

Verschiedene „Schwarze Schwäne“ bedrohen die Weltwirtschaft

Léon Cornelissen

Lukas Daalder

Ronald Doeswijk

financialmarketsresearch@robeco.com



Highlights

- Die weltweite wirtschaftliche Erholung entwickelt sich gut. Gemäß der OECD entwickelt sie sich sogar selbsterhaltend weiter. Gleichzeitig sieht sich der Aufschwung jedoch großen Unsicherheiten ausgesetzt. In der Vergangenheit haben sich die Aktien in der ersten Phase finanzieller Einsparungen seitwärts bewegt. Wenn man außerdem die anhaltenden Spannungen im Nahen Osten betrachtet, behalten wir in Bezug auf die Aktienmärkte eine abwartende Haltung bei.
- Wir können uns nicht vorstellen, dass sich aufgrund des Erdbebens in Japan am 11. März irgendeine positive Entwicklung ergibt. Japan ist keine junge, dynamische Volkswirtschaft. Es hat auch keine wohlhabende Regierung, die auf die gewaltigen aktuellen Probleme gut situiert reagieren kann. Aktien sind vielleicht aus der Bottom-up-Perspektive günstig. Aber aus Top-Down-Sicht haben sich die Aussichten für Japan deutlich verschlechtert.
- Die Spannungen im Nahen Osten treiben den Ölpreis nach oben. Es wäre jedoch falsch, diesen kontinuierlichen Anstieg allein auf die politischen Unruhen zurückzuführen. Vor Ausbruch der Krise ging der Ölpreis aufgrund der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft bereits nach oben. Alle Subindizes für Rohstoffe sind höher als im vergangenen Jahr und der Handel hat sogar beinahe ein Zweijahreshoch erreicht. Wir erwarten, dass die Anlageklasse für Rohstoffe weiterhin überdurchschnittlich abschneidet.
- Bei den Aktien schnitten während des vergangenen Monats auf regionaler Ebene die Schwellenmärkte am besten ab. Diese scheinen von einer seltenen Flucht in sichere Anlagen profitiert zu haben. Nach den Erfahrungen der Kreditkrise werden die Schwellenmärkte jetzt als die dynamischste Region angesehen, die im Fall einer Krise die besten Fundamentaldaten vorweist. Wir ziehen die Schwellenmärkte weiterhin Europa und der Pazifikregion vor. Die USA schätzen wir neutral ein.

- Im Spezialbeitrag dieses Monats analysieren wir die nicht enden wollende europäische Schuldenkrise. Die Bemühungen der führenden europäischen Politiker, die Krise mit einem großen Übereinkommen, das alle anstehenden Themen behandelt, zu beenden, sind gescheitert. Das Risiko der Staatsschulden wird so schnell nicht verschwinden.

Zusammenfassung

Die weltweite wirtschaftliche Erholung entwickelt sich gut. Gemäß der OECD entwickelt sie sich sogar selbsterhaltend weiter. Gleichzeitig sieht sich der Aufschwung jedoch großen Unsicherheiten ausgesetzt. In der Vergangenheit haben sich die Aktien in der ersten Phase finanzieller Einsparungen seitwärts bewegt. Wenn man außerdem die anhaltenden Spannungen im Nahen Osten betrachtet, behalten wir in Bezug auf die Aktienmärkte eine abwartende Haltung bei.

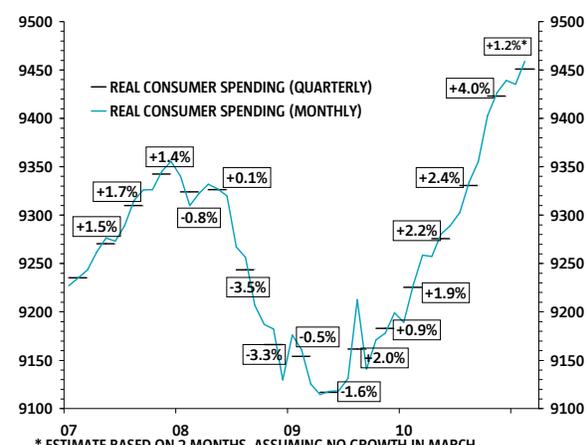
Makroökonomischer Ausblick

Die weltweite wirtschaftliche Erholung entwickelt sich gut. Gemäß der OECD entwickelt sie sich sogar selbsterhaltend weiter. Bessere Bedingungen für Unternehmen und die sich erholenden Arbeitsmärkte, die den privaten Konsum fördern sollten, sind der Hauptgrund für den Optimismus. Unternehmensbilanzen (mit Ausnahme von Banken und anderen Finanzdienstleistungsunternehmen) sehen sehr gesund aus. Gleichzeitig sieht sich der Aufschwung jedoch großen Unsicherheiten ausgesetzt. Dominique Strauss-Kahn, der Leiter des IWF, stellte kürzlich fest: „Verschiedene ‚Schwarze Schwäne‘ bedrohen die Weltwirtschaft.“ Unsicherheiten über die Folgen der wachsenden Unausgeglichenheiten in der Weltwirtschaft, die nukleare Katastrophe in Japan (unterbrochene Lieferketten, nicht stabilisierte Situation der Reaktoren), anhaltende politische Unruhen im Nahen Osten und die scheinbar nicht enden wollende europäische Schuldenkrise belasten die Finanzmärkte. Zwischenzeitlich steigt der Inflationsdruck. Die EZB hat als erste wichtige zentrale Bank in der entwickelten Welt die Zinsen angehoben. Die Bank of England (BoE) steht unter großem Druck, ihr zu folgen. Auch das FOMC in den USA sieht sich Rufen nach einer strafferen Geldpolitik ausgesetzt.

Nordamerika

In Anbetracht der Unruhen in der arabischen Welt, des Erdbebens in Japan und der ungelösten Probleme in der Eurozone standen die USA in letzter Zeit nicht im Rampenlicht. Auf den ersten Blick wäre die Schlussfolgerung, dass die Märkte nicht viel verpasst haben. Die schnelle und oberflächliche Zusammenfassung wäre, dass das Produzentenvertrauen sich weiterhin auf komfortablem Niveau bewegt (obwohl der ISM-Index für das nichtverarbeitende Gewerbe einen unerwarteten Rückgang hinnehmen musste), und dass die Konsumenten weiterhin zu den Gründen für das derzeitige Wachstum zählen, wie starke Einzelhandelsumsätze und die monatlichen Zahlen für Konsumausgaben zeigen (siehe Grafik rechts). Ein weniger optimistisches Bild ist jedoch zu erkennen, wenn man den Wohnimmobilienmarkt betrachtet, wo sowohl Verkäufe, Neubau und Preise im 1. Quartal zurückgegangen sind. Obwohl das durchaus nicht ermutigend ist, sollte herausgestellt werden, dass viele dieser Korrekturen den vorangegangenen Erwartungen entsprechen: der US-Wohnimmobilienmarkt durchläuft die Phase eines Überschusses von (ausgeschlossenen) Häusern mit den offensichtlich negativen Konsequenzen für den gesamten Sektor. Als Ausgleich scheint der Arbeitsmarkt um so stärker auszusehen, je schlechter die Zahlen für den Wohnimmobilienmarkt ausfallen, nachdem die Privatwirtschaft seit Beginn dieses Jahres nahezu eine halbe Million Arbeitsplätze schaffen konnte. Insgesamt besteht kein Zweifel, dass der positive Einfluss des erstarkenden

US-KONSUMAUSGABEN GEHEN WEITER NACH OBEN

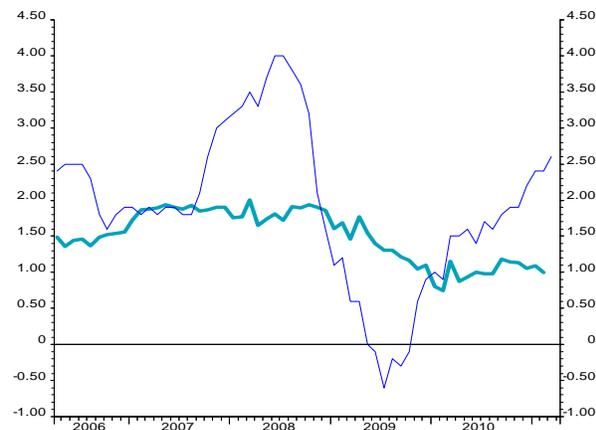


Arbeitsmarktes den negativen Einfluss des Wohnimmobilienmarktes überwiegt. Deshalb wäre es verlockend, zu dem Schluss zu kommen, dass sich die USA auf dem Weg zu einer sich selbst tragenden Erholung befinden und die Federal Reserve später in diesem Jahr den Plan zum Quantitative Tightening Part 1 (QT1) einleiten kann. Aber zwei potenzielle Bedrohungen halten die Fed zurück. Die erste ist der anhaltende Stillstand in Bezug auf das Staatsdefizit. Die Kreditobergrenze ist sehr bald erreicht und der US-Finanzminister Tim Geithner hat angedeutet, dass die Befugnis zur weiteren Schuldenaufnahme bereits am 8. Juli zu Ende gehen könnte (<http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/letter-to-congress.aspx>). Obwohl ein Einverständnis erreicht wurde, damit die Regierung handelsfähig bleibt, scheinen weder die Demokraten noch die Republikaner bereit zu sein, die fundamentalen Probleme in Angriff zu nehmen, und beschränken sich auf einmalige Ausgabenreduzierungen. Die zweite Bedrohung ist der deutliche Anstieg der Ölpreise. Anders als die EZB ist die Fed nicht so sehr beunruhigt wegen des Einflusses auf die Preisstruktur. Stattdessen konzentriert sie sich auf den negativen Einfluss auf die Kaufkraft. Derzeit werden WTI-Futures auf dem höchsten Niveau seit 2008 gehandelt, und es gibt keine Anzeichen, dass die politischen Unruhen in der arabischen Welt bald dem Ende zugehen. Unter diesen Umständen glauben wir, dass die Fed sich im Zweifel eher für Vorsicht entscheiden wird.

Europa

Die zugrunde liegende Stärke der britischen Wirtschaft konnte wegen der störenden Wettereinflüsse in letzter Zeit schlecht beurteilt werden. Der prognostizierte PMI für den Dienstleistungsbereich, der drei Viertel der britischen Wirtschaft repräsentiert, ist im März nach zwei verhaltenen Messwerten im Januar und Februar stark nach oben gegangen. Die Inflation war weiterhin enttäuschend. Der für die EU harmonisierte Kernverbraucherpreisindex erreichte im Februar 4,4 % im Jahresvergleich, während die Kernrate auf 3,4 % anstieg. Die BoE, die bereits den Druck von der EZB spürt, möchte wegen des generell unsicheren makroökonomischen Umfeldes und den strengen von der Regierung eingeleiteten finanzpolitischen Sparmaßnahmen ungern anziehen. Ein gewisses Anziehen ist in den kommenden Monaten jedoch unvermeidlich.

Flash-Schätzung und Kerninflation Eurozone (%)



Source: Thomson Reuters Datastream

In der Eurozone deutet der PMI auf ein solides und sich ausweitendes Wachstum in Frankreich und Deutschland hin, aber die Schwäche in der Peripherie, insbesondere in Spanien, Irland und Griechenland, hält an. Spanien kann jedoch seine finanzpolitischen Ziele einhalten und wird deshalb zurzeit von den Rentenmärkten als sicher eingeschätzt. Bislang jedenfalls ist ein übergreifender Effekt von Portugal ausgeblieben. Trotzdem ist die Zinserhöhung der EZB für Spanien kaum hilfreich. Doch wird die EZB trotz gegenteiliger Markterwartungen wahrscheinlich keine Serie von Zinserhöhungen folgen lassen, was die wirtschaftlichen Folgen ihrer ersten Erhöhung in Grenzen hält. Trotz einer noch beruhigenden Kerninflationsrate von 1,0 % im Februar hat der zugegebenermaßen enttäuschende Gesamtwert von 2,6 % im März dazu geführt, dass die EZB sich veranlasst fühlte, wachsenden Inflationserwartungen entgegenzutreten zu müssen und ihre Unzufriedenheit darüber, wie die europäischen Politiker die Schuldenkrise handhaben, zum Ausdruck zu bringen. Langfristig kann die europäische Schuldenkrise in Folge der anhaltenden Wachstumsunterschiede innerhalb der Eurozone, der fehlenden politischen Rückendeckung für den neu ins Leben gerufenen Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und potenzieller übergreifender Effekte während einer späteren Phase der staatlichen Umstrukturierungen leicht wieder aufflammen. Letzteres scheint für Griechenland und Irland auf jeden Fall unvermeidlich, und auch für Portugal sehr wahrscheinlich.

Pazifikregion

Wir können uns nicht vorstellen, dass sich aufgrund des Erdbebens in Japan am 11. März irgendeine positive Entwicklung ergibt. Der Verlust an Menschenleben ist verheerend, die Abschätzung der direkten Schäden ist beispiellos und die nukleare Katastrophe in Folge des Tsunami ist schockierend. Zwar wird Japan den wirtschaftlichen Rückschlag überwinden, aber diejenigen, die glauben, das sei vielleicht der notwendige Schock, um die japanische Wirtschaft wieder in Gang zu bringen, sollten nochmal nachdenken. Dem Verlust an Wirtschaftswachstum aufgrund einer vorübergehenden Störung des normalen Geschäftslebens folgt normalerweise eine Erholung mit V-Verlauf, wenn die beschädigte Infrastruktur ersetzt wird. Oft übertrifft diese Erholung insgesamt den Rückgang. Aber das bedeutet nicht, dass die Wirtschaft besser dasteht: der Verlust der Infrastruktur wird nie als negatives Wirtschaftswachstum ausgewiesen, während ihr Ersatz als positives Wachstum verbucht wird. Während das reale BIP vor Jahresende höher sein könnte

ERDBEBEN LÄSST FINANZMÄRKTE ERSCHÜTTERN



als vor dem Erdbeben, wird der Gesamtwohlstand es sicher nicht sein. Selbst die Erholung des BIP ist keine sichere Angelegenheit: Es wird erwartet, dass die Produktion in bestimmten Industriezweigen, wie z.B. der Automobilproduktion, noch monatelang negativ beeinflusst sein wird, und die Lage um das Atomkraftwerk ist alles andere als beruhigend, wenn man die Berichte über nuklear verseuchtes Trinkwasser und Lebensmittel hört. Selbst im bestmöglichen Fall wird es Jahre dauern, bis das Atomkraftwerk unter Kontrolle gebracht wird: es hat acht Jahre gedauert, bis die Brennstäbe der Three Mile Island-Atomkraftanlage nach dem Vorfall in 1979 gesichert werden konnten.

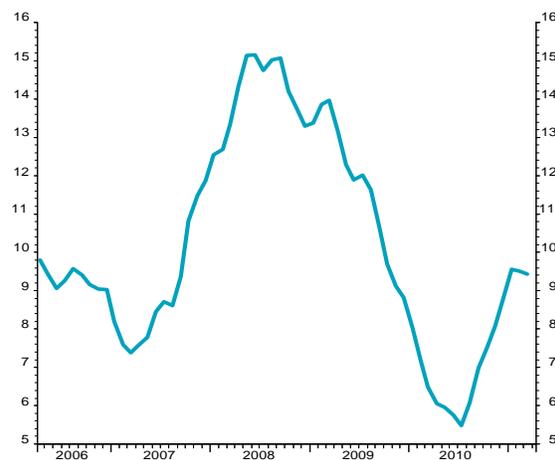
Das bringt den wichtigsten Aspekt zum Ausdruck, der von Japan-Haussespekulanten übersehen wird: wer wird letztendlich die Rechnung bezahlen? Die japanische Regierung schätzt, dass die direkten Folgekosten des Erdbebens zwischen 200 und 300 Milliarden USD betragen, exklusive potenzieller Kosten im Zusammenhang mit dem Atomkraftwerk. Damit liegen die Kosten zwischen 3,5 und 5,5 % des BIP, womit es sich um die bislang teuerste registrierte Naturkatastrophe handelt. Einen Teil der Kosten werden die Versicherungsunternehmen übernehmen (zwischen 10 und 20 %), und einen Teil die Privatwirtschaft. Aber einen großen Teil wird die japanische Regierung bezahlen müssen. Die Regierung hat bereits ein zusätzliches Budget in Höhe von 35 Milliarden USD angekündigt, um Straßen zu reparieren und denjenigen Unterkünfte anzubieten, die nicht in ihre Wohnungen zurückkehren können. Auffallenderweise hat die Regierung angekündigt, dass zur Finanzierung dieses Budgets keine neuen Schuldverschreibungen ausgestellt werden, um die Anleiheinvestoren nicht zu alarmieren. Obwohl der japanische Rentenmarkt sich bislang in Folge dieser Entwicklungen kaum bewegt hat, glauben wir, dass die Sorgen der Regierung berechtigt waren. Im vergangenen November schätzte die OECD, dass Japans Gesamtschulden in 2011 204 % erreichen würden und das bei einem Primärdefizit von 5,3 %; es wird erwartet, dass beide Zahlen jetzt schlechter als diese Schätzungen ausfallen. Japanische Staatsanleihen sind zum großen Teil im Inland verkauft worden (zu einem bedeutenden Teil an die Bank von Japan), aber weil die normalen Einkäufer von Anleihen (Arbeitnehmer, die für die Rente sparen) zu den normalen Verkäufern (Rentner) werden, könnte der Rentenmarkt schon bald die Sättigungsgrenze erreichen. Die Regierung will das derzeitige empfindliche Gleichgewicht nicht stören, aber sie wird sich in nicht zu ferner Zukunft an den Rentenmarkt wenden müssen. Insgesamt stimmen wir mit der Einschätzung, dass dieses Erdbeben positive Folgen haben wird, nicht überein: Japan ist keine junge, dynamische Volkswirtschaft mit einer gut situierten Regierung, die auf die gewaltigen aktuellen Probleme entsprechend gut reagieren kann. Aktien sind vielleicht aus der Bottom-up-Perspektive günstig. Aber aus Top-Down-Sicht haben sich die Aussichten für Japan deutlich verschlechtert.

Schwellenmärkte

Der Inflationsdruck macht sich auch für die Zentralbanken der Schwellenmärkte bemerkbar. Fallende Lebensmittelpreise bringen eine gewisse Erleichterung mit sich, aber ein zusätzliches moderates Anziehen ist wahrscheinlich.

Die Chinesische Volksbank hob am 6. April unerwartet die Zinsen an. Der Benchmark für einjährige Zinssätze für Leihen und Verleihen wurde im Vorgriff auf einen Inflationsbericht, der wahrscheinlich enttäuschend ausfällt, um 25 Basispunkte angehoben. Das war Chinas vierte Zinserhöhung in weniger als sechs Monaten. Zusätzlich zu den Geldinstrumenten benutzt die Regierung Zuschüsse, staatliche Lebensmittelreserven und die Drohung von Preiskontrollen, um die Inflation zu bekämpfen. Premierminister Wen Jiabao beschreibt die Situation als die eines Tigers, der einmal frei gesetzt schwer wieder in seinen Käfig eingeschlossen werden kann. Für die kommenden Monate werden moderatere Sparmaßnahmen erwartet.

Russische Inflation (%)



Source: Thomson Reuters Datastream

In Indien bewegt sich der Benchmark-WPI-Index seitwärts und auf einem im Februar unangenehm hohem Niveau von 8,3 %. Ein weiteres vorsichtiges Anziehen der indischen Notenbank (RBI) ist wahrscheinlich. Die indische Wirtschaft wird für die kommenden Jahre als robust eingeschätzt.

Die russische Inflation stieg im März auf 9,5 % im Jahresvergleich. Die Zentralbank hob die Zinsen im Februar an und nahm eine gewisse Rubel-Aufwertung in Kauf. Ein weiteres Anziehen der Geldpolitik wird erwartet.

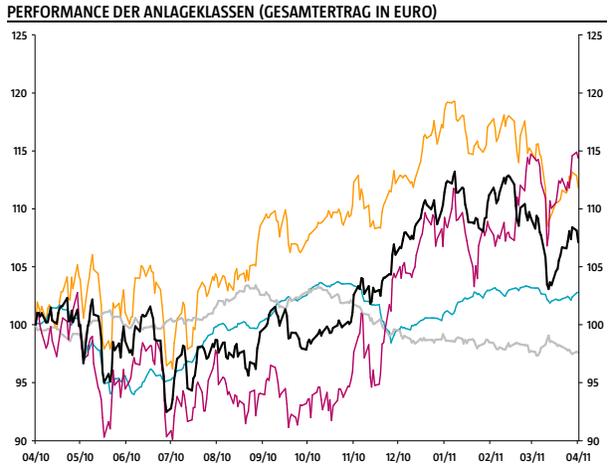
Die brasilianische Inflation erreichte einen Zweijahreshoch von 6,1 %. Während die Wirtschaft sich gut entwickelt, wie der Anstieg der industriellen Produktion auf 1,9 % im Februar belegt, verfügt die brasilianische Zentralbank über den Spielraum, die Geldpolitik in den kommenden Monaten weiter zu verschärfen.

Ausblick für die Finanzmärkte

Anlagemix

Rückblick auf den letzten Monat

Der letzte Monat war sehr wechselhaft und verschiedene ‚schwarze Schwäne‘ machten sich auf den Finanzmärkten bemerkbar. Der Monat begann mit Sorgen um die hohen Ölpreise in Folge der Unruhen im Nahen Osten, aber diese wurden schnell durch eine generelle Zuflucht in sichere Anlagen nach dem Erdbeben in Japan abgelöst. Ab Mitte des Monats begannen die meisten Märkte, sich wieder zu erholen, und der Rückgang des VIX-Index (derzeit unter 17) zeigt, dass die Risikobereitschaft zurückgekehrt ist. Insgesamt schnitten Immobilien (-2,5 %) und Aktien (-1,4 %) am schlechtesten ab, obwohl das vor allem auf den Anstieg des Euro zurückzuführen war (+2,5 %). Beide Anlageklassen der Anleihen blieben im vergangenen Monat praktisch unverändert, wobei Hochzinsanleihen deutlich besser abgeschnitten haben als die Anleihen der Eurozone im Hinblick auf die Entwicklung in 3 bis 6 Monaten (siehe Tabelle). Rohstoffe beendeten den Monat flach (in Euro gerechnet), gingen aber in Dollar um beeindruckende 2,5 % nach oben. Rohstoffe bleiben über einen Zeitraum von 6 Monaten die deutlich am besten abscheidende Anlageklasse (+22,4 %).



PERFORMANCE NACH ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
AKTIEN (MSCI AC WORLD)	-1,4 %	-4,1 %	9,1 %	6,6 %	9,9 %	0,5 %
IMMOBILIEN (S&P GLOBAL REITS)	-2,5 %	-5,8 %	4,1 %	10,0 %	1,2 %	-10,9 %
HOCHZINSANLEIHEN (BARCLAYS PAN-EUR)	0,0 %	2,0 %	0,2 %	3,1 %	13,3 %	-4,3 %
ANLEIHEN (JPM EUROLAND ALL MAT.)	-0,1 %	-1,0 %	-5,3 %	-1,9 %	11,6 %	19,0 %
ROHSTOFFE (S&P GSCI)	-0,1 %	5,5 %	22,4 %	13,4 %	-26,8 %	-27,9 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Aktien

Wie schon letzten Monat bemerkt, ist die Stärke der Aktienmärkte weiterhin beeindruckend. Zwar sind die weltweiten Aktien im Dreimonatsvergleich in Euro gerechnet um 4,1 % zurückgegangen, aber das lässt sich vollkommen auf die Stärkung des Euro zurückführen: der MSCI AC Global Index, in Dollar gemessen, handelt derzeit nahe seinem höchsten Niveau seit 2008. Wenn man bedenkt, dass der Ölpreis seit Beginn des Jahres um 10 % gestiegen ist und derzeit sein höchstes Niveau seit 2008 erreicht hat, der Nikkei seit dem Erdbeben um 8 % gesunken ist und Portugal akzeptiert hat, dass es die Hilfe der EU benötigt, ist das kein kleiner Brocken. Zum Teil kann diese Widerstandsfähigkeit mit der Ausweitung der wirtschaftlichen Erholung in den USA erklärt werden, wo sich der Arbeitsmarkt jetzt deutlich verbessert. Aber das erklärt nicht, warum sich die Schwellenmärkte so stark erholt haben. Liquidität ist eine wichtige Antriebskraft, aber es bleibt abzuwarten, ob das so bleibt. Solange die Rohstoffe fast täglich neue Rekorde brechen, bleiben Margendruck und Ertragskorrekturen nach unten deutliche Risiken. Das

WAS FÜR EINEN UNTERSCHIED DIE WÄHRUNG MACHEN KANN...

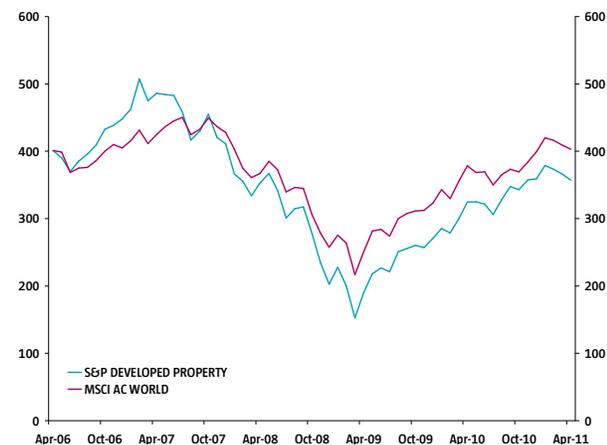


wird deutlich, da Ertragskorrekturen während des letzten Monats negativ ausfielen. Hinzu kommt die Veränderung der Geldpolitik. Die EZB ist dem Beispiel verschiedener Zentralbanken der Schwellenmärkte gefolgt und hat die Zinsen erhöht, auch wenn es noch zu früh ist, um eine Änderung in den USA zu erwarten. In der Vergangenheit haben sich die Aktien in der ersten Phase finanzieller Einsparungen seitwärts bewegt. Wenn man außerdem die anhaltenden Spannungen im Nahen Osten betrachtet, behalten wir in Bezug auf die Aktienmärkte eine abwartende Haltung bei.

Immobilien

Immobilien schnitten im Vergleich zu den anderen riskanten Anlageklassen im letzten Monat schlechter ab (-2,5%), womit das Gesamtergebnis im Dreimonatsvergleich -5,8% betrug. Wir hatten Immobilien den Aktien vorgezogen, weil wir davon ausgingen, dass die Anlageklasse weniger empfindlich auf den Anstieg der Ölpreise reagieren würde. Außerdem gingen wir davon aus, dass Anleihezinsen zurückgehen würden. Auch wenn wir beide Annahmen weiterhin für richtig halten, sind wir inzwischen weniger von einer relativ besseren Performance der Immobilien im Vergleich zu den Aktien überzeugt. Dennoch bevorzugen wir derzeit weiterhin die Immobilien.

PERFORMANCE IMMOBILIEN IM VERGLEICH ZU AKTIEN



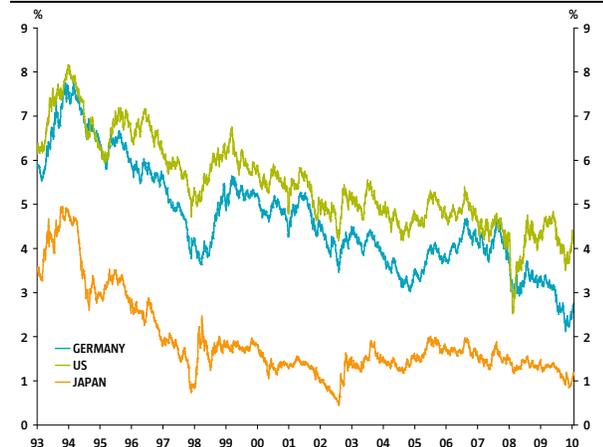
Unternehmensanleihen

Wie die anderen riskanten Anlageklassen waren die Unternehmensanleihen von der Flucht in die Sicherheit betroffen, nur um im Laufe der Zeit verlorenen Boden wieder gut zu machen. Unternehmensanleihen der Eurozone schnitten im letzten Monat generell besser ab als die US-amerikanischen, aber der Unterschied fiel im Kreditbereich höher aus als bei Hochzinsanleihen. Der Finanzbereich schnitt generell besser ab als der Industriesektor, während Versorgungsunternehmen von den Entwicklungen um die Atomkraftanlage in Japan behindert wurden. Wir gehen davon aus, dass Unternehmensanleihen weiterhin besser abschneiden werden als Staatsanleihen.

Staatsanleihen

Die Staatsanleihen wurden im Allgemeinen im Einklang mit den Strömungen gehandelt, die von den ‚schwarzen Schwänen‘ verursacht wurden. Sie gewannen Anfang März, als die Zuflucht in sichere Anlagen dominierte, aber mussten die Gewinne insgesamt wieder aufgeben, als die Risikobereitschaft zurückkehrte. Allerdings gab es regionale Performance-Unterschiede. Der US-Markt verfiel sich in einem Seitwärts-Handel, während sich auf den europäischen Märkten ein Abwärts-Handel entwickelte. Der Hauptgrund für die schwächere Performance des europäischen Rentenmarktes steht in Zusammenhang mit dem kurzen Ende der Kurve, nachdem die EZB die Märkte Anfang März überraschte, indem sie die baldige Erhöhung der Zinsen signalisierte. Der Markt geht derzeit davon aus, dass die offiziellen Zinssätze bis Ende des Jahres 2% erreichen werden, was unserer Meinung nach zu aggressiv ist. Mit ihren starken Tönen hat die EZB jedoch schon ihre Absicht erreicht: aufgrund des Anstiegs des Euro sind die Rohstoffpreise auf Eurobasis im letzten Monat gleich geblieben. Diese Strategie bedeutet, dass der Einfluss der Inflation auf Rohstoffe minimiert wird, aber dadurch werden schwierigere Handelsbedingungen für die Exporteure der Region verursacht.

LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG DER ANLEIHEZINSEN TRENDMELDUNG



Die EU-Politiker konnten bei ihren Versuchen, die Schuldenkrise der Eurozone in den Griff zu bekommen, nicht überraschen. Sie haben sich auf einen Kompromiss geeinigt, um die aktuellen Probleme durchzustehen, aber haben es nicht geschafft, die zugrunde liegenden Strukturprobleme in Angriff zu nehmen. Trotzdem haben die Finanzmärkte die Pläne begrüßt und die Spreads in der Eurozone kamen sich, mit Ausnahme von Portugal, näher. Die portugiesischen Politiker brauchten noch etwas mehr Zeit, bis sie zu der Entscheidung kamen, die die Finanzmärkte schon getroffen hatten, und akzeptierten, dass sie die Hilfe der EU benötigen. Obwohl wir davon ausgehen, dass sich dieses Problem schon bald wiederholt, sieht es so aus, als ob die Rentenmärkte vorerst ein Gleichgewicht erreicht haben. (Eine weitere Analyse der Anstrengungen der europäischen Politiker, der Schuldenkrise zu begegnen, folgt in unserem Spezialbericht auf Seite 9.)

10- bis 2-Jahresspread für US-Staatsanleihen



10- bis 2-Jahresspread für deutsche Staatsanleihen



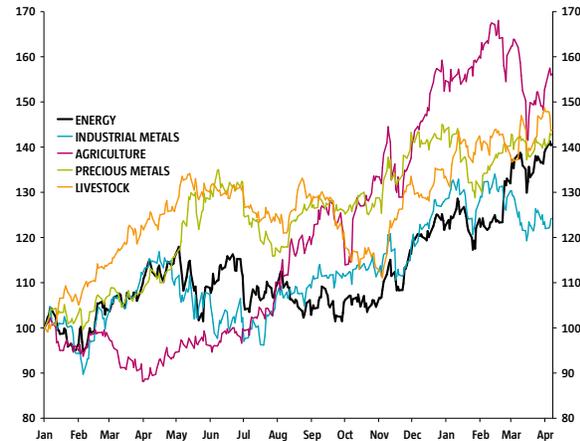
Rohstoffe

Rohstoffe wurden in Dollar weiterhin höher gehandelt; die Stärke des Euro ist der einzige Grund, dass sich diese Entwicklung in der Eurozone noch nicht bemerkbar gemacht hat. Aufgrund seiner dominanten Rolle, ist der Ölpreis der Hauptgrund für diesen Prozess und die Spannungen im Nahen Osten treiben den Ölpreis nach oben. Es wäre jedoch falsch, den kontinuierlichen Anstieg allein auf die politischen Unruhen zurückzuführen. Öl befand sich aufgrund der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft bereits vor Ausbruch der Krise im Aufwärtstrend. Die Wirtschaft befindet sich weiterhin im Aufwärtstrend, ebenso wie die Gründe für höhere Ölpreise. Außerdem sind alle Subindizes für Rohstoffe höher als im vergangenen Jahr und der Handel hat sogar beinahe ein Zweijahreshoch erreicht. Wir erwarten, dass die Anlageklasse für Rohstoffe weiterhin überdurchschnittlich abschneidet.

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 %)	-1,2 %	-3,7 %	13,3 %	7,9 %	16,3 %	0,3 %
EUROPA (26 %)	0,1 %	0,8 %	8,3 %	8,0 %	-1,9 %	-1,7 %
PAZIFIKREGION (13 %)	-9,8 %	-13,0 %	-0,5 %	-3,8 %	1,8 %	-19,3 %
SCHWELLENMÄRKTE (14 %)	3,3 %	-4,9 %	6,1 %	10,7 %	24,6 %	42,3 %
AC WORLD (100 %)	-1,4 %	-4,1 %	9,1 %	6,6 %	9,9 %	0,5 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Mit Abstand die größte regionale Veränderung des vergangenen Monats war die Underperformance der Pazifikregion nach dem Erdbeben in Japan. Während der ersten zwei Börsensitzungen nach dem 11. März ging der Nikkei um etwa 20 % zurück, um sich anschließend wieder zu erholen. In Yen gemessen hat der Nikkei seit dem Erdbeben um etwa 8 % nachgelassen, aber da der Yen deutlich verloren hat (nach einem ersten Anstieg ging er nach der Intervention der G7 wieder zurück), schnitt auch die gesamte Region in den letzten zwei Wochen weiterhin unterdurchschnittlich ab. Die größten Gewinne wurden im Laufe des Monats von den Schwellenmärkten verzeichnet, die von einer seltenen Flucht in sichere Anlagen profitierten: nach den Erfahrungen der Kreditkrise werden die Schwellenmärkte jetzt als die dynamischste Region eingeschätzt, die im Falle einer Krise über die besten Fundamentaldaten verfügt. Wir setzen weiterhin auf die Schwellenmärkte und ziehen sie Europa und der Pazifikregion vor, während wir die USA neutral einschätzen.

ERTRÄGE UND BEWERTUNGSZAHLEN NACH REGIONEN (MSCI AC WORLD)

	ERTRAGSWACHSTUM (%)			ST.ABW. SCHÄTZUNGEN (%)			ERTR. KORR.-INDEX		KGV AUF 12M ZL
	GJ1	GJ2	12M	AKT.10-J-DURCHSCHN.	3M	1M	AKT.10-J-DURCHSCHN.		
NORDAMERIKA	16,0	13,9	15,1	6,7	5,3	20,2	5,2	13,3	15,5
EUROPA	13,9	12,6	13,2	15,0	12,6	-2,1	-12,5	10,5	13,6
PAZIFIKREGION	14,1	13,6	13,5	1,0	1,6	13,2	-9,2	12,3	17,2
SCHWELLENMÄRKTE	16,1	13,6	15,2	14,3	9,6	-3,1	-1,3	10,8	10,8
AC WORLD	15,2	13,4	14,4	2,6	2,0	8,2	-3,3	12,0	14,7

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

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
ENERGIE (12 %)	-0,3 %	4,7 %	24,7 %	17,1 %	16,2 %	22,2 %
GRUNDSTOFFE (9 %)	0,7 %	-3,0 %	14,0 %	12,9 %	13,4 %	40,4 %
INDUSTRIE (11 %)	-0,6 %	-3,3 %	11,8 %	12,1 %	9,6 %	4,5 %
NICHT-BASISKONSUMGÜTER (10 %)	-3,1 %	-7,2 %	8,4 %	11,2 %	27,0 %	0,8 %
BASISKONSUMGÜTER (9 %)	0,1 %	-5,4 %	3,1 %	5,7 %	26,3 %	33,9 %
GESUNDHEITSWESEN (8 %)	-1,6 %	-4,4 %	5,1 %	0,6 %	21,8 %	0,0 %
FINANZTITEL (21 %)	-1,3 %	-4,3 %	5,2 %	-0,3 %	-14,4 %	-33,2 %
IT (11 %)	-5,1 %	-9,0 %	8,8 %	1,3 %	22,5 %	0,1 %
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE (5 %)	1,5 %	-3,0 %	4,8 %	14,4 %	12,9 %	25,7 %

VERSORGER (4 %)	-3,9 %	-6,7 %	-0,6 %	-2,1 %	-7,2 %	6,8 %
AC WORLD (100 %)	-1,4 %	-4,1 %	9,1 %	6,6 %	9,9 %	0,5 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Die Performance der einzelnen Sektoren wurde auch von dem Erdbeben und den arabischen Unruhen beeinflusst. Der Sektor der Versorgungsunternehmen war aufgrund seiner engen Verbindung mit und Abhängigkeit von der Atomenergie der offensichtliche Verlierer. Ein logischer Gewinner war der Energiebereich, obwohl seine überdurchschnittliche Performance im Dreimonatsvergleich deutlicher wird, als wenn man nur den letzten Monat betrachtet. Abgesehen von diesen spezifischen Ausreißern, scheint der generelle Trend zu sein, dass das überdurchschnittliche Abschneiden der zyklischen Sektoren schneller als aufgrund von saisonabhängigen Mustern zu erwarten zu einem Ende gekommen ist. Insbesondere IT hat in den letzten Monaten eine anhaltend unterdurchschnittliche Performance verzeichnet, während der defensive Telekommunikationssektor beständig gute Ergebnis erzielt hat. Wir schätzen Telekommunikation, Industrietitel und Nicht-Basiskonsumgüter weiterhin positiv ein, ziehen jedoch eine Verringerung unseres zyklischen Engagements in Erwägung. Gegenüber Finanztiteln und Versorgern bleiben wir weiterhin weniger positiv.

ERTRÄGE UND BEWERTUNGSZAHLEN NACH SEKTOREN (MSCI AC WORLD)

	ERTRAGSWACHSTUM (%)			ST.ABW. SCHÄTZUNGEN (%)		ERTR. KORR.-INDEX			KGV AUF 12M ZL
	GJ1	GJ2	12M	AKT.10-J-DURCHSCHN.	3M	1M	AKT.10-J-DURCHSCHN.		
ENERGIE	18,3	12,2	15,9	3,4	2,5	16,2	17,4	11,4	12,2
GRUNDSTOFFE	37,3	13,7	25,9	4,1	2,5	5,4	4,6	11,1	13,2
INDUSTRIE	15,9	15,6	16,2	1,0	0,7	19,0	-2,9	13,2	15,6
NICHT-BASISKONSUMGÜTER	15,0	17,5	15,8	0,9	0,7	16,2	-18,0	13,3	17,0
BASISKONSUMGÜTER	8,9	11,3	10,2	0,4	0,3	-8,1	-11,7	14,1	16,3
GESUNDHEITSWESEN	4,1	6,4	5,1	0,4	0,3	1,4	-6,2	11,5	16,5
FINANZTITEL	17,1	17,4	16,8	0,9	0,9	3,2	2,5	10,8	12,0
IT	14,2	12,9	13,2	0,6	0,4	17,0	-14,1	12,6	20,5
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE	7,0	8,3	7,5	0,5	0,5	-27,5	-16,7	12,0	20,0
VERSORGER	1,3	6,4	3,4	0,9	0,7	-8,0	-9,4	12,3	13,4
AC WORLD	15,2	13,4	14,4	2,6	2,0	8,2	-3,3	12,0	14,7

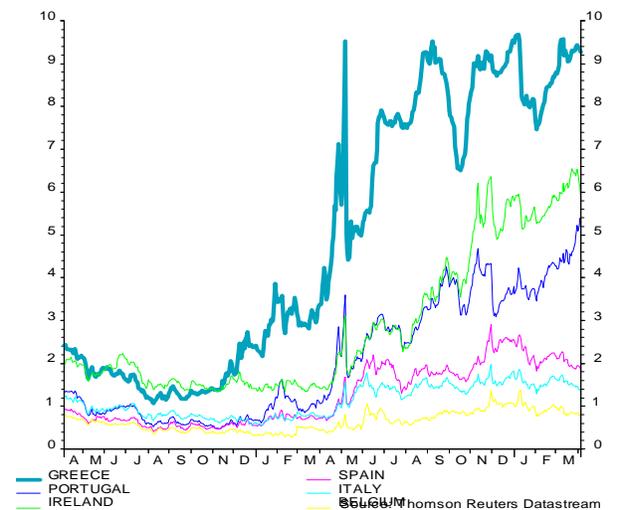
DER ERTRAGSKORREKTURINDEX WIRD AUS DER DIFFERENZ ZWISCHEN DER ANZAHL DER ERTRAGSKORREKTUREN NACH OBEN UND NACH UNTEN IM VERHÄLTNIS ZUR ANZAHL DER GESAMTKORREKTUREN BERECHNET.

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Spezialthema: die nicht enden wollende europäische Schuldenkrise

Die Bemühungen der führenden europäischen Politiker, die Staatsschuldenkrise der Region mit einem großen Übereinkommen, das alle anstehenden Themen behandelt, zu beenden, sind gescheitert. Derzeit hat Portugal um finanzielle Unterstützung der EU gebeten und wartet währenddessen auf den Ausgang der Wahlen im Juni. Die erste Aufgabe der neuen Regierung wird es sein, ein Bailout mit dem IWF und der European Financial Stability Facility (EFSF) zu verhandeln. Gleichzeitig wird es immer deutlicher, dass Griechenland und Irland, und vermutlich auch Portugal, eine Umstrukturierung ihrer Staatsschulden in den kommenden Jahren nicht vermeiden können. Das ist notwendig, weil der derzeitige Einkommenstransfer an ausländische Kreditgeber unter den derzeitigen Bedingungen politisch unhaltbar wird. In der Zwischenzeit behindern finanzpolitische Sparmaßnahmen das Wachstum und die erste Zinserhöhung der EZB hat ungünstig zu dem Druck beigetragen.

Ausgewählte europäische Renditespreads im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen



Was waren die Hauptelemente des Übereinkommens des Europäischen Rates im März? Zunächst wurde das effektive Limit zur Kreditvergabe des provisorischen EFSF von 250 Milliarden EUR auf die ursprünglich vorgesehenen 440 Milliarden EUR erhöht. Ein dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM) wurde als Nachfolge der EFSF, die am 30. Juni 2013 ausläuft, ins Leben gerufen. Das bestehende Stabilitäts- und Wachstumsabkommen wurde verschärft: eine größere Anzahl Sanktionen sollen fortan schneller verhängt werden. Schließlich wurde ein ziemlich vages Abkommen in Bezug auf den Euro ausgehandelt, dass zu einer größeren Harmonisierung von Steuern, Arbeitsmarktpolitik und Rentensystemen führen soll. Prinzipiell ist eine Stärkung der Angebotsseite in der Eurozone von Vorteil, aber diese unverbindlichen Reformen werden sich nur langfristig auswirken.

Der ESM wird auch Kredite zur Verfügung stellen. Obwohl es Strafzinsen geben wird, werden diese Kredite einen bevorzugten Gläubigerstatus haben, was bedeutet, dass nur ein IWF-Kredit günstiger sein wird. Isoliert betrachtet wird das wahrscheinlich die Risikoprämien für Staatsanleihen, die vermutlich Hilfe vom ESM benötigen werden, in Zukunft in die Höhe treiben. Darüber hinaus wird von der Europäischen Kommission und dem IWF in Zusammenarbeit mit der EZB eine rigorose Schuldenanalyse durchgeführt, bevor der ESM Unterstützung gewährt. Das ermöglicht eine sofortige Umstrukturierung der Schulden, falls ein Land für zahlungsunfähig befunden wird.

Der Markt vermutet, dass die verantwortlichen Politiker der EU eine unvermeidliche Umstrukturierung der EU-Staatsschulden effektiv auf die zweite Jahreshälfte 2013 verschieben wollen. Bis dahin werden Griechenland und Irland vermutlich für zahlungsunfähig erklärt werden, wobei die kürzliche irische Weigerung, alte Bankschulden zu restrukturieren, sich nicht günstig ausgewirkt hat. Dieses Schicksal scheint auch für Portugal wahrscheinlich. Die EU versucht Zeit zu gewinnen, wahrscheinlich um den Banken zu ermöglichen, sich auf den Abrechnungstag vorzubereiten. Aber es ist unwahrscheinlich, dass der EU dieser Spielraum erlaubt wird. Ein wachsender Konsens, dass eine Restrukturierung unvermeidlich ist, erschwert es den betroffenen Ländern, weiterzumachen und ihren Bevölkerungen weitere harte Maßnahmen zuzumuten.

Zwischenzeitlich gibt es einige langfristige Bedenken. Diese betreffen die von den europäischen Politikern begründete Struktur. Den Triple-A-Ratings der EFSF und des ESM wird eine große Bedeutung zugemessen. Aber was passiert, wenn eines der Kernländer, zum Beispiel Frankreich, das es nicht besonders eilig hat, sein Staatsdefizit abzubauen, eine Abstufung erfährt? Außerdem wächst in einigen Ländern die Ablehnung von EU-Bailouts; doch für den Abschluss der großen Übereinkunft ist Einstimmigkeit erforderlich. Ist eine einstimmige Unterzeichnung realistisch, selbst jetzt, nachdem elementare Finanzierungsentscheidungen wegen der bevorstehenden Wahlen verschoben worden sind? Der ESM ist in der

Lage, mit den Problemen der kleineren Peripherieländer zurechtzukommen. Der Rentenmarkt schätzt Italien und Spanien derzeit anders ein als Griechenland und Portugal. Aber das könnte sich ändern, zum Beispiel wenn das Wachstum weiterhin enttäuschend ausfällt. Das würde die Verhältnisse erneut verändern. Das Risiko der Staatsschulden wird so schnell nicht verschwinden.

Redaktionsschluss für Text und Tabellen: 07. April 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.