zum Leidwesen des Euro wieder ausschließlich auf die europäische Schuldenproblematik gerichtet ist. Das Wohl und Wehe des Euro hängt damit in erster Linie wieder von den Hiobsbotschaften rund um die EWU-Schuldenkrise ab. Auch wenn die EWU-Schuldenkrise im ersten Halbjahr 2012 allmählich an Schärfe verlieren dürfte, sollte der Euro gegenüber dem Dollar zunächst

noch in der Defensive bleiben und hierbei Kurs auf Werte um 1,27 US-Dollar nehmen. Schließlich können zunächst Rückschläge und erneute Zweifel an der Tragfähigkeit und Nachhaltigkeit der von der europäischen Politik präsentierten Ansätzen zur Lösung der Schuldenkrise nicht ausgeschlossen werden. Im Frühjahr sollten dann die verhaltenen Konjunkturaussichten der Eurozone sowie damit verbunden die Erwartung, dass die EZB den Leitzins auf Sicht von sechs Monaten auf 0,50% gesenkt haben dürfte, am Markt weitgehend „verarbeitet“ sein. Zudem gehen wir davon aus, dass es den Verantwortlichen letztendlich gelingen wird, mit entsprechenden Maßnahmen einen überzeugenden Schutzwall um die in den Fokus gerückten EWU-Krisenstaaten zu ziehen und damit die übrigen Euro-Staaten vor einer Ansteckung zu schützen. Dies sollte den Euro auf Sicht von sechs Monaten wieder moderat auf 1,30 US-Dollar ansteigen lassen.

DER EURO KOMMT WIEDER



Quelle: Datastream, DZ BANK

Auf Jahressicht dürften die dann wieder verstärkt in den Fokus rückenden US-Strukturprobleme erneut zu einer gleichberechtigten Perspektive der Probleme dies- und jenseits des Atlantiks führen. Mit Blick auf die US-Strukturprobleme sollte im Wahljahr 2012 (Präsidentenwahl) besonders die Finanzierung der scheinbar unaufhaltsam ansteigenden US-Staatsschuld zunehmend in den Mittelpunkt des Geschehens rücken. Alles in allem dürfte die Erkenntnis, dass auch die USA nicht frei von Sorgen sind, dem Euro moderat auf die Beine helfen und um Werte von 1,40 US-Dollar pendeln lassen. Einem übermäßigen Anstieg des Euro stehen jedoch die weiterhin schwelenden europäischen Strukturprobleme sowie die gedämpften europäischen Konjunkturerwartungen entgegen.

US-AKTIENMARKT

IM ZEICHEN DES WAHLJAHRES

2011 war für den amerikanischen Aktienmarkt ein schwieriges Börsenjahr gewesen. Die wegen engmaschiger Zulieferbeziehungen international spürbaren Auswirkungen des japanischen Erdbebens im Frühjahr sowie die politischen Querelen im amerikanischen Kongress, die im Sommer um Haarebreite zur Handlungsunfähigkeit der US-Regierung geführt hätten, und immer wieder neue Schockwellen, die von der schwelenden EU-Schuldenkrise ausgingen, machten der Wall Street schwer zu schaffen. Nur mit großer Mühe gelang es dem amerikanischen Aktienmarkt kurz vor Ende des Jahres, wieder zu dem Stand vom Jahresanfang aufzuschließen (S&P-500-Index).

Auch wenn sich die zurzeit noch hohe implizite Marktvolatilität in den nächsten Wochen ermäßigen dürfte, weil die EU-Schuldenkrise trotz aller noch vorherrschenden Wirren abklingen dürfte, rechnen wir auch im Jahr 2012 mit größeren Kursschwankungen am amerikanischen Aktienmarkt. Zugleich sind wir aber zuversichtlich, dass sich die Wall Street trotz erhöhter Volatilität am Ende von den derzeitigen Belastungen erholen wird, weil die US-Konjunktur unseres Erachtens nicht erneut in eine Rezession zurückfallen wird, so wie dies zurzeit viele Anleger befürchten. Sofern es, wie von uns erwartet, lediglich zu einer vorübergehenden Wachstumsabschwächung kommen wird, verfügt die Wall Street unserer Meinung demnach über weiteres Erholungspotenzial.

