

Wereldeconomie vertraagt, maar dubbele dip onwaarschijnlijk

Léon Cornelissen

Lukas Daalder

Ronald Doeswijk

financialmarketsresearch@robeco.com



Highlights

- Een gevorderde voorraadcyclus, minder fiscale stimuleringsmaatregelen in ontwikkelde markten en monetaire verkrapping in sommige grote opkomende economieën. Dit alles leidt tot een lager groeitempo voor de wereldeconomie in de tweede helft van dit jaar. Op de ontwikkelde markten blijft het monetaire beleid voorlopig ruim. De Europese schuldencrisis is voorlopig onder controle. En op opkomende markten is het inflatierisico afgenomen.
- De vooruitzichten voor aandelen worden positiever. Bovendien is gematigde groei in combinatie met ruim monetair beleid een aantrekkelijke mix. De belangrijkste risicofactoren blijven deflatie en de manier waarop de Chinese economische groei wordt gestuurd. Zonder risico geen rendement, maar vanwege het seizoen geven we er toch de voorkeur aan onze neutrale visie op de aandelenmarkt te handhaven.
- Vastgoed blijft een moeilijk te peilen beleggingscategorie. Sinds het dieptepunt van de markten in maart 2009 is de performance van vastgoed beter geweest dan die van aandelen. Het waarderingsverschil tussen vastgoed en aandelen is groter geworden. Op dit moment is de koers-winstverhouding op basis van de verwachte winsten voor vastgoed 23,2x en voor aandelen 11,8x. Daarom aarzelen we nog steeds over een positievere visie op vastgoed ten opzichte van aandelen.
- We hebben een sterke voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. De afgelopen twee maanden zijn de spreads iets gedaald en historisch gezien is er nog ruimte voor een verdere verkrapping van de spreads. We blijven bij onze visie dat credits door hun defensieve karakter een beter risico-gecorrigeerd rendement bieden dan high yield.
- De rente op staatsobligaties van landen die als veilige haven worden beschouwd is extreem laag. Dit blijft de komende paar maanden

waarschijnlijk ook nog wel zo. Van monetaire verkrapping is voorlopig nog geen sprake. Daarom is dit niet het juiste moment om rekening te houden met inflatierisico's op de lange termijn en negatief te worden over staatsobligaties. Wij genereren liever extra rendement door bedrijfsobligaties te kopen.

Samenvatting

Een gevorderde voorraadcyclus, minder fiscale stimuleringsmaatregelen in ontwikkelde markten en monetaire verkrapping in sommige grote opkomende economieën. Dit alles leidt tot een lager groeitempo voor de wereldeconomie in de tweede helft van dit jaar. Op de ontwikkelde markten blijft het monetaire beleid voorlopig ruim. De Europese schuldencrisis is voorlopig onder controle. En op opkomende markten is het inflatierisico afgenomen. De deflatierisico's op ontwikkelde markten nemen echter wel toe. Centrale banken zullen deze bedreiging, indien nodig, tegengaan met kwantitatief verruimende maatregelen. De vooruitzichten voor aandelen worden positiever. Bovendien is gematigde groei in combinatie met ruim monetair beleid een aantrekkelijke mix. De belangrijkste risicofactoren blijven deflatie en de manier waarop de Chinese economische groei wordt gestuurd. Zonder risico geen rendement, maar vanwege het seizoen geven we er toch de voorkeur aan onze neutrale visie op de aandelenmarkt te handhaven.

Macro-economische visie

De wereldeconomie verliest geleidelijk vaart. De groei in de tweede helft van dit jaar is waarschijnlijk lager dan die in de eerste helft, maar een zogenaamde dubbele dip is onwaarschijnlijk. Op de ontwikkelde markten blijft het monetaire beleid voorlopig ruim. De Europese schuldencrisis is op dit moment onder controle en inflatierisico's op opkomende markten zijn afgenomen. De deflatierisico's op ontwikkelde markten nemen wel toe. Centrale banken zullen deze bedreiging, indien nodig, tegengaan met kwantitatief verruimende maatregelen.

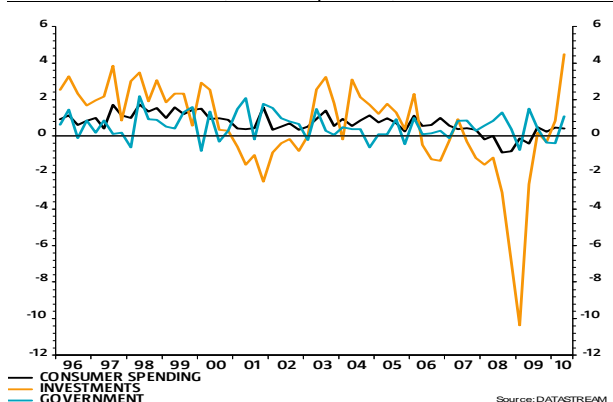
Noord-Amerika

De cijfers uit de VS zijn verbeterd vergeleken met afgelopen maand, maar de algemene conclusie lijkt dat de economie in juli wat aan extra momentum heeft verloren. Met een BBP-groei van 2,4% in het tweede kwartaal (op kwartaalbasis geannualiseerd) is van een dubbele dip geen enkele sprake. Het zou echter wel prettig zijn om de komende tijd wat sterkere economische cijfers te zien. De winst- en omzetcijfers over het tweede kwartaal waren voor de meeste bedrijven beter dan verwacht. Hierdoor wordt een inhaalslag verwacht in de vraag naar arbeid, die tot dusver bij het herstel is achtergebleven.

Wat in het huidige klimaat niet helpt, is de stijgende spanning tussen de Democraten en de Republikeinen in de aanloop naar de tussentijdse verkiezingen in november. Op basis van de peilingen tot nu toe is het waarschijnlijk dat de Democraten hun meerderheid in het Huis van Afgevaardigden verliezen. En er is zelfs een kleine kans dat ze ook hun meerderheid in de Senaat verliezen. De Republikeinen pakken elke kans aan om nieuwe wetten te blokkeren of te vertragen. Dit leidt tot een politieke impasse die niet zonder economische gevolgen blijft.

Het kostte de Democraten meer dan een maand om een verlenging van de uitkering voor 2,5 miljoen werklozen goedgekeurd te krijgen door de Senaat. En zelfs toen was er van het oorspronkelijke pakket van USD 120 miljard nog maar een pakket van USD 34 miljard over. De politieke impasse is ook een bedreiging voor de verlenging van de belastingverlagingen van Bush. Dit kan een groot effect

BBP CIJFERS VS PER KWARTAAL (% kwartaal-op-kwartaal)



BBP CIJFERS VS PER KWARTAAL (% kwartaal-op-kwartaal)



hebben op de economie in 2011 als geen overeenstemming wordt bereikt over de verlenging van de regeling of van onderdelen daarvan. Over het algemeen hoeven we van de Amerikaanse politici niet veel actie te verwachten tot november of zelfs daarna en dan nog hangt alles af van de uitkomst van de verkiezingen.

Europa

De sterke groei van de Britse economie in het tweede kwartaal was een positieve verrassing. Het BBP steeg in het tweede kwartaal met 1,1%, vergeleken met een daling van 0,3% in het eerste kwartaal. Economen bleven over het algemeen echter wel terughoudend voor het derde kwartaal. Vertegenwoordigers van de Bank of England leken ook pessimistischer te zijn. Dit kwam door de moeilijker buitenlandse omgeving en het aanhalen van de fiscale teugels in eigen land. Ondanks de vrij hoge inflatie (de EU geharmoniseerde CPI voor juni bedroeg 3,2% op jaarbasis) voert de Bank of England in de nabije toekomst geen renteverhoging door.

In de eurozone lijkt de staatsschuldencrisis op dit moment onder controle te zijn. De risicopremies zijn gedaald en de herfinanciering van aflopende schulden verliep over het algemeen goed. Desondanks zijn de risicopremies historisch gezien nog steeds behoorlijk hoog. Maar het risico dat het nieuwe vangnet binnenkort al wordt getest, is duidelijk afgenomen. Bovendien kwamen bij de stresstests voor grote Europese banken heel weinig zwakke broeders tevoorschijn. Binnen de eurozone presteert de Duitse economie opvallend goed. Het producentenvertrouwen voor juli liet een sterke stijging zien. Door de afnemende spanningen rond staatsschuld herstelde de euro zich echter sterk ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dit is nadelig voor de exportgroei waar Duitsland sterk afhankelijk van is. De afzwakkende groei in de VS en Azië zal op den duur ook Europa raken. Nu de crisis onder controle is, heeft de ECB de kwantitatieve verruiming teruggebracht naar een minimaal niveau. Wij voorzien voor de nabije toekomst geen veranderingen in het rentebeleid. De economie koelt waarschijnlijk af en op dit moment is de inflatieomgeving gunstig. Met het sterker worden van de euro neemt de totale inflatie af. In juni bedroeg deze 1,4 % op jaarbasis. De kerninflatie laat een dalende trend zien. Het jaar-op-jaar cijfer voor juni is 0,9%.

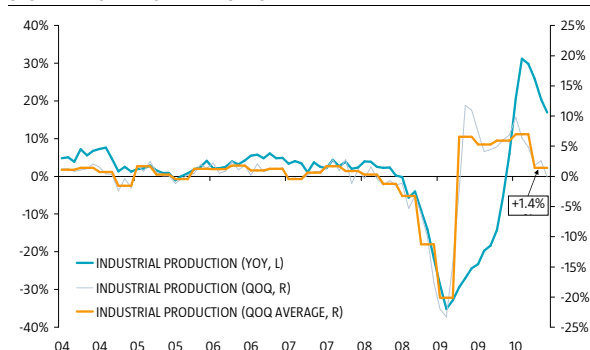
ONDERNEMERSVERTROUWEN DUITSLAND



Pacific

Waar de Duitse economie de afgelopen maanden aan kracht heeft gewonnen, lijkt de Japanse economie te zijn afgevlakt. Tot nu toe is de schade te overzien. De matige exportgroei, een onverwachte afname van de industriële productie en zwakkere werkgelegenheidscijfers tonen echter aan dat de groei voorlopig over zijn hoogtepunt heen is. De vraag is of dit slechts een tijdelijk verschijnsel is, zoals wel vaker voorkomt in de Japanse economie, of dat er iets ernstigers aan de hand is. Er zijn twee factoren die als een bedreiging kunnen worden gezien. De eerste en meest voor de hand liggende is de yen, die de afgelopen maanden gestaag aan waarde heeft gewonnen. De appreciatie van de yen is niet alleen een bedreiging voor de aanhoudende exportstijging, het leidt ook tot (wat) hernieuwde deflatoire druk. En dat blijft een serieuze bedreiging voor de economie. Een tweede factor is de politieke situatie na de verkiezingen voor het Hogerhuis op 11 juli. De onhandige uitspraken van premier Kan over een verdubbeling van de verbruiksbelasting joeg kiezers weg van de regerende DPJ-partij. Dit leidde ertoe dat de huidige DPJ/Nieuwe Volkspartij-coalitie zijn meerderheid in het Hogerhuis verloor. Waarschijnlijk betekent dit het einde van Kan als premier. Hierover zal meer duidelijk worden bij de

GROEI JAPANESE INDUSTRIËLE PRODUCTIE VLAKT AF



BRON: BLOOMBERG

verkiezing van de partijleider in september. Het is zelfs mogelijk dat dit resulteert in nieuwe tussentijdse verkiezingen. We kunnen de invloed van deze nieuwe politieke impasse natuurlijk relativeren: het feit dat Kan de vijfde premier is in vier jaar tijd is een duidelijk signaal dat het in de Japanse politiek altijd onrustig is. Desondanks is dit een negatieve factor, want het betekent dat structurele hervormingen voorlopig van tafel zijn.

Opkomende markten

De afkoelende maatregelen van de Chinese overheid lijken succesvol in het afremmen van de economie. De inkoopmanagersindex (PMI) is bijvoorbeeld sinds april geleidelijk gedaald, maar staat nog wel boven de 50. Dit wijst erop dat de groei aanhoudt. Aan de aanvankelijk snelle stijging van de inflatie is een eind gekomen. Het cijfer stabiliseert zich rond de 3,0%. Hoewel de koppeling tussen de yuan en de Amerikaanse dollar officieel is opgeheven, volgt de yuan de dollar na een kleine appreciatie nog steeds. We verwachten een sterke groei van de Chinese economie voor de tweede helft van dit jaar, maar wel op een iets lager niveau dan in de eerste helft.

CHINESE INFLATIE (JOJ%)



Source: Thomson Reuters Datastream

De Reserve Bank of India lijkt de inflatierisico's voor de Indiase economie de laatste tijd een stuk serieuzer te nemen. De rente is sinds halverwege maart voor de vierde keer verhoogd. Tegelijkertijd matigt de bovengemiddelde regenval tijdens het moessonseizoen de druk op de prijzen voor levensmiddelen.

De Braziliaanse economie vertraagt. Hierdoor neemt de inflatoire druk af en zal de centrale bank waarschijnlijk een pas op de plaats maken. Extreme weersomstandigheden in Rusland wakkeren de inflatie aan, wat de groei tijdelijk zal schaden.

BBP-GROEI PER REGIO (%)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | Δ -1M 2010 | ROBECO* |
|----------|------|------|------|------|------------|---------|
| VS | 0.0 | -2.4 | 3.1 | 3.0 | -0.2 | = |
| EUROZONE | 0.0 | -4.0 | 1.1 | 1.5 | 0.0 | + |
| VK | 0.0 | -4.9 | 1.3 | 2.1 | 0.0 | = |
| JAPAN | 0.0 | -5.3 | 3.2 | 1.6 | 0.0 | - |
| CHINA | 0.0 | 9.1 | 10.1 | 9.1 | -0.1 | = |
| INDIA | 0.0 | 7.4 | 8.3 | 8.3 | 0.0 | + |
| BRAZILIË | 0.0 | -0.2 | 7.1 | 4.4 | 0.8 | = |
| RUSLAND | 0.0 | -7.9 | 5.2 | 4.7 | 0.1 | = |
| WERELD | 0.0 | -2.1 | 3.4 | 3.2 | 0.0 | = |

* GEEFT AAN OF WE EEN HOGER (+), GELIJK (=) OF LAGER (-) GROEIpercentage VERWACHTEN DAN DE HUIDIGE CONSENSUSSCHATTING VOOR 2010

BRON: CONSENSUS ECONOMICS, ROBECO

CPI-GROEI PER REGIO (%)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | Δ -1M 2010 | ROBECO* |
|----------|------|------|------|------|------------|---------|
| VS | 0.0 | -0.3 | 1.7 | 1.5 | -0.1 | = |
| EUROZONE | 0.0 | 0.3 | 1.3 | 1.4 | 0.0 | = |
| VK | 4.3 | 1.9 | 4.2 | 2.9 | 0.0 | + |
| JAPAN | 0.0 | -1.4 | -1.0 | -0.2 | 0.0 | = |
| CHINA | 0.0 | -0.7 | 3.2 | 3.4 | -0.1 | + |
| INDIA | 0.0 | 12.4 | 8.3 | 6.2 | -0.2 | + |
| BRAZILIË | 0.0 | 4.3 | 5.6 | 4.8 | 0.1 | + |
| RUSLAND | 0.0 | 8.8 | 6.9 | 7.1 | 0.0 | + |
| WERELD | 0.3 | 0.7 | 2.1 | 2.0 | 0.0 | = |

* GEEFT AAN OF WE EEN HOGERE (+), GELIJKE (=) OF LAGERE (-) CPI VERWACHTEN DAN DE HUIDIGE CONSENSUSSCHATTING VOOR 2010
BRON: CONSENSUS ECONOMICS, ROBECO

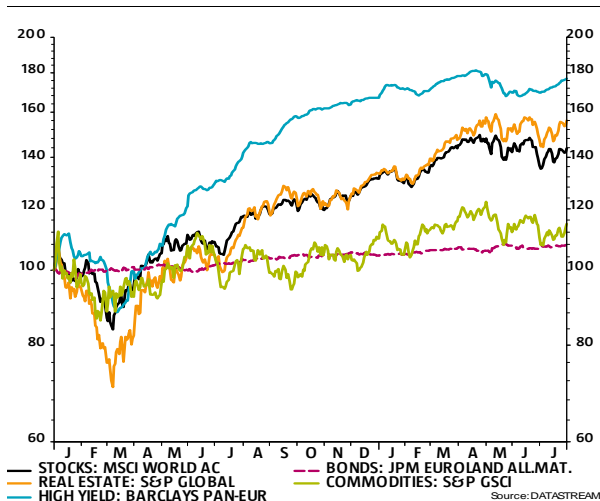
Vooruitblik financiële markten

Assetmix

Terugblik op afgelopen maand

Afgelopen maand maakten de financiële markten een opluchtingsrally door. De schulden crisis in de eurozone is op dit moment van minder belang. De herfinanciering van staatsschuld verliep soepel, hoewel vooral lokale banken grote kopers lijken te zijn. Na een reeks van zwakkere macro-economische cijfers omarmden de markten een aantal positieve cijfers, onder andere de Duitse Ifo-index, het Britse BBP over het tweede kwartaal van 2010 en de ISM. De opluchtingsrally en de positieve macrocijfers hebben de pessimisten met hun dubbele-dips scenario verdreven. De VIX laat nog steeds wat verhoogde volatiliteit zien, maar is wel duidelijk aan het dalen. Alle risicovolle beleggingen behaalden de afgelopen maand een goed resultaat. Aandelen rendeerden 6,7%, vastgoed steeg met 8,2% en grondstoffen herstelden zich met 8,2%. Ook high yield deed het goed met een rendement van 4,9%. De meest defensieve beleggingscategorie, staatsobligaties, bleef achter bij alle andere beleggingscategorieën, maar leverde toch nog een positief rendement van 1,2%. Dit wijst erop dat beleggers wat van hun slecht renderende cash hebben ingezet op de financiële markten. Spreads van perifere landen in de eurozone laten een geleidelijke daling zien. De Amerikaanse dollar verloor aanzienlijk ten opzichte van de euro en steeg van EUR 1,26 naar EUR 1,32.

PERFORMANCE PER BELEGGINGSCATEGORIE (TOTAALRENDEMENT IN EUR)



PERFORMANCE PER BELEGGINGSCATEGORIE (TOTAALRENDEMENT IN EUR)

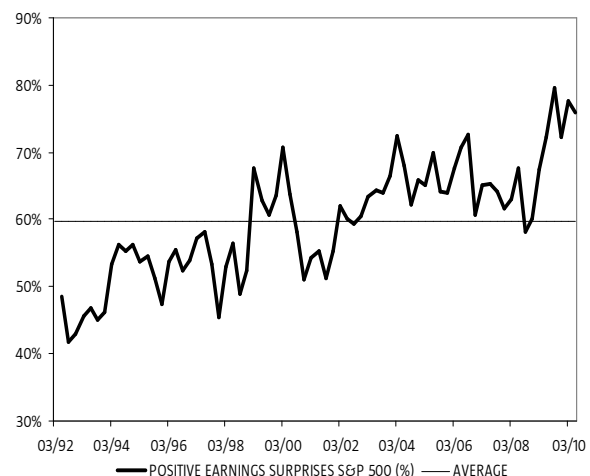
| | -1M | -3M | -6M | -12M | -3J | -5J |
|------------------------------------|------|-------|-------|-------|--------|--------|
| AANDELEN (MSCI AC WORLD) | 6.7% | -1.2% | 11.6% | 22.7% | -12.7% | 8.2% |
| ONROEREND GOED (S&P GLOBAL REITS) | 8.2% | 0.2% | 19.3% | 35.5% | -20.3% | -0.3% |
| HIGH YIELD (BARCLAYS PAN-EUR) | 4.9% | -0.6% | 3.6% | 24.8% | -3.0% | -9.1% |
| OBLIGATIES (JPM EUROLAND ALL MAT.) | 1.2% | 2.4% | 3.4% | 5.4% | 20.9% | 21.7% |
| GRONDSTOFFEN (S&P GSCI) | 8.2% | -2.8% | 10.8% | 9.3% | -25.3% | -37.3% |

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Aandelen

De winsten over het tweede kwartaal zijn goed. Net als bij de drie voorgaande kwartalen vormden ze een positieve verrassing. 77% van de 389 bedrijven in de S&P 500 rapporteerde dat de resultaten de WPA-ramingen overtroffen, terwijl bij 60% de omzet hoger was dan verwacht. Zoals te zien is in de grafiek is dit het vierde kwartaal op rij waarin veel bedrijven een winst noteren die de verwachting van de markt overtreft. Hoewel de winstcijfers zorgden voor meer opwaartse dan neerwaartse winstherzieningen, zijn analisten op dit moment toch terughoudend in het drastisch verhogen van de winstverwachtingen. Ze blijven bij hun schatting dat de wereldwijde winstgroei dit jaar uitkomt op ongeveer 35%. Volgens ons is dit een terechte inschatting.

WINSTVERRASSINGSCIJFER VAN DE S&P500



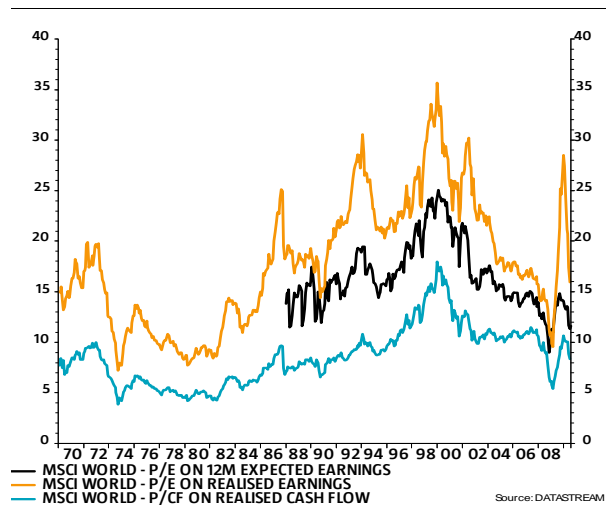
Gebaseerd op cyclisch gecorrigeerde winsten zijn de huidige waarderungen neutraal. Dat geldt ook voor de indicatoren in de grafiek, de koers/cashflowverhouding, koers/winstverhouding en de koers/verwachte winstverhouding. Voor de laatste zouden we kunnen beweren dat deze in de buurt komt van een aantrekkelijk waarderingsniveau. Maar we zijn over het algemeen van mening dat de aandelenmarkten redelijk zijn gewaardeerd. De vrees voor een dubbele dip is afgenomen nu duidelijk is geworden dat de economische cijfers gemengd zijn in plaats van negatief. De vooruitzichten voor aandelen klaren op. Bovendien is gematigde groei in combinatie met ruim monetair beleid een aantrekkelijke mix. De belangrijkste risicofactoren blijven deflatie en de manier waarop de Chinese economische groei wordt gestuurd. Zonder risico geen rendement, maar vanwege het seizoen geven we er toch de voorkeur aan onze neutrale visie op de aandelenmarkt te handhaven.

Vastgoed

Vastgoed blijft een moeilijk te peilen beleggingscategorie. Sinds het dieptepunt van de markten in maart 2009 is de performance van vastgoed beter geweest dan die van aandelen. Ondertussen zijn de winstverwachtingen voor aandelen omhoog bijgesteld, terwijl de verwachtingen voor vastgoed min of meer vlak zijn gebleven. De verwachte winstgroei voor 2010 en 2011 is voor vastgoed lager dan voor aandelen. Het waarderingsverschil tussen vastgoed en aandelen is inmiddels groter geworden. Op dit moment is de koers-winstverhouding op basis van de verwachte winsten voor vastgoed 23,2x en voor aandelen 11,8x. Daarom aarzelen we nog steeds over een positievere visie op vastgoed ten opzichte van aandelen, ondanks de indrukwekkende performance van vastgoed.

Bedrijfsobligaties

WAARDERING MSCI DEVELOPED WORLD INDEX

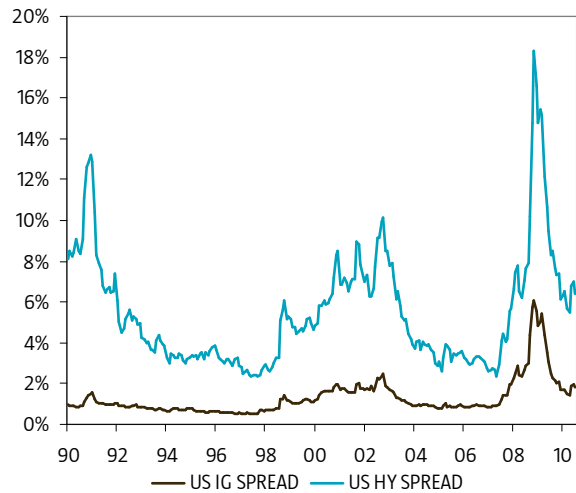


SPREADS VOOR AMERIKAANSE INVESTMENT GRADE EN HIGH YIELD



We hebben een sterke voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Voor de nabije toekomst wordt gematigde economische groei een steeds waarschijnlijker scenario voor de wereldeconomie. Een dergelijk scenario ondersteunt bedrijfsobligaties, want een gematigde economische groei leidt niet tot buitengewoon veel faillissementen. De afgelopen twee maanden zijn de spreads iets gedaald en historisch gezien is er nog ruimte voor een verdere verkrapping. Sinds 1987 bijvoorbeeld is de gemiddelde spread op bedrijfsobligaties in VS 1,3% voor investment grade en 5,5% voor high yield, terwijl deze op dit moment op respectievelijk 1,8% en 6,4% staan. We blijven bij onze visie dat credits door hun defensieve karakter een beter risico-gecorrigeerd rendement bieden dan high yield.

SPREADS VOOR AMERIKAANSE INVESTMENT GRADE EN HIGH YIELD

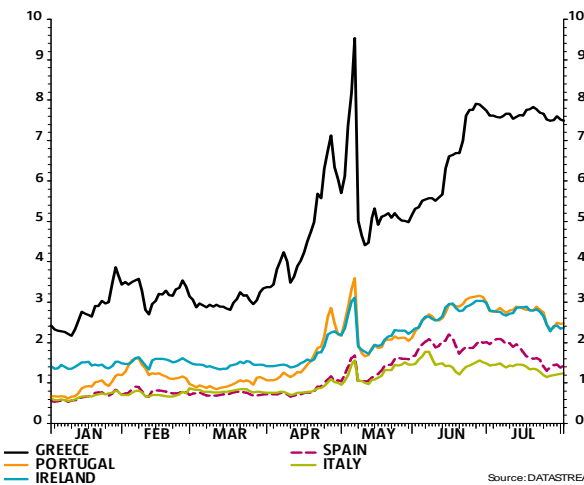


BRON: BARCLAYS

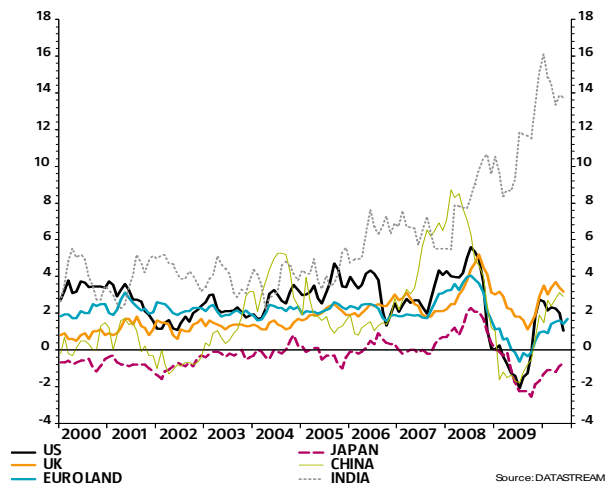
Staatsobligaties

De rente op staatsobligaties van landen die als veilige haven worden beschouwd is extreem laag. Dit blijft de komende paar maanden waarschijnlijk ook nog wel zo. De inflatie is over het algemeen wel aan het stijgen, maar is desondanks geen risico. De kerninflatie is over het algemeen aan het dalen. In Japan is de kerninflatie zelfs gedaald tot een zorgelijke -1,5% jaar-op-jaar. De 10-jaarsrente staat nu op 1,0%, een niveau dat we de afgelopen zeven jaar niet hebben gezien. Zelfs in het licht van Japans 20-jarige depressie is dit een extreem laag niveau. Voor de ontwikkelde markten maken beleggers zich meer zorgen over deflatie dan over inflatie, in ieder geval voor de korte termijn. Van monetaire verkrapping is voorlopig nog geen sprake. Daarom denken wij dat dit niet het juiste moment is om rekening te houden met inflatierisico's op de lange termijn en negatief te worden over staatsobligaties. Wij genereren liever extra rendement door bedrijfsobligaties te kopen.

SPREADS VAN PERIFERE EUROLANDEN TEN OPZICHTE VAN DUITSLAND



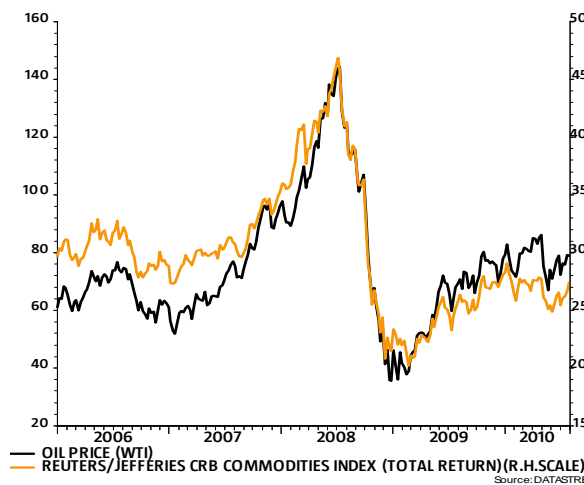
INFLATIE (% JAAR-OP-JAAR)



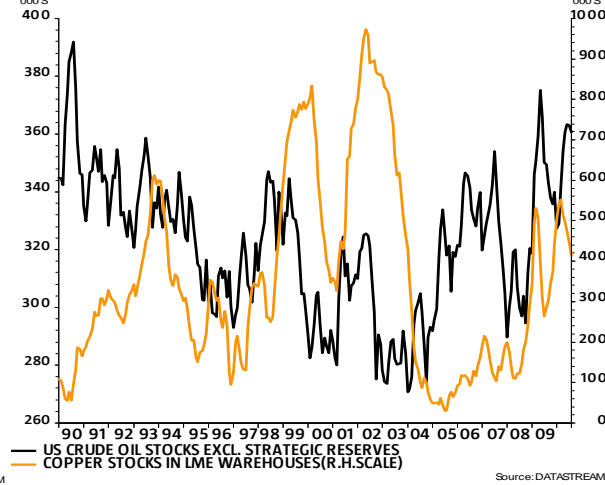
Grondstoffen

Wij handhaven onze neutrale visie op grondstoffen. Gezien de gematigde economische groei is het volgens ons te vroeg om een aanzienlijke stijging te zien in grondstoffenprijzen. Bovendien kan worden gesteld dat prijs voor de olievoorraad al hoog is. Bekeken over een langere horizon dan onze drie- tot zesmaands tactische visie verwachten we echter wel een nieuwe piek in grondstoffenprijzen. Dit komt door de vraag van de groeiende wereldwijde middenklasse.

OLIEPRIJS EN DE CRB GRONDSTOFFENINDEX (USD)



AMERIKAANSE OLIEVOORRAAD EN KOPERVEROORRAAD IN LME-MAGAZIJNEN



Regiomix

PERFORMANCE PER REGIO (MSCI AC WORLD; UNHEDGED TOTAALRENDEMENT IN EUR)

| | -1M | -3M | -6M | -12M | -3J | -5J |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| NOORD-AMERIKA (47%) | 5.8% | -4.1% | 12.6% | 25.0% | -10.2% | -1.1% |
| EUROPA (26%) | 10.7% | 5.0% | 10.8% | 18.7% | -21.3% | 7.6% |
| PACIFIC (14%) | 2.9% | -4.9% | 5.8% | 15.5% | -16.4% | 9.8% |
| OPKOMENDE MARKTEN (13%) | 6.6% | 2.3% | 16.3% | 31.8% | 5.9% | 74.9% |
| AC WORLD (100%) | 6.7% | -1.2% | 11.6% | 22.7% | -12.7% | 8.2% |

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Onze argumenten ten gunste van Noord-Amerika versus Europa zijn zwakker geworden. Dit komt deels door het stijgende producentenvertrouwen in de eurozone, voornamelijk in Duitsland, en deels door het herstel van de euro waaruit blijkt dat de schulden crisis op dit moment onder controle is. We gaan onze tactische visie echter nog niet wijzigen, omdat de zorgen over een dip in de Amerikaanse economie volgens ons overdreven zijn. Bovendien zijn er in de VS meer opwaartse winstherzieningen dan in andere regio's. Dit heeft ongetwijfeld ook te maken met de recente verzwakking van de dollar. Opkomende markten laten een constante goede performance zien. Dit geldt zowel voor hun economieën als voor de meeste aandelenmarkten. Maar omdat opkomende markten cyclisch zijn en daarmee gevoelig voor de wereldeconomie, verwachten wij een performance in lijn met de andere markten. Wij handhaven voorlopig onze neutrale positie voor de Pacific. Zowel het momentum als de winstherzieningen zijn zwak. Japanse consumenten zijn echter sterker dan verwacht, wat een gunstig voorteken kan zijn voor hun economie.

WINST- EN WAARDERINGSCIJFERS PER REGIO (MSCI AC WORLD)

| | WINSTGROEI (%) | | | ST.DEV. RAMINGEN (%) | | WINSTHERZ. INDEX | | K/W OP 12M FWD WINST | |
|-------------------|----------------|------|------|----------------------|----------|------------------|------|----------------------|----------|
| | FJ1 | FJ2 | 12M | HUIDIG | 10J GEM. | 3M | 1M | HUIDIG | 10J GEM. |
| NOORD-AMERIKA | 33.1 | 16.2 | 21.4 | 6.4 | 5.0 | 9.3 | 19.9 | 12.4 | 16.2 |
| EUROPA | 34.2 | 17.4 | 22.9 | 14.0 | 12.2 | 12.9 | 16.6 | 10.7 | 14.3 |
| PACIFIC | 46.7 | 19.4 | 35.0 | 0.9 | 2.3 | 0.1 | -0.9 | 13.6 | 18.1 |
| OPKOMENDE MARKTEN | 32.8 | 18.0 | 23.5 | 13.0 | 9.1 | 3.9 | 12.6 | 10.8 | 10.8 |
| AC WORLD | 34.8 | 17.2 | 23.6 | 2.4 | 1.9 | 8.3 | 16.7 | 11.8 | 15.3 |

DE WINSTHERZIENINGSINDEX WORDT BEREKEND ALS HET VERSCHIL TUSSEN HET AANTAL OP- EN NEERWAARTSE HERZIENINGEN TEN OPZICHT VAN HET AANTAL TOTALE HERZIENINGEN.

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Sectormix

PERFORMANCE PER SECTOR (MSCI AC WORLD; UNHEDGED TOTAALRENDEMENT IN EUR)

| | -1M | -3M | -6M | -12M | -3J | -5J |
|------------------------------------|------|-------|-------|-------|--------|--------|
| ENERGIE (11%) | 9.0% | -3.5% | 7.1% | 16.5% | -7.1% | 17.2% |
| BASISMATERIALEN (8%) | 9.3% | 1.0% | 13.9% | 26.2% | -5.1% | 60.4% |
| INDUSTRIE EN DIENSTVERLENING (10%) | 7.8% | -1.4% | 15.1% | 31.0% | -18.1% | 15.0% |
| CONSUMENT CYCLISCH (9%) | 6.5% | -2.8% | 15.8% | 29.4% | -10.6% | 2.1% |
| CONSUMENT DEFENSIEF (10%) | 3.2% | 1.3% | 11.9% | 28.2% | 16.3% | 40.3% |
| GEZONDHEIDSZORG (8%) | 0.7% | -3.3% | 1.4% | 16.8% | -1.8% | 0.9% |
| FINANCIËLE DIENSTVERLENING (22%) | 9.5% | -0.1% | 14.5% | 18.9% | -34.0% | -19.0% |
| IT (12%) | 5.2% | -5.9% | 10.1% | 24.4% | -5.1% | 8.1% |
| TELECOM (5%) | 7.1% | 7.8% | 14.9% | 21.0% | -6.5% | 21.9% |
| NUTSBEDRIJVEN (4%) | 4.9% | 2.3% | 9.3% | 16.3% | -7.5% | 25.5% |
| AC WORLD (100%) | 6.7% | -1.2% | 11.6% | 22.7% | -12.7% | 8.2% |

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Omdat we verwachten dat de markten zich zijwaarts bewegen, hebben we een voorkeur voor defensieve sectoren. We geven de voorkeur aan consument defensief en telecom, omdat het momentum en de winstherzieningen voor deze sectoren beter zijn dan voor andere defensieve sectoren. Daarnaast zijn we nog steeds positief over de vooruitzichten voor de sector IT, dankzij gezonde balansen en aantrekkelijke waarderingen. De sector wordt de laatste tijd echter gehinderd door zorgen dat de top in hardware en halfgeleiders nadert. We hebben besloten onze positieve visie te handhaven, omdat de winstverwachtingen nog steeds positief zijn. Wij zijn negatief over de cyclische sectoren. Het kan voor basismaterialen moeilijk worden de performance van de markt te evenaren nu de winsten neerwaarts worden herzien als weerslag van de verzwakkende macrocijfers. Tot slot hebben we nog steeds geen vertrouwen in de financiële sector. De vooruitzichten verbeteren echter wel. De hoeveelheid problemleningen neemt af en de operationele gegevens worden steeds duidelijker

met de invoering van Basel III. Wij willen echter meer technische bevestiging voordat we onze conservatieve houding tegenover de sector loslaten.

WINST- EN WAARDERINGSIJFERS PER SECTOR (MSCI AC WORLD)

| | WINSTGROEI (%) | | | ST.DEV. RAMINGEN (%) | | WINSTHERZ. INDEX | | K/W OP 12M FWD WINST | |
|------------------------------|----------------|------|------|----------------------|----------|------------------|-------|----------------------|----------|
| | FJ1 | FJ2 | 12M | HUIDIG | 10J GEM. | 3M | 1M | HUIDIG | 10J GEM. |
| ENERGIE | 30.6 | 17.3 | 23.5 | 2.9 | 2.4 | -16.7 | -11.1 | 9.8 | 12.5 |
| BASISMATERIALEN | 77.7 | 28.9 | 46.8 | 3.5 | 2.3 | -4.6 | -8.3 | 11.0 | 13.2 |
| INDUSTRIE EN DIENSTVERLENING | 38.1 | 18.1 | 26.2 | 0.9 | 0.7 | 39.4 | 53.7 | 13.5 | 16.0 |
| CONSUMENT CYCLISCH | 71.3 | 21.6 | 37.6 | 0.7 | 0.7 | 34.5 | 41.0 | 13.9 | 17.7 |
| CONSUMENT DEFENSIEF | 9.9 | 9.5 | 10.1 | 0.4 | 0.3 | 4.3 | 12.8 | 14.2 | 16.6 |
| FARMACIE & GEZONDHEIDSZORG | 7.9 | 8.1 | 8.0 | 0.4 | 0.3 | -3.8 | 7.1 | 10.7 | 17.6 |
| FINANCIËLE DIENSTVERLENING | 50.7 | 23.7 | 32.3 | 0.9 | 0.8 | -14.0 | -9.0 | 11.2 | 12.4 |
| IT | 58.6 | 12.3 | 23.9 | 0.5 | 0.4 | 22.2 | 33.0 | 12.5 | 22.0 |
| TELECOM | 3.6 | 7.7 | 6.1 | 0.5 | 0.5 | 9.9 | 17.3 | 11.5 | 21.1 |
| NUTSBEDRIJVEN | -0.7 | 11.5 | 4.6 | 1.0 | 0.7 | -10.6 | 5.8 | 12.1 | 13.7 |
| AC WORLD | 34.8 | 17.2 | 23.6 | 2.4 | 1.9 | 8.3 | 16.7 | 11.8 | 15.3 |

DE WINSTHERZIENINGSINDEX WORDT BEREKEND ALS HET VERSCHIL TUSSEN HET AANTAL OP- EN NEERWAARTSE HERZIENINGEN TEN OPZICHT VAN HET AANTAL TOTALE HERZIENINGEN.

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Sluitingsdatum tekst en tabellen: 05 augustus 2010.

De maanden in de tekst en de tabellen zijn geen kalendermaanden maar worden teruggerekend vanaf de sluitingsdatum.

Belangrijke informatie

Dit document is met uiterste zorgvuldigheid samengesteld door Robeco Asset Management, een handelsnaam van Robeco Institutional Asset Management B.V. (Robeco). Het is bedoeld om de lezer te voorzien van informatie over de specifieke capaciteiten van Robeco, maar is geen aanbeveling om bepaalde effecten of beleggingsproducten te kopen of te verkopen.

De informatie in dit document is uitsluitend bedoeld voor gekwalificeerde beleggers binnen de Wet financieel toezicht of voor personen die onder willekeurige van toepassing zijnde wetten geautoriseerd zijn dergelijke informatie te ontvangen.

Beleggingsbeslissingen dienen alleen op basis van het relevante prospectus en grondig financieel, fiscaal en juridisch advies te worden genomen. Prospectussen zijn op verzoek kosteloos verkrijgbaar via www.robeco.nl.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring omtrent de juistheid of volledigheid gegeven, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. Dit document is niet bedoeld voor distributie aan of gebruik door enig persoon of entiteit in enige jurisdictie of land waar de plaatselijk geldende wet- of regelgeving een dergelijke distributie of gebruik niet toestaat.

Historische rendementen worden alleen ter illustratie gegeven en zijn als zodanig geen weergave van de verwachtingen van Robeco voor de toekomst. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle auteursrechten, patenten en andere eigendomsrechten die van toepassing zijn op de informatie in dit document zijn het eigendom van Robeco. Er worden geen rechten van welke aard dan ook in licentie gegeven of toegewezen of op andere wijze overgedragen op personen die toegang hebben tot deze informatie.

Robeco Institutional Asset Management B.V., Rotterdam (Handelsregister nr. 24123167), is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten in Amsterdam.