

Aktienmärkte ignorieren potenzielle Negativfaktoren

Léon Cornelissen
Lukas Daalder
Ronald Doeswijk

financialmarketsresearch@robeco.com



Highlights

- Die makroökonomischen Daten bleiben generell positiv. Doch die Risiken für das globale Wachstum sind aufgrund der wachsenden und sich verbreitenden Spannungen im Nahen Osten größer geworden. In der Eurozone ist eine umfassende Lösung der anhaltenden Schuldenkrise unwahrscheinlich: Wir gehen davon aus, dass Portugal unter den Rettungsschirm gezwungen und sich die Aufmerksamkeit dann Spanien zuwenden wird (während Italien am Horizont wartet). Kurz gesagt ignoriert der Markt selbstgefällig einige wichtige potenzielle Negativfaktoren. Infolgedessen **erwarten wir keine kurzfristigen Rekordmeldungen vom Aktienmarkt.**
- Weil die höheren Ölpreise sich bislang wenig auf die Gewinne im Immobilienbereich auswirken und sich erst mit wesentlicher Verzögerung bemerkbar machen werden, **bevorzugen wir derzeit Immobilien vor Aktien.**
- Die Spreads bei Unternehmensanleihen verschärfen sich weiter aufgrund des günstigen wirtschaftlichen Umfeldes, besonders niedriger Ausfallquoten und sich allgemein verbessernder Kreditqualität. Vor diesem konstruktiven makroökonomischen Hintergrund und in Anbetracht der relativ hohen ausstehenden Schulden müssen sich die Spreads für Unternehmensanleihen und hochverzinsliche Wertpapiere noch beträchtlich erholen, bevor sie Marktwert erreichen. **Wir erwarten nicht, dass die Bewertung eine weitere Outperformance der Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen oder der Hochzinsanleihen gegenüber Bargeld behindern wird.**
- Obwohl das Risiko besteht, dass die hohen Ölpreise nur eine vorübergehende Erscheinung sind, sollte angemerkt werden, dass die Ölpreise seit Mitte letzten Jahres nach oben gehen. **Wir erwarten, dass anhaltendes Wirtschaftswachstum und das generell knappe Angebot die Rohstoffpreise nach oben treiben werden.**

- Derzeit wird das Öl den wirtschaftlichen Aufschwung noch nicht zu sehr behindern, weshalb wir im Aktienbereich **nach wie vor zyklische Sektoren gegenüber den defensiven bevorzugen**. Ein weiterer Anstieg der Ölpreise könnte jedoch eine Änderung dieser Einschätzung auslösen.
1. **In unserem Spezialbeitrag beschäftigen wir uns diesen Monat mit der potenziellen Drohung einer Inflation der Rohstoffpreise. Wir halten einen erneuten Anstieg der Rohstoffpreise in den nächsten Jahren für wahrscheinlich.**

Zusammenfassung

Die makroökonomischen Daten bleiben generell positiv. Doch die Risiken für das globale Wachstum sind aufgrund der wachsenden und sich verbreitenden Spannungen im Nahen Osten größer geworden. In der Eurozone ist eine umfassende Lösung der anhaltenden Schuldenkrise unwahrscheinlich: Wir gehen davon aus, dass Portugal unter den Rettungsschirm gezwungen und sich die Aufmerksamkeit dann Spanien zuwenden wird (während Italien am Horizont wartet). Kurz gesagt ignoriert der Markt einige wichtige potenzielle Negativfaktoren. Infolgedessen erwarten wir keine kurzfristigen Rekordmeldungen vom Aktienmarkt.

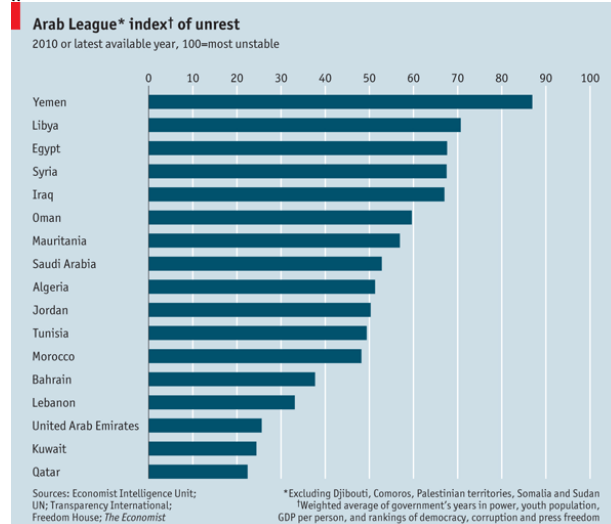
Makroökonomischer Ausblick

Die Wirtschaftsdaten sind während der vergangenen Monate überraschend gut ausgefallen. Außerdem gehen die BIP-Schätzungen für die entwickelten Regionen nach oben, ebenso wie die Inflationsprognosen. Nichtsdestotrotz erwarten wir, dass die lose Geldpolitik in den entwickelten Regionen mehr oder weniger fortgesetzt wird. Risiken für das globale Wirtschaftswachstum haben in Folge der wachsenden und sich verbreitenden politischen Spannungen im Nahen Osten, die den Ölpreis hochtreiben, zugenommen. Solange Saudi-Arabien stabil bleibt, gehen wir nicht davon aus, dass die globale Erholung aus den Fugen gerät. Aber die politische Stabilität in diesem Land kann nicht als selbstverständlich eingeschätzt werden, wie der sogenannte „Shoe-Thrower's Index“ (siehe rechts) zeigt.