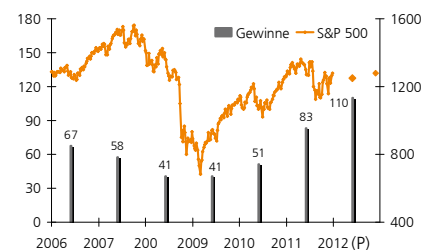
Immerhin dürfte der größte Teil der negativen Einflüsse, unter denen der US-Aktienmarkt im Jahr 2011 zu leiden hatte, an Wirkung verlieren. Dies gilt natürlich in erster Linie für die Folgen des japanischen Erdbebens, die weltweit zu spüren waren. Die von der Naturkatastrophe verursachten Produktionsausfälle und Lieferengpässe sind bereits weitgehend überwunden; der Wiederaufbaubedarf gibt der japanischen Wirtschaft inzwischen sogar positive Wachstumsimpulse. Dies dürfte auch dem amerikanischen Aktienmarkt im Jahr 2012 zugute kommen, ebenso wie die Entwicklung in der Volksrepublik China, wo die Regierung von ihrem

PROGNOSE DEUTSCHLAND 2012

- Die Beschäftigungslage wird sich auch 2012 weiter verbessern, die Arbeitslosenquote sinkt auf knapp unter 7%.
 - Die Verbraucherpreise steigen 2012 um lediglich 1,9%, die Inflationsgefahr bleibt gering.
 - Das reale Wachstum des BIP sinkt deutlich auf 1,4%, der private Verbrauch wächst um 1,3% und damit etwa so stark wie 2011, die Zuwachsraten der Investitionen nimmt dagegen auf 2,1% ab.
 - Die deutsche Industrieproduktion wächst 2012 nur noch um 2,2%, die Zahl der Beschäftigten steigt trotzdem noch um 1,0% an. Getragen wird das Wachstum von den Branchen Automobilbau, Elektrotechnik und Chemie.
 - Die staatliche Neuverschuldung sinkt 2012 auf 0,7%, der Schuldenstand der öffentlichen Haushalte verringert sich auf 79%. Mit den Rettungsmaßnahmen der Eurostaaten sind jedoch große Risiken für den Staatshaushalt verbunden.
 - Der Anstieg der deutschen Ausfuhren schwächt sich 2012 auf 4,8% ab. Etwas stärker, um 5,5%, nehmen die Importe zu. Dadurch sinkt der Leistungsbilanzüberschuss auf 4,7% des BIP.
- bislang restriktiven zu einem neutralen geldpolitischen Kurs übergehen und der chinesischen Konjunktur dadurch wieder freieren Lauf lassen dürfte. Die Vorgaben aus dem asiatischen Wirtschaftsraum, die den US-Aktienmarkt in den letzten Quartalen mittel- und unmittelbar schwer belastet hatten, dürften somit im Jahr 2012 eher begünstigen. Alles Weitere hängt von der Entwicklung in Europa ab. Die Wahrscheinlichkeit, dass die beabsichtigten Maßnahmen zur Überwindung der EU-Schuldenkrise greifen, halten wir für hoch, auch wenn es zuletzt immer wieder zu Turbulenzen gekommen ist. Von einer möglichen Entspannung in Europa sollte der amerikanische Aktienmarkt entscheidende Impulse erhalten, zumindest die noch bestehenden Unwägbarkeiten dürften abnehmen. Glaubhafte Lösungsmöglichkeiten für die europäische Schuldenkrise müssten an der Wall Street in erster Linie den Finanzwerten zugute

kommen, die im S&P-500-Leitindex mit einer Gewichtung von rund 14% hinter dem Technologiesegment, auf das knapp 20% entfallen, den zweitgrößten Sektor stellen. Die Finanzwerte notieren noch immer mehr als 60% unter dem Stand von vor der Finanzkrise. Obwohl wegen erheblicher struktureller Veränderungen in den letzten Jahren nicht damit zu rechnen ist, dass sämtliche Verluste wettgemacht werden, halten wir die Aussicht auf Kursverbesserungen in diesem Segment für realistisch. Zusätzliche Schubkraft könnte der Sektor sogar erhalten, sollten Teile der einschneidenden Regulierungsmaßnahmen, die zur Zeit der Finanzkrise mehr oder weniger mit „heißer Nadel gestrickt“ und oft mehr aus populistischen als ökonomischen Gründen verfügt wurden, abgemildert werden. Dafür müssten sich allerdings die notwendigen politischen Mehrheiten finden, was angesichts der im nächsten Jahr anstehenden Präsidentschafts- und Kongresswahlen aus heutiger Sicht nicht einfach zu sein scheint.

