

Markterholung hält an, Inflationsproblem weniger brisant

Léon Cornelissen

Lukas Daalder

Ronald Doeswijk

financialmarketsresearch@robeco.com



Highlights

- Die Erholung der Weltwirtschaft verläuft weiter planmäßig. Es gibt Hinweise für eine Intensivierung der europäischen Schuldenkrise. Die Zuversicht bezüglich der inflationären Entwicklung an den Schwellenmärkten nimmt zu.
- Die Aktien werden es in den kommenden Monaten vermutlich weiter schwer haben, nach oben zu gehen. Die meisten negativen wirtschaftlichen Überraschungen liegen jetzt wahrscheinlich hinter uns. Aber die Schuldenkrise in der Eurozone zieht sich weiter hin und es ist immer wahrscheinlicher, dass die Märkte schon in naher Zukunft einen Kreditausfall erleben. Obwohl das Gewinnwachstum ein positiver Faktor ist, könnten weitere Abwertungen die Stimmung kurzfristig verschlechtern. Die Bewertungen bewegen sich im neutralen Bereich, auch wenn der Markt zunehmend von günstigen Aktienpreisen spricht.
- Die Aussichten für Unternehmensanleihen sind differenzierter geworden. Wir bewerten die Investment-Grade-Unternehmensanleihen weiterhin positiv, aber im Laufe des Monats haben wir die Aussichten für Hochzinsanleihen auf neutral zurückgestuft.
- In Bezug auf Aktien bleiben die Schwellenmärkte unsere bevorzugte Region. Die Volkswirtschaften verlieren an Fahrt, aber bei weiterhin respektablem Wachstum. Die Inflationsrisiken gehen zurück. Deshalb erwarten wir finanzielle Einsparungen in der zweiten Jahreshälfte 2011.
- Man könnte die Meinung vertreten, dass es nach der Abwicklung einer Reihe von unerwarteten negativen wirtschaftlichen Entwicklungen jetzt wieder an der Zeit ist, in zyklische Sektoren zu investieren. Doch wir behalten unsere leichte Präferenz für defensive Sektoren aus zwei Gründen bei. Erstens könnten defensive Sektoren, wie Basiskonsumgüter und Telekommunikation, von der anhaltenden

Unsicherheit über die Schuldenkrise in der Eurozone profitieren.
Zweitens spricht der Saisonfaktor dafür: der Zeitraum von Mai bis Oktober ist in der Regel gut für defensive Aktien.

- **Spezialbeitrag dieses Monats: Die chinesische Wirtschaft verliert an Fahrt. Die Inflation wird bald ihren Höhepunkt erreichen. Deshalb bleibt eine chinesische Schuldenkrise trotz rücksichtsloser Kreditpraktiken der lokalen Regierungen unwahrscheinlich.**

Zusammenfassung

Die Erholung der Weltwirtschaft verläuft weiter planmäßig. Es gibt Hinweise für eine Intensivierung der europäischen Schuldenkrise. Die Zuversicht bezüglich der inflationären Entwicklung an den Schwellenmärkten nimmt zu.

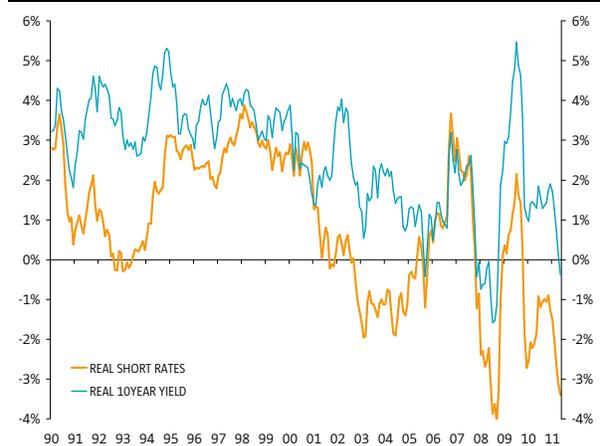
Makroökonomischer Ausblick

Die Erholung der Weltwirtschaft verläuft weiter planmäßig. Der Rückgang auf den entwickelten Märkten nähert sich wahrscheinlich seinem Ende, wenn man das Wachstum der industriellen Produktion in Japan und den unerwarteten Anstieg des ISM-Produktionsindex berücksichtigt. Es gibt Hinweise für eine Intensivierung der europäischen Schuldenkrise. Die Zuversicht bezüglich der inflationären Entwicklung an den Schwellenmärkten nimmt zu.

Nordamerika

Trotz der zunehmenden Schlagzeilen über einen Double-Dip werden wir gerade etwas optimistischer in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die US-Wirtschaft. Zum Einen hat der Gegenwind in den vergangenen Monaten etwas nachgelassen. Die Ölpreise sind seit ihrem Höchstwert Ende April um 15 % gesunken, so dass der Ölhandel sich etwa auf dem Niveau zu Beginn des Jahres bewegt. Anleihezinsen sind zwar schwankungsanfällig, aber die Trendwerte im 2. Quartal lagen unter dem deutlichen Hoch vom 4. Quartal 2010. Der Rückgang um 25 Basispunkte im Laufe des Quartals scheint zwar nicht groß zu sein, doch wenn man den Anstieg der Konsumgüterpreise berücksichtigt, sind die tatsächlichen Gewinne seit Anfang des Jahres um mehr als 200 Basispunkte zurückgegangen. Skeptiker könnten einwenden, dass die tatsächlichen Gewinnsätze zum letzten Mal 2008 so negativ ausfielen wie jetzt, also kurz vor dem Einbruch der US-Wirtschaft (siehe Grafik rechts). Man sollte jedoch beachten, dass der wirtschaftliche Niedergang damals eng mit der Subprime-Krise und dem Untergang von Lehman Brothers verbunden war. Mehr als ein Jahr vor der Insolvenz von Lehman Brothers hatten die US-Banken damit begonnen, die Kreditbedingungen deutlich zu verschärfen und somit niedrige Realrenditen daran gehindert, einen positiven Einfluss auf die Wirtschaft auszuüben. Obwohl sich noch einige Regionalbanken in den USA in Schwierigkeiten befinden, ist das amerikanische Bankensystem generell heute wesentlich stabiler als in 2007/08. Das bestätigen auch die sich stetig lockernenden Kreditbedingungen, wie die neuste [Senior Loan Officers Survey](#) zeigt. Mit anderen Worten wurde das ausgleichende Zinsniveau in 2008 nicht an die Verbraucher und Produzenten weitergegeben, aber dieses Mal sieht das Umfeld wesentlich freundlicher aus.

