

## Herstel wint wereldwijd aan kracht

Léon Cornelissen

Lukas Daalder

Ronald Doeswijk



### Highlights

- Met de lente is een stroom aan gegevens op gang gekomen waaruit blijkt dat het herstel van de wereldeconomie wint aan kracht. In de VS steeg een van de betrouwbaardere voorlopende indicatoren—de ISM Manufacturing-index—naar 59,6, de hoogste waarde in bijna vijf jaar tijd.
- Op de ontwikkelde markten hebben centrale banken over het algemeen geen haast met verkrapping (al zijn ze wel bezig de kwantitatief verruimende maatregelen terug te draaien). Op de opkomende markten die het snelste groeien, verhogen de monetaire autoriteiten met tegenzin de rente, maar ze blijven wel ruimschoots achter op de curve.
- De kracht van het nieuwe EU-vangnet zal waarschijnlijk veel eerder worden getest dan de ontwikkelaars daarvan hadden gehoopt. Zolang de Griekse regering vastberaden blijft en de bezuinigingsmaatregelen resultaat opleveren, achten wij het zeer onwaarschijnlijk dat men Griekenland failliet zal laten gaan. Meer waarschijnlijk is een oplossing waarbij het IMF is betrokken en tijdelijke leningen worden verstrekt die in een later stadium kunnen worden omgezet in permanente.
- De markt voor staatsobligaties is nog steeds gevangen tussen positieve en negatieve factoren. Op de lange termijn verwachten we dat de lange rente zal stijgen, omdat zowel de verbeterende economische omstandigheden als stijgende schuldquote inflatoire risico's met zich meebrengt.
- Dit winstseizoen is een van de laatste in de huidige cyclus, zo niet het allerlaatste, waarin de winsten de ramingen overtuigend kunnen verslaan. Op dit moment bevinden we ons nog steeds in de vroege fase van het herstel, waarin zich verrassingen kunnen voordoen door het onderschatten van operationele hefboomwerking en omzetgroei. We zijn dus nog steeds positief over de vooruitzichten voor aandelen.
- Wij blijven positief over de cyclische sectoren energie, basismaterialen, industrie en dienstverlening en IT. De economische gegevens ontwikkelen zich al een jaar lang positief, wat tot uiting komt in voortdurende opwaartse winstherzieningen, met name in cyclische bedrijven. We verwachten nog een paar verrassingen voordat de consensus aansluit bij de realiteit. Met uitzondering van energie kennen de cyclische sectoren een sterk relatief momentum. Het is onwaarschijnlijk dat de waarderingen een verdere outperformance zullen belemmeren.

## Samenvatting

**Zoals verwacht, is het economische nieuws een stuk opgeklaard. Het groeimomentum van de wereldeconomie is op dit moment sterk en onder beleggers is weer meer risicobereidheid.**

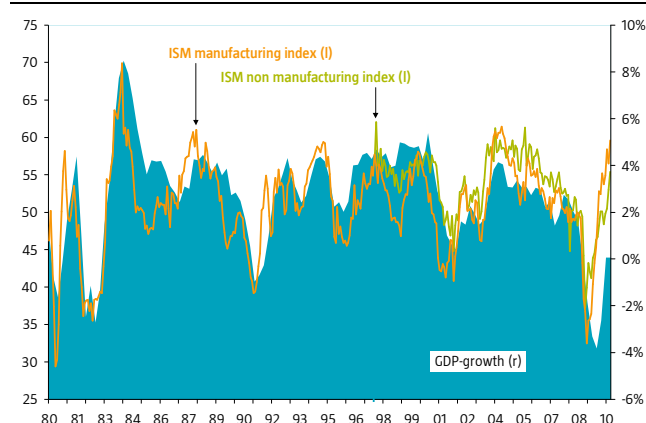
## Macro-economische visie

Het heeft even geduurd, maar het is lente geworden. In de wereldeconomie is het groeimomentum sterk. Op de ontwikkelde markten hebben centrale banken over het algemeen geen haast met verkrapping (al zijn ze wel bezig de kwantitatief verruimende maatregelen terug te draaien). Op de opkomende markten die het snelste groeien, verhogen de monetaire autoriteiten met tegenzin de rente, maar blijven daarbij wel ruimschoots achter op de curve.