UNTER SCHWANKUNGEN AUFWÄRTS



Quelle: Datastream, Prognose (P) der DZ BANK

Die amerikanische Innenpolitik birgt nach unserer Meinung für das Jahr 2012 auch das größte Überraschungspotenzial für den amerikanischen Aktienmarkt. Der Wahlkampf ist bereits voll entbrannt und dürfte sich gleich zu Beginn des neuen Jahres, wenn Schlag auf Schlag Vorwahlen in mehreren US-Bundesstaaten abgehalten werden, noch erheblich intensivieren. Dies lässt für die Wall Street erneut stärkere Kurschwankungen befürchten. Doch schon im Verlauf der ersten Jahreshälfte 2012 sollten die Konturen der politischen Landschaft in den Vereinigten Staaten klarer werden. Dann dürfte sich zeigen, welche Kandidaten ernsthafte Chancen für das Präsidentschaftsamt haben und welche politischen Kräfte

im US-Kongress künftig den Ton angeben. In dieser Hinsicht sollte die Parallele zu den Wahlen im Jahr 1980 erwähnt werden. Auch damals befanden sich die Vereinigten Staaten in einer schweren wirtschaftlichen und sozialen Krise, die erst beendet wurde, nachdem der Republikaner Ronald Reagan den glücklos agierenden demokratischen Präsidenten Jimmy Carter abgelöst hatte.

Der zu jener Zeit umstrittene konservative Schwenk in der amerikanischen Wirtschaftspolitik leitete einen langjährigen Aufschwung ein. Allein schon ein sich im Wahlkampf möglicherweise abzeichnender Sieg der Republikaner würde am Aktienmarkt unverzüglich Erinnerungen an diese Periode wecken und könnte bereits lange vor den Wahlen im November 2012 die Stimmung in der US-Wirtschaft verbessern. Sollte sich dagegen die amtierende Regierung von Präsident Obama durchsetzen, was zumindest die meisten aktuellen Umfrageergebnisse in Frage stellen, wäre dies für den US-Aktienmarkt ebenfalls nicht von Nachteil, weil ein solcher Ausgang überhaupt nur für den Fall vorstellbar wäre, dass sich die Lage am US-Arbeitsmarkt innerhalb der nächsten Monate grundlegend verbesserte. Sollte dies eintreten, wäre es für die US-Wirtschaft, den US-Aktienmarkt und nicht zuletzt auch für den US-Dollar nur von Vorteil.

Bei aller Volatilität, die das Jahr 2012 für den amerikanischen Aktienmarkt bereithalten dürfte, verfügt der S&P-500-Leitindex unserer Meinung nach über weiteres Erholungspotenzial, zumal auch die fundamentale Bewertung mit einem Markt-KGV von etwa 12 attraktiv erscheint und mit großer Sicherheit auch im Jahr 2012 für den amerikanischen Aktienmarkt noch keine Störeinflüsse durch die Zinsseite zu befürchten sind.

DEUTSCHER AKTIENMARKT

DAX ENDE 2012 AUF 6.600 PUNKTE

Unseres Erachtens bietet das volkswirtschaftliche Rahmenszenario der DZ BANK für die Jahre 2012 und 2013 nur noch wenig Raum für weitere Kursgewinne. Die Wirtschaft im europäischen Währungsraum sollte im kommenden Jahr nur recht schwach wachsen können, weil die Krise im Euroraum