REALRENDITEN IN DEN USA NÄHERN SICH TIEFSTWERTEN VON 2008



QUELLE: BLOOMBERG, ROBECO

Ein weiterer Grund für den Rückgang der letzten Zeit war die Unterbrechung der japanischen Lieferkette in der Automobilindustrie. In den USA ist die Automobilindustrie stets ein wichtiger Einflussfaktor, da sie sich auf die industrielle Produktion (Schließung von Produktionsstätten), die Arbeitsmärkte (Arbeitern wird vorübergehend gekündigt) und die Konsumausgaben (begrenzt Angebot) auswirkt. Die Konsumausgaben beispielsweise sind in den letzten Monaten zurückgegangen, aber in Anbetracht dessen, dass dieser Rückgang sich vor allem auf dauerhafte Konsumgüter, genau genommen Autos, bezieht, ist davon auszugehen, dass dies mit der Störung der Lieferkette zusammenhängt. Das verfügbare Einkommen ist weiterhin auf einer 4 %-Kurve gewachsen, was darauf schließen lässt, dass das Risiko eines ernsthaften Rückgangs des Wachstums übertrieben worden ist.

Die Erholung des ISM (von 53,5 auf 55,3) und der noch deutlichere Anstieg des autoverbundenen Chicago-PMI (Anstieg von 56,6 auf 61,1) deuten daraufhin hin, dass die größten Probleme in der Lieferkette hinter uns liegen. Wenn wir darüber hinaus das verbesserte Umfeld (niedrigere Ölpreise, negative Realzinsen) berücksichtigen, sind die Aussichten für die zweite Jahreshälfte

2011 eher besser als schlechter. Solange keine unerwarteten Ereignisse eintreten (wie zum Beispiel die Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung, wenn die Demokraten und die Republikaner sich nicht auf einen Kompromiss in Bezug auf die amerikanischen Schulden einigen können), sollte die Angst vor einem Double-Dip zurückgehen.

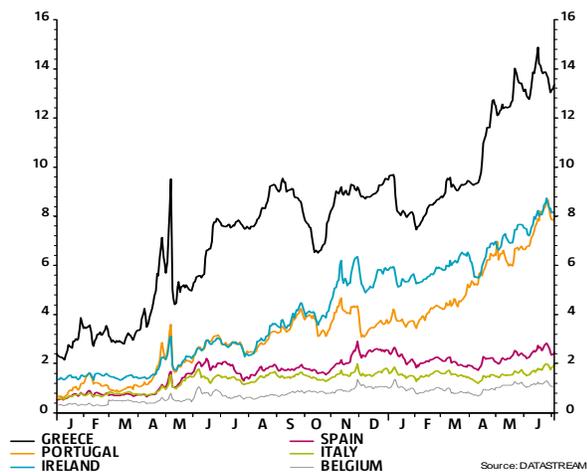
Europa

Die britische Wirtschaft verliert weiterhin an Fahrt. Es gibt wenig Anzeichen dafür, dass Verbesserungen im privaten Bereich die radikalen finanzpolitischen Kürzungen, die zur Zeit stattfinden, ausgleichen können. Das Wachstum im zweiten Quartal wird zwar noch positiv sein, aber wahrscheinlich niedriger ausfallen als im ersten. Die Bank of England wird in absehbarer Zeit keinen Grund haben, die Zinsen anzuheben.

Auch die Wirtschaft in der Eurozone verliert an Fahrt.

Deutschland und Frankreich sind nach wie vor führend, aber im Juni ging das Produktionswachstum in beiden Ländern stark zurück. Darüber hinaus ging in Frankreich auch das Wachstum im Dienstleistungssektor zurück. In den kommenden Monaten wird der Dienstleistungssektor in den europäischen Kernländern wahrscheinlich zusammenbrechen. Eine besorgniserregende Entwicklung ist die anhaltende Divergenz innerhalb der Eurozone, da die Peripherieländer relativ schwach abschneiden, was teilweise auf den Sparmaßnahmen beruht. Besonders besorgniserregend ist der Verlust der wirtschaftlichen Zugkraft in Italien, wo der Dienstleistungssektor zum ersten Mal seit fünf Monaten zurückgegangen ist. Die zunehmenden Anzeichen, dass die Wirtschaft in der Eurozone abkühlt, haben die Europäische Zentralbank (EZB) nicht davon abgehalten, die Leitzinsen zum zweiten Mal zu erhöhen. Aber wir glauben, dass die EZB sich jetzt für absehbare Zeit zurückhalten wird. Ein weiterer Grund für die Zurückhaltung ist, dass sich die europäische Schuldenkrise wahrscheinlich verschärft. Griechenland ist für einige Monate gerettet worden, aber ein nachhaltiges langfristiges Rettungspaket, das den Privatsektor einbezieht, wird schwer abzuschließen sein. Die Krise scheint sich auf weitere Peripherieländer auszudehnen. Da die führenden Politiker der EU zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine groß angelegten strategischen Initiativen von oben nach unten in Erwägung zu ziehen scheinen, um dem Verfall zu begegnen, wird sich die Krise wahrscheinlich verschärfen. Das wird dann vermutlich das Vertrauen der Produzenten weiter beschädigen, obwohl eine Schwächung des Euros eine gewisse Erleichterung darstellen könnte.

