

## Zunehmender Konjunkturoptimismus, Spannungen im Nahen Osten

Léon Cornelissen

Lukas Daalder

Ronald Doeswijk

*financialmarketsresearch@robeco.com*



### Highlights

- Die Produktionszahlen gewinnen weltweit an Stärke. Der Index stieg im Januar in 16 von 25 großen Volkswirtschaften. Infolgedessen befinden sich Rohstoffpreise ebenfalls im Anstieg, was den Inflationsdruck verstärkt. Unruhen in Nahost haben die Ölpreise in die Höhe getrieben. Solange die Stabilität in Saudi Arabien erhalten wird, bleibt die Auswirkung der derzeitigen Krise wahrscheinlich begrenzt. Die Spannungen in der Eurozone sind zurückgegangen, da sich die europäischen Politiker für eine proaktivere Haltung entschieden haben.
- Wir erwarten Erträge, ansteigende Fusions- und Übernahme-Aktivitäten und lockere Geldpolitik, die die Aktienkurse weiterhin vorantreiben. Die Schuldenkrise in der Eurozone wird zuweilen Stimmungen unterminieren. Ein Szenario der irgendwie vorankommenden Wirtschaft wird sich wahrscheinlich entwickeln, da es einfach noch keine Bereitschaft für einen finanzpolitischen Mechanismus zur Vermögensübertragung gibt.
- Die Spreads bei Unternehmensanleihen ziehen weiterhin an und liefern dabei attraktive Renditen. Wie weit kann dieser Rally gehen? Wir denken, dass die Erholung wesentlich weiter gehen kann, angesichts unserer Erwartung eines moderaten Wirtschaftswachstums und eines Szenarios der irgendwie vorankommenden Wirtschaft in der Schuldenkrise der Eurozone. Die Ausfallquoten sind gering und Steigungen der Bonitätsratings übertreffen die Abstufungen. Wir sind nicht der Meinung, dass die Bewertung eine weitere angemessene Performance behindern wird.
- Staatsanleihen sind aus langfristiger Sicht nicht attraktiv. Allerdings erwarten wir kurzfristig keinen wesentlichen Anstieg bei den langfristigen Renditen. Die Nachrichten von Kerninflationsraten sind, Großbritannien ausgenommen, keineswegs alarmierend. Kapazitätsauslastungsraten geben allgemein genügend Raum für eine recht einfach ansteigende Produktion. Währenddessen ist die

Arbeitslosigkeit hoch genug, um eine Arbeitskosteninflation zu verhindern.

- Die Aussichten für Rohstoffe sind positiv, da das Angebot Schwierigkeiten hat die steigende Nachfrage zu befriedigen. Dieser längerfristig zugrunde liegende Trend trifft nunmehr mit stärkeren Zahlen des Produzentenvertrauens zusammen, was die Wahrscheinlichkeit weiterer Anstiege der Rohstoffpreise kurzfristig erhöht.
- Eine besondere Gewichtung geben wir dem Argument, dass Chinas Bemühungen zur Profilsteigerung des Yuan das zunehmende Selbstvertrauen des Landes widerspiegeln. Allerdings ist Chinas Währung noch weit davon entfernt eine tatsächliche Alternative zum US-Dollar darzustellen.

## Zusammenfassung

Die Produktionszahlen gewinnen weltweit an Stärke. Der Index stieg im Januar in 16 von 25 bedeutenden Volkswirtschaften. Infolgedessen befinden sich Rohstoffpreise ebenfalls im Anstieg, was den Inflationsdruck verstärkt. Unruhen in Nahost haben die Ölpreise in die Höhe getrieben. Solange die Stabilität in Saudi Arabien erhalten wird, bleibt die Auswirkung der derzeitigen Krise wahrscheinlich begrenzt. Die Spannungen in der Eurozone sind zurückgegangen, da sich die europäischen Politiker für eine proaktivere Haltung entschieden haben.

## Makroökonomischer Ausblick

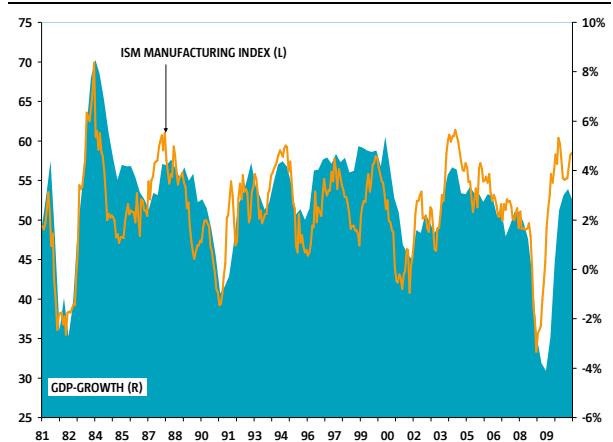
Die meisten Wirtschaftsdaten sind während der vergangenen Monate überraschend gut ausgefallen. Infolgedessen steigen die Inflationsprognosen sowie die Vorhersagen für das Wachstum des BIP in den entwickelten Regionen. Trotzdem gehen wir davon aus, dass die lockere Geldpolitik in den entwickelten Regionen fortgesetzt wird.

### Nordamerika

Die neusten Daten zeigen, dass die US-Wirtschaft an Fahrt gewinnt. Das Gesamt-BIP im 4. Quartal 2010 betrug laut vorläufigen Berechnungen 3,2 % (im Quartalsvergleich zum Vorjahr), aber das Wachstum fällt aufgrund des starken Abbaus von Lagerbeständen deutlich schwächer aus. Das Endnachfrage-BIP vermindert um die Differenz an privaten Lagerbeständen, wuchs um 7,1 %, der größte Anstieg seit 1984. Solider persönlicher Verbrauch, eine konstante Ausdehnung von Investitionen und ein starkes positives Wachstum der Außenwirtschaft unterstützten dieses Ergebnis. Die guten Nachrichten beschränken sich nicht nur auf das vergangene Jahr, da der Sprung des ISM-Einkaufsmanagerindex auf 60,8 im Januar ein deutliches Zeichen ist, dass die positive Entwicklung zum Jahresbeginn 2011 anhält. Trotzdem wird das extreme Winterwetter im Januar sicherlich störende Auswirkungen auf die realen Wirtschaftsindikatoren wie Einzelhandelsumsätze und Arbeitsmarktwachstum haben. Die Wirtschaftsdaten werden weiterhin schwankungsanfällig bleiben, aber normalerweise sollte kein anhaltend negativer Einfluss erwartet werden. Das ist auch das Fazit, was man aus dem konstanten Anstieg der Wachstumsprognosen für 2011 ziehen kann: übereinstimmende Wachstumsprognosen für 2011 sind in den letzten beiden Monaten um 0,8 Prozentpunkte auf 3,2 % angestiegen. Die wirtschaftlichen Aussichten für die USA haben sich tatsächlich verbessert. Aber während das aktuelle positive Momentum wahrscheinlich dazu führt, dass die Wachstumserwartungen in den kommenden Monaten noch größer werden, bleiben wir im Hinblick auf das Wachstum 2011 lieber weiterhin vorsichtig. Zum einen beruht die starke Nachfrage der Verbraucher auf einem Rückgang der Sparquoten und nicht auf einem Anstieg des verfügbaren Einkommens. Die Sparquote ist auf 5,3 % zurückgegangen, ein ganzes Prozent unterhalb des Niveaus von Mitte 2010. Dieses Niveau ist für die USA weder niedrig noch schockierend, aber ein weiterer Rückgang nach dieser Krise scheint unwahrscheinlich, eher ist eine leichte Umkehrung zu erwarten.