PROGNOSE KAPITALMÄRKTE 2012

- Die EZB folgt der Fed und senkt die Leitzinsen in 2012 auf 0,5%, die Fed-Funds-Rate verharrt bei maximal 0,25%.
- Die Renditen der Staatsanleihen kehren von ihren Rekordtiefständen zurück auf 3,00% für zehnjährige US-Treasuries und 2,00% für Bundesanleihen.
- Deutsche Aktien legen 2012 bei relativ stabilen Unternehmensgewinnen in einem eingetrübten konjunkturellen Umfeld moderat zu, der DAX erreicht am Jahresende 6.600 Punkte.
- US-Aktien gewinnen 2012 trotz kräftig steigender Gewinne nur leicht auf 1.420 Punkte für den S&P-500, allerdings kann der Präsidentschaftswahlkampf Überraschungen bereithalten.
- Der Wechselkurs des Euro kann sich 2012 von einer Korrektur bis auf 1,30 US-Dollar wieder erholen und pendelt zum Jahresende um 1,40 US-Dollar.
- Die Immobilienpreise im Euro-Raum werden 2012 nur wenig zulegen; Aufwärtspotenzial besteht in Deutschland, Frankreich und Österreich, während in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien hohe Preisrisiken drohen.

Euroraum erhebliche Nebenwirkungen entfaltet. Insbesondere die Verunsicherung bei Unternehmen und Konsumenten ist hoch. In den südeuropäischen Mitgliedsländern und auch in Frankreich müssen zudem die Sparmaßnahmen relativ kurzfristig ausgeweitet werden, wodurch die Konjunktur-entwicklung in der EWU im kommenden Jahr an den Rand der Rezession gerät. Insgesamt droht in einigen Euroländern in den kommenden Jahren eine deutliche Wachstumsverlangsamung durch weitere Sparmaßnahmen zur Begrenzung der Staatsverschuldung. Diese Maßnahmen werden sich negativ auf die Unternehmensgewinne auswirken. Auch die Erleichterung über die noch vor Jahresende 2011 beschlossenen Maßnahmen zur Eindämmung der Schulden- und Vertrauenskrise in Europa währte an den Kapitalmärkten nur kurz. In Griechenland sind die Risiken einer ungeordneten Insolvenz und des Austritts aus der Währungsunion gegen Jahresende sogar signifikant gestiegen. Auch in Italien nahm

der Druck zu, hier droht ebenfalls eine Phase der Unsicherheit. Die Konjunkturrisiken für den Euroraum haben sich wegen dieser Entwicklungen nochmals verstärkt. Innerhalb Europas dürfte Deutschland unter den großen Ländern auch 2012 die wachstumsstärkste Kraft bleiben. Positiv für die international ausgerichteten DAX-Unternehmen ist vor allem, dass die Weltwirtschaft 2012 trotz der sehr schwachen Vorgaben aus Europa im kommenden Jahr um 3,4% wachsen sollte. Insbesondere in den BRIC-Staaten ist das Wachstum auf hohem Niveau stabil. Zudem ist in den Vereinigten Staaten die Wachstumsschwäche inzwischen derart ausgeprägt, dass sich hier ein Potenzial für positive Überraschungen aufbaut.

Die Gesellschaften im deutschen Leitindex sollten von dieser Entwicklung profitieren und Umsätze und Gewinne steigern können. Der Zuwachs sollte 2012 jedoch wegen des schwachen Wirtschaftswachstums insgesamt sehr moderat ausfallen. Wir erwarten dementsprechend 2012/13 allenfalls ein geringes Gewinnwachstum und schätzen das vom Konsens erwartete Gewinnwachstum in Höhe von 5% für 2012 und 9% für 2013 als zu optimistisch ein.

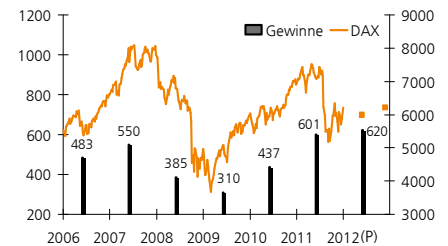
Der Blick auf die EBIT-Margen der DAX-Unternehmen des nicht-finanziellen Sektors zeigt, dass die Analysten für die Jahre 2011 bis 2013 Margenwerte von durchschnittlich 9,2% erwarten. Der Blick in die Historie zeigt allerdings, dass eine so hohe Rendite noch nicht erreicht wurde. Im Durchschnitt der vergangenen zehn (fünf) Jahre erzielten die DAX-Unternehmen eine operative Ge-

winnspanne in Höhe von 6,9 (7,9) % des Umsatzes. Dies ist für uns ein wichtiger Indikator, dass die für das Jahr 2012 erwarteten Gewinne nach wie vor zu optimistisch prognostiziert werden – auch wenn sie in den zurückliegenden Wochen bereits von 763 auf 668 Einheiten revidiert wurden. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich die 2012er-Schätzungen in Richtung der Bandbreite 600 bis 620 Punkte bewegen werden.