RENDITESPANNEN IM VERGLEICH ZU DEUTSCHLAND (%)

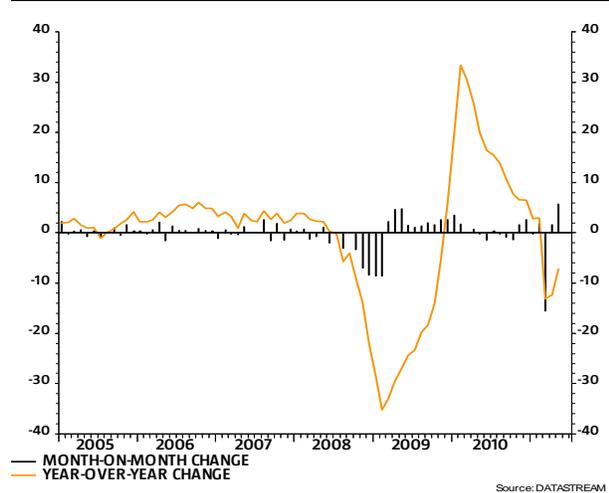


Source: DATASTREAM

Pazifikregion

Letzten Monat sagten wir, dass Japan das Land wäre, das gute Neuigkeiten verdient. Einige gute Nachrichten in Bezug auf die japanische Wirtschaft gab es in den letzten Wochen tatsächlich. Die Wirtschaftsdaten fielen generell besser als erwartet aus. Eine bemerkenswerte Ausnahme war jedoch der wichtige Tankan-Report. Diese vierteljährliche Konjunktumfrage der japanischen Notenbank fiel schlechter als erwartet aus und die Hauptkennzahl fiel von +6 auf -9. In Anbetracht dessen, dass dies die erste Ausgabe seit dem Erdbeben war, haben die Finanzmärkte sich nicht zu sehr an der schlechten Prognose orientiert, sondern sich stattdessen auf die besser als erwartet ausgefallene Industrieproduktion (+5,7 % im Monatsvergleich) und die Verkaufszahlen des Einzelhandels (+2,4 % im Monatsvergleich) konzentriert. Ein Anfang, aber beide Zahlen liegen noch deutlich unter dem Niveau des letzten Jahres. Ob dieser Aufwärtstrend ausreicht, um Japan aus seinem derzeitigen Dilemma zu retten, bleibt abzuwarten. Weit weniger positiv sind die Entwicklungen in der japanischen Politik, wo die Macht habende DPJ und die wichtigste Oppositionspartei, die LDP, in einer Pattsituation verharren. Als Teil eines Deals, um eine Vertrauensabstimmung zu gewinnen, hat Premierminister Naoto Kan versprochen zurückzutreten, aber erst und sehr zum Kummer der LDP, wenn drei Gesetze vom Parlament verabschiedet worden sind. Wie wird sich das entwickeln? Spekulationen reichen vom Rücktritt Kans bis zur Auflösung des Parlaments und vorgezogenen Neuwahlen.

DIE ERHOLUNG DER INDUSTRIELLEN PRODUKTION IN JAPAN IST ALLES ANDERE ALS BEEINDRUCKEND



Die stark von Rohstoffen abhängige australische Wirtschaft reagiert in der Regel sehr anfällig auf Verschlechterungen der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Das erklärt den eher zurückhaltenden Tonfall der letzten [Presseerklärung](#) der australischen Notenbank (RBA). Der Rückgang der Rohstoffpreise und die länger als erwartet andauernde Erholung von den Überflutungen zu Beginn dieses Jahres haben die RBA dazu veranlasst, darauf hinzuweisen, dass die Wachstumserwartungen für 2011 nicht erreicht werden könnten. Für geraume Zeit sind keine Zinserhöhungen zu erwarten. Die praktisch flache FRA-Kurve reflektiert diese Erwartung.

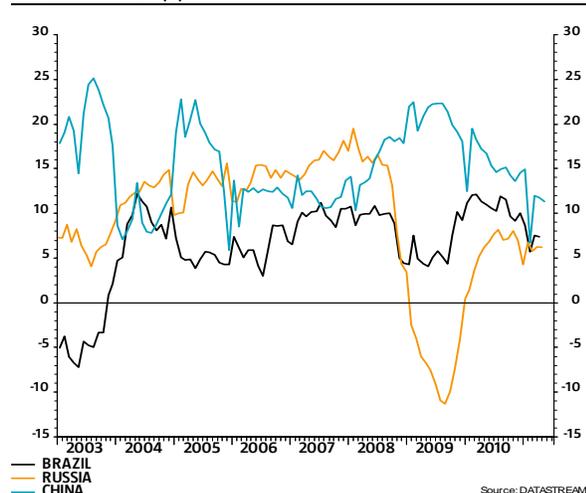
Schwellenmärkte

Im Juli haben die chinesischen Behörden die Leitzinsen zum fünften Mal in acht Monaten erhöht. Dies soll der Inflationsbekämpfung dienen, nachdem diese im Mai auf 5,5 % angestiegen war. Doch da die Anzeichen zunehmen, dass die Wirtschaft abschwächt, war dies wahrscheinlich die letzte Zinserhöhung auf absehbare Zeit. Die Zinsen für Jahreskredite betragen jetzt 6,56 % und der Einlagezinssatz für ein Jahr beträgt 3,5 %.

Wie in China wird die Inflation in Indien voraussichtlich in den nächsten Monaten ihren Höhepunkt erreichen. Das Wachstum verlangsamt sich ebenfalls, wird sich aber wahrscheinlich stabilisieren. Eine letzte Zinserhöhung wird generell für Ende Juli erwartet.

Der russischen Wirtschaft geht es gut. Die Inflation hat sich im zweiten Quartal stabilisiert, und die Arbeitslosigkeit ging auf ihr niedrigstes Niveau seit Beginn der Kreditkrise

WACHSTUM DER REALEN EINZELHANDELSVERKAUFZAHLEN AN AUSGEWÄHLTEN SCHWELLENMÄRKTEN (%)



zurück.

Aufgrund des starken *Real* und der anhaltenden Sparmaßnahmen in Brasilien sind die Ökonomen optimistischer, dass die Inflation in den kommenden Monaten ihren Höhepunkt erreicht und im nächsten Jahr auf ungefähr 5 % zurückgeht. Das entspricht in etwa dem Zielniveau der Zentralbank von etwa 4,5 %.

BIP-WACHSTUM NACH REGIONEN (%)

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

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

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

QUELLE: WIRTSCHAFTSUMFRAGE VON ROBECO

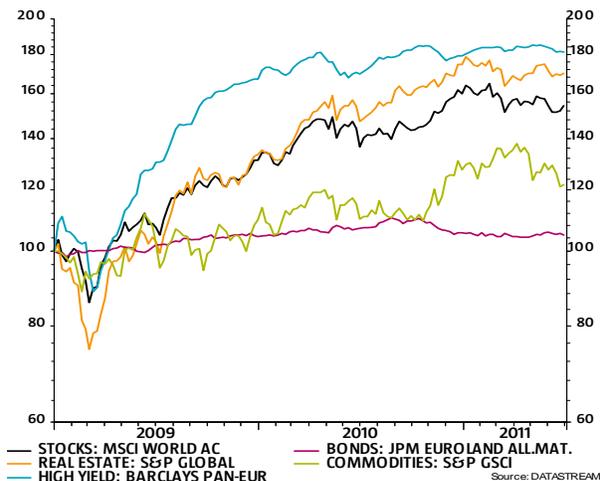
Ausblick für die Finanzmärkte

Anlagemix

Rückblick auf den letzten Monat

Die erste Jahreshälfte verlief enttäuschend. Die Risikoprämien waren negativ. Die Märkte wurden von den wirtschaftlichen Sorgen beeinflusst, die im letzten Monat etwas zurückgingen. Infolgedessen gingen die Aktien im Laufe des Monats 2,7 % nach oben und die Immobilien stiegen um 2,0 %. Rohstoffe und Hochzinsanleihen gingen jedoch zurück, ebenso wie die Staatsanleihen der Eurozone. Der Euro bleibt in Anbetracht der schwelenden Schuldenkrise erstaunlich stark und sank nur von 1,46 auf 1,44 im Vergleich zum US-Dollar. Die zwei Zinserhöhungen der EZB haben sich erheblich auf die Devisenmärkte ausgewirkt. Der VIX-Index wird derzeit um 16 gehandelt. Insgesamt hat die Volatilität im letzten Monat etwas abgenommen.

PERFORMANCE DER ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)



PERFORMANCE NACH ANLAGEKLASSEN (GESAMTERTRAG IN EURO)

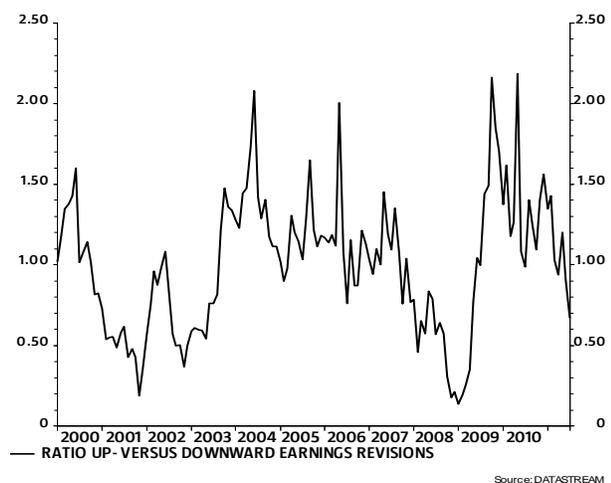
	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
AKTIEN (MSCI AC WORLD)	2,7 %	-1,0 %	-3,9 %	15,5 %	18,0 %	7,1 %
IMMOBILIEN (S&P GLOBAL REITS)	2,0 %	2,3 %	-2,4 %	19,4 %	22,2 %	-4,3 %
HOCHZINSANLEIHEN (BARCLAYS PAN-EUR)	-1,0 %	-0,8 %	0,9 %	7,1 %	19,6 %	-4,7 %
ANLEIHEN (JPM EUROLAND ALL.MAT.)	-0,7 %	0,7 %	-0,6 %	-2,2 %	15,0 %	20,3 %
ROHSTOFFE (S&P GSCI)	-2,7 %	-10,6 %	-5,4 %	13,7 %	-49,0 %	-36,0 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Aktien

Die Aktien werden es in den kommenden Monaten vermutlich weiter schwer haben, nach oben zu gehen. Die meisten negativen wirtschaftlichen Überraschungen liegen jetzt wahrscheinlich hinter uns. Dafür gibt es zwei Gründe. Zunächst ist der Ölpreis von seinem Höchstwert zurückgegangen und ist zu einem weniger negativen Faktor geworden. Zweitens erholt sich die industrielle Produktion in Japan, was Probleme in der Lieferkette löst. Trotz dieser positiven Entwicklungen gibt es genug Grund, eine anhaltende Konsolidierung zu erwarten. Die Schuldenkrise in der Eurozone zieht sich weiter hin und es ist immer wahrscheinlicher, dass die Märkte schon in naher Zukunft einen Kreditausfall erleben. Dies wird weiteren Druck auf die Märkte für Staatsanleihen ausüben und die Spreads für irische und portugiesische Anleihen noch weiter erhöhen. Doch letztendlich kommt es darauf an, ob Spanien und Italien die Schuldenkrise beherrschen können. Schlussendlich kann die Schuldenkrise den europäischen Politikern weitaus drastischere Maßnahmen als bisher abverlangen.

VERGLEICH DER AUFWÄRTS- UND ABWÄRTSERTRAGSKORREKTUREN

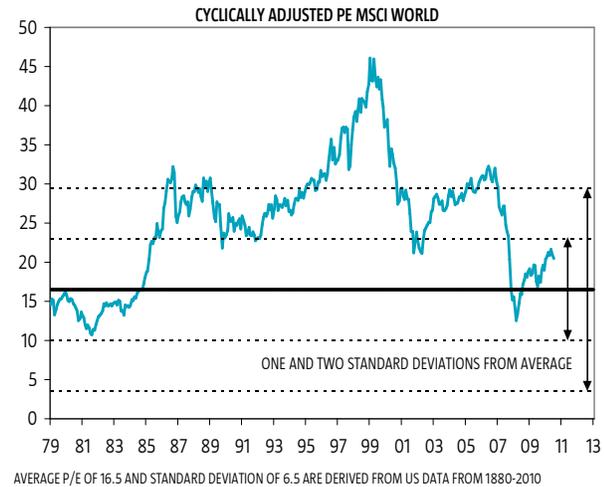


Gerade bevor die Zeit für die Gewinne aus dem zweiten Quartal beginnt, haben die Analysten ihr Gewinneinschätzungen nach unten korrigiert. Das steht in Zusammenhang mit den enttäuschenden makroökonomischen Zahlen der vergangenen zwei Monate sowie dem unrealistisch hohen Gewinnwachstum (16 %), das sie für 2011 immer noch vorhersagen. Da die Margen beinahe ihr historisches Hoch erreicht haben, sind wir der Meinung, dass das Ertragswachstum bestenfalls 10 % erreichen kann. Obwohl das Gewinnwachstum ein positiver Faktor ist, könnten weitere Abwertungen die Stimmung kurzfristig verschlechtern. Die Bewertungen bewegen sich im neutralen Bereich, auch wenn der Markt zunehmend von günstigen Aktienpreisen spricht. Auf Grundlage der zyklusbereinigten Gewinne kann nicht gesagt werden, dass Aktien billig sind. Ein Vergleich von Kurs-Gewinn-Verhältnissen mit langfristigen Zinsen ist nicht relevant, da vergleichende Bewertungen keine Vorhersagekraft besitzen. Die Fürsprecher vergleichender Bewertungen sollten darüber nachdenken, was mit den Aktienmärkten passieren würde, wenn die Zehnjahreszinsen in den USA und Deutschland auf 2 % fallen. Solch ein Szenario würde zu einer Rezession führen.

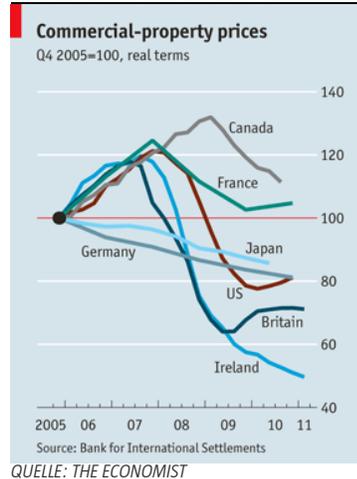
Immobilien

Die Aussichten für Immobilien entsprechen denen für Aktien. Immobilien scheinen allerdings die bessere Anlage im Fall eines unerwarteten Rückgangs, denn ihr Cashflow-Muster ist stabiler. Außerdem sind Gewinnabwertungen für Aktien signifikanter als für Immobilien. Die Preise für gewerbliche Immobilien haben sich auf den führenden Märkten, wie den USA und dem Vereinigten Königreich, erholt, aber diese Entwicklung hat bei weitem noch nicht überall stattgefunden. Die Einschätzung bleibt neutral. Das Verhältnis Kurs zu Cashflow von Immobilien im Vergleich zu Aktien beträgt 1,5, was genau den Werten der Vergangenheit entspricht.

BEWERTUNG VON AKTIEN



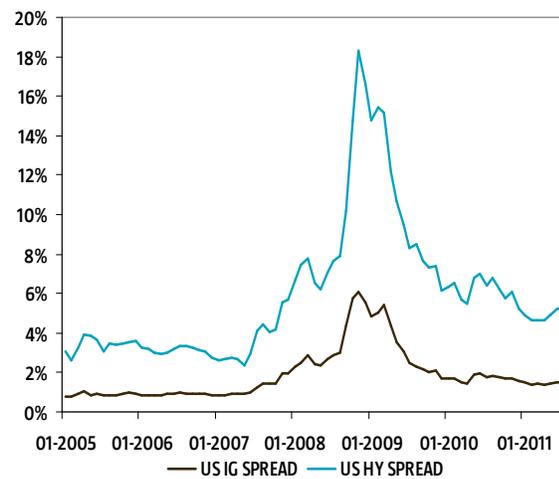
PREISE FÜR GEWERBLICHE IMMOBILIEN



Unternehmensanleihen

Die Aussichten für Unternehmensanleihen sind differenzierter geworden. Wir bewerten die Investment-Grade-Unternehmensanleihen weiterhin positiv, aber im Laufe des Monats haben wir die Aussichten für Hochzinsanleihen auf neutral zurückgestuft. Unternehmensanleihen wurden von negativen wirtschaftlichen Überraschungen beeinflusst. Wir glauben, dass die meisten negativen wirtschaftlichen Überraschungen jetzt hinter uns liegen. Aber die anhaltende Schuldenkrise in der Eurozone wird die Stimmung dämpfen, weil die Risiken einer Zahlungsunfähigkeit steigen. Eine griechische Zahlungsunfähigkeit wäre keine Überraschung, aber je schneller sie kommt, je größer ist die Gefahr, dass Irland und Portugal ihr schnell folgen könnten. Das wird die Unsicherheit der Märkte steigern, auf die es wirklich ankommt: Spanien und Italien. In solch einem Szenario würden Hochzinsanleihen am stärksten geschädigt.

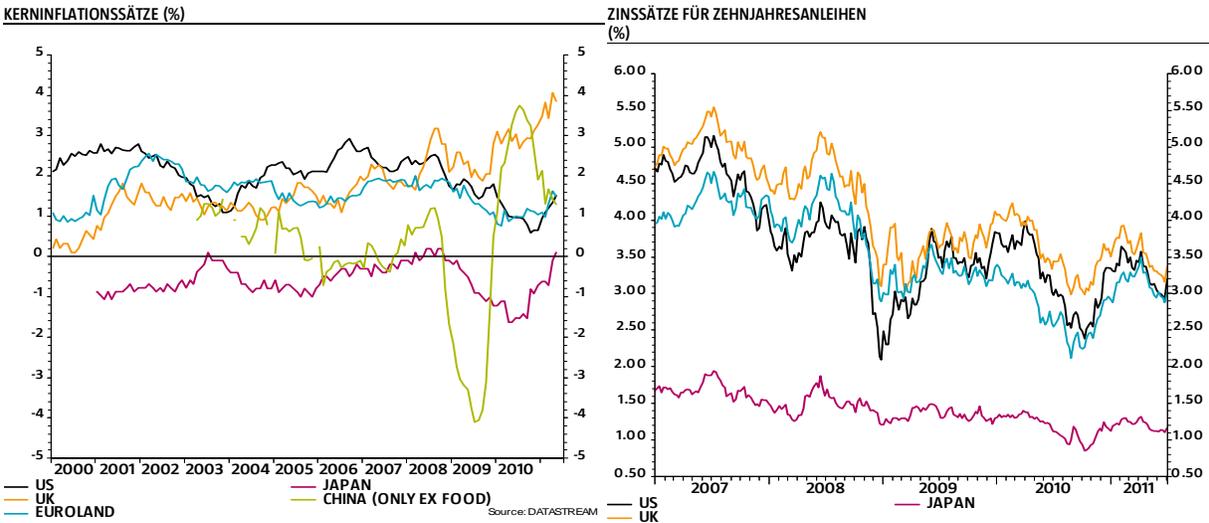
SPREADS FÜR INVESTMENT-GRADE-ANLEIHEN UND HOCHZINSANLEIHEN DER USA



QUELLE: BARCLAYS, ROBECO

Staatsanleihen

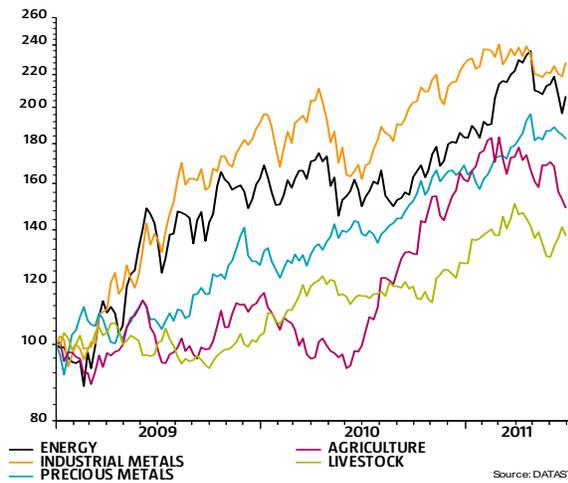
Die Kerninflationssraten an den entwickelten Märkten gehen deutlich nach oben. Das wäre besorgniserregend, wenn das weltweite Wachstum nicht moderat und die Arbeitslosigkeit nicht hoch wäre. Infolgedessen glauben wir jedoch, dass die Inflationsrisiken kurzfristig gering bleiben. Die Geldpolitik sollte deshalb locker bleiben. Wir gehen davon aus, dass die EZB sich für den Rest des Jahres zurückhalten wird. Bevor die Nachfrage nach Rohstoffen von der wachsenden Mittelklasse den Anstieg der Rohstoffpreise wieder nach oben treiben wird und die Auswirkungen der Altersstruktur die Steigerung der Arbeitskosten beeinflussen, könnten Staatsanleihen von der anhaltenden Schuldenkrise in der Eurozone profitieren. Insgesamt erwarten wir langfristige Zinsen um etwa 3 %.



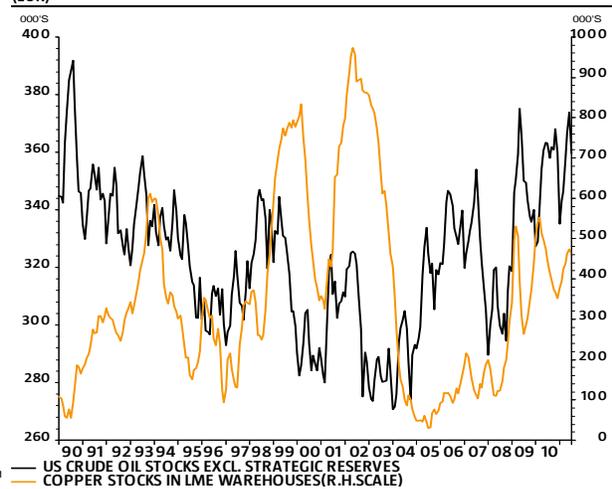
Rohstoffe

Wir sind der Meinung, dass die Korrektur der Rohstoffpreise nur von begrenzter Dauer ist, erwarten aber keine kurzfristige Erholung. Es sollte sich positiv auf die Rohstoffe auswirken, dass der Rückgang auf den entwickelten Märkten sich wahrscheinlich seinem Ende nähert, wenn man das Wachstum der industriellen Produktion in Japan und den unerwarteten Anstieg des ISM-Produktionsindex berücksichtigt. Doch das Wachstum in China geht weiter zurück, während Aktien für Öl und Kupfer hoch bleiben. Darüber hinaus sind die wachsenden Spannungen bei der Handhabung der Schuldenkrise nicht der richtige Zeitpunkt für riskanten Handel. Die mittel- und langfristigen Aussichten verbessern sich, nachdem Pläne für Kernkraft zurückgefahren werden. Vor allem reflektiert der langfristige Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen die wachsende Nachfrage der globalen Mittelklasse. Das Wachstum der Nachfrage wird weiter anhalten und es wird noch ein paar Jahre dauern, bis das Angebot dieser Nachfrage nachkommen kann.

GSCI ROHSTOFFBARPREISE (USD)



GSCI ROHSTOFFBARPREISE (EUR)



Regionaler Mix

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

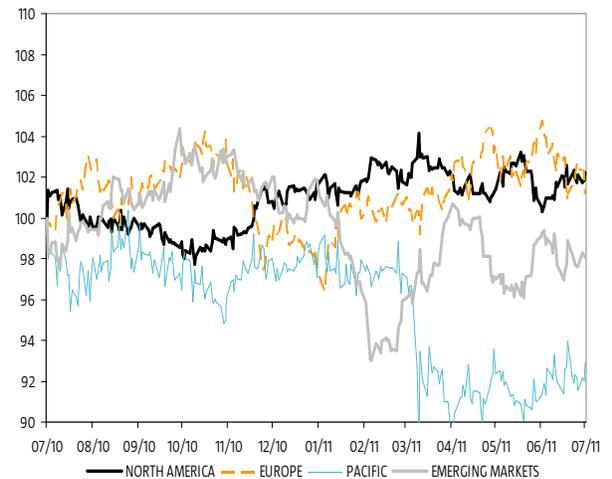
	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
NORDAMERIKA (47 %)	3,6 %	-1,4 %	-3,7 %	16,4 %	22,7 %	6,3 %
EUROPA (26 %)	1,0 %	-0,2 %	0,7 %	20,1 %	8,9 %	1,9 %
PAZIFIKREGION (13 %)	3,9 %	1,2 %	-8,9 %	6,5 %	9,5 %	-7,2 %
SCHWELLENMÄRKTE (14 %)	2,0 %	-3,1 %	-7,3 %	13,6 %	33,0 %	56,2 %
AC WORLD (100 %)	2,7 %	-1,0 %	-3,9 %	15,5 %	18,0 %	7,1 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

In Bezug auf Aktien bleiben die Schwellenmärkte unsere bevorzugte Region. Die Volkswirtschaften verlieren an Fahrt, aber bei weiterhin respektablem Wachstum. Da die Inflationsrisiken zurückgehen, erwarten wir, dass die finanziellen Einsparungen in der zweiten Jahreshälfte 2011 enden. Aus Bewertungsperspektive sind für die Aktien der Schwellenmärkte keine Prämien notwendig. Aber das Momentum dort scheint nach den Korrekturen von vor sechs Monaten wieder zuzulegen.