Darüber hinaus ist das mit der US-amerikanischen Kreditobergrenze verbundene Risiko ein Schatten am Horizont. In einem Brief an den amerikanischen Kongress geht der US-Finanzminister, Tim Geithner, davon aus, dass die US-Kreditobergrenze von 14,3 Billionen USD irgendwann zwischen März und April erreicht wird, weshalb er den Kongress auffordert, diese Grenze vorher anzuheben. Wie Geithner in seinem Brief eloquent anmerkt: „Noch nie in unserer Geschichte hat der Kongress die Kreditobergrenze bei Bedarf nicht angehoben.“ Ein interessantes Konzept: eine Grenze, die immer angehoben wird... Und in der Tat wird die Grenze vermutlich angehoben werden, aber nicht ohne massive Gegenwehr. Die Republikaner werden diese Gelegenheit nutzen, um ernste Defizit verringern Maßnahmen zu fordern (das bedeutet Ausgabenkürzungen, nicht

US-WIRTSCHAFT ERHOLT SICH VON KURZFRISTIGER KRISE



QUELLE: BUREAU OF ECONOMIC ANALYSES, ROBECO

Steueranhebungen), so dass die USA Europa in 2011 mit Bemühungen, das Defizit zu verringern, folgen werden. Es besteht sogar eine kleine Chance, dass die Diskussion eskaliert, und in diesem Fall könnte die Regierung keine weiteren Geldmittel freisetzen, wie während der Präsidentschaft von Bill Clinton. Doch in Anbetracht dessen, dass das letztendlich zur Wiederwahl von Bill Clinton beitrug, gehen wir nicht davon aus, dass das diesmal wieder passiert.

### Europa

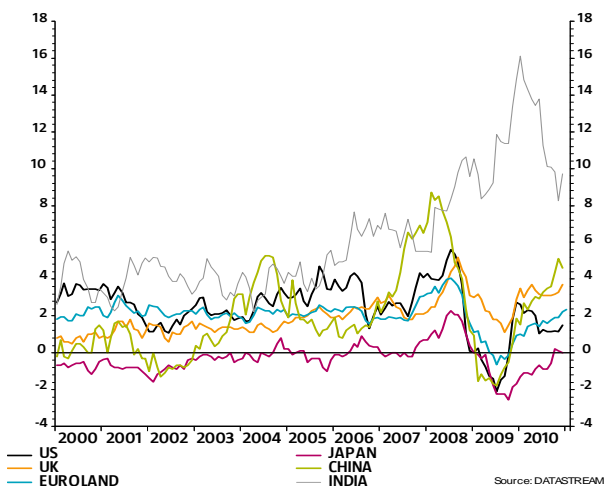
Das britische Wachstum im 4. Quartal war enttäuschend; das BIP schrumpfte um 0,5 % im Vergleich zum vorangehenden Quartal. Das kann natürlich zum Teil auf das schlechteste Winterwetter seit 100 Jahren zurückgeführt werden. Andererseits wären gewisse vorgezogene Ausgaben der Verbraucher im Hinblick auf die Mehrwertsteuererhöhung im Januar wahrscheinlich gewesen. Zum Glück viel der PMI für Januar stark aus. Der Aufschwung steht nicht zur Debatte. Die Regierung wird darauf bestehen, ihr Programm der brutalen finanzpolitischen Sparmaßnahmen durchzuführen. Der Druck auf die Bank von England, die Zinssätze in Anbetracht der anhaltenden und enttäuschenden Inflation anzuheben, hat nachgelassen.

In der Eurozone fiel die Headline-Inflation ebenfalls enttäuschend aus; sie erreichte im Februar 2,4 %. Die EZB hat ihre Anti-Inflationsrhetorik dennoch zurückgenommen. Auch wenn gewisse Zeichen auf eine Entspannung hindeuten, bedeutet die anhaltende europäische Schuldenkrise, dass sich eine Zinserhöhung sehr destabilisierend auswirken würde. Deshalb ist eine Erhöhung in absehbarer Zeit unmöglich. Die Unsicherheit über die Entwicklungen im Nahen Osten ist ein weiterer Grund für die Zentralbank, aggressive Maßnahmen zu vermeiden. Die EZB muss auf das Beste hoffen. Zwischenzeitlich suchen die europäischen Politiker nach einem Kompromiss über ein Wettbewerbsabkommen, um die Angebotsseite der europäischen Volkswirtschaften zu verbessern und ein gesetzliches Schuldenlimit einzuführen. Als Ergänzung zu diesen Vorhaben, die vermutlich im März zu irgendeiner Art von Abkommen führen, wird der europäische Rettungsfonds EFSF gestärkt werden. Aber selbst nach diesen Schritten ist die Krise noch lange nicht vorbei. Die Zahlungsfähigkeit von Griechenland und Irland bleibt weiterhin fraglich. Große Fragezeichen bleiben in Bezug auf Portugal und Spanien. Während die Peripherie in 2011 vermutlich eine Rezession durchlaufen wird, wird das deutsche Wachstum ziemlich stark ausfallen. Der Inflationsdruck steigt an, aber die Geldpolitik wird lockerer bleiben als für die größte Volkswirtschaft der Region optimal wäre.

### Pazifikregion

Japans Industriesektor machte im zweiten Monat in Folge positive Schlagzeilen: Ist das ein neuer Trend? Wie die Umfrageergebnisse des letzten Monats zeigten, nahm die Industrieproduktion im Dezember stark zu (+3,1 % im Monatsvergleich) und die Aussichten für Januar (+5,7 %) sind noch besser als bislang vorhergesagt. Obwohl die Genauigkeit dieser Daten wegen der notwendigen saisonalen Anpassungen mit Vorsicht zu genießen ist (die Jahresrevision folgt Mitte April), bestätigen die Handelszahlen, dass Japan die Schwächephase des 3. Quartals hinter sich gelassen hat, was im Einklang mit den stärkeren Q4-Zahlen in anderen Regionen steht. So gut das auch klingen mag: die industrielle Erholung hat sich noch nicht auf andere Bereiche der Binnenwirtschaft ausgewirkt; Einzelhandelsumsätze (-2,0 %), die Ausgaben der privaten Haushalte (-3,3 %) und die Verkaufszahlen der Supermärkte (-1,6 %) reflektieren die lustlose Nachfrage im Dezember. Von daher sind die Aussichten für ein BIP-Wachstum nicht zu günstig: übereinstimmend wird für Q4 eine Rate von -0,75 % erwartet. Vielleicht wird der Rückgang der Arbeitslosigkeit im Dezember (4,9 %) zu höherem Konsum führen.