### Noord-Amerika

Met de lente is een stroom van gegevens op gang gekomen waaruit blijkt dat het herstel van de wereldeconomie wint aan kracht. In de VS steeg een van de betrouwbaardere voorlopende indicatoren—de ISM Manufacturing-index—naar 59,6, de hoogste waarde in bijna vijf jaar tijd. Dit niveau van producentenvertrouwen wijst erop dat de Amerikaanse economie zich op dit moment veilig in een omgeving van 4%-plus groei bevindt (zie grafiek). Daarnaast kent ook de ISM Non-Manufacturing-index een goede notering (55,4). Belangrijk is dat de export is aangetrokken. De ISM export subindex bereikte het hoogste niveau van de afgelopen ruim 20 jaar. Dit is natuurlijk goed nieuws vanuit mondiaal perspectief – de wereldhandel trekt weer aan – maar het betekent ook dat de huidige groei niet meer alleen voorraadgerelateerd is. Niet alleen de export is gegroeid. Ook de consumentenbestedingen zijn sterker geworden in 10Q1 en gaan zeker het groeitempo van 09Q4 (+1.6%) overtreffen. Nu de Amerikaanse economie in maart 162.000 banen heeft geschapen en eerdere maandcijfers naar boven worden bijgesteld, is ook de arbeidsmarkt uit het slop. Dit zorgt voor extra momentum. Bovendien voegt de tienjaarlijkse telling nog eens ruim 600.000 banen toe in de komende maanden. Dit betekent dat de werkgelegenheidscijfers voorlopig onzuiver blijven.

AMERIKAANSE ECONOMIE: GROEI VEILIG IN DE 4%-PLUS REGIO



BRON: ISM, BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

In het licht van al dit positieve nieuws is natuurlijk de sleutelvraag voor de financiële markten hoe lang de Federal Reserve nog pas op de plaats zal blijven maken. Tot dusver is goed nieuws niet meer dan dat: goed nieuws. Maar als de markt eenmaal het einde gaat inprijzen van wat de Fed "gedurende langere tijd" noemt, zullen goede macrocijfers een minpunt blijken te zijn voor zowel aandelen als obligaties. Hoewel we verwachten dat de BBP-groei in H1 uitkomt boven het algemeen verwachte niveau, denken we toch niet dat dit de Fed spoedig zal aanzetten tot actie. Het momentum kan sterker worden, kan zelfs een positieve verrassing worden. Maar het herstel is cyclisch in een structureel zwakke omgeving. Bovendien is de kerninflatie (1,3% in februari) gedaald naar het laagste niveau sinds 2004, wat nog steeds sterk wijst op een disinflatoire omgeving. Een laatste factor die ons overtuigt dat de Fed geen stappen zal nemen, is de obligatiemarkt. In de afgelopen maand zijn Amerikaanse Treasuries met een langere looptijd gestaag verslechterd door de enorme herfinancieringsactiviteiten die zijn gepland voor dit jaar. De schade is tot op heden beperkt gebleven omdat de yieldcurve al op het steilste niveau van de afgelopen dertig jaar is, terwijl het korte eind van de curve laag wordt gehouden door het 0%-rentebeleid. Het verhogen van de korte rente heeft een negatief effect op de yieldcurve als geheel. Daarom verwachten wij dat de Fed nog wel twee keer zal nadenken voor men tot actie overgaat.

## Europa

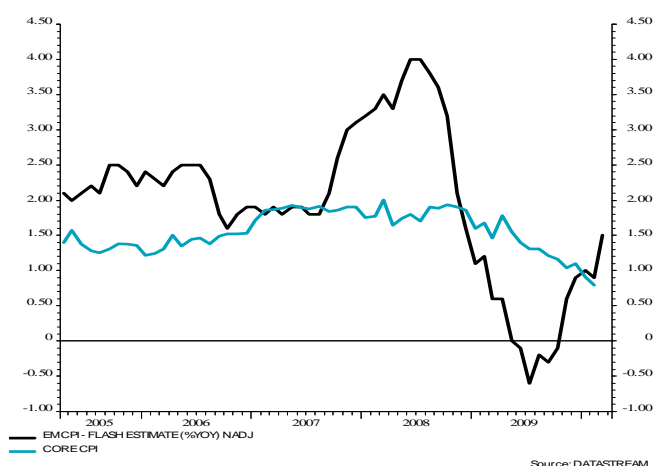
De Britse economie wint langzaam aan tempo en zal waarschijnlijk in het eerste kwartaal van 2010 licht versnellen ten opzichte van het vierde kwartaal van 2009. De financiële markten houden de uitslag van de algemene verkiezingen van 6 mei nauwlettend in het oog. Een parlement zonder duidelijke meerderheid wordt gezien als negatief omdat dit kan leiden tot een zwakke coalitie of een kortlevende minderheidsregering die niet in staat is het gigantische begrotingstekort van zo'n 12% van het BBP aan te pakken. Wij vrezen dat het VK als natie de triple-A rating gaat verliezen, ongeacht het resultaat van de verkiezingen. Dit zal waarschijnlijk het pond verder onder druk zetten. Na twee teleurstellende inflatiecijfers, werd het beeld in februari wat positiever. Het kerncijfer belooft echter nog steeds 2,9% op jaarbasis.

De groeicijfers voor 09Q4 werden voor de eurozone onlangs neerwaarts herzien naar een niveau dat aangaf dat de groei mogelijk tot stilstand was gekomen. Maar na de strengste winter in veertien jaar tijd, is nu eindelijk het voorjaar in de lucht. Het economische vertrouwen is in maart sterk verbeterd. Na wat waarschijnlijk een zwak eerste kwartaal was, gaan de belangrijkste economieën vermoedelijk in het tweede kwartaal aanzienlijk aan kracht winnen. De groei zal primair te danken zijn aan de export en de recente waardedaling van de euro vanwege de zorgen om Griekenland is in die zin een positieve factor voor Europese exporteurs.

De financiële markten lijken het ongemakkelijke compromis van de Europese leiders over het Griekse vangnet niet al te serieus te nemen. Er moeten meer gegevens boven tafel komen over wat het net nu precies inhoudt. Door een negatieve herziening van het Griekse begrotingstekort over de jaren 2008 en 2009, verliezen voor Griekse banken op slechte schulden en speculaties rond Griekse staatsobligaties lopen de spanningen weer op. En dit geldt ook voor CDS-spreads – en niet alleen voor Griekenland. Zolang de Griekse regering echter vastberaden blijft en de bezuinigingsmaatregelen resultaat opleveren, achten wij het zeer onwaarschijnlijk dat men Griekenland failliet zal laten gaan. Meer waarschijnlijk is een oplossing waarbij het IMF is betrokken en tijdelijke leningen worden verstrekt die in een later stadium kunnen worden omgezet in permanente. De kracht van het vangnet zal waarschijnlijk veel eerder worden getest dan de ontwikkelaars daarvan hadden gehoopt.

De inflatoire ontwikkelingen in de eurozone zijn redelijk mild. De flash estimate voor februari was een fractie gedaald naar 0,9% op jaarbasis. Vanwege de aanhoudende twijfel over de kracht van de economie in deze regio plus de aanhoudende crisis in Zuid-Europa, heeft de ECB absoluut geen haast met het verhogen van de rente. Vóór het vierde kwartaal van 2010 verwachten we geen verhoging van de herfinancieringsrente.

EMU FLASH ESTIMATE EN KERNINFLATIE (YOY%)



## Pacific

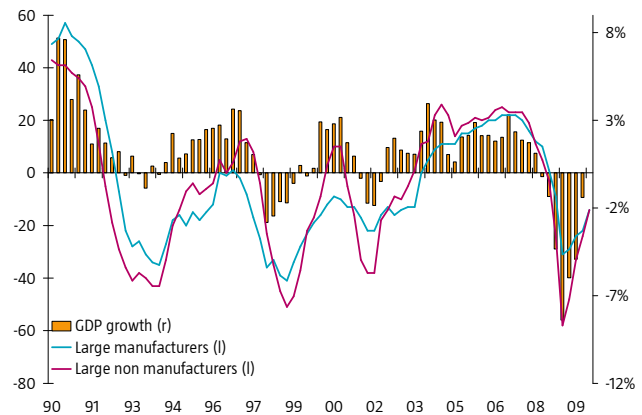
Terwijl de Amerikaanse economie positief verrast, loopt de Japanse economie grotendeels in de pas met de verwachtingen. De export is weliswaar sterker opgeveerd dan eerder dit jaar werd verwacht omdat Japan kon profiteren van de sterke economische performance van de Aziatische regio, maar hier stond een tegenvallende binnenlandse vraag tegenover. Sommige partijen putten troost uit de kwartaalcijfers van de Tankan die begin deze maand werden gepubliceerd. De verbetering in het sentiment van grote producenten was zoals verwacht (stijging van 11 punten naar -14), maar het vertrouwen van grote niet-producenten overtrof de verwachtingen (stijging van 8 punten naar -14). Aangezien deze laatste groep meer binnenlands georiënteerd is, werd dit beschouwd als een signaal dat de ergste deflatie tot het verleden behoort. Er is echter maar één blik nodig op het midden- en kleinbedrijf om een dergelijke conclusie in twijfel te trekken. Met name het sentiment onder kleine dienstverleners blijft terneergeslagen en zij zijn dan ook negatiever over de vooruitzichten (-37) dan over de huidige situatie (-31). Nu het economische herstel nog geen tekenen vertoont van positieve verrassingen, de Nikkei zich beweegt in lijn met de bredere markt en de enorme structurele problemen (schuld, vergrijzing, deflatie) nog steeds aanwezig zijn, blijven wij afwachtend.

De Reserve Bank of Australia verhoogde de rente met een bescheiden 25 basispunten en sprak zijn vertrouwen uit in de groei van de wereldeconomie en het functioneren van de wereldwijde financiële markten. Bij een inflatie van rond de 2%, ongeveer trendmatige groei en weer stijgende grondstoffenprijzen, liggen meer renteverhogingen in de lijn der verwachting.

## Opkomende markten

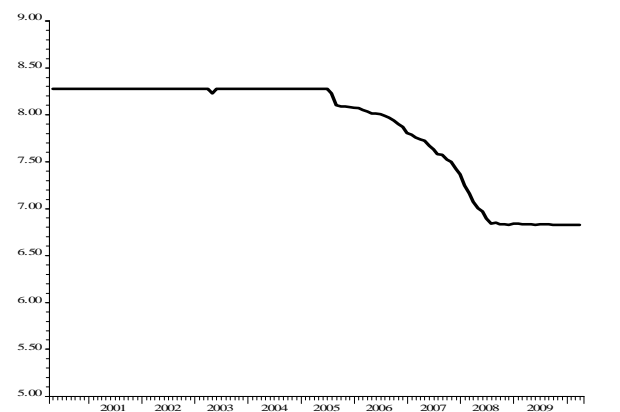
Het groeimomentum in de Chinese economie blijft krachtig, ondanks enige afkoelende maatregelen van de regering met als doel de overcapaciteit in bepaalde sectoren te beperken en bankleningen te beteugelen. De inflatie stijgt en bereikte in februari een niveau van 2,7% op jaarbasis. De regering buigt voor de druk om de yuan enigszins te laten stijgen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Net als in China blijft het groeimomentum in de Indiase economie krachtig. De inkoopmanagersindex voor producerende bedrijven steeg in maart voor de twaalfde maand op rij. De inflatoire druk blijft groot. De zwakste moessonregens in bijna 30 jaar drijven de prijzen van levensmiddelen op en dit zorgt voor meer druk op de lonen. Hoewel de centrale bank terughoudend is, wordt toch een verdere verhoging van de rente verwacht. Ook in Brazilië neemt de inflatiedruk toe. In februari bereikte het inflatiecijfer in Brazilië 4,8% op jaarbasis, iets hoger dan het streefcijfer van 4,5% de centrale bank. Aangezien de centrale bank vastberaden is in zijn poging de inflatie de kop in te drukken, wordt voor april een eerste renteverhoging verwacht. Na een kleine krimp in 2009 haalt de economische groei dit jaar zeker de 6%. De Russische roebel profiteert van de stijgende olieprijs. De inflatie daalt en de kapitaalstroom van beleggers richting Rusland stijgt gestaag. De groeivoorzichten verbeteren.

JAPAN: STEEDS WEER HET LAND VAN DE RIJZENDE ZON...



BRON: BANK OF JAPAN

CHINESE YUAN VERSUS AMERIKAANSE DOLLAR



BRON: BLOOMBERG

Source: DATASTREAM

**BBP-GROEI PER REGIO (%)**

	2008	2009	2010	2011	Δ -1M 2010	ROBECO*
VS	0,4	-2,5	3,1	3,0	0,0	+
EUROZONE	0,6	-3,8	1,1	1,5	-0,1	+
VK	0,6	-4,5	1,4	2,3	0,0	=
JAPAN	-0,7	-5,3	1,9	1,6	0,4	+
CHINA	9,0	8,5	9,9	9,1	0,1	+
INDIA	6,7	6,6	7,0	8,2	0,1	+
BRAZILIË	5,1	-0,1	5,3	4,6	-0,1	+
RUSLAND	5,6	-7,9	3,9	4,6	-0,2	+
WERELD	1,7	-2,1	3,1	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	3,8	-0,4	2,2	1,9	-0,1	=
EUROZONE	3,3	0,3	1,1	1,4	-0,1	=
VK	4,3	1,9	3,5	2,3	0,1	+
JAPAN	1,4	-1,3	-1,1	-0,3	0,0	=
CHINA	5,9	-0,7	3,2	3,3	-0,1	+
INDIA	9,0	10,4	11,4	8,0	0,8	=
BRAZILIË	5,9	4,3	4,6	4,7	0,1	+
RUSLAND	13,3	9,1	7,1	6,9	-0,2	+
WERELD	4,2	0,6	2,2	2,1	0,0	=

\* GEEFT AAN OF WE EEN HOGERE (+), GELIJKE (=) OF LAGERE (-) CPI VERWACHTEN DAN DE HUIDIGE CONSENSUSSCHATTING VOOR 2010

BRON: CONSENSUS ECONOMICS, ROBECO

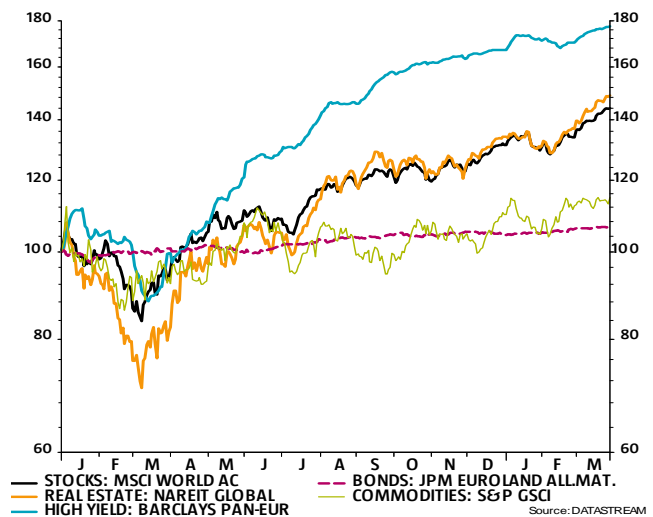
## Vooruitblik financiële markten

### Assetmix

#### Terugblik op vorige maand

De algemene trend op de financiële markten is nu al een jaar lang hetzelfde. De wereldeconomie staat in de herstelstand en de risicobereidheid is teruggekeerd. Risicovolle beleggingen zijn in een vrijwel rechte lijn gestegen. Opnieuw waren er de afgelopen maand mooie rendementen. Aandelen stegen met 7,4%. Vastgoed deed het nog beter en leverde 8,0% op. High yield, met een indrukwekkende 78,7% de absolute winnaar van de laatste twaalf maanden, doet het nog steeds prima met een rendement van 4,6% over de afgelopen maand. De rentespreads daalden en bereikten bijna het laagstniveau van januari, wat positief was voor het rendement. Staatsobligaties zetten hun gestage stijging voort en rendeerden 0,7%. De Duitse lange rente daalde licht naar 3,1%. Grondstoffen hebben zich met horten en stoten hersteld in het afgelopen jaar. Het rendement van grondstoffen over de afgelopen maand was 2,8%. De olieprijs is gestegen tot boven een niveau van USD 85 per vat. In tegenstelling tot het vorige kwartaal slaagde de dollar er niet in terreinwinst te boeken op de euro en bleef steken op ongeveer EUR 1,35. De VIX index is nu al een aantal weken lager dan 20. Dit is een teken dat de risicobereidheid normaliseert.

PERFORMANCE PER BELEGGINGSCATEGORIE (TOTAALRENDEMENT IN EUR)



PERFORMANCE PER BELEGGINGSCATEGORIE (TOTAAL RENDEMENT IN EUR)

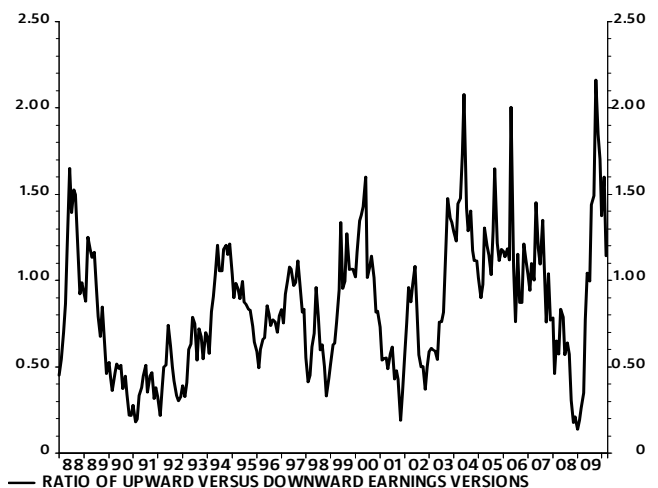
	-1M	-3M	-6M	-12M	-3Y	-5Y
AANDELEN (MSCI AC WORLD)	7,4%	9,5%	16,8%	53,4%	-12,5%	19,6%
ONROEREND GOED (NAREIT GLOBAL)	8,0%	10,2%	17,2%	81,0%	-35,3%	16,0%
HIGH YIELD (BARCLAYS PAN-EUR)	4,6%	6,5%	12,7%	78,7%	-8,7%	-10,5%
OBLIGATIES (JPM EUROLAND ALL MAT.)	0,7%	2,3%	2,2%	5,9%	18,7%	23,2%
GRONDSTOFFEN (S&P GSCI)	2,8%	5,1%	16,1%	23,5%	-25,3%	-33,0%

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

#### Aandelen

Het rapportageseizoen over het eerste kwartaal nadert. Aangezien de winstramingen de laatste drie kwartalen zijn gestegen—voor 2010 wordt nu een winstgroei van 30% verwacht—, wordt het moeilijker voor bedrijven cijfers te presenteren die een positieve verrassing vormen voor analisten en beleggers. De verhouding tussen opwaartse en neerwaartse winstbijstellingen is nog steeds in de plus, maar maakt de laatste maanden wel een dalende trend door. Dit betekent dat de consensus winstverwachtingen steeds beter aansluiting vinden bij de realiteit. Aangezien het producentenvertrouwen overal ter wereld voor de komende maanden wijst op goede economische groei, verwachten we dat de omzetgroei vanaf nu de winstgroei gaat ondersteunen. Dit winstseizoen is een van de laatste in de huidige cyclus, zo niet de allerlaatste, waarin de winsten de ramingen overtuigend kunnen verslaan. We bevinden

WINSTGROEI EN WINSTHERZIENINGEN MSCI AC WORLD

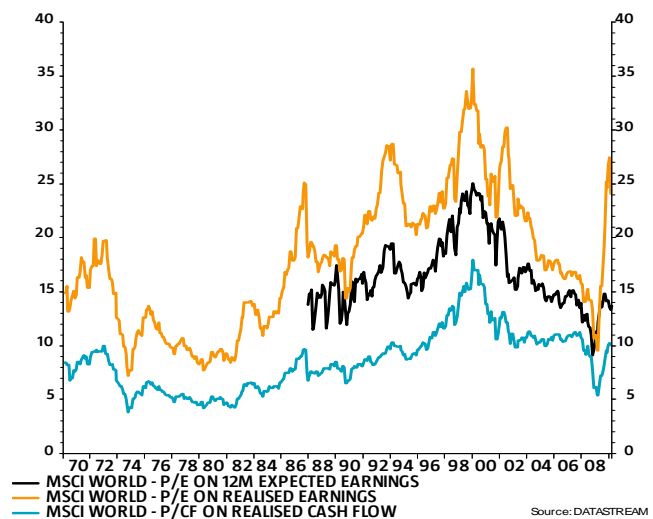


Source: DATASTREAM

ons nog steeds in de vroege fase van het herstel, waarin zich verrassingen kunnen voordoen door het onderschatten van operationele hefboomwerking en omzetgroei. Naarmate de cyclus vordert, worden belangrijke positieve verrassingen steeds onwaarschijnlijker.