Nordamerika

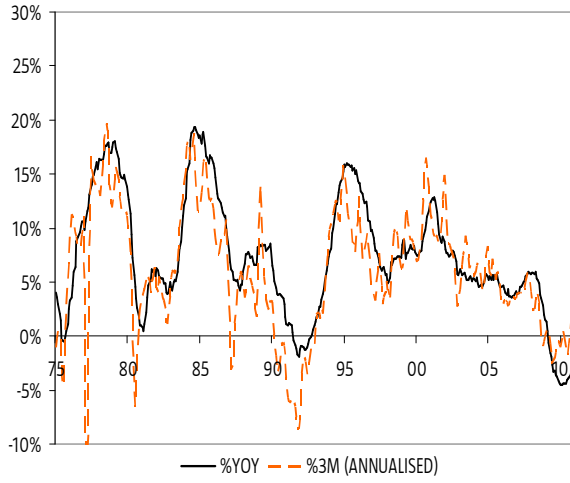
Makroökonomische Daten in den USA bleiben stark. Ein ISM-Index um die 60 deutet auf eine sehr starke Erholung des Produzentenvertrauens hin. Dieser Index deutet auch auf anhaltendes Angebotswachstum auf dem Arbeitsmarkt hin; tatsächlich erreichte der Beschäftigungs-Subindex seinen höchsten Wert seit 1973 und diese Situation kurbelt die Verbraucherausgaben an. Und es wird für wahr viel ausgegeben. Einzelhandelsumsätze sind jetzt auf einem höheren Niveau als vor der Krise (siehe Tabelle unten rechts) und befinden sich weiterhin in beeindruckendem Aufwärtstrend: die aktuelle jährliche Wachstumsrate beträgt 8 %. Deleveraging hält an, aber zieht das Wirtschaftswachstum nicht mehr nach unten, wie die sich verbessernden Verbraucherkreditzahlen zeigen. Das Wachstum gegenüber dem Vorjahr befindet sich immer noch im negativen Bereich, aber die monatlichen Zahlen zeigen, dass die Talsohle durchschritten wurde (siehe Tabelle unten links). Übereinstimmende Vorhersagen rechnen mit einem Wirtschaftswachstum von 3,2 % für 2011 und 3,3 % für 2012. Das sieht in Anbetracht der Absicht der Regierung, das Defizit abzubauen, ein bisschen optimistisch aus. Dennoch sieht die US-Notenbank Spielraum für positive Überraschungen und ihre mittlere Vorhersage beläuft sich auf 3,5 % für 2011 und 4 % für 2012. Obwohl die US-Wirtschaft überraschend stark aussieht, ist es unwahrscheinlich, dass das Fed-Szenario wahr wird.

„Shoe-Thrower's Index“ des Economist



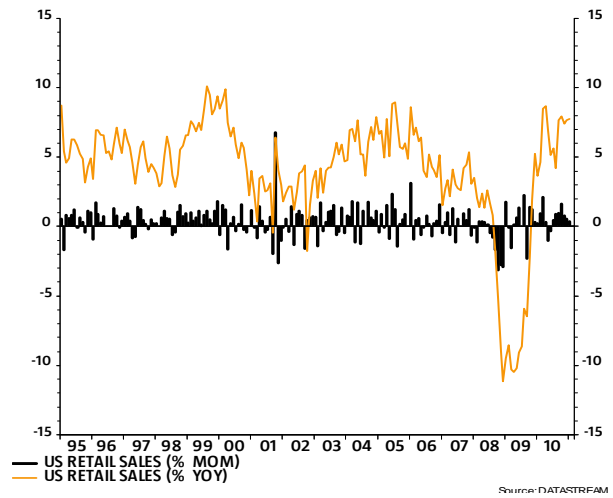
QUELLE: THE ECONOMIST

US-VERBRAUCHERKREDIT



QUELLE: US FEDERAL RESERVE, ROBECO

US-EINZELHANDELSZAHLEN (NOMINAL)



Source: DATASTREAM

Mit einem derartig starken prognostizierten Wirtschaftswachstum gibt es keinen Grund für eine Neuauflage der quantitativen Entlastungsmaßnahmen (QE3). Man könnte sogar darauf spekulieren, ob nicht eine erste Zinserhöhung durch die Fed anstehen könnte. Die Gesamtinflation nähert sich 2 %, während die Kerninflationsrate kürzlich die Talsohle durchlaufen zu haben scheint, denn sie ist auf 1 % gestiegen. Dennoch sollten trotz der positiven wirtschaftlichen Stimmung der schwache Wohnungsmarkt und das hohe Niveau der Arbeitslosigkeit nicht übergangen werden. Letzteres verringert das Risiko einer potenziellen Arbeitskosteninflation. Deshalb gehen wir davon aus, dass die lose Geldpolitik im gesamten Jahr 2011 fortgesetzt wird, insbesondere jetzt, wo der Anstieg der Ölpreise sich wie eine Steuer auf das Wirtschaftswachstum auswirkt.

Europa

Das BIP im Vereinigten Königreich betrug im vierten Quartal 2010 enttäuschende 0,4 % im Vergleich zum vorherigen Quartal. Nach den Schneefällen zum Jahresende erholte sich die Wirtschaft im Januar, der Februar verlief jedoch wieder enttäuschend. Deshalb ist es sehr schwierig, die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft zuverlässig einzuschätzen, aber weitere Enttäuschungen sind durchaus möglich. Die Inflation steigt weiterhin an und erreichte im Januar unangenehme 4,0 % (harmonisierter Jahresvergleich in der EU). Die Kerninflation betrug im Januar 3,0 %. In Anbetracht der wachsenden Unsicherheit über die Auswirkungen des Ölpreisschocks ist es unwahrscheinlich, dass die Bank of England die Zinsen in naher Zukunft erhöhen wird.

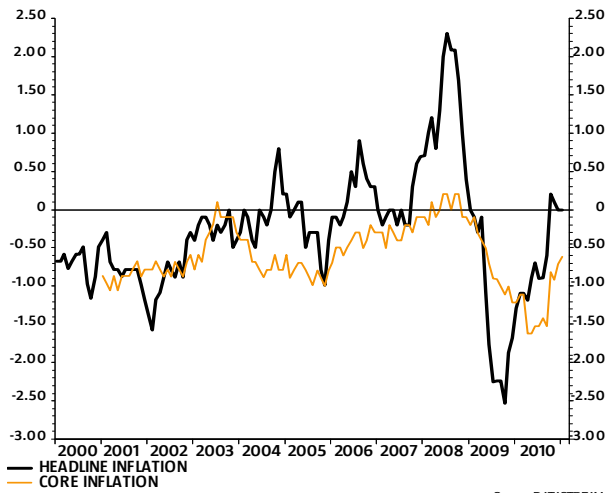
Die Wirtschaft in der Eurozone gewinnt an Fahrt. Die größte Wirtschaft der Region, Deutschland, entwickelt sich gut. Im Februar erzielte das gesamtdeutsche Wirtschaftsklima seinen höchsten Wert seit Beginn der Messungen. Die Arbeitslosigkeit in Deutschland ging im Februar auf 7,3 % zurück, während die Einzelhandelsumsätze im zweiten Monat in Folge stiegen. Im Gegensatz dazu haben die Peripherieländer weiter zu kämpfen. Die europäische Schuldenkrise zeigt keine Zeichen der Abschwächung. Es sieht so aus, als ob Portugal bald unter den Rettungsschirm gezwungen wird. Die Umriss für eine Paketlösung in der Eurozone werden deutlicher: der Rettungsschirm wird erhöht und Ende März wird ein alles andere als deutliches Wettbewerbspakt beschlossen werden. Der Rettungsschirm wird allerdings nicht groß genug sein, um im schlimmsten Fall Spanien aufnehmen zu können. Die europäischen Politiker werden wahrscheinlich keine starke Initiative entwickeln können, um einen Schlusstrich unter die gesamte Krise zu ziehen, wie zum Beispiel eine Kombination aus Neustrukturierung der Schulden und einer Rekapitalisierung der europäischen Banken. Das Ergebnis des europäischen Gipfels Ende März, zwei Tage vor wichtigen Regionalwahlen in Deutschland, wird wahrscheinlich von den Finanzmärkten als Enttäuschung gewertet werden.