HEADLINE- UND KERNINFLATION IN DER EUROZONE (% IM JAHRESVERGLEICH)

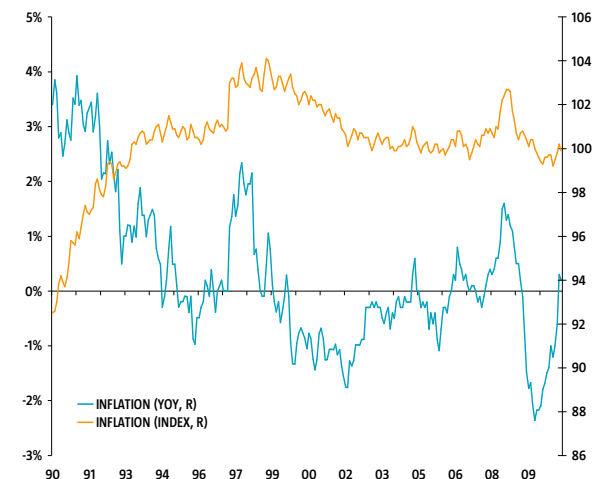


S&P stufte Japans Kreditwürdigkeit von AA auf AA- zurück. Die Rückstufung an sich kann kaum ein Schock gewesen sein (bei der Nachricht stiegen die JGB-Erträge um 0,2 Basispunkte), aber interessanterweise hat die Ratingagentur das Fehlen einer schlüssigen Strategie zur Lösung der Schuldenkrise als einen der Gründe für seinen Schritt angegeben. (Das lässt die Frage aufkommen, wie S&P die USA einstufen will.) Weitläufiger betrachtet könnte das bedeuten, dass diejenigen, die auf die Rückkehr der Inflation in Japan gehofft hatten, feststellen könnten, dass die höhere Inflation (und höhere Anleihezinsen) Maßnahmen in Bezug auf Japans Schuldenberg (die Schulden-/BIP-Rate beträgt mehr als 200 %) hervorruft.

### Schwellenmärkte

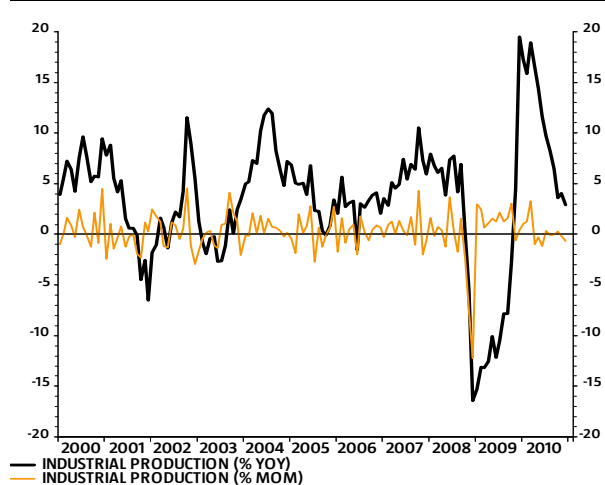
In allen wichtigen Schwellenwirtschaften wird die Geldpolitik in den kommenden Monaten angezogen. Doch die Maßnahmen werden verhalten ausfallen, um das anhaltende starke Wachstum zu gewährleisten. In China ging der PMI im Januar zurück, was vermuten lässt, dass es den Behörden gelingt, einen etwas langsameren Wachstumspfad für die chinesische Wirtschaft einzuleiten. Die Inflation, die im Dezember zurückgegangen war, liegt weiterhin bei kritischen 4,6 %. Vor diesem Hintergrund ist die Geschwindigkeit, mit der der Yuan gegenüber dem US-Dollar aufgewertet wird, enttäuschend langsam. Indiens Wachstumsaussichten bleiben solide. Die Inflation, insbesondere die Lebensmittelinflation, bleibt beunruhigend, nachdem der Benchmark WPI im Dezember auf 8,4 % weiter angestiegen ist. Brasilien weist jetzt zwei aufeinander folgende Monate unerwarteter Schwäche im industriellen Bereich auf, was Spekulationen über einen weiteren Zinsanstieg genährt hat. Das Wachstum wird sich in den kommenden Monaten vermutlich erholen und die Geldpolitik wird weiter angezogen werden. In Russland nimmt die Inflation schnell zu, weshalb eine Verkleinerung der Geldmenge unvermeidlich wird. Mit Blick auf die Präsidentschaftswahlen im März 2012 bleibt das Wachstum die Priorität der Politiker. Der gegenwärtige Anstieg der Ölpreise in Folge der zunehmenden Spannungen im Nahen Osten ist natürlich ein Segen für Russland.

INFLATION GEHT VORLÄUFIG AUF NULL ZURÜCK



QUELLE: BLOOMBERG, ROBECO

INDUSTRIEPRODUKTION BRASILIEN



Source: DATASTREAM

### BIP-WACHSTUM NACH REGIONEN (%)

	2010	2011	2012	Δ -1M 2011	ROBECO*
US	2,9	3,2	3,3	0,8	-
EUROZONE	1,7	1,5	1,6	0,0	+
UK	1,7	2,1	2,1	0,1	-
JAPAN	4,3	1,2	2,0	0,1	=
CHINA	10,1	9,2	8,9	0,0	=
INDIEN	8,7	8,3	8,4	-0,2	+
BRASILILIEN	7,5	4,5	-0,1	+	
RUSSLAND	3,9	4,2	-0,1	+	
WELT	3,9	3,4	3,5	0,3	-

\* GIBT AN, OB WIR EIN HÖHERES (+), GLEICHES (=) ODER NIEDRIGERES (-) WACHSTUM ERWARTEN ALS NACH DER AKTUELLEN UMFRAGE FÜR 2010

QUELLE: WIRTSCHAFTSUMFRAGE VON ROBECO

**VERBRAUCHERPREISINDEX (CPI) NACH REGION (%)**

	2010	2011	2012	Δ -1M 2011	ROBECO*
US	1,6	1,7	1,8	0,2	=
EUROZONE	1,6	1,8	1,7	0,3	+
UK	4,7	4,1	2,8	0,6	+
JAPAN	-0,8	-0,3	0,0	0,1	-
CHINA	3,3	4,3	3,6	1,3	+
INDIEN	9,7	6,9	6,6	0,1	+
BRASILIEN	5,8	5,1	0,0	0,2	+
RUSSLAND	8,5	7,9	0,0	0,5	+
WELT	2,3	2,4	1,9	0,4	+

\* GIBT AN, OB WIR EINEN HÖHEREN (+), GLEICHEN (=) ODER NIEDRIGEREN (-) VERBRAUCHERPREISINDEX ERWARTEN ALS NACH DER AKTUELLEN UMFRAGE FÜR 2010