Die gegenüber dem Jahreshoch im Mai 2011 (7.600 Punkte) insgesamt deutlich niedrigeren Kurse haben zu einer sehr positiven Bewertungssituation geführt. Auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt die Unterbewertung bei rund 74%, zyklenglättet (historisch, über fünf Jahre) sind es 44%. Auch die Relation gegenüber dem Substanz-(Buch-) Wert zeigt noch Aufholpotenzial (plus 73%) ebenso wie die Dividendenrendite (plus 46%). Alternativenanlagen werfen weiterhin wenig laufenden Ertrag ab und sind zum Teil deutlich volatil als Aktien. Diese bleiben daher im Vergleich der Assetklassen selbst in einem Umfeld schwacher Gewinnzuwachsrate attraktiv.

Die Bewertung von großen internationalen Blue-Chip-Titeln liegt teilweise auf dem niedrigsten Niveau seit dem März 2009. Verlockend erscheint vielfach alleine die hohe Dividendenrendite, die das Warten auf neue Gewinnsteigerungen bei den Unternehmen in der Zwischenzeit belohnt. Diese Erkenntnis dürfte auch den Aktienmärkten bald wieder zu einer Belebung verhelfen. Der Aktienmarkt sollte im kommen-

DAX-GEWINNE BLEIBEN RELATIV STABIL

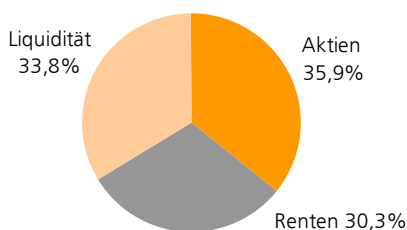


Quelle: Datastream, Prognose (P) der DZ BANK

den Jahr jedoch, trotz der günstigen Bewertung, nur leicht ansteigen. Das schwache Gewinnwachstum dürfte einen stärkeren Kurssprung verhindern. Bis zur Jahresmitte 2012 sollte der DAX auf 6.250 Punkte steigen. Im zweiten Halbjahr 2012 dürfte sich der Aktienmarktaufschwung fortsetzen, wenn auch in einem etwas gemäßigten Tempo. Wir erwarten einen DAX-Stand von 6.600 Punkten zum Jahresende 2012. Dieser Indexstand entspräche einem aktuellen 2012er-KGV von 10,6 beziehungsweise 11,0 auf der Basis der von uns erwarteten 2012er-Indexgewinnbandbreite. Für den Euro Stoxx 50 erwarten wir Indexstände von 2.450 Punkten und 2.550 Punkten.

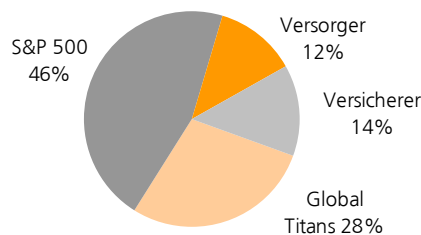
Die von uns unterstellte „low growth“- beziehungsweise „no growth“-Annahme für die Indexgewinne beurteilen wir wegen des intakten Weltwirtschaftswachstums als konservativ. Ohne die Belastungen der Konjunktur durch das schwächere Verbraucher- und Unternehmervertrauen wären in dieser Phase des Zyklus durchweg höhere Kurse gerechtfertigt. Insgesamt werden die Aktienmärkte aber auch im Jahr 2012 weiterhin sehr sensibel auf Rückschläge bei der Konsolidierung in den großen Ländern reagieren. Entsprechend dürften sich DAX und Euro Stoxx 50 im kommenden Jahr zum Teil deutlich schwächer bewegen, als es der fundamentale Wachstumspfad zuließe. In unserer Branchenallokation setzen wir weiterhin auf aus unserer Sicht defensive Sektoren wie Versorger, Versicherer und Öl & Gas-Aktien. Erhebliche Kursgefahren ergeben sich im Falle eines stärker als erwarteten Konjunkturabschwungs für die Zykliker und damit letztendlich auch für den DAX wegen der im internationalen Vergleich sehr hohen Gewichtung an konjunktursensiblen Titeln.