Mittlerweile treibt die Krise im Nahen Osten die Ölpreise nach oben, was die Gesamtinflation in unangenehme Höhen treibt. Im Januar stieg die Inflation auf 2,3 % im Jahresvergleich. Die Kerninflation geht ebenfalls nach oben, aber das Januarniveau betrug wesentlich bessere 1,1 % im Jahresvergleich. Aber da die anhaltend hohen Ölpreise die Wirtschaftslage ebenfalls bedrohen, gehen wir davon aus, dass die EZB sehr vorsichtig sein wird. Wir teilen die derzeitige Markteinschätzung, dass die EZB die Zinsen in 2011 noch dreimal erhöhen wird, nicht. Trotzdem ist eine Zinserhöhung aus Gründen der Glaubwürdigkeit wahrscheinlich geworden, nachdem die EZB ihre Rhetorik wieder hochgefahren hat.

Pazifikregion

Die industrielle Produktion ist in Japan in den letzten drei Monaten gestiegen, nachdem sie vorher fünf Monate in Folge zurückgegangen war. Trotzdem hatte der Markt stärkere Zahlen erwartet. Außerdem verhalten sich die Verbraucher weiterhin konservativ und die Ausgaben der privaten Haushalte sind um 1% zurückgegangen, während die Einzelhandelszahlen unverändert blieben. Positiv ist ein Anstieg der Inflation zu bemerken: Insgesamt haben die Verbraucherpreise den Deflationsbereich verlassen und die Kerndeflation scheint zurückzugehen (siehe Grafik rechts). Jedoch wird die japanische Zentralbank wie in anderen entwickelten Regionen genau überlegen, ob sie ihre Geldpolitik anziehen soll, da die Wirtschaft in 2011 nur langsam wachsen wird. Kurz gesagt befindet sich Japan in vorsichtiger Aufschwungstimmung. In Australien scheinen drei Zinserhöhungen (von 3,0% auf 4,75%) gut zu funktionieren. Die Inflation ist leicht zurückgegangen (auf 2,7%) und die Arbeitslosigkeit sinkt weiter. Einzelhandelsumsätze profitieren von den verhaltenen Wachstumsraten. Die australische Notenbank ist jetzt in Beobachtungsposition.

INFLATIONS DATEN JAPAN (% Jahresvergleich)



Schwellenmärkte

Die chinesische Inflation stieg im Januar auf 4,9 % und lag damit im vierten Monat in Folge oberhalb dem (angehobenen) Ziel der Regierung von 4,0 % lag. Hohe Inflation wird von der chinesischen Regierung ganz deutlich als eine potenzielle Bedrohung für die soziale Stabilität eingeschätzt, die Maßnahmen einleitet, um die Einkommen der Haushalte zu steigern und die soziale Sicherheit zu verbessern. Es wurde zugelassen, dass der Yuan etwas gegenüber dem US-Dollar anstieg (insgesamt um 3,8 % seit Beginn der Lockerung), aber ein starker Anstieg bleibt unwahrscheinlich. Die chinesische Wirtschaft scheint sich etwas abzuschwächen, aber aufgrund der Auswirkungen der chinesischen Neujahrsferien ist der zugrunde liegende Trend schwer zu beurteilen.

In Indien verlangsamte sich der Benchmark-WPI im Januar weiter. Dennoch bleibt die Lebensmittelinflation unangenehm hoch, obwohl sie auf ein Drei-Monats-Tief zurückgegangen ist. Ein weiteres vorsichtiges Anziehen der indischen Notenbank ist wahrscheinlich. Das Staatsbudget wurde positiv aufgenommen. Für die indische Wirtschaft wird weiterhin starkes Wachstum erwartet, obwohl das Wachstumsziel von 10 % im Steuerjahr 2011/12 eher nicht erreicht wird.

Erwartungsgemäß stieg die russische Inflation weiter an und erreichte im Januar 9,6 %. Eine vorsichtige strikere Geldpolitik ist zu erwarten, da der Ölpreisanstieg ein Segen für die russische Wirtschaft ist.

Die brasilianische Zentralbank hob die Zinsen weiter an, nachdem die Inflation im Januar 6,0 % erreichte. Das BIP-Wachstum fiel etwas schwächer aus als im vierten Quartal erwartet. Die Regierung organisiert eine Verlangsamung der nachhaltig nicht haltbaren Wachstumsrate von 7,5 % in 2010.

BIP-WACHSTUM NACH REGIONEN (%)

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

* 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 REGIONEN (%)

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

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

QUELLE: WIRTSCHAFTSUMFRAGE VON ROBECO

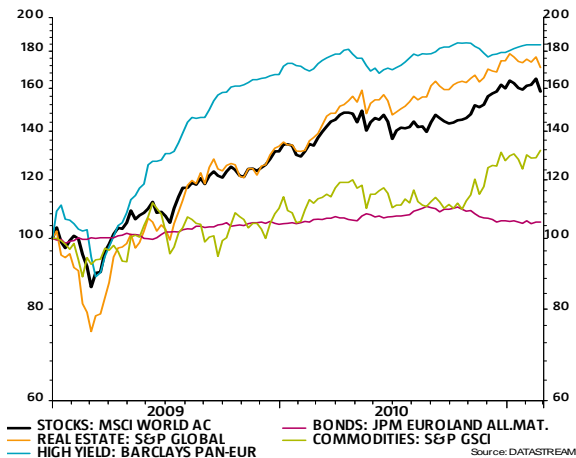
Ausblick für die Finanzmärkte

Anlagemix

Rückblick auf den letzten Monat

Die wichtigsten Schlagzeilen waren die anhaltenden und sich ausbreitenden Unruhen in den arabischen Ländern. Was zunächst ein regional begrenztes, isoliertes Geschehen in Tunesien zu sein schien, hat sich als Zündstoff für weit verbreitete Unruhen in der gesamten Region erwiesen. Die Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte hielten sich erst in Grenzen, aber nachdem sich die Unruhen verbreiteten, zogen die Ölpreise an und gewisse Risikoscheu wurde ausgelöst. Nicht überraschend waren Rohstoffe die Anlageklasse, die im vergangenen Monat am besten abschnitt, indem sie um 5,8 % anstieg und das Sechs-Monats-Ergebnis auf beeindruckende 21,7 % wuchs. Der starke Anstieg der Ölpreise kombiniert mit den wachsenden politischen Ungewissheiten hatten einen negativen Einfluss auf die Aktienmärkte und Gewinne vom Anfang des Monats wurden neutralisiert. Die Aktien schlossen den Monat somit weitestgehend unverändert (-0,2 %) ab, während Immobilien etwas weiter hinterherhinkten (-0,6 %). Staatsanleihen (Eurozone) haben auch etwas an Boden verloren (-0,5 %), obwohl die Anlageklasse etwas von einer gewissen Flucht in sichere Anlagen und einem (vorübergehenden) Verlust des Marktinteresses an der staatlichen Schuldenkrise in der Eurozone profitierte. Im Gegensatz dazu gingen hochverzinsliche Wertpapiere in diesem Monat um weitere 0,4 % nach oben und das Drei-Monats-Ergebnis beläuft sich jetzt auf 4,3 %.

PERFORMANCE DER ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)



PERFORMANCE NACH ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)

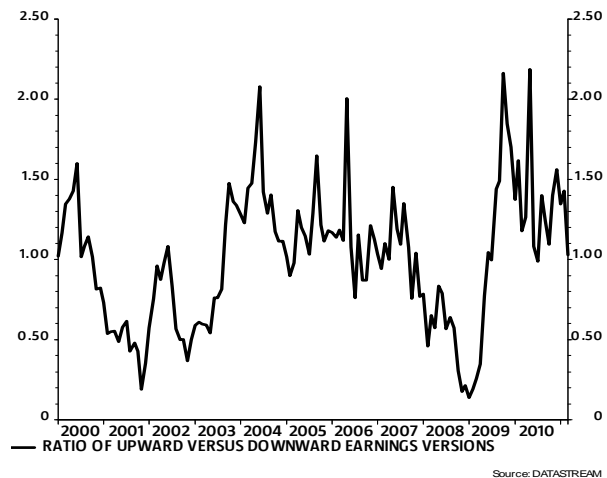
	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
AKTIEN (MSCI AC WORLD)	-0,2 %	1,9 %	10,6 %	16,5 %	11,1 %	3,4 %
IMMOBILIEN (S&P GLOBAL REITS)	-0,6 %	1,3 %	6,5 %	23,5 %	6,8 %	-7,5 %
HOCHZINSANLEIHEN (BARCLAYS PAN-EUR)	0,4 %	4,3 %	3,3 %	7,2 %	14,5 %	-4,0 %
ANLEIHEN (JPM EUROLAND ALL.MAT.)	-0,5 %	-1,4 %	-4,6 %	-1,1 %	11,5 %	17,7 %
ROHSTOFFE (S&P GSCI)	5,8 %	9,6 %	21,7 %	20,4 %	-28,8 %	-26,4 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Aktien

Nach Abwägung aller Umstände haben die Aktien bislang trotz der wachsenden Spannungen in den arabischen Ländern gut abgeschnitten. Ausgehend vom 18. Februar als Startdatum sprang der VIX-Volatilitätsindex um fünf Punkte nach oben auf einen Durchschnittswert von 21, während Öl (Brent) um mehr als 10 % (+USD 13/Barrel) anstieg. Normalerweise hätte sich dieser doppelte Angriff deutlich auf die Aktienmärkte ausgewirkt, aber der Gesamtschaden blieb begrenzt. Gemessen in Dollar gingen die Aktien nur um 3 % zurück, um sich dann wieder zu erholen, obwohl die Spannungen sich noch verschärften. Aktien in Dollar handeln derzeit 1,8 % unter Höchstwert, was nicht besonders dramatisch ist. Die positive Interpretation wäre, dass diese relativ starke Performance auf ein insgesamt aktienfreundliches Umfeld zurückzuführen ist. Die makroökonomischen Daten fielen in letzter Zeit positiv aus und zeigen an, dass die US- und die deutsche Wirtschaft in Q1 beständige (und steigende) Wachstumsraten erzielen sollten. Darüber hinaus fielen die Q4-Erträge solide aus, und während einige marginale Rückgänge aufgrund des Anstiegs der (Agrar-)Rohstoffpreise erwartet werden, sollte dies durch das bevorstehende Ertragswachstum ausgeglichen werden. Unter normalen Umständen wäre das Hauptrisiko in einer derartigen Situation, dass die Zentralbanken beginnen, ihre Zinsen anzuheben. Aber es ist trotz deutlicherer Warnungen von der EZB (jedoch weniger von der Fed) nach wie vor zu früh, um Zinsanhebungen zu erwarten. Mit anderen Worten ist Liquidität weiterhin zu günstigen Preisen reichlich verfügbar, während die Zentralbanken, die ihre Zinsen erhöhen (in Schwellenländern), sehr zurückhaltend und nicht aggressiv vorgehen.

VERGLEICH DER AUFWÄRTS- UND ABWÄRTSERTRAGSKORREKTUREN



Trotz all dieser berechtigten Argumente können wir unser Gefühl nicht verbergen, dass der Markt ein paar wichtige potenzielle Negativfaktoren ignoriert. Die übereinstimmende Meinung scheint davon auszugehen, dass Saudi-Arabien nicht in die politischen Unruhen hineingezogen wird, was wir nicht für selbstverständlich halten. Infolgedessen glauben wir, dass der Markt die politischen Risiken zu sehr ignoriert. Außerdem erwarten wir keine positiven Überraschungen von dem europäischen Gipfeltreffen im März. Solange keine konkrete Lösung beschlossen wird - und nicht die bedeutungslosen Kompromisse, die wir erwarten - wird das Risiko ansteigen, dass die Krise zu einem späteren Zeitpunkt umso heftiger wieder ausbrechen wird. Alles in allem bevorzugen wir derzeit eine abwartende und beobachtende Haltung und erwarten keine kurzfristigen neuen Höhenflüge auf dem Aktienmarkt.

Immobilien

Immobilienpreise bewegten sich im vergangenen Monat weitestgehend wie die Aktien, wobei die Immobilien (-0,6 %) unterm Strich etwas an Boden verloren gegenüber den Aktien (-0,2 %). Erwartungsgemäß schnitten Immobilien besser ab, da die Sorgen über den Ölpreis die Aktien nach unten zogen. In der Regel verhält sich diese Anlageklasse defensiver als die Aktien, während es keine direkte Verbindung zu den Ölpreisen gibt, solange die Anleihezinsen nicht aufgrund von Inflationsängsten nach oben getrieben werden. Das war nicht der Fall: Zinsen gingen in Folge der höheren Ölpreise nach unten. Da wir davon ausgehen, dass die Anleihezinsen sich etwa auf diesem Niveau halten werden - diese Annahme beruht auf der Vermutung, dass weder Fed noch EZB zu größeren Schritten bereit sind - und da die negativen Auswirkungen der höheren Ölpreise auf die Erträge des Immobiliensektors sich in Grenzen halten und nur mit deutlich zeitlicher Verzögerung in Erscheinung treten werden, bevorzugen wir derzeit Immobilien vor Aktien.

Unternehmensanleihen

Die Spreads bei Unternehmensanleihen verschärfen sich weiter aufgrund des günstigen wirtschaftlichen Umfeldes, besonders niedriger Ausfallquoten und sich allgemein verbessernder Kreditqualität. Verglichen mit den historischen Daten (1987-2011 in den USA) bewegen sich die Spreads für Kredite (1,40 %) und für High Yields (4,54 %) derzeit im siebten bzw. fünften Dezil. In Anbetracht der generell hohen Qualität der ausstehenden Schulden und der günstigen wirtschaftlichen Lage glauben wir, dass eine faire Bewertung etwa im vierten Dezil liegen sollte. Mit anderen Worten glauben wir nicht, dass die Bewertung eine weitere Outperformance der Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen oder der Hochzinsanleihen gegenüber Bargeld behindern wird.

KURS-CASHFLOW-VERHÄLTNIS FÜR IMMOBILIEN IM VERGLEICH ZU AKTIEN

DECILES	US CREDITS (1.40%)	US HY (4.54%)
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%

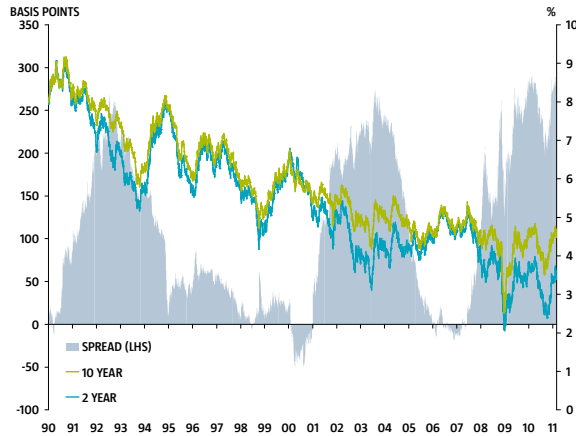
QUELLE: MSCI, TFD, ROBECO

Staatsanleihen

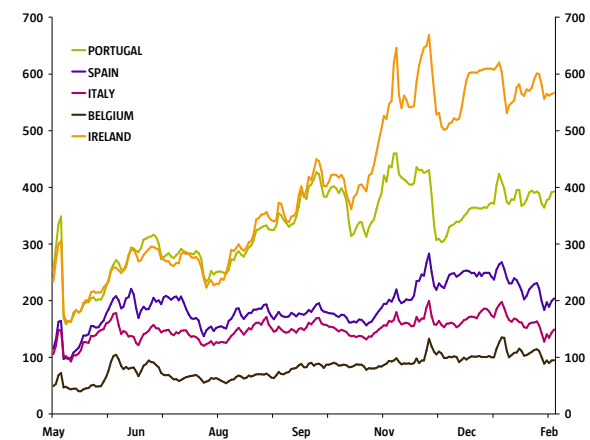
Renditen auf den wichtigen Märkten für Staatsanleihen erreichten Anfang Februar einen Höchstwert und sind seitdem wieder gefallen. In den USA war das steile Ansteigen der Zinskurve der wesentliche Grund für die Trendwende, denn das derzeitige wirtschaftliche Umfeld und die Inflationsdaten, die beide nach oben gehen, würden normalerweise einen weiteren Anstieg der Zinsen bewirken. So lange die Fed zurückhaltend bleibt, gehen wir davon aus, dass es keinen Ausverkauf von längerfristigen Schatzanweisungen geben wird. Kürzliche Statements vom Vorsitzenden der Fed Ben Bernanke lassen darauf schließen, dass es vor 2012 keine Zinserhöhungen geben wird, es sei denn, die wirtschaftliche Lage verbessert sich so sehr, dass die Arbeitslosigkeit zurückgeht. Da die USA gerade erst beginnen, ihr Defizit zu reduzieren, erwarten wir keine derartige Entwicklung.

In Bezug auf Europa sind die Spekulationen über eine erste Zinserhöhung wesentlich ernster. Man setzte jetzt aufgrund der starken Wirtschaftszahlen aus Deutschland auf drei Zinserhöhungen vor Ende 2011, und außerdem hat Jean-Claude Trichet von der EZB in letzter Zeit Töne in Richtung Zinserhöhung verlauten lassen. Wir glauben, dass diese starken Töne alles sind, was Trichet derzeit unternehmen kann. In der Tat wäre ein Anheben der Zinsen nicht die beste Strategie, die Probleme der Region zu lösen, während den Peripherieländern der Eurozone ein erneuter Abschwung aufgrund der Defizit reduzierenden Maßnahmen bevorsteht. Indem er Zinserhöhungen andeutet, erreicht Trichet *de facto* eine Verschärfung der Geldpolitik ohne eine echte Zinserhöhung durchzuführen. Der Markt erwartet zur Zeit einfach zu viel zu bald, was bedeutet, dass die fortschreitende Entwicklung eine gewisse Entspannung mit sich bringen sollte.

2-10 JAHRE US-TREASURY-SPREAD AUF MAXIMALEM NIVEAU



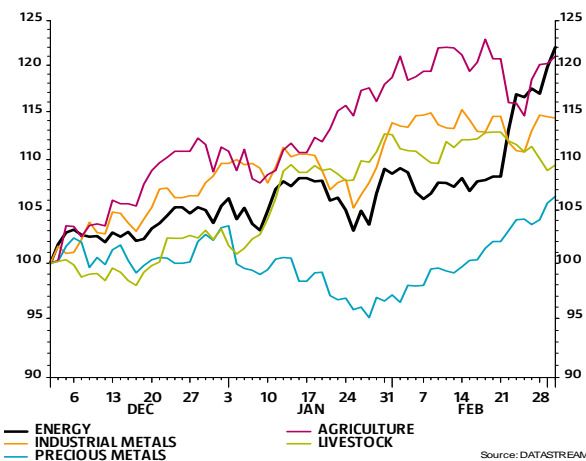
SPREADS VON ZEHNJAHRESZINSEN IN DEUTSCHLAND



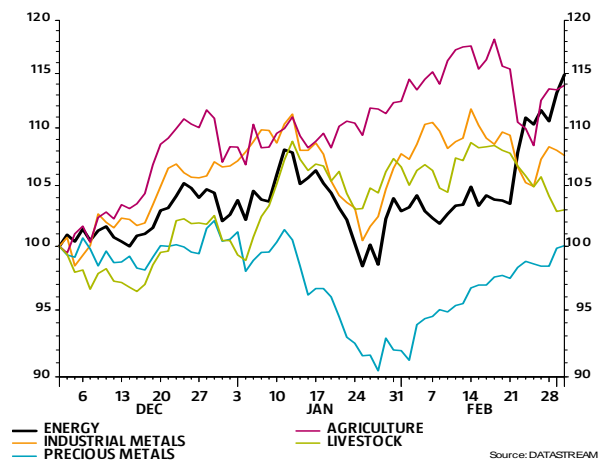
Rohstoffe

Rohstoffe haben im vergangenen Monat wieder ein solides Ergebnis erzielt und stiegen um 5,8 %. Ein großer Teil dieser Performance stand mit dem Anstieg der Ölpreise in Verbindung, dem dominanten Faktor in dieser Anlageklasse. Doch auch die anderen Subindizes in dieser Anlageklasse werden derzeit nahe ihrem Zwei-Jahres-Hoch gehandelt und untermauern den positiven Trend der gesamten Anlageklasse: der einzige Subindex, der zurückging, und das auch nur geringfügig, war der Viehbestand im Ein-Monats-Vergleich. Obwohl das Risiko besteht, dass die hohen Ölpreise nur eine vorübergehende Erscheinung sind, sollte angemerkt werden, dass die Ölpreise seit Mitte letzten Jahres nach oben gehen. Wir erwarten anhaltendes Wirtschaftswachstum, dass die Rohstoffpreise in Kombination mit dem generell knappen Angebot nach oben treiben wird.

GSCI ROHSTOFFBARPREISE (USD)



GSCI ROHSTOFFBARPREISE (EUR)



Regionaler Mix

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

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
NORDAMERIKA (47 %)	0,4 %	2,5 %	12,9 %	17,6 %	16,8 %	0,9 %
EUROPA (26 %)	-0,5 %	4,5 %	10,2 %	16,3 %	0,1 %	1,7 %
PAZIFIKREGION (14 %)	0,1 %	2,4 %	10,1 %	14,3 %	13,0 %	-6,0 %
SCHWELLENMÄRKTE (13 %)	-2,4 %	-4,9 %	4,1 %	16,1 %	15,0 %	37,7 %
AC WORLD (100 %)	-0,2 %	1,9 %	10,6 %	16,5 %	11,1 %	3,4 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Während des vergangenen Monats schnitten die Schwellenmärkte schlechter als die anderen Regionen ab, da Europa vom Rückgang der Spannungen in der Eurozone wegen der staatlichen Schuldenkrise profitierte. Zudem erstarkte der Euro. Wir gehen davon aus, dass sich das unterdurchschnittliche Abschneiden der Schwellenmärkte wieder umkehrt, da die Region die besten Voraussetzungen hat: Staatsdefizite sind gering, die Bewertung für die nächsten 12 Monate ist attraktiv auf KGV-Basis und die Demographie ist besser als in anderen Regionen. Außerdem gehen wir davon aus, dass sich das Inflationsproblem managen lässt. Was die anderen Regionen angeht, bevorzugen wir derzeit die USA vor Europa und dem Pazifikraum. Die makroökonomischen Daten für die USA waren die stärksten, und die jüngste Schwäche des Dollars halten wir für etwas übertrieben. Der Dollar wurde von der relativen Performance der Zinsmärkte beeinflusst, indem die Eurosätze anstiegen und die US-Zinssätze meist stabil blieben. Wie bereits ausgeführt glauben wir, dass die Erwartungen in Bezug auf einen Zinsanstieg in Europa übertrieben worden sind. Und es darf nicht vergessen werden, dass der März ein wichtiger Monat für die Eurozone sein wird: das Neuaufflackern von Zweifeln über die Währungsunion könnte den Euro in den kommenden Wochen nach unten treiben.

ERTRÄGE UND BEWERTUNGSZAHLEN NACH REGIONEN (MSCI AC WORLD)

12M ZUK. ERTR.	ERTRAGSWACHSTUM (%)			ST.ABW. SCHÄTZUNGEN (%)			ERTR. KORR.-INDEX KGV AUF		
	GJ1	GJ2	12M	AKT.10-J-DURCHSCHN.	3M	1M	AKT.10-J-DURCHSCHN.		
NORDAMERIKA	15,5	13,8	15,1	6,5	5,2	24,6	5,5	13,5	15,6
EUROPA	15,6	12,6	14,7	14,2	12,5	0,3	-2,2	10,9	13,7
PAZIFIKREGION	14,8	13,0	15,8	0,9	1,7	-0,9	-0,8	13,6	17,3
SCHWELLENMÄRKTE	16,6	13,6	16,1	13,5	9,5	0,9	1,0	10,8	10,7
AC WORLD	15,6	13,3	15,2	2,5	2,0	11,6	1,5	12,3	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; GESAMTERTRAG IN EURO OHNE ABSICHERUNG)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
ENERGIE (12 %)	2,6 %	11,4 %	26,2 %	26,1 %	12,8 %	25,7 %
GRUNDSTOFFE (9 %)	-0,6 %	1,4 %	16,3 %	24,1 %	10,0 %	47,2 %
INDUSTRIE (11 %)	-1,3 %	1,8 %	13,9 %	23,0 %	9,9 %	8,5 %
NICHT-BASISKONSUMGÜTER (10 %)	0,7 %	-1,7 %	13,1 %	25,8 %	29,2 %	6,3 %
BASISKONSUMGÜTER (9 %)	0,5 %	-2,5 %	1,5 %	10,4 %	27,7 %	33,5 %
GESUNDHEITSWESEN (8 %)	1,1 %	0,9 %	4,7 %	3,8 %	18,7 %	-0,5 %
FINANZTITEL (21 %)	-1,0 %	2,4 %	5,7 %	11,4 %	-10,7 %	-31,4 %
IT (12 %)	-2,5 %	1,4 %	15,2 %	15,9 %	30,3 %	6,4 %
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE (5 %)	-0,6 %	-0,4 %	3,5 %	18,8 %	10,5 %	26,1 %
VERSORGER (4 %)	-0,6 %	0,8 %	-1,2 %	6,8 %	-2,8 %	9,1 %
AC WORLD (100 %)	-0,2 %	1,9 %	10,6 %	16,5 %	11,1 %	3,4 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Der Anstieg der Ölpreise hatte einen vorhersehbaren Einfluss auf die Sektor-Performance im vergangenen Monat, wobei der Energiesektor mit Abstand am besten abschnitt, während zyklische und/oder energieintensive Sektoren wie Industrie und IT zumeist unterdurchschnittlich abschnitten. Derzeit wird das Öl den wirtschaftlichen Aufschwung noch nicht zu sehr behindern, weshalb wir nach wie vor zyklische Sektoren gegenüber den defensiven bevorzugen. Allerdings sollte deutlich werden, dass ein weiterer Anstieg der Ölpreise diese Einschätzung ändern könnte.