Wir bevorzugen Nordamerika vor Europa oder Japan. Für die USA gehen wir nicht davon aus, dass die Diskussionen um die Schuldenobergrenze für die Finanzmärkte bedeutend sind. Wirklich auswirken werden sich die Budgetkürzungen nach den Präsidentschaftswahlen. Nach der Erholung des ISM und dem anhaltenden Wachstum der Anzahl der Gesamtarbeitsstunden im privaten Bereich wächst die Wirtschaft weiterhin auf moderatem Niveau. In Europa halten wir die Schuldenkrise für einen Negativfaktor. Aufgrund der überraschenden Stärke des Euro sind die Ertragskorrekturen wesentlich schlimmer als in anderen Regionen. Europäische Aktien sind billig, aber das hat einen Grund. Schließlich sehen wir von der Pazifikregion aufgrund unserer generell negativen Einschätzung der japanischen Wirtschaft ab.

RELATIVE PERFORMANCE NACH REGIONEN



QUELLE: MSCI, DATASTREAM, ROBECO

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	17,7	14,6	15,5	7,1	5,4	23,6	-6,1	12,5	15,3
EUROPA	11,5	13,0	12,1	14,9	12,7	-12,7	-38,6	9,9	13,4
PAZIFIKREGION	18,9	19,1	18,1	1,1	1,3	-30,6	-16,0	12,4	17,0
SCHWELLENMÄRKTE	16,0	13,3	14,5	14,6	9,8	-5,8	-17,9	10,2	10,7
AC WORLD	15,7	14,5	14,7	2,7	2,0	1,9	-19,6	11,4	14,5

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

Sektor-Mix

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

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
ENERGIE (12 %)	2,1 %	-7,1 %	-1,4 %	26,9 %	0,2 %	18,6 %
GRUNDSTOFFE (9 %)	3,4 %	-4,2 %	-6,2 %	25,8 %	13,1 %	45,3 %
INDUSTRIE (11 %)	3,4 %	-1,4 %	-3,0 %	20,5 %	23,3 %	12,1 %
NICHT-BASISKONSUMGÜTER (10 %)	5,8 %	4,7 %	-1,2 %	24,5 %	53,5 %	16,9 %
BASISKONSUMGÜTER (9 %)	1,5 %	4,4 %	-0,2 %	12,7 %	45,3 %	43,5 %
GESUNDHEITSWESEN (9 %)	1,8 %	6,0 %	3,3 %	13,4 %	33,0 %	12,6 %
FINANZTITEL (20 %)	2,1 %	-3,9 %	-7,7 %	7,6 %	0,2 %	-31,5 %
IT (11 %)	2,4 %	-1,1 %	-8,2 %	10,1 %	26,2 %	15,6 %
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE (5 %)	2,2 %	-0,4 %	-2,9 %	14,6 %	20,3 %	30,9 %
VERSORGER (4 %)	3,4 %	0,8 %	-4,9 %	2,3 %	-4,8 %	9,3 %
AC WORLD (100 %)	2,7 %	-1,0 %	-3,9 %	15,5 %	18,0 %	7,1 %

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Wir behalten unsere leichte Präferenz für defensive Sektoren im Vergleich zu den zyklischen oder dem Finanzbereich bei. Aktien mit generell niedriger Sensitivität in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung haben in den letzten Monaten gut abgeschnitten, aber hinkten dem Markt im letzten Monat etwas hinterher. Man könnte die Meinung vertreten, dass es nach der Abwicklung einer Reihe von unerwarteten negativen wirtschaftlichen Entwicklungen bereits wieder an der Zeit ist, in zyklische Sektoren zu investieren. Aber wir halten an unserem Standpunkt aus zwei Gründen fest. Erstens könnten defensive Sektoren, wie Basiskonsumgüter und Telekommunikation, von der anhaltenden Unsicherheit über die Schuldenkrise in der Eurozone profitieren. Zweitens spricht der Saisonfaktor dafür: der Zeitraum von Mai bis Oktober ist in der Regel gut für defensive Aktien. Diese Faktoren erklären auch unsere negative Einschätzung der zyklischen Aktien. Innerhalb der zyklischen Sektoren schätzen wir den Industriebereich aufgrund der typischerweise späten positiven Entwicklung innerhalb eines Zyklus und seines relativ niedrigen Beta-Werts immer noch positiv ein. Schließlich bleiben unsere Prognosen für den Finanzbereich negativ. Monat für Monat zeigt dieser Bereich schlechte Werte in Bezug auf Momentum und Ertragskorrekturen. Eine schnelle Restrukturierung der griechischen Schulden würde diesen Sektor wegen der zugehörigen Unsicherheiten negativ beeinflussen.

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	25,0	10,3	15,6	3,6	2,6	14,8	-4,0	9,7	12,1
GRUNDSTOFFE 39,6	14,6	21,8	4,0	2,5	0,7	-31,9	10,3	13,1	
INDUSTRIE	17,1	15,7	16,1	1,0	0,7	7,6	-19,0	12,4	15,4
NICHT-BASISKONSUMGÜTER	15,9	22,1	18,4	0,9	0,7	5,9	-2,6	13,3	16,8
BASISKONSUMGÜTER	8,2	11,3	10,4	0,5	0,3	-7,0	-26,5	14,4	16,2
GESUNDHEITSWESEN	5,4	5,9	5,9	0,5	0,3	20,7	-11,1	11,8	16,1
FINANZTITEL	13,7	19,4	17,4	0,9	0,9	-11,3	-49,1	9,9	11,9
IT	12,4	13,7	12,2	0,6	0,4	0,8	1,0	12,0	20,1
TELEKOMMUNIKATIONSDIENSTE	5,1	8,4	6,9	0,5	0,5	-19,5	-7,4	11,5	19,6
VERSORGER	5,2	16,5	11,9	1,2	0,7	-20,6	-23,3	13,5	13,3
AC WORLD	15,7	14,5	14,7	2,7	2,0	1,9	-19,6	11,4	14,5

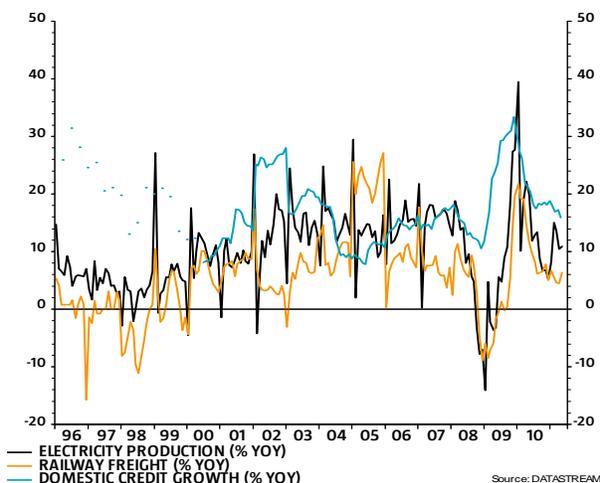
DER ERTRAGSKORREKTURINDEX WIRD AUS DER DIFFERENZ ZWISCHEN DER ANZAHL DER ERTRAGSKORREKTUREN NACH OBEN UND NACH UNTEN IM VERHÄLTNIS ZUR ANZAHL DER GESAMTKORREKTUREN BERECHNET.

QUELLE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Spezialbeitrag: Chinesische Schuldenkrise unwahrscheinlich

Seit drei Jahrzehnten ist die chinesische Wirtschaft durchschnittlich um deutlich über 9 % pro Jahr gewachsen. Trotz eines noch immer niedrigen BIP pro Kopf-Niveaus wird sich diese unglaubliche Performance in den kommenden Jahrzehnten wahrscheinlich nicht wiederholen, allein wegen der ungünstigen demographischen Entwicklung. In ein paar Jahren wird die chinesische Einwohnerzahl im arbeitsfähigen Alter ihren Höhepunkt erreichen. In diesem Sinne ist China wahrscheinlich ein gutes Beispiel für das Gesetz von Herbert Stein: „Wenn etwas nicht ewig weitergehen kann, wird es enden.“ In letzter Zeit haben die Anzeichen für ein Nachlassen der chinesischen Wirtschaft zugenommen. Bei der Interpretation chinesischer Wirtschaftsindikatoren muss man vorsichtig sein, aber wenn man die drei von Li Keqiang, eines der neun Mitglieder des Ständigen Komitees des Politbüros, bevorzugten Indikatoren untersucht, geht das Wachstum deutlich nach unten. Dieses Nachlassen ist die Folge einer Reihe von Sparmaßnahmen, die von den chinesischen Behörden veranlasst wurden, um die wachsenden Inflationsrisiken in den Griff zu bekommen, die leicht die politische Stabilität bedrohen könnten, wenn sie außer Kontrolle geraten. Die chinesischen Behörden haben auf die für sie übliche vorsichtige und langsame Weise gehandelt, eine weitere notwendige Bedingung, um relative politische Stabilität sicherzustellen. Diese Anstrengungen scheinen relativ erfolgreich zu sein. Obwohl die Inflation weiterhin ansteigt (im Mai betrug sie 5,5 %, der Juniwert wird noch höher liegen) und über dem vor kurzen festgelegten Zielsatz von 4,0 % liegt, wird in den kommenden Monaten übereinstimmend ein Höchstwert erwartet, nachdem die Wirtschaft jetzt deutlich zurückgegangen ist. Zudem ist eine Inflationsrate von etwa 6,0 % für einen stark wachsenden Schwellenmarkt nicht so besorgniserregend, insbesondere wenn man sie mit früheren chinesischen Inflationsperioden in den späten 80er und frühen 90er Jahren vergleicht. Die lange Serie von Sparmaßnahmen bedeutet nicht, dass ein ernstes geldpolitisches Durchgreifen stattfindet. In realen Zahlen sind die Zinssätze derzeit nicht so hoch: die Zinsen für Jahreskredite betragen jetzt 6,56 % und der Einlagezinssatz für ein Jahr beträgt 3,5 %. Der Yuan durfte sogar im Vergleich zum US-Dollar anziehen. Aber der Dollar ist weltweit zurückgegangen. Nach einer Handlungsgewichtung ist der Yuan sogar gefallen. Die Geldpolitik kann deshalb vielleicht generell als zuvorkommend bezeichnet werden und ist deshalb keine Bedrohung für das Wachstum.

VON LI KEQIANG BEVORZUGTE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN



Es wurden Bedenken über aufgebauschte Zahlen am chinesischen Immobilienmarkt und das Kreditverhalten von regionalen Regierungen geäußert. Da die Banken von der Regierung kontrolliert werden und die Priorität der Politiker während der Weltfinanzkrise darin bestand, das schnelle Wachstum der Wirtschaft zu erhalten (zum Beispiel durch Investitionen in die Infrastruktur durch Lokalregierungen), ist es sehr wahrscheinlich, dass sich zweifelhafte Forderungen in den Bilanzen der Banken angehäuften haben. Die Konsequenzen der rücksichtslosen Kreditvergabe durch Lokalregierungen müssen irgendwann angegangen werden. Aber wenn der Hintergrund der allgemeinen Staatsschulden genauer untersucht wird, bleibt die Gesamtsumme der Schulden als Prozentsatz des BIP relativ stabil, obwohl das Niveau der Kredite der Lokalregierungen deutlich zugenommen hat. Mit den Wachstumsraten von etwa 9 % im Hinterkopf handelt es sich dabei scheinbar auch um ein tragbares Niveau. Selbst mit etwas niedrigeren Wachstumsraten von zum Beispiel 7 % könnte die Last

Government debt

As % of GDP

Central government
Bank restructuring costs and liabilities
Local government
Ministry of Railways



der Schulden schnell reduziert werden, solange die Aufnahme neuer Schulden unter Kontrolle bleibt. Eine chinesische Schuldenkrise scheint deshalb unwahrscheinlich.

Fazit: Das chinesische Wachstum lässt etwas nach, die Inflation sollte bald ihren Höhepunkt erreichen und die Schuldenprobleme bleiben unter Kontrolle.

Quelle: THE ECONOMIST

Redaktionsschluss für Text und Tabellen: 07. Juli 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.