ALLOKATION DZ BANK-PORTFOLIO



Quelle: DZ BANK

ALLOKATION AKTIEN-PORTFOLIO



DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEgebenEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK/WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN:

Die Publikationen erscheinen regelmäßig wöchentlich. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK/WGZ BANK. Ob und wann zu den in dieser Publikation enthaltenen Emittenten/Finanzinstrumenten eine Aktualisierung erfolgt, liegt allein im Ermessen der DZ BANK/WGZ BANK.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de und www.wgzbank.de.

RECHTLICHE HINWEISE:

1. Dieses Dokument ist von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main („DZ BANK“) und der WGZ-BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank („WGZ BANK“) erstellt und/oder herausgegeben und wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland, und der WGZ-BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, Deutschland, im Zusammenhang mit seiner Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland genehmigt.

Unsere Empfehlungen stellen keine kundenindividuelle Anlageberatung dar und können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der DZ BANK und der WGZ BANK nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ändern. Die DZ BANK und die WGZ BANK treffen keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Finanzinstrumente durch die DZ BANK und/oder die WGZ BANK dar, und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zur Information übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden. Es richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien und Japan. Die DZ BANK und die WGZ BANK haben die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzen, haben aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend geben weder die DZ BANK noch die WGZ BANK und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernehmen die DZ BANK und die WGZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Dieses Dokument stellt kein öffentliches Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten dar. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments werden die DZ BANK und die WGZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage eines Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK und die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben können, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK und/oder die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigen, empfehlen oder genehmigen. Die DZ BANK und die WGZ BANK übernehmen weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen. Die DZ BANK und die WGZ BANK sind berechtigt, Investment-Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK und der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment-Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment-Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment-Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK bzw. der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment-Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geocvert werden.

2. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK und der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK und die WGZ BANK in diesem Dokument stützen, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die DZ BANK und/oder die WGZ BANK sind ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden. Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG
Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank,
Frankfurt am Main,
Platz der Republik,
60265 Frankfurt am Main,
vertreten durch die Vorstände
Wolfgang Kirsch (Vorsitz),
Lars Hille, Wolfgang Köhler,
Hans-Theo Macke, Albrecht Merz,
Thomas Ullrich, Frank Westhoff,
alle Frankfurt am Main,
und WGZ BANK AG
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank,
Ludwig-Erhard-Allee 20,
40227 Düsseldorf,
vertreten durch die Vorstände
Werner Böhnke (Vorsitz),
Uwe Berghaus,
Dr. Christian Brauckmann,
Karl-Heinz Moll,
Michael Speth,
Hans-Bernd Wolberg,
alle Düsseldorf,
Genossenschaftliche FinanzGruppe
Volksbanken Raiffeisenbanken

Redaktion:

Rainer Raschdorf, Analyst
Mail: aktienbrief@dzbank.de

Autor(en) und Ersteller:

Christoph Müller, Analyst
Rainer Raschdorf, Analyst
Heinz Weyershäuser, Analyst
Jeweils Frankfurt am Main.

Verantwortliche Unternehmen:

DZ BANK AG, WGZ BANK AG

Redaktionsschluss:

4.1.2012 / 21. Jahrgang /
Schutzgebühr 2,50 EUR

Druck:

ICS Internationale Kommunikations-Service
GmbH, Bergisch Gladbach

Verlag und Vertrieb:

Deutscher Genossenschafts-Verlag eG,
Wiesbaden

Historische Aktienbriefe finden Sie unter

www.aktienbrief.dzbank.de;

Benutzername: Aktienbrief

Passwort: 843002

© 2012

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt.