

## Lustloser Aktienmarkt bei stockendem Aufschwung

*Léon Cornelissen*

*Lukas Daalder*

*Ronald Doeswijk*

*financialmarketsresearch@robeco.com*



### Highlights

- Das globale Wirtschaftswachstum scheint an Fahrt zu verlieren. Einige der wichtigsten Schwellenmärkte haben auf die Inflation reagiert und ihre Zentralbanken haben Sparmaßnahmen eingeleitet, die die Erwartungen übertreffen.
- Man sollte in den kommenden Monaten nicht zu sehr auf Aktien setzen, obwohl wir der Meinung sind, dass Risikoprämien über einen Zeitraum von 12 Monaten positiv ausfallen werden. Der Unterschied bei den Ertragskorrekturen zwischen zyklischen Sektoren und ihren eher defensiven Gegenstücken wird geringer. Das ist ein weiterer Indikator dafür, dass positive Überraschungen im Verlauf dieses Wirtschaftszyklus immer unwahrscheinlicher werden.
- Die Veränderung der Risikobereitschaft bei den Aktionären hat sich auch auf den Immobilienbereich ausgewirkt. Wie bei den Aktien ist eine Seitwärtsbewegung des Handels wahrscheinlich.
- Die Unternehmensanleihen sind vom Rückgang der Wirtschaft nicht betroffen. Wir glauben, dass es noch weiteren Spielraum für ein Anziehen der Spreads gibt, wenn man die geringen Ausfallquoten und die Verbesserung der Kreditqualität berücksichtigt.
- Die Aussichten für die Rohstoffpreise bleiben langfristig gut. Kurzfristig werden die Aussichten jedoch vom Nachlassen der sozialen Unruhen im Nahen Osten beeinflusst. Außerdem werden die Produktionslevels vermutlich auch von ihrem historischen Hoch zurückgehen, was weiteren Druck auf die Preise ausüben könnte.
- Im Aktienbereich ziehen wir Nordamerika und die Schwellenmärkte Europa vor. Die Ertragskorrekturen in beiden Regionen fallen besser aus. Darüber hinaus sind die Konsumenten in den USA endlich wieder aktiv und die Exporte werden von der Schwäche des Dollars profitieren. Auf den Schwellenmärkten sind die Inflationsrisiken in den Griff zu bekommen, nachdem Sparmaßnahmen eingeleitet wurden und die Lebensmittelpreise zurückgehen, und solange die Staatsfinanzen gesund bleiben.

- Wir haben eine leichte Präferenz für zyklische und defensive Sektoren im Vergleich zum Finanzbereich. Seit geraumer Zeit sind die Ertragsentwicklungen im zyklischen Bereich robuster ausgefallen als in anderen Sektoren. Jetzt sind die Ertragswachstumsraten und die Ertragskorrekturen konvergiert. Der Finanzbereich wäre bei einer möglichen Restrukturierung der Schulden in der Eurozone am ehesten gefährdet.

## Zusammenfassung

Das globale Wirtschaftswachstum scheint an Fahrt zu verlieren. Einige der wichtigsten Schwellenmärkte haben auf die Inflation reagiert und ihre Zentralbanken haben Sparmaßnahmen eingeleitet, die die Erwartungen übertreffen. Man sollte in den kommenden Monaten nicht zu sehr auf Aktien setzen, obwohl wir der Meinung sind, dass Risikoprämien über einen Zeitraum von 12 Monaten positiv ausfallen werden. Die Aussichten für die Rohstoffpreise bleiben langfristig gut. Kurzfristig werden die Aussichten jedoch vom Nachlassen der sozialen Unruhen im Nahen Osten beeinflusst. Außerdem werden die Produktionslevels vermutlich auch von ihrem historischen Hoch zurückgehen, was weiteren Druck auf die Preise ausüben könnte.

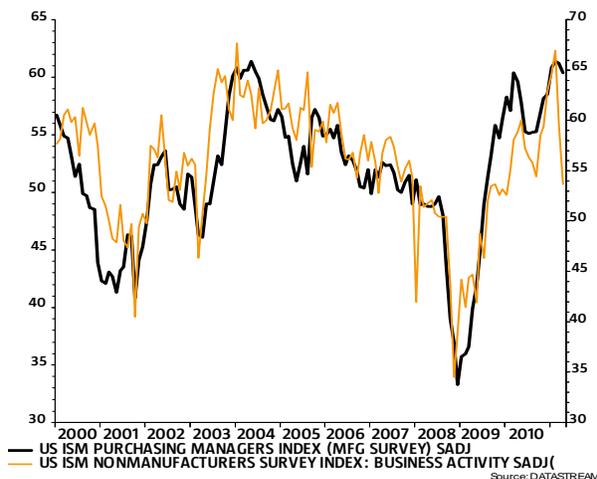
## Makroökonomischer Ausblick

Das globale Wirtschaftswachstum scheint an Fahrt zu verlieren. China, die Eurozone, Japan und das Vereinigte Königreich tragen alle als Bremsklötze dazu bei, wenn auch aus verschiedenen Gründen. Trotz des schwächer werdenden Dollars scheint das Wachstum in den USA nachzulassen, ungeachtet eines starken ISM-Einkaufsmanagerindex. Der ISM-Index für das nichtverarbeitende Gewerbe ist abgestürzt, was wahrscheinlich auf die finanzpolitischen Sparmaßnahmen der Regierung zurückzuführen ist. Einige der wichtigsten Schwellenmärkte haben auf die Inflation reagiert und ihre Zentralbanken haben Sparmaßnahmen eingeleitet, die die Erwartungen übertreffen.

### Nordamerika

Die US-Wirtschaft ließ im 1. Quartal etwas nach und das BIP wuchs um 1,8 % auf Jahresbasis. Im 4. Quartal 2010 waren es noch 3,1 % und allgemein waren 2,0 % erwartet worden. Weder die Geschwindigkeit des Rückgangs noch die Probleme einzelner Komponenten sind jedoch besonders bedenklich. Extremes Winterwetter hatte einen großen Einfluss, und eine Analyse der einzelnen Komponenten zeigt, dass der Hauptgrund der Rückgang der Regierungsausgaben um 5,2 % war, was das Gesamtwachstum um ein ganzes Prozent reduzierte. Die Ausgaben der Verbraucher (+2,7 %) und die Bruttoinvestitionsausgaben (+8,5 %) blieben rege, aber letzteres beruhte vor allem darauf, dass die Bestände nach dem starken Rückgang im 4. Quartal aufgestockt wurden. Insgesamt lassen diese Zahlen darauf schließen, dass die US-Wirtschaft sich trotz des Anstiegs der energieabhängigen Preise gut gehalten hat.

ISM-EINKAUFSMANAGERINDEX UND ISM-INDEX FÜR DAS NICHTVERARBEITENDE GEWERBE



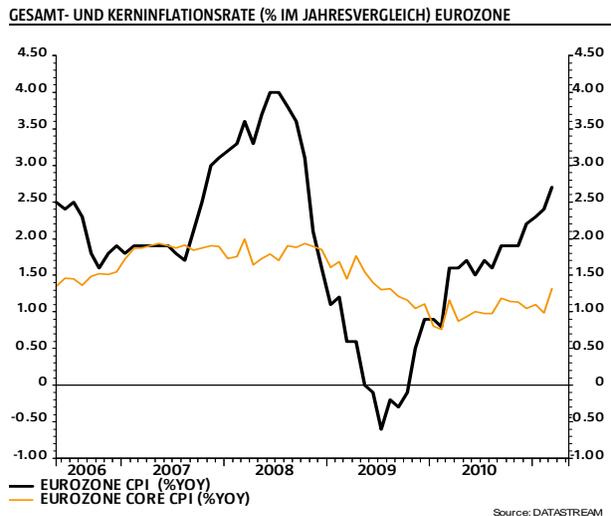
S&P überraschte die Märkte mit einer deutlichen Warnung an die US-Regierung, indem es eine negative Einschätzung für das langfristige Kreditrating des Landes abgab. Unsicherheit über die zukünftige Budgetpolitik und Schulden veranlasste die Ratingagentur zu diesem Schritt. S&P ist der Meinung, dass die Chancen, dass die USA ihre derzeitige AAA-Einstufung in den nächsten zwei Jahren verlieren, jetzt 1:3 stehen. Es scheint unwahrscheinlich, dass S&P oder auch eine der anderen Ratingagenturen die USA wirklich eines Tages abwerten wird. Aber selbst wenn es dazu kommen sollte, wären die direkten Auswirkungen vermutlich begrenzt. Solange der Dollar die wichtigste Leitwährung der Welt bleibt, wird die Nachfrage nach US-Staatsanleihen bestehen bleiben und der US-Regierung weitere Kreditaufnahmen ermöglichen. Eine derzeit sehr unwahrscheinliche radikale Veränderung der chinesischen Yuan-Politik wäre notwendig, um diese Situation zu verändern.

### Europa

Das BIP im Vereinigten Königreich betrug im 1. Quartal 2011 enttäuschende 0,5 % und hat sich kaum erholt von dem schneebedingten Rückgang im 4. Quartal 2010. Der PMI-Index für den Dienstleistungssektor fiel von 57,1 im März auf 54,3 im April, was auf einen erwarteten Rückgang des Wachstums aufgrund der staatlichen Einsparungsmaßnahmen hinweist. Der Wert

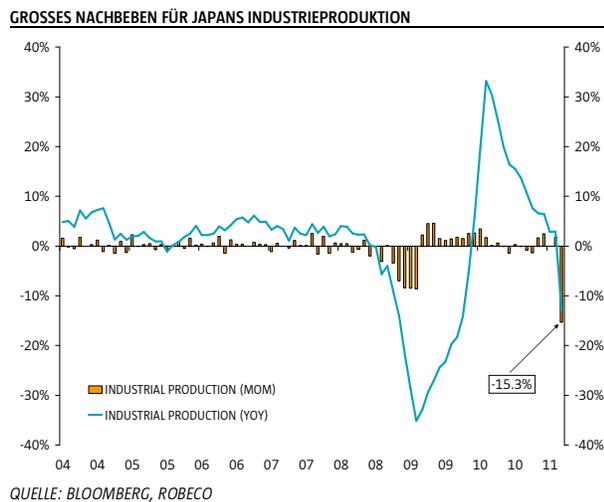
über 50 deutet zwar auf anhaltendes Wachstum hin, aber der allgemeine Eindruck ist schwach. Gleichwohl stieg eine Bewertung der Erzeugerpreise auf das höchste Niveau seit zwei Jahren. Die harmonisierten Inflationszahlen in der EU gingen im März von 4,4 % auf 4,0 % zurück, was eine Erleichterung für die Bank of England darstellt und es ihr ermöglicht, noch etwas länger auf dem aktuellen Zinsniveau zu verharren.

Die Wirtschaft in den Kernländern der Eurozone zieht weiterhin an, obwohl es nur eine Frage der Zeit ist, bis sich die Konsequenzen der finanziellen Einsparungen und die damit verbundene Stärke des Euro bemerkbar machen werden. In Deutschland, den Niederlanden und Frankreich ist der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im April angestiegen. Der Wachstumsunterschied innerhalb der Eurozone zeigt auch keine Anzeichen der Verringerung. Griechenlands PMI lag unter 50, und der für Spanien fiel fast auf 50 ab. Portugal hat mit dem IWF und der EU eine Übereinkunft über ein Rettungspaket getroffen, das über drei Jahre läuft. Es ist das dritte Land, das gerettet werden muss. Alle Finanzminister der Eurozone müssen dem Paket bei einer anonymen Abstimmung Mitte Mai zustimmen. Die EU wird ihren endgültigen Krisenmanagementmechanismus (den ESM als Nachfolger des temporären EFSF) voraussichtlich bis Ende Juni fertig entwickelt haben. Doch innerhalb der Eurozone wächst die Unlust auf Rettungsaktionen. Gleichzeitig werden Spaniens Bemühungen, sich von den anderen Peripherieländern abzugrenzen, durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB behindert. Wegen der sich verschlechternden Inflationsanzeichen hat die Zentralbank der Eurozone die Zinsen im April zum ersten Mal seit drei Jahren angehoben. Die EZB deutete Anfang Mai an, dass sie es mit weiteren Zinserhöhungen jedoch nicht eilig hat.



### Pazifikregion

Die Veröffentlichung der Wirtschaftsdaten für den Monat, in dem ein großes Erdbeben stattfand, sind oft ein Nachbeben einer solchen Naturkatastrophe. In Japan waren die Auswirkungen sogar gravierender als befürchtet. Im März ging die Industrieproduktion im Vergleich zum Februar um mehr als 15 % zurück und lag damit deutlich über dem allgemein erwarteten Rückgang von 10,6 %. Nach ersten Trendmeldungen ist es wahrscheinlich, dass diesem Rekordrückgang in den kommenden Monaten eine Erholung folgt, aber die erwarteten Wachstumsraten für April (+3,9 %) und Mai (+2,7 %) werden nicht ausreichen, um den Rückgang vom März zu kompensieren. Gleichzeitig gingen die Gesamtausgaben der Haushalte (ein konstant schwankungsanfälliger Posten) um 8,5 % im Jahresvergleich zurück, verglichen mit 0,2 % im Vormonat. Es bleibt abzuwarten, ob das BIP für das 1. Quartal negativ ausfällt, aber das ist lediglich eine Rechenübung, denn im 2. Quartal wird es mit Sicherheit ein großes negatives BIP-Wachstum geben. Allgemein wird danach eine Markterholung erwartet, und zwar eine kräftige, da die Erneuerung der Infrastruktur die Produktion fördern wird. Die OECD zum Beispiel hat die Wachstumserwartungen für 2011 halbiert (von 1,7 % auf 0,8 %), aber die Schätzungen für 2012 ungefähr im gleichen Umfang erhöht (von 1,2 % auf 2,3 %). Das wäre eine klassische Erholung mit V-Verlauf nach einer Naturkatastrophe. Wir möchten jedoch erneut betonen, dass einige Risiken für die Verwirklichung dieses Szenarios bestehen. Die Atomkraftanlage in Fukushima ist eine



Unsicherheit, aber das größte Fragezeichen ist die Finanzierung des Wiederaufschwungs. Bislang hat die japanische Regierung ein Sonderbudget von 4 Billionen JPY angekündigt, aber in Anbetracht der geschätzten direkten Kosten in Höhe von 16 bis 25 Billionen JPY (Schätzungen der Regierung) kann das nur als ein erster Schritt angesehen werden. Mit Schulden, die über 200 % des BIP betragen, und einem primären Haushaltsdefizit, das aufgrund von Schätzungen in 2011 7 % erreichen wird, ist es keine Überraschung, dass S&P eine erneute Warnung in Bezug auf die Einstufung der japanischen Kreditfähigkeit ausgesprochen hat. Darüber hinaus lassen Statements der Bank of Japan darauf schließen, dass die spontane Reaktion der japanischen Verbraucher war, ihre Ausgaben weiter einzuschränken, weshalb eine Rückkehr der Deflation unvermeidlich scheint. Insgesamt bleiben wir sehr vorsichtig mit unserer Einschätzung für die mittelfristigen Aussichten der japanischen Wirtschaft.

### Schwellenmärkte

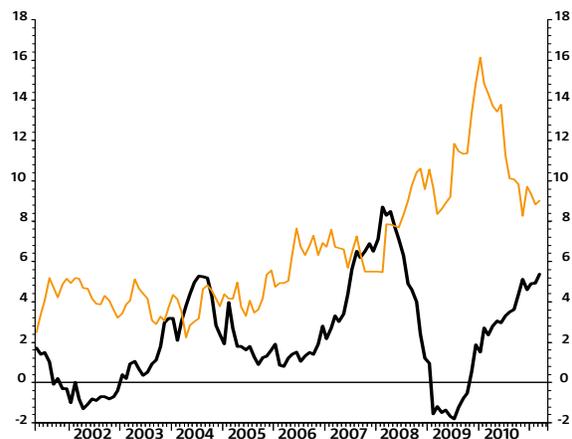
Die vorsichtigen Sparmaßnahmen, die von der chinesischen Regierung implementiert wurden, waren erfolgreich und haben zu einer gewissen Abkühlung der Wirtschaft geführt. Der PMI-Index fiel im April von 53,4 auf 52,9. Die Inflation bleibt problematisch und erreichte im März 5,4 % im Jahresvergleich. Die chinesische Führung hat eine geringe Aufwertung des Yuan im Vergleich zum US-Dollar zugelassen. Das geschah jedoch, weil der US-Dollar auf breiter Front schwach ist. Nichtsdestotrotz sieht die chinesische Zentralbank die Eindämmung der Inflation als ihre Priorität.

Mit einer Anfang Mai erfolgten Anhebung der Zinssätze um unerwartet hohe 50 Basispunkte hat die indische Notenbank gezeigt, dass sie beginnt, die Inflationsrisiken ernster zu nehmen. Unterdessen stieg der PMI-Index für den Dienstleistungssektor weiterhin an, von 58,8 im März auf 59,2 im April. In den kommenden Monaten besteht weiterer Spielraum für finanzielle Einsparungen, da erwartet wird, dass die Inflation (gemessen an dem Benchmark-Großhandelspreisindex) sich weiterhin zwischen 8,0 % und 9,0 % im Vergleich zum Vorjahr bewegt.

Die brasilianische Inflation stieg im April auf 6,4 % im Jahresvergleich. Im April hob die Zentralbank die Zinsen um 25 Basispunkte an, nachdem sie schon im Januar und März um jeweils 50 Basispunkte angehoben hatte. Mit einem Wirtschaftswachstum, das deutlich über 4,0 % liegen wird, sind weitere finanzielle Einsparungen in diesem Jahr unvermeidlich.

Die russische Zentralbank scheint die Inflation auch ernster zu nehmen und hat die Zinsen unerwartet zum zweiten Mal in diesem Jahr angehoben. Die Inflation betrug im April 9,6 %, obwohl der Rubel in diesem Jahr bereits 12 % im Vergleich zum Dollar ansteigen durfte.

CHINESISCHER VPI (% IM JAHRESVERGLEICH) UND INDISCHER BENCHMARK-GPI (% IM JAHRESVERGLEICH)



### BIP-WACHSTUM NACH REGIONEN (%)

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

\* GIBT AN, OB WIR EIN HÖHERES (+), GLEICHES (=) ODER NIEDRIGERES (-) WACHSTUM ERWARTEN ALS NACH DER AKTUELLEN UMFRAGE FÜR 2011

QUELLE: WIRTSCHAFTSUMFRAGE VON ROBECO

### VERBRAUCHERPREISINDEX (VPI) NACH REGIONEN (%)

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

\* GIBT AN, OB WIR EINEN HÖHEREN (+), GLEICHEN (=) ODER NIEDRIGEREN (-) VERBRAUCHERPREISINDEX ERWARTEN ALS NACH DER AKTUELLEN UMFRAGE FÜR 2011

QUELLE: WIRTSCHAFTSUMFRAGE VON ROBECO

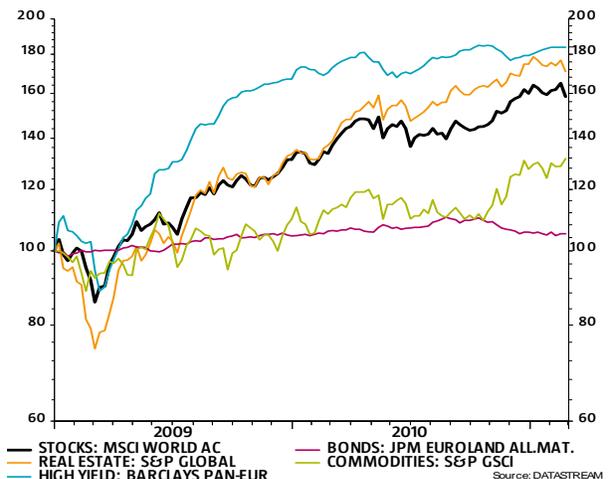
## Ausblick für die Finanzmärkte

### Anlagemix

#### Rückblick auf den letzten Monat

Risikante Anlageklassen haben an Fahrt verloren, insbesondere in Euro gemessen. Trotz respektabler makroökonomischer Daten und anhaltend starker Ertragszahlen stagnieren die Aktien. In Euro gerechnet, gingen sie während des letzten Monats um 2,7 % zurück (in Dollar gerechnet, stiegen sie aufgrund der Schwäche der US-Währung um 1,4 %). Immobilien und Rohstoffe gingen ebenfalls um 1,0 % bzw. 5,3 % zurück. Rohstoffpreise wurden nach einem Boom wieder korrigiert, aber das Sechsmonats-Ergebnis beträgt immer noch ansehnliche 13,4 %. High-Yield- und Investment-Grade-Spreads blieben während der vergangenen Monate relativ stabil, so dass die Investoren von dem Zinsspread profitieren konnten. Der Dollar ist überraschend schwach geblieben. Vor einem Monat betrug der Wechselkurs 1,42 USD pro Euro, jetzt liegt der USD bei 1,49. Die ungesicherten Anlageklassen der Investoren in der Eurozone profitieren, aber der Wettbewerbsvorteil der Unternehmen der Region geht verloren.

PERFORMANCE DER ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)



PERFORMANCE NACH ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)

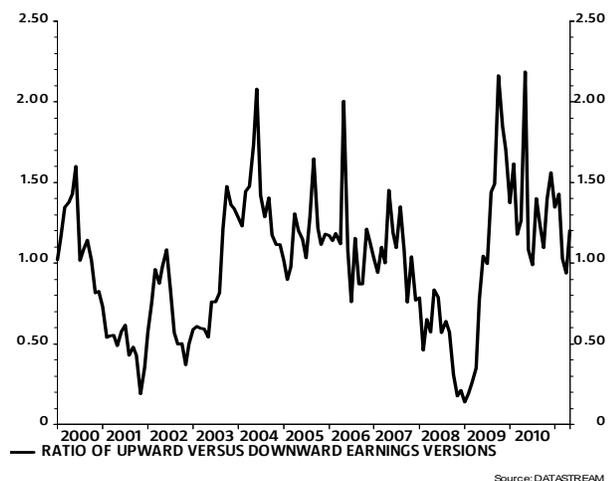
	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
AKTIEN (MSCI AC WORLD)	-2,7 %	-5,4 %	4,1 %	5,3 %	1,8 %	-0,5 %
IMMOBILIEN (S&P GLOBAL REITS)	-1,0 %	-4,7 %	1,3 %	7,2 %	-3,6 %	-8,1 %
HOCHZINSANLEIHEN (BARCLAYS PAN-EUR)	0,9 %	0,7 %	0,2 %	3,3 %	11,5 %	-4,1 %
ANLEIHEN (JPM EUROLAND ALL.MAT.)	-0,1 %	-0,9 %	-4,2 %	-1,6 %	12,6 %	19,5 %
ROHSTOFFE (S&P GSCI)	-5,3 %	0,3 %	13,4 %	8,1 %	-36,1 %	-31,2 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

#### Aktien

Man sollte in den kommenden Monaten nicht zu sehr auf Aktien setzen, obwohl wir der Meinung sind, dass Risikoprämien über einen Zeitraum von 12 Monaten positiv ausfallen werden. Die Erträge im 1. Quartal waren wieder einmal gut, da die meisten Unternehmen ihre allgemeinen Ertragseinschätzungen übertroffen haben. Aber die Erwartungen der Analysten sind immer schwerer zu übertreffen. Obwohl das Verhältnis der Aufwärts- und Abwärts-ertragskorrekturen noch über 1 liegt, geht das Verhältnis jetzt seit der zweiten Jahreshälfte 2009 zurück (siehe Grafik rechts). Gleichzeitig wird der deutliche Unterschied bei den Ertragskorrekturen zwischen zyklischen Sektoren und ihren eher defensiven Gegenstücken geringer. Das ist ein weiterer Indikator dafür, dass positive Überraschungen im Verlauf dieses Wirtschaftszyklus immer unwahrscheinlicher werden.

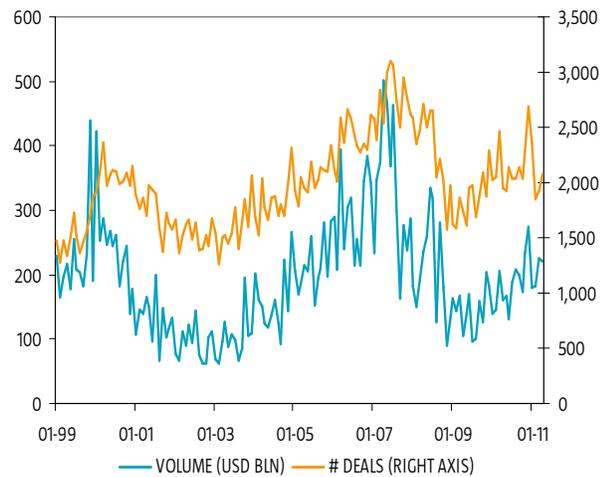
VERGLEICH DER AUFWÄRTS- UND ABWÄRTSERTRAGSKORREKTUREN





Positiv betrachtet, befindet sich die Wirtschaft immer noch im Aufschwung nach einer starken Rezession. Dieser Aufschwung verläuft alles andere als steil, wenn man den ersten Umfang der Rezession bedenkt, und ein Anhalten dieses un stetigen Verlaufs ist wahrscheinlich, bei einem akzeptablen globalen Wirtschaftswachstum etwa zwischen 3,0-3,5 %. Der Markt für Übernahmen und Fusionen erholt sich nun auch deutlich, was ein wachsendes langfristiges Vertrauen auf Seiten der Unternehmen signalisiert. Dieser Faktor stützt die Aktienmärkte. Die Bewertung ist neutral, mit einem voraussichtlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,3x. In der Vergangenheit haben die Aktien Probleme gehabt, sich im Zeitraum von Mai bis Oktober positiv zu entwickeln. In diesem Jahr würde eine derartige Sommerflaute unsere Einschätzung bestätigen, dass die makroökonomische Lage so gut wie unter den derzeitigen Umständen möglich ist, wenn man bedenkt, dass die Schuldenkrise der Eurozone weiterhin ungelöst bleibt.

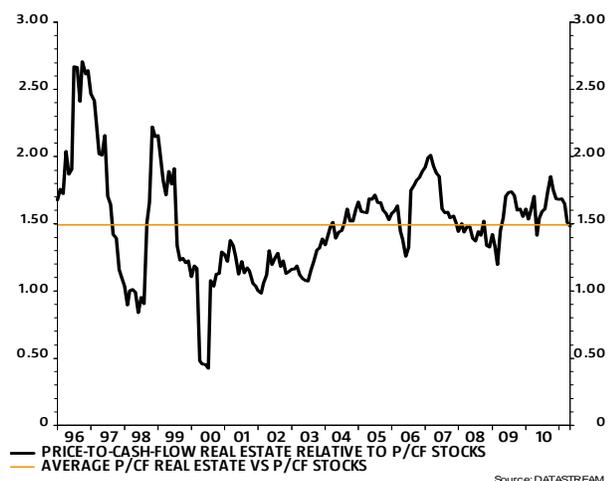
GLOBALER MARKT FÜR ÜBERNAHMEN UND FUSIONEN



### Immobilien

Die Veränderung der Risikobereitschaft bei den Aktionären hat sich auch auf den Immobilienbereich ausgewirkt. Wie bei den Aktien ist eine Seitwärtsbewegung des Handels wahrscheinlich. Die Analysten erwarten in diesem und im nächsten Jahr ein Ertragswachstum von etwa 9 %. Insgesamt haben sie ihre Ertragseinschätzungen in den vergangenen drei Monaten kaum verändert. Immobilien sind von dem Anstieg der Ölpreise kaum ernsthaft betroffen und profitieren weiterhin von dem Niedrigzinsniveau, da die Sensibilität gegenüber Zinssätzen höher ist als bei Aktien. Aber in Bezug auf eine Einschätzung besteht kein Unterschied zu den Aktien. Das Kurs-Cashflow-Verhältnis für Immobilien im Vergleich zu Aktien beträgt 1,5x, was genau dem historischen Durchschnitt entspricht. Zu beachten ist schließlich, dass das Saisonmuster der Performance des Immobilienbereichs dem der Aktien entspricht.

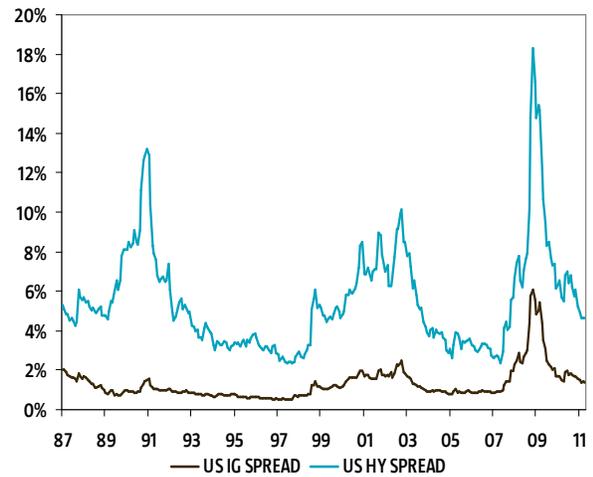
KURS-CASHFLOW-VERHÄLTNIS FÜR IMMOBILIEN IM VERGLEICH ZU AKTIEN



### Unternehmensanleihen

Wir schätzen die Unternehmensanleihen weiterhin positiv ein. Die Spreads haben sich in den vergangenen drei Monaten nicht wesentlich verändert, aber das bedeutet, dass die Investoren mit einer Risikoprämie belohnt worden sind. Die Unternehmensanleihen sind vom Rückgang der Wirtschaft nicht betroffen. Wir glauben, dass es noch weiteren Spielraum für ein Anziehen der Spreads gibt, wenn man die geringen Ausfallquoten und die Verbesserung der Kreditqualität berücksichtigt. Zum Beispiel sind die Spreads für Hochzinsanleihen in den USA unter ihren historischen Durchschnitt und die Medianwerte gefallen, aber sie befinden sich immer noch im fünften Dezil der Zinssatzspreads seit 1987. Das Hauptrisiko für Unternehmensanleihen ist ein Aufflackern der europäischen Schuldenkrise. Das könnte im Falle einer plötzlichen Schuldenumstrukturierung passieren.

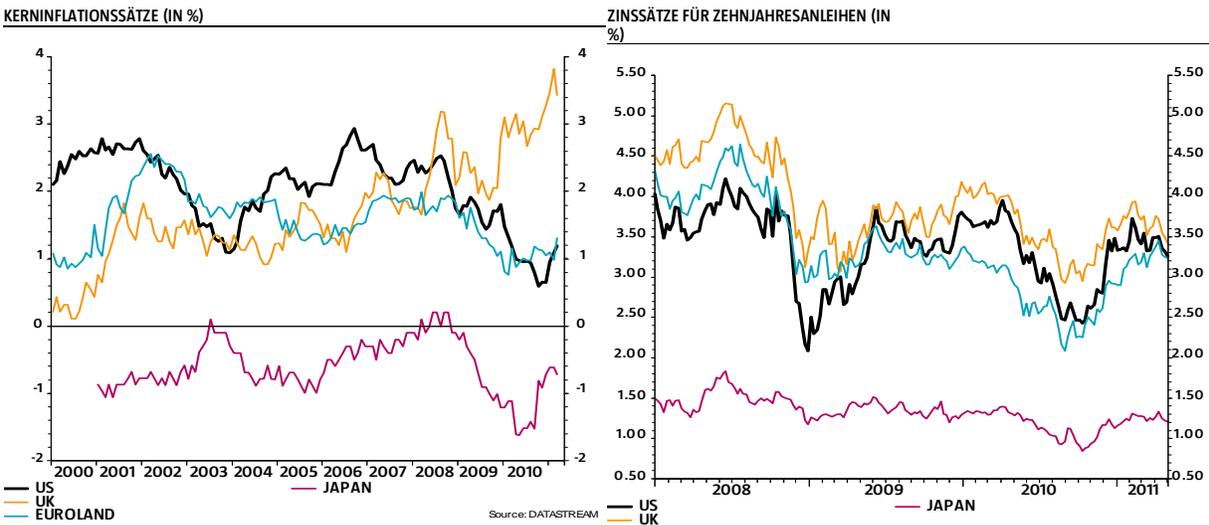
SPREADS FÜR INVESTMENT-GRADE-ANLEIHEN UND HOCHZINSANLEIHEN DER USA



QUELLE: BARCLAYS, ROBECO

### Staatsanleihen

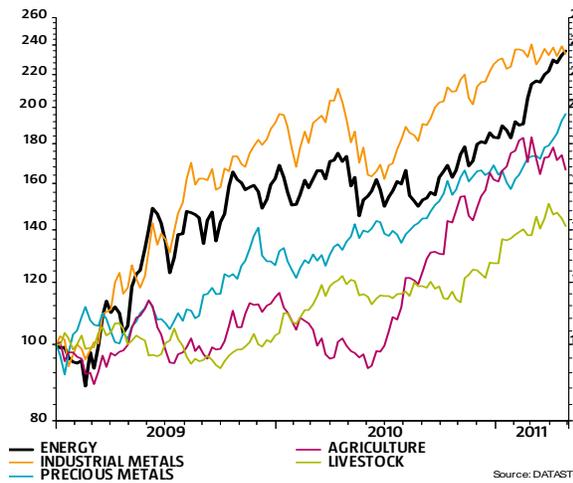
Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass Staatsanleihen unattraktiv sind, da die Unternehmensanleihen wahrscheinlich weiterhin besser abschneiden werden. Mittelfristig gehen die Inflationsrisiken deutlich nach oben, nachdem die Rohstoffpreise in den letzten sechs Monaten deutlich angestiegen sind und die lockere Geldpolitik noch eine Zeit lang anhalten sollte. Die US-amerikanische Notenbank hat es nicht eilig, die Zinsen in diesem Jahr anzuheben, während abzuwarten bleibt, ob die EZB ihre aggressive Haltung gegenüber der Inflation in Anbetracht der Schwierigkeiten in den Peripherieländern der Eurozone beibehalten kann. Wir glauben nicht, dass der Markt schon bald auf dem Weg zu einer langfristigen Zinsanhebung ist. Die Kerninflationsraten sind in allen wesentlichen Wirtschaftsregionen nach oben gegangen, aber bei den generell schwachen Arbeitsmärkten gehen wir davon aus, dass es noch eine Zeit lang dauern wird, bis die Kerninflation richtig ansteigt.



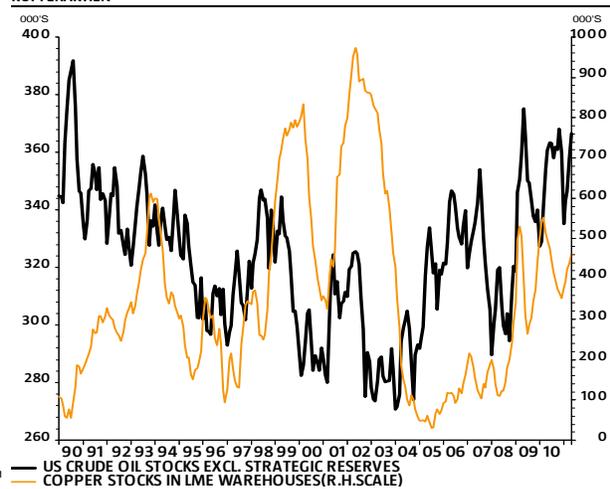
### Rohstoffe

Im Rohstoffbereich konnten die Preise für Agrarprodukte und Viehbestände etwas korrigiert werden, was für die Inflationsrisiken der Schwellenmärkte eine gute Nachricht ist. Auch die Stimmung in Bezug auf Industrie- und Edelmetalle sowie Energie war nach der imposanten Phase der letzten 6-12 Monate betroffen. Öl- und Kupferaktien bleiben über Durchschnitt, aber da wir glauben, dass der Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen darauf zurückzuführen ist, dass die wachsende Nachfrage der globalen Mittelklasse auf knappe Angebotsmengen trifft, halten wir die Aussichten für Rohstoffpreise weiterhin langfristig für gut. Kurzfristig werden die Aussichten vom Nachlassen der sozialen Unruhen im Nahen Osten beeinflusst. Außerdem werden die Produktionslevels vermutlich auch von ihrem historischen Hoch zurückgehen, was weiteren Druck auf die Preise ausüben könnte.

GSCI ROHSTOFFBARPREISE (USD)



ÖL- UND KUPFERAKTIEN



Regionaler Mix

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

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
NORDAMERIKA (47 %)	-3,6 %	-6,0 %	6,7 %	3,3 %	6,7 %	0,2 %
EUROPA (26 %)	0,0 %	-1,4 %	4,4 %	13,6 %	-6,2 %	-3,1 %
PAZIFIKREGION (13 %)	-1,3 %	-10,8 %	1,2 %	-2,4 %	-2,6 %	-17,1 %
SCHWELLENMÄRKTE (13 %)	-5,8 %	-5,0 %	-1,9 %	6,2 %	8,5 %	31,0 %
AC WORLD (100 %)	-2,7 %	-5,4 %	4,1 %	5,3 %	1,8 %	-0,5 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Europa, die Region, die in den vergangenen Monaten am besten abgeschnitten hat, sehen wir weiterhin skeptisch. Ihre Performance war außerordentlich stark, vor allem aufgrund des Anstiegs des Euro. Auch das Produzentenvertrauen ist stark, aber das scheint vorübergehend zu sein, es sei denn, der Anstieg des Euro macht eine Verschnaufpause. Einzelhandelsumsätze in der Eurozone bleiben weiterhin neutral, aber die Exporte gingen in einem Jahr um mehr als 20 % nach oben. Das Hauptrisiko ist ein Aufflackern der europäischen Schuldenkrise. Es wird immer wahrscheinlicher, dass eine Restrukturierung der griechischen Schulden bald zu erwarten ist und nicht erst in 2013. Wie sich das genau auswirken wird, ist unklar, aber es könnte den europäischen Banken oder dem Euro selbst schaden. Wir ziehen Nordamerika und die Schwellenmärkte Europa vor. Die Ertragskorrekturen in beiden Regionen fallen besser aus. Darüber hinaus sind die Konsumenten in den USA endlich wieder aktiv und die Exporte werden von der Schwäche des Dollars profitieren. Auf den Schwellenmärkten sind die Inflationsrisiken in den Griff zu bekommen, nachdem Sparmaßnahmen eingeleitet wurden und die Lebensmittelpreise zurückgehen, und solange die Staatsfinanzen gesund bleiben.

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	17,0	14,2	15,8	6,6	5,3	21,7	31,7	13,4	15,5
EUROPA	13,0	12,8	12,6	15,2	12,7	-6,4	-7,8	10,8	13,5
PAZIFIKREGION	10,0	19,7	10,5	1,4	1,5	-8,2	-50,3	13,2	17,1
SCHWELLENMÄRKTE	16,7	13,2	15,6	14,0	9,6	-2,6	-1,1	11,2	10,7
AC WORLD	14,9	14,3	14,2	2,7	2,0	5,3	9,2	12,3	14,6

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 %)	-8,1 %	-5,6 %	11,5 %	10,8 %	-2,0 %	11,3 %
GRUNDSTOFFE (9 %)	-5,2 %	-6,9 %	3,4 %	13,8 %	1,2 %	30,6 %
INDUSTRIE (11 %)	-3,0 %	-4,8 %	8,1 %	9,5 %	4,0 %	2,5 %
NICHT-BASIS KONSUMGÜTER (10 %)	-0,3 %	-3,9 %	5,1 %	8,7 %	22,1 %	3,2 %
BASISKONSUMGÜTER (9 %)	1,2 %	-0,2 %	3,2 %	7,2 %	26,1 %	37,7 %
GESUNDHEITSWESEN (8 %)	1,9 %	0,9 %	7,6 %	5,1 %	23,4 %	7,0 %
FINANZTITEL (21 %)	-3,7 %	-7,4 %	-0,1 %	-1,6 %	-22,8 %	-35,0 %
IT (12 %)	-1,5 %	-10,2 %	2,7 %	-1,2 %	12,2 %	4,0 %
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE (5 %)	-2,8 %	-3,7 %	1,1 %	13,5 %	5,3 %	23,9 %
VERSORGER (4 %)	-1,1 %	-6,3 %	-2,0 %	-1,6 %	-10,2 %	6,2 %
AC WORLD (100 %)	-2,7 %	-5,4 %	4,1 %	5,3 %	1,8 %	-0,5 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Zurzeit nehmen wir keine besondere Position in Bezug auf die Sektoren ein. Wir haben eine leichte Präferenz für zyklische und defensive Sektoren im Vergleich zum Finanzbereich. Seit geraumer Zeit sind die Ertragsentwicklungen im zyklischen Bereich robuster ausgefallen als in anderen Sektoren. Jetzt sind die Ertragswachstumsraten und die Ertragskorrekturen konvergiert. Das ist eine logische Erscheinung im Verlauf des Wirtschaftszyklus. Die relative Performance der Finanzprodukte ist weiterhin schwach, Ertragskorrekturen fallen nicht besonders ins Auge und der Sektor ist bei einer möglichen Umstrukturierung der Schulden in der Eurozone am meisten gefährdet.

**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	22,2	11,9	18,2	3,6	2,5	13,6	14,8	11,0	12,2
GRUNDSTOFFE	39,1	13,4	26,5	4,1	2,5	6,0	9,7	11,5	13,1
INDUSTRIE	17,7	15,1	17,1	1,1	0,7	19,3	31,9	13,4	15,5
NICHT-BASISKONSUMGÜTER	12,2	22,4	13,9	1,0	0,7	6,7	2,0	14,1	17,0
BASISKONSUMGÜTER	8,6	11,4	10,0	0,4	0,3	-11,4	-9,3	14,8	16,3
GESUNDHEITSWESEN	4,7	6,1	5,4	0,4	0,3	10,9	24,3	12,0	16,4
FINANZTITEL	15,4	18,2	16,2	0,8	0,9	4,0	5,1	10,9	12,0
IT	14,2	13,4	13,2	0,6	0,4	2,5	1,3	12,9	20,4
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE	5,6	8,2	6,5	0,5	0,5	-25,8	-19,7	12,0	19,9
VERSORGER	-8,0	16,1	-4,4	1,5	0,7	-15,3	-26,8	13,9	13,3
AC WORLD	14,9	14,3	14,2	2,7	2,0	5,3	9,2	12,3	14,6

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

Redaktionsschluss für Text und Tabellen: 05. Mai 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 das besondere Potenzial 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.