ERTRÄGE UND BEWERTUNGSZAHLEN NACH SEKTOREN (MSCI AC WORLD)

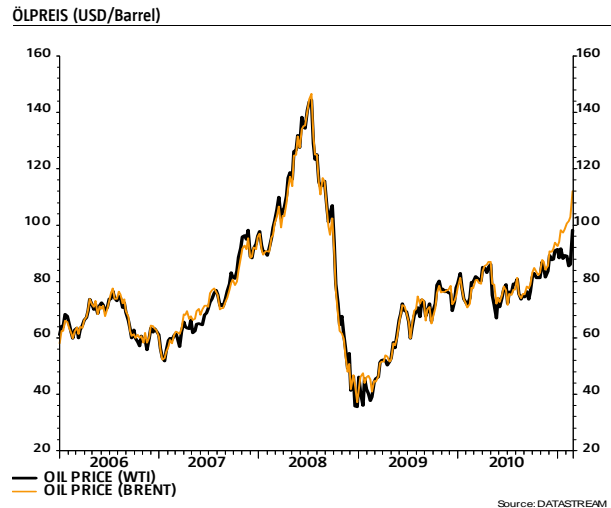
12M ZUK. ERTR.	ERTRAGSWACHSTUM (%)			ST.ABW. SCHÄTZUNGEN (%)			ERTR. KORR.-INDEX KGV AUF		
	GJ1	GJ2	12M	AKT.10-J-DURCHSCHN.		3M	1M	AKT.10-J-DURCHSCHN.	
ENERGIE	14,5	14,1	14,5	3,0	2,5	9,8	0,0	11,8	12,2
GRUNDSTOFFE	38,4	13,3	31,2	4,0	2,4	0,1	-12,9	11,4	13,2
INDUSTRIE	18,5	15,6	18,6	1,0	0,7	19,4	13,8	13,5	15,6
NICHT-BASISKONSUMGÜTER	16,8	17,0	17,8	0,8	0,7	28,3	24,1	13,9	17,2
BASISKONSUMGÜTER	10,7	11,2	11,2	0,4	0,3	-0,4	-4,7	14,3	16,4
GESUNDHEITSWESEN	4,2	6,3	4,7	0,4	0,3	-2,0	-14,4	11,5	16,6
FINANZTITEL	18,9	16,3	18,3	0,9	0,9	2,7	3,1	11,2	12,1
IT	13,5	12,5	13,2	0,5	0,4	33,5	7,8	13,2	20,7
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE	5,8	8,4	6,4	0,5	0,5	-38,5	-52,5	11,8	20,1
VERSORGER	2,9	6,3	3,3	0,8	0,7	-5,3	-5,1	12,7	13,4
AC WORLD	15,6	13,3	15,2	2,5	2,0	11,6	1,5	12,3	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

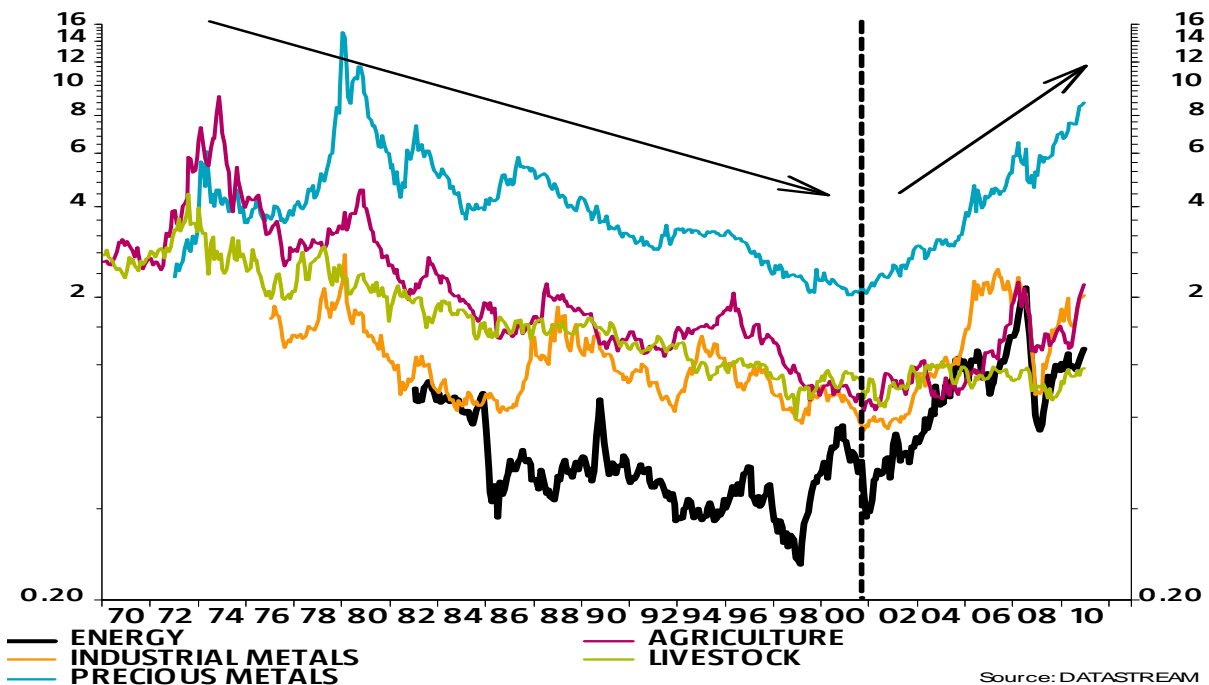
Spezialthema: die Drohung einer potenziellen Inflation der Rohstoffpreise

Hohe Inflationsraten auf den Schwellenmärkten und die Unruhen im Nahen Osten haben die Rohstoffe wieder ins Rampenlicht gebracht. Der jüngste Anstieg der Ölpreise ist auf die politischen Unruhen rund um den Globus zurückzuführen. Stabilität in Saudi-Arabien sollte nicht als Selbstverständlichkeit angesehen werden. Kurzfristig bestehen große Unsicherheiten. Doch wie die Grafik rechts zeigt, ging der Trend für Brent-Öl lange vor Beginn der sozialen Unruhen nach oben. Höhere Ölpreise spiegeln zum Teil die wachsende Nachfrage wieder und zum Teil sind sie ein Resultat der Unruhen im Nahen Osten. Wir glauben nicht, dass der Ölpreis signifikant zurückgeht (mehr als 10 USD pro Barrel), wenn die Unruhen sich in den kommenden Wochen beruhigen sollten. Wir meinen, dass die Risiken langfristig groß bleiben.