QUELLE: WIRTSCHAFTSUMFRAGE VON ROBECO

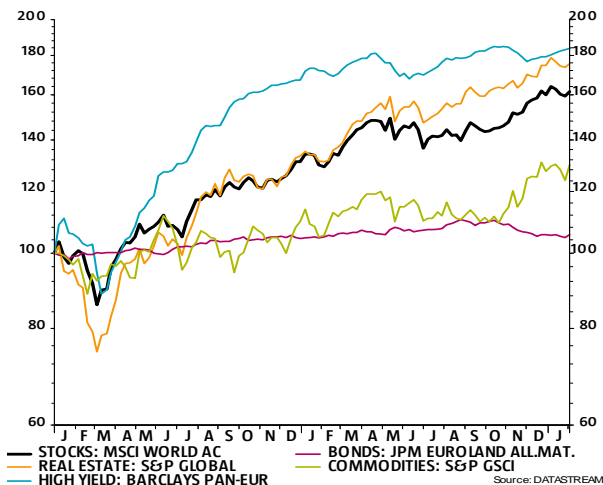
## Ausblick für die Finanzmärkte

### Anlagemix

#### Rückblick auf den letzten Monat

Der Aufwärtstrend für risikoreiche Anlagen setzt sich fort. Aus Euro-Perspektive sehen die Erträge während des letzten Monats nicht so stark aus, obwohl die Tendenz positiv ist. Der Euro stieg von 1,33 USD auf 1,36 USD, was eine gewisse Entspannung in Bezug auf die Schuldenkrise der Eurozone andeutet. Aktien stiegen um 0,5 % und die Gewinne in Landeswährung fallen im laufenden Jahr generell stark aus mit einer Rendite von 3,9 % für den S&P, 7,7 % für Stoxx 50 und 3,1 % für den Nikkei 225. Immobilien schnitten etwas schwächer ab, mit einem Ertrag von -0,2 % während des letzten Monats. Unternehmensanleihen übertrafen Bargeld und Staatsanleihen und konnten somit ihr gutes Abschneiden in 2010 fortsetzen. Nach einem imposanten Anstieg im November und Dezember stiegen Rohstoffe um 0,6 % an. Insgesamt gesehen blieb die Schwankungsanfälligkeit laut Messungen des VIX-Indexes im letzten Monat trotz der Unruhen in Ägypten gleich.

PERFORMANCE DER ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)



PERFORMANCE NACH ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)

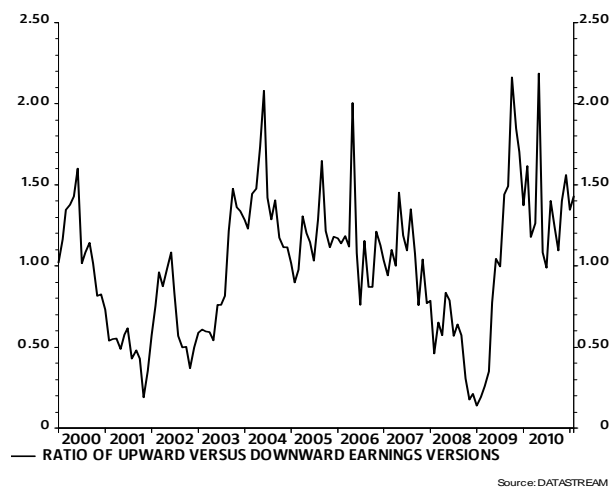
	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
AKTIEN (MSCI AC WORLD)	0,5 %	10,2 %	12,6 %	22,5 %	7,3 %	6,7 %
IMMOBILIEN (S&P GLOBAL REITS)	-0,2 %	6,9 %	12,7 %	32,5 %	0,9 %	-2,2 %
HOCHZINSANLEIHEN (BARCLAYS PAN-EUR)	2,6 %	-0,5 %	3,3 %	6,8 %	10,8 %	-4,7 %
ANLEIHEN (JPM EUROLAND ALL MAT.)	0,0 %	-3,4 %	-2,6 %	0,6 %	12,5 %	17,9 %
ROHSTOFFE (S&P GSCI)	0,6 %	14,4 %	12,7 %	20,0 %	-24,2 %	-33,3 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

#### Aktien

Die Aktienmärkte profitieren weiterhin von den makroökonomischen Rahmenbedingungen. Die meisten Zahlen deuten auf eine anhaltende wirtschaftliche Erholung hin, der noch die Stärke fehlt, um eine Reihe von Zinserhöhungen auszulösen. Generell steigt das Inflationsrisiko aufgrund der steigenden Rohstoffpreise, aber es ist noch zu früh, um mit einer Inflation der Arbeitsmarktkosten zu rechnen. Die Kerninflation ist in den meisten Ländern noch unter Kontrolle. Gleichzeitig bleiben die Erträge auf erstaunlich starkem Kurs. Die Erträge für das 4. Quartal waren wiederum besser als erwartet. Es gibt weiterhin mehr Ertragskorrekturen nach oben als nach unten. Wir glauben, dass die Erträge für ein weiteres Jahr ein positiver Faktor für Aktien bleiben, aber es gibt weniger Spielraum für positive Überraschungen, da der Wirtschaftszyklus sich fortsetzt und die Margen hoch bleiben. Das schlägt sich auch in dem erwarteten Ertragswachstum von 15 % für 2011 nieder, das wesentlich niedriger ausfällt als die prognostizierten 38 % für 2010.

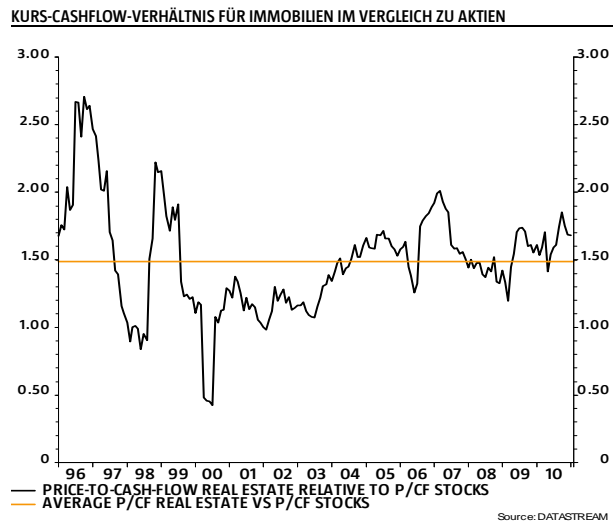
VERGLEICH DER AUFWÄRTS- UND ABWÄRTSERTRAGSKORREKTUREN



Erträge, eine steigende Zahl von Fusionen und Übernahmen sowie lockere Geldpolitik sollten die Aktienkurse weiterhin in die Höhe treiben. Die Schuldenkrise in der Eurozone wird die Stimmung zeitweise dämpfen. Ein Szenario der irgendwie vorankommenden Wirtschaft wird sich wahrscheinlich entwickeln, da es einfach noch keine Bereitschaft für einen finanzpolitischen Mechanismus zur Vermögensübertragung gibt, der unserer Meinung nach eine Bedingung für eine erfolgreiche Währungsunion ist. Ägypten ist ein kurzfristiger Unsicherheitsfaktor. Solange der Suez-Kanal offen bleibt und Saudi Arabien nicht involviert ist, werden sich die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft in Grenzen halten. In Saudi Arabien scheint es keine weit verbreitete Unzufriedenheit zu geben, aber eine Vorhersage, wie sich die Krise entwickeln wird, ist schwierig. Wir sind der Meinung, dass für diejenigen mit einem breit gestreuten Portfolio wenig Grund zur Panik besteht.