Rohstoffe sind seit Jahrzehnten eine schlechte Investition, wie die Tabelle für langfristige Entwicklungen unten zeigt. Die realen Rohstoffpreise gingen in den 70er, 80er und 90er Jahren nach unten. Aber kurz nach Beginn des 21. Jahrhunderts setzte eine bemerkenswerte Änderung ein. Seither gehen die realen Preise nach oben. Wir glauben nicht, dass das ein Resultat der stets wachsenden Weltbevölkerung oder von Urbanisierungstrends ist. Diese Entwicklungen sind nichts Neues. Allerdings ist kaum vorstellbar, dass es ein Zufall ist, dass diese Trendwende in Bezug auf die Rohstoffpreise auftritt, während die globale Mittelklasse eine Phase beschleunigten Wachstums durchläuft. Wenn das jährliche Pro-Kopf-Einkommen 5.000 bis 6.000 USD übersteigt, setzt eine Nachfrage mit hohem Rohstoffbedarf ein. Zum Beispiel wird ein Auto, das Benzin und Infrastruktur erfordert, erschwinglich. Das ist etwas ganz anderes, als wenn das überschüssige Einkommen für einen Kinobesuch, eine Wellness-Behandlung, einen exklusiven Haarschnitt oder eine Meditations-sitzung ausgegeben wird. Es dauert eine Zeit, diesem gehobenen Bedarf nachzukommen, insbesondere wenn gleichzeitig eine Finanzkrise für Unsicherheiten sorgt.

REALE ROHSTOFFPREISE (USD; GOLDMAN SACHS INDIZES)



Investitionsprojekte können bis zu 5 Jahren brauchen, bevor die Produktion wirklich beginnt. Selbst wenn das Angebot der Nachfrage sofort gerecht werden könnte, kann es zu höheren Preisen kommen, da die marginalen Produktionskosten steigen und die Rohstoffe zunehmend aus riskanteren Ländern beschafft werden müssen. Zum Beispiel sind die Kosten für Agrarprodukte umso höher, wenn sie aus weniger fruchtbaren Ländern bezogen werden. Die Situation wird noch verschärft, wenn Städte nahe den (fruchtbaren) Küsten- und Deltaregionen gebaut werden und die Landwirtschaft landeinwärts verdrängt wird. Ähnliches gilt für Öl.

Wir gehen davon aus, dass die schnelle Vergrößerung der weltweiten Mittelklasse aufgrund der resultierenden Verknappung eine weitere Beschleunigung des Preisanstiegs für viele Rohstoffe auslösen wird, was in den nächsten Jahren zu einem erneuten Höhenflug der Preise führen könnte. Der größere Nachfrage wird den Anstieg des Angebots vermutlich übertreffen.

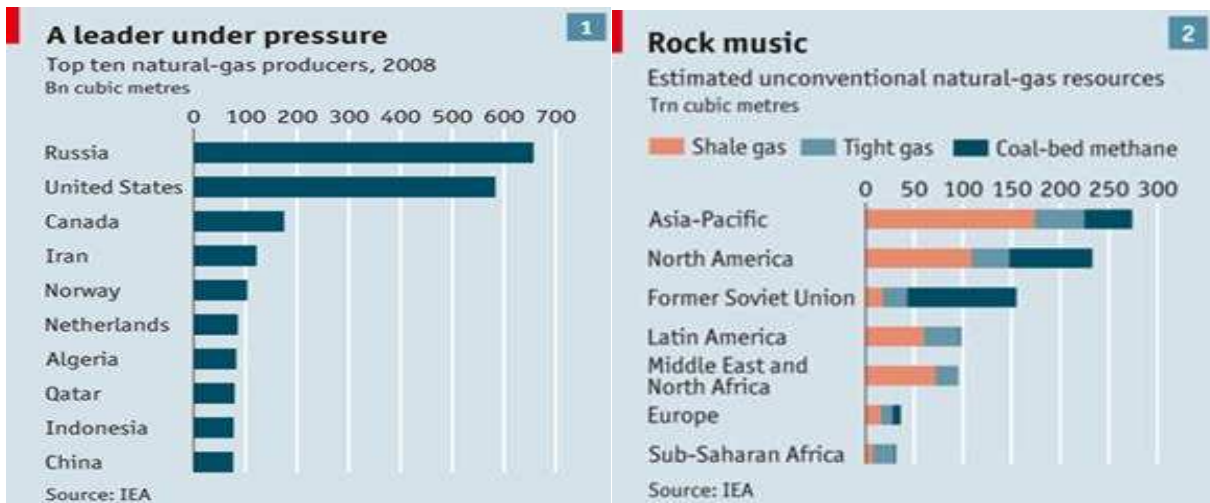
Wir wollen mit einem positiven Gedanken abschließen. Unserer Meinung nach ist die Furcht vor Verknappung eine zyklische Erscheinung. Schon in den 70er Jahren hat der Club von Rom davor gewarnt, dass das wirtschaftliche Wachstum von der begrenzten Verfügbarkeit von natürlichen Ressourcen allgemein und speziell aufgrund der beschränkten Ölressourcen behindert werden würde. Obwohl kurz nach der Studie „Grenzen des Wachstums“ zwei Ölkrisen folgten, lässt sich die These, dass das Weltwirtschaftswachstum in den 80er oder 90er vom Mangel an natürlichen Ressourcen behindert wurde, kaum aufrecht erhalten, denn es folgte ein Wirtschaftsboom.

Wenn tatsächlich eine neue Phase von scheinbar kontinuierlich steigenden Rohstoffpreisen bevorstehen sollte, werden die Preise sowohl Angebot als auch Nachfrage bedeutend beeinflussen. Auf der Angebotsseite werden die Produzenten die

Kapazitäten ausweiten und in Alternativen investieren. Als ein Beispiel für Alternativen zeigt die Tabelle unten die großen Schiefergasreserven auf¹. Auf Grundlage der heutigen Gasproduktionsmengen in den USA reichen die Reserven an Schiefergas in den USA für fast 200 Jahre vor. Darüber hinaus können Innovationen sowohl zur Verbesserung der Effizienz der Produkte durch effiziente Kostensenkungen als auch zu wachsenden Gewinnen führen. Auf der Nachfrageseite werden die höheren Preise die Nachfrage beschränken. Höhere Preise führen dazu, dass die Konsumenten sich über ihre Bedürfnisse mehr Gedanken machen, während unter anderem verbesserte Effizienz zu einem niedrigeren Pro-Kopf-Verbrauch führen kann. Mit einem Zeithorizont von drei bis fünf Jahren sind sowohl Angebot als auch Nachfrage flexibel. Infolgedessen erwarten wir keine lang anhaltende Periode schnell ansteigender Rohstoffpreise. In den kommenden Jahren könnte es zwar zu einem neuen Höhenflug kommen, aber dann wäre ein erneuter Rückgang unvermeidlich.

ERDGASPRODUKTION

RESERVEN VON UNKONVENTIONELLEM GAS



QUELLE: ECONOMIST

QUELLE: ECONOMIST

¹ Bitte beachten Sie, dass das Ausmaß der Reserven x 1,000 im Vergleich zu dem derzeitigen jährlichen Produktionsniveau von Erdgas ist.

Redaktionsschluss für Text und Tabellen: 03. März 2011.

Die Daten in unseren Tabellen und Texten beziehen sich nicht auf die Kalendermonate, sondern sind eine Retrospektive vom Redaktionsschluss 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 Ergebnisse 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.