### Immobilien

Aufgrund ihrer höheren Sensibilität in Bezug auf langfristige Zinssätze konnten die Immobilien kaum mit dem Anstieg der Aktien in den vergangenen Monaten mithalten. Nichtsdestotrotz erwarten wir für Immobilien respektable Gewinne. Wir sind der Meinung, dass die Zinssätze nur noch geringfügig ansteigen werden. Außerdem hat das Ertragswachstum das der Aktienmärkte erreicht. Die Bewertung ist dem historischen Durchschnitt in Relation zu den Aktien etwas voraus. Wie die Grafik rechts zeigt, ist die Verhältnis zwischen Kurs und Cashflow für Immobilien derzeit etwa 1,7 Mal so hoch wie das von Aktien und liegt etwa 15 % über seinem historischen Durchschnitt. Wir gehen nicht davon aus, dass diese Art von Bewertung sich besonders negativ auf die Performance der Immobilien auswirkt. Deshalb bleiben wir der Meinung, dass sich die Immobilien in den kommenden Monaten im Einklang mit den Aktienmärkten nach oben bewegen werden.



QUELLE: MSCI, TFD, ROBECO

### Unternehmensanleihen

Die Spreads bei Unternehmensanleihen ziehen weiterhin an und liefern dabei attraktive Renditen. Hochzinsanleihen schneiden besonders stark ab. Wie weit kann diese Rally gehen? Wir denken, dass die Erholung wesentlich weiter gehen kann, angesichts unserer Erwartung eines moderaten Wirtschaftswachstums und eines Szenarios der irgendwie vorankommenden Wirtschaft in der Schuldenkrise der Eurozone. Die Ausfallquoten sind gering und Steigungen der Bonitätsratings übertreffen die Abstufungen. Moderates Wachstum sollte die Unternehmen von teuren Fusion- und Übernahmedeals abhalten. Es bleibt somit die Frage, ob die Bewertung weiterhin angemessen ist. Für die Beurteilung wollen wir die US-Zahlen für den Zeitraum von 1987-2011 betrachten.

#### SPREADS FÜR SOLIDE US-ANLEIHEN UND HOCHZINSANLEIHEN (1987-2011):

MONATSSZAHLEN			
DECILES	US CREDITS (1.47%)	US HY (4.66%)	
1	0.66%	3.0%	
2	0.77%	3.3%	
3	0.87%	3.7%	
4	0.93%	4.4%	
5	1.00%	5.0%	
6	1.18%	5.5%	
7	1.52%	6.3%	
8	1.71%	7.2%	
9	2.01%	8.5%	
10	6.07%	18.3%	

QUELLE: BARCLAYS, ROBECO

Der Zinsspread der Anlagebonität gegenüber den Staatsanleihen beträgt derzeit 1,47 Prozentpunkte und bewegt sich damit im sechsten Dezil der monatlichen Spread-Beobachtungen. Für Hochzinsanleihen beträgt der Spread zurzeit 4,66 Punkte und liegt somit in der Mitte des fünften Dezils. Wenn man glauben möchte, dass eine realistische Bewertung irgendwo im vierten Dezil liegt, was wir tun möchten, würden Anleihen-Spreads auf eine Höhe von 0,87-0,93 Punkten und Hochzinsanleihen auf 3,7 bis 4,4 Punkte absacken. Wir glauben deshalb, dass die Bewertung eine weitere Outperformance der

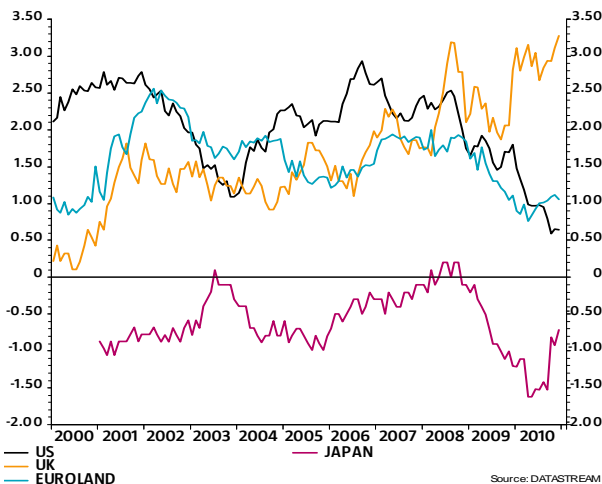


Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen und von Hochzinsanleihen gegenüber Bargeld nicht behindern wird. Historisch betrachtet sind insbesondere die Anleihen-Spreads weiterhin hoch.

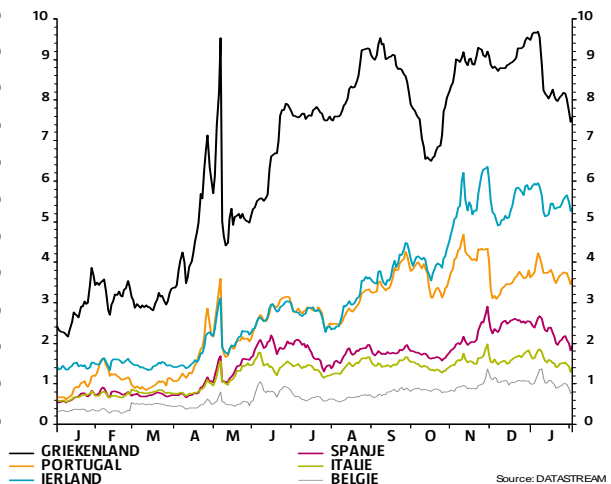
### Staatsanleihen

Rund um den Globus befindet sich die Inflation im Anstieg. Aber es geht vor allem um Lebensmittel- und Energieinflation. Die Nachrichten von den Kerninflationssätzen sind, Großbritannien ausgenommen, keineswegs alarmierend. Obwohl wir davon ausgehen, dass der Aufwärtstrend der Rohstoffpreise anhalten wird, denken wir, dass die Inflationsrisiken mittelfristig gering bleiben werden. Kapazitätsauslastungsraten geben allgemein genügend Spielraum für eine recht einfach ansteigende Produktion. Währenddessen ist die Arbeitslosigkeit hoch genug, um eine Arbeitskosteninflation zu verhindern. Die Überalterung wirkt sich aufgrund der hohen Arbeitslosenzahlen noch nicht aus. Nach 2011 besteht jedoch ein ernstes Inflationsrisiko. Anhaltende Nachfrage nach Rohstoffen von der wachsenden globalen Mittelschicht, Arbeitskraftverknappungen und die Anhäufung von Staatsschulden sind alles Faktoren, die in die gleiche Richtung weisen. Folglich sind Staatsanleihen aus langfristiger Sicht nicht attraktiv. Allerdings erwarten wir kurzfristig keinen wesentlichen Anstieg bei den langfristigen Renditen. In der Eurozone würde sich ein Wettbewerbsabkommen auf die Reduzierung der Wachstumsunterschiede günstig auswirken, aber ein finanzpolitischer Mechanismus zur Vermögensübertragung ist eine Bedingung für eine erfolgreiche Währungsunion. Aber das kann später kommen; wenn nicht, werden ein oder zwei weitere Ausfälle die Verteilung des Wohlstands bewirken. Momentan entspannen sich die Märkte.

KERNINFLATIONSSÄTZE



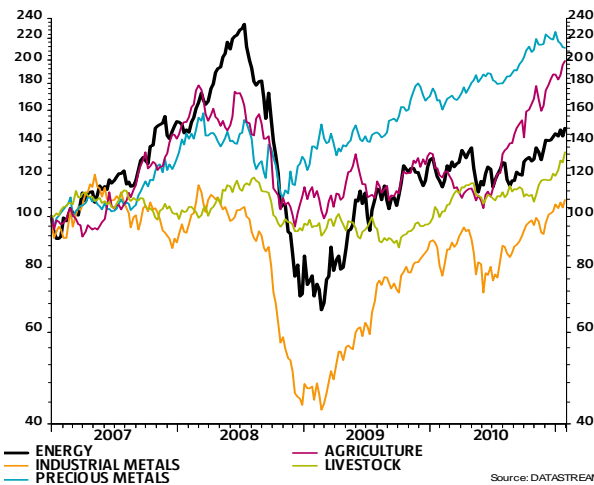
SPREADS VON ZEHNJAHRESZINSEN IN DEUTSCHLAND



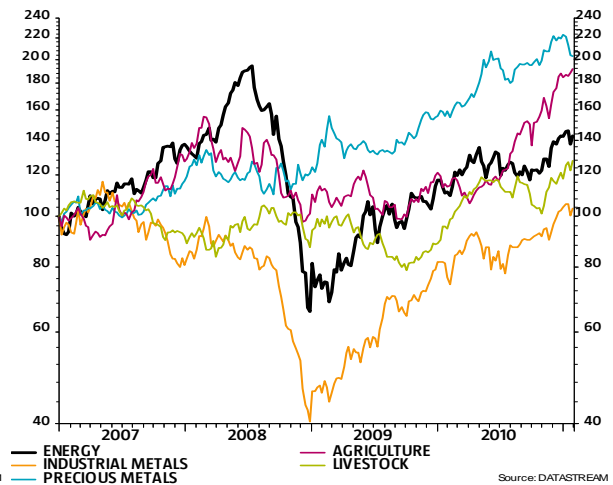
### Rohstoffe

Die Aussichten für Rohstoffe sind positiv, da das Angebot Schwierigkeiten hat die steigende Nachfrage zu befriedigen. Dieser längerfristig zugrunde liegende Trend trifft nunmehr mit stärkeren Zahlen des Produzentenvertrauens zusammen, was die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Anstiegs der Rohstoffpreise kurzfristig erhöht.

GSCI ROHSTOFFBARPREISE (USD)



GSCI ROHSTOFFBARPREISE (EUR)



## Regionaler Mix

PERFORMANCE NACH REGIONEN (MSCI AC WORLD; GESAMTERTRÄGE IN EURO OHNE ABSICHERUNG)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
NORDAMERIKA (47 %)	0,9 %	13,1 %	15,2 %	25,2 %	10,9 %	4,3 %
EUROPA (25 %)	2,8 %	7,3 %	9,6 %	18,0 %	-3,4 %	4,1 %
PAZIFIKREGION (14 %)	0,2 %	13,1 %	12,6 %	20,7 %	8,5 %	-5,0 %
SCHWELLENMÄRKTE (13 %)	-4,4 %	3,2 %	9,8 %	24,4 %	18,9 %	47,5 %
AC WORLD (100 %)	0,5 %	10,2 %	12,6 %	22,5 %	7,3 %	6,7 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Schwellenmärkte hinkten dem MSCI AC World-Index in den letzten zwei Monaten hinterher. Wir glauben, dass das auf Gewinnmitnahmen, enttäuschenden Inflationszahlen und den Unruhen in Ägypten beruhte. Keiner dieser Faktoren ändert unsere Einschätzung, dass die Schwellenmärkte die attraktivste Region sind. Die hohe Inflation resultiert zum Teil aus den Lebensmittelpreisen, die zum großen Teil auf schlechten Wetterbedingungen beruhen (Russland zum Beispiel erlebte seinen heißesten Sommer seit Beginn statistischer Aufzeichnungen vor 130 Jahren). Die Lebensmittelpreise variieren stark. Darüber hinaus werden die finanziellen Sparmaßnahmen die Inflationsrahmenbedingungen verbessern. Im Hinblick auf die Unruhen in Ägypten ist die entscheidende Frage, ob die Krise nach Saudi Arabien übergreifen wird. Bislang scheint es keine weit verbreitete Unzufriedenheit in Saudi Arabien zu geben. Alles in allem ist es schwierig, die Entwicklung der Krise vorherzusagen. Zur Zeit haben wir keine starken Präferenzen zwischen den entwickelten Regionen.

ERTRÄGE UND BEWERTUNGSZAHLEN NACH REGIONEN (MSCI AC WORLD)

INDEX	ERTRAGSWACHSTUM (%)		ST.ABW. SCHÄTZUNGEN (%)				ERTR. KORR.-		
	GJ1	GJ2	KGV AUF 12M ZUK. ERTR.		3M	1M	AKT.10-J-DURCHSCHN.	AKT.10-J-DURCHSCHN.	
			12M	AKT.10-J-DURCHSCHN.					
NORDAMERIKA	39,1	15,5	15,4	6,7	5,2	28,6	34,0	13,5	15,7
EUROPA	35,4	15,6	14,9	14,5	12,5	-1,3	5,2	10,8	13,7
PAZIFIK	50,5	14,1	17,1	0,9	1,8	6,4	0,4	13,8	17,4
SCHWELLENMÄRKTE	31,8	16,5	16,2	13,7	9,4	6,0	-5,9	11,3	10,7
AC WORLD	38,2	15,5	15,6	2,5	2,0	13,0	17,6	12,4	14,8

DER ERTRAGSKORREKTURINDEX WIRD AUS DER DIFFERENZ ZWISCHEN DER ANZAHL DER ERTRAGSKORREKTUREN NACH OBEN UND NACH UNTEN IM VERHÄLTNISS ZUR ANZAHL DER GESAMTKORREKTUREN BERECHNET.

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

## Sektor-Mix

PERFORMANCE NACH SEKTOREN (MSCI AC WORLD; GESAMTERTRÄGE IN EURO OHNE ABSICHERUNG)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
ENERGIE (12 %)	4,6 %	19,8 %	22,9 %	26,8 %	14,1 %	21,0 %
GRUNDSTOFFE (9 %)	-1,4 %	12,7 %	21,1 %	32,8 %	14,5 %	50,3 %
INDUSTRIE (11 %)	1,1 %	13,7 %	16,2 %	31,1 %	8,6 %	13,7 %
NICHT-BASISKONSUMGÜTER (10 %)	-1,5 %	9,1 %	16,4 %	31,9 %	22,3 %	8,1 %
BASISKONSUMGÜTER (9 %)	-3,5 %	3,0 %	6,0 %	16,3 %	24,8 %	37,0 %
GESUNDHEITSWESEN (8 %)	-0,7 %	5,3 %	7,9 %	7,2 %	13,2 %	0,8 %

FINANZTITEL (21 %)	1,1 %	8,8 %	6,0 %	17,8 %	-18,3 %	-27,5 %
IT (12 %)	2,5 %	13,5 %	16,4 %	25,7 %	26,9 %	12,3 %
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE (5 %)	0,2 %	4,2 %	9,2 %	23,5 %	3,1 %	32,3 %
VERSORGER (4 %)	0,7 %	4,4 %	3,2 %	10,5 %	-6,1 %	15,0 %
AC WORLD (100 %)	0,5 %	10,2 %	12,6 %	22,5 %	7,3 %	6,7 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Das Muster, nach dem zyklische Aktien besser abschnitten als defensive Aktien, setzte sich in den ersten Wochen des Jahres 2011 fort. Ertragskorrekturen lassen darauf schließen, dass die Schätzungen der Analysten noch übertroffen wurden, insbesondere von den zyklischen Aktien. In Anbetracht dessen, dass sich der Konjunkturzyklus noch in der sich beschleunigenden Wachstumsphase befindet und wir moderates Wirtschaftswachstum vorhersagen, behalten wir unsere Präferenz für zyklische Aktien bei, insbesondere im Industrie- und Konsumbereich. Letztere haben nach einer beeindruckenden Performance bis Dezember 2010 eine schwere Zeit, aber da der Stimmungswandel mit dem neuen Kalenderjahr einhergeht (das auf den Finanzmärkten manchmal seltsame Verhaltensmuster auslöst) und die Erträge nach wie vor über den Erwartungen liegen, sehen wir derzeit über den negativen Impuls dieses Sektors hinweg. Im Gegensatz zu unserer positiven Einschätzung der zyklischen Aktien bewerten wir die defensiven Aktien negativ. In Bezug auf Finanzprodukte bleiben wir weiterhin negativ; mit der Entwicklung des Konjunkturzyklus geht das Risiko von Enttäuschungen jedoch zurück, was eine weniger negative Einschätzung rechtfertigt. Ein weiteres Jahr mit historisch niedrigen kurzfristigen Zinsen - und somit steil ansteigende Ertragskurven - sind ein weiterer positiver Faktor. Andererseits bleibt der relative Impuls für einen etwas längeren Zeitraum als einen Monat weiterhin schwach, ebenso wie die Ertragskorrekturen im Vergleich zum Markt.

ERTRÄGE UND BEWERTUNGSZAHLEN NACH SEKTOREN (MSCI AC WORLD)

INDEX	ERTRAGSWACHSTUM (%)		ST.ABW. SCHÄTZUNGEN (%)				ERTR. KORR. -		
	GJ1	GJ2	KGV AUF 12M ZUK. ERTR.						
			12M	AKT.10-J-DURCHSCHN.	3M	1M	AKT.10-J-DURCHSCHN.		
ENERGIE	31,5	14,4	14,7	3,1	2,5	7,1	29,8	11,4	12,3
GRUNDSTOFFE	76,6	35,3	31,4	4,1	2,4	13,7	2,8	11,7	13,2
INDUSTRIE	46,6	17,7	18,6	1,0	0,7	20,6	18,7	13,9	15,7
NICHT-BASISKONSUMGÜTER	89,9	16,9	18,7	0,8	0,7	31,0	42,2	14,1	17,2
BASISKONSUMGÜTER	9,6	9,7	10,5	0,4	0,3	3,0	-1,4	14,4	16,4
GESUNDHEITSWESEN	8,2	7,2	7,1	0,4	0,3	3,1	1,1	11,5	16,8
FINANZTITEL	55,4	18,4	18,3	0,9	0,9	-0,2	2,9	11,2	12,1
IT	62,2	13,1	13,6	0,5	0,4	30,0	37,9	13,5	20,8
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE	3,9	7,3	7,6	0,5	0,5	-17,4	-27,5	11,9	20,2
VERSORGER	-0,6	4,2	3,6	0,8	0,7	-16,1	0,0	12,7	13,4
AC WORLD	38,2	15,5	15,6	2,5	2,0	13,0	17,6	12,4	14,8

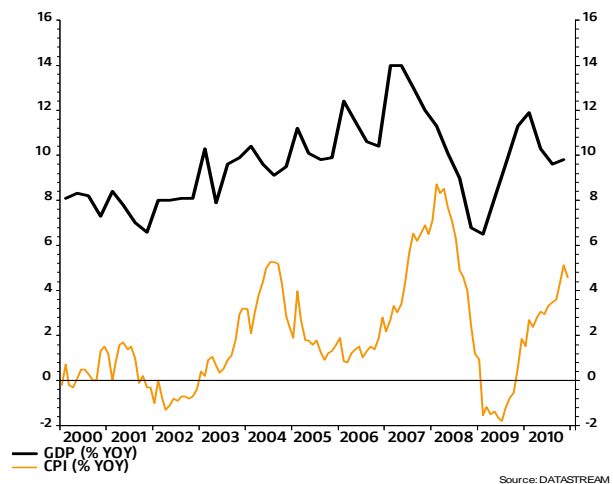
DER ERTRAGSKORREKTURINDEX WIRD AUS DER DIFFERENZ ZWISCHEN DER ANZAHL DER ERTRAGSKORREKTUREN NACH OBEN UND NACH UNTEN IM VERHÄLTNISS ZUR ANZAHL DER GESAMTKORREKTUREN BERECHNET.

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

## Spezialthema: Ist der chinesische Yuan die Währung der Zukunft?

Die chinesische Wirtschaft wuchs in 2010 weiterhin kräftig, und zwar um 10,3 %. Somit ist China jetzt die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt (nach den USA natürlich) und hat das kampfbende Japan überholt. Das ging mit vermehrten Anstrengungen, das Profil seiner Währung anzuheben, einher. Selbst jetzt wird der Yuan außerhalb Chinas kaum benutzt. Einer der Gründe ist, dass Chinas Kapitalbilanz nicht liberalisiert worden ist. Aber die chinesischen Behrden fordern Geschaftleute jetzt aktiv auf, den Yuan zu benutzen. Die Regierung erlaubt chinesischen Unternehmen, einen Teil des internationalen Handels in Yuan abzuwickeln. Sie erlaubt den Yuan-Handel auch in Hongkong und in viel geringerem Umfang in New York. Gleichzeitig ermuntert sie Unternehmen, auf Yuan lautende Anleihen („Dim Sum“) zu emittieren. Im Vorfeld seines hochkarätigen Treffens mit US-Präsident Barack Obama nannte der chinesische Präsident Hu Jintao den Dollar ein „Produkt der Vergangenheit“. Eine sehr lockere Geldpolitik in den USA (die US-Notenbank hat China als größten Gläubiger für US-Schulden abgelöst) ist eine Bedrohung für den Status des US-Dollar als Reservewährung. Darüber hinaus ist der Gebrauch des US-Dollar im internationalen Handel und auf den Kapitalmärkten wesentlich größer als man es aufgrund der kontinuierlich schrumpfenden Bedeutung der US-Wirtschaft für die Weltwirtschaft erwarten sollte. Wird der Yuan ihn bald ablösen?

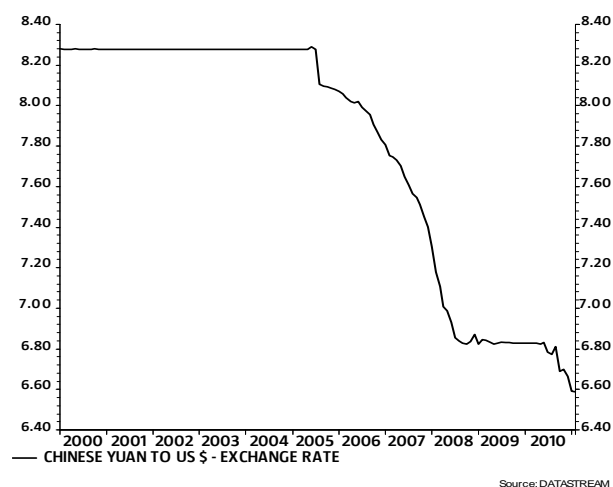
BIP und VPI



Das könnte noch einige Zeit dauern. Einige der wesentlichen Voraussetzungen werden nicht erfüllt. Der Yuan ist nicht konvertierbar; die Kapitalbilanz ist nicht liberalisiert worden. Chinas Kapitalmärkte sind weder liquide noch liberalisiert. Außerdem gibt es in China keine fest geschriebenen Eigentumsrechte und der politischen Klasse fehlt es an Willen und Fähigkeit, die Rechte der Gläubiger zu verteidigen. Chinas Bemühungen, das Profil seiner Währung zu verbessern, zeigen sein wachsendes Selbstbewusstsein. Allerdings ist der Yuan noch weit davon entfernt, eine echte Alternative zum US-Dollar zu sein.

In der Zwischenzeit kämpfen die chinesischen Politiker mit wachsenden Inflationsproblemen. Die Inflation steigt und erreichte im Dezember 4,6 % Prozent im Jahresvergleich. Diese offizielle Angabe liegt wahrscheinlich unter dem tatsächlichen Wert. Auf jeden Fall liegt sie weit über dem angestrebten Ziel von 3,0 %. Lebensmittelpreise steigen weitaus schneller und sind ein großes Problem für die Behrden, da sie eine potenzielle Bedrohung für die politische Stabilität darstellen könnten. Die Behrden nutzen Preiskontrollen und versuchen so, diesem Trend entgegenzuwirken. Weitere finanzielle Sparmaßnahmen (inklusive Zinserhöhungen) sind unvermeidlich, und es ist sehr bedauerlich, dass die logische Komplementarstrategie, nämlich eine graduelle Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar, nicht schneller als mit dem derzeitigen Tempo erfolgen wird. In diesem Jahr ist nur eine moderate Aufwertung des Yuan in Höhe von etwa 5 % wahrscheinlich. Das Wachstum wird stark bleiben. Im Gegensatz zu den Regierungen in den großen entwickelten Ländern haben die chinesischen Machthaber wesentlich mehr Spielraum bei ihren Bemühungen, die Fortsetzung

YUAN VERSUS US-DOLLAR



des Wirtschaftswachstums mit Spitzengeschwindigkeit zu fördern. Nach der letzten Abwertung Japans ist die Bonitätsbeurteilung Chinas jetzt gleich der für Japan. Anders als in Japan geht der Trend in China jedoch nach oben.

Redaktionsschluss für Textbeiträge war der 4. Februar 2011 und für Statistiken der 3. Februar 2011.  
Die Daten in unseren Tabellen und Texten beziehen sich nicht auf die Kalendermonate, sondern sind eine Retrospektive vom Abschlussdatum aus.

#### Wichtiger Hinweis

Dieses Dokument wurde sorgfältig von Robeco Institutional Asset Management B.V. (Robeco) erstellt. Es soll die Leser über die besonderen Möglichkeiten von Robeco informieren, stellt aber keine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere oder Anlageprodukte dar. Jede Geldanlage ist mit Risiken verbunden. Anlageentscheidungen sollten daher nur anhand des jeweiligen Prospekts und nach gründlicher finanzieller, steuerlicher und rechtlicher Beratung getroffen werden.

Der Inhalt dieses Dokuments basiert auf Informationsquellen, die als zuverlässig gelten. Wir übernehmen jedoch keine direkte oder indirekte Haftung für die Genauigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Dieses Dokument darf nicht von einer Person oder einem Unternehmen in einem Land vertrieben oder verwendet werden, wo der Vertrieb oder die Verwendung gegen lokale Gesetze oder Vorschriften verstößt. Die in diesem Schriftstück enthaltenen Informationen sind einzig und allein für professionelle Anleger gemäß dem niederländischen Finanzaufsichtsgesetz (Wet Financieel Toezicht) oder für Personen bestimmt, die nach anderem geltenden Recht solche Informationen erhalten dürfen.

Renditen aus der Vergangenheit dienen nur der Orientierung und spiegeln nicht notwendigerweise die Erwartungen von Robeco für die Zukunft wider. Die Performance in der Vergangenheit ist nicht unbedingt repräsentativ für zukünftige Ergebnisse, und die tatsächlichen Renditen können von den in dem vorliegenden Dokument geäußerten Erwartungen erheblich abweichen. Der Wert Ihrer Investitionen kann schwanken. In der Vergangenheit erzielte Ergebnisse stellen keine Garantie für die Zukunft dar.

Alle Urheberrechte, Patente und sonstiges geistiges Eigentum an den Informationen in diesem Dokument gehören Robeco Institutional Asset Management B.V. An Personen, die auf diese Informationen zugreifen, werden keine Rechte beliebiger Art lizenziert, abgetreten oder in sonstiger Weise übertragen.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind nicht für Personen aus Ländern bestimmt, in denen das Anbieten ausländischer Finanzdienstleistungen nicht erlaubt ist (z. B. in den USA) oder in denen die Dienstleistungen von Robeco nicht zur Verfügung stehen.

Robeco Institutional Asset Management B.V., Rotterdam (Handelsregisternummer 24123167) ist bei der niederländischen Aufsichtsbehörde für die Finanzmärkte in Amsterdam registriert.