Op dit moment verwachten we dat de aandelenmarkten nog enigszins zullen stijgen. Aan het begin van het jaar voorspelden we dat aandelen in 2010 een rendement van 5-15% zouden genereren. We zitten op dit moment ergens tussen deze twee cijfers in. Het year-to-date rendement voor de MSCI World-index in unhedged euro's is 9,5%. De indices zijn echter lokaal gemiddeld zo'n 5% gestegen. Alleen in de eurozone was dit een beetje minder. Met andere woorden, het herstel van de dollar speelt ook een belangrijke rol in het rendement in unhedged euro's. Wij gaan ervan uit dat de periode van economische verrassingen nog een paar maanden voortduurt. Om die reden blijft het sentiment voor de korte termijn waarschijnlijk wel positief. De waardering is immers geen beletsel voor een verdere stijging. Maar de maand mei nadert en het "Sell in May"-effect ligt op de loer. We verwachten bovendien dat vanaf de zomer de economische cijfers meer in lijn zijn met de verwachtingen. Daarnaast blijft het schuldniveau van verschillende regeringen een bedreiging vormen. Al met al is onze visie op aandelen nog steeds positief maar we zijn wel terughoudend.

WAARDERINGSINDICATOREN MSCI WORLD-INDEX



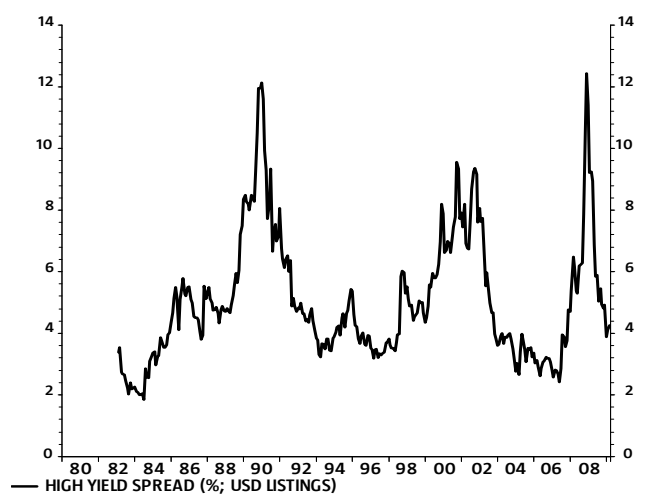
#### Vastgoed

Wij vinden vastgoed minder aantrekkelijk dan aandelen. De prijzen van woonhuizen en zakelijk onroerend goed bereikten in 2009 de bodem en bevinden zich weer op de weg omhoog. Deze beleggingscategorie is echter duur met een price-to-expected-earnings ratio van 23x, terwijl aandelen tegen 14x worden verhandeld. Bovendien is er over de hele wereld nog zo'n USD 250 miljard aan slechte leningen in commercieel vastgoed. Herfinanciering kan slechts een klein probleem zijn nu de risicobereidheid is teruggekeerd, maar door het aanhoudende gebrek aan opwaartse winstherzieningen denken wij dat aandelen een beter risico-rendementsprofiel hebben.

#### Bedrijfsobligaties

In de keuze tussen bedrijfsobligaties en staatsobligaties geven we de voorkeur aan de eerste, zelfs nu de spreads verder zijn genormaliseerd. De kans op een verder verkrappende spread neemt af. In de herstelfase van de economie is het echter waarschijnlijk dat beleggers maximaal zullen profiteren van een hogere 'running yield' op bedrijfsobligaties dan op staatsobligaties. Zolang bedrijven zich nog niet in overenthousiaste fusies en overnames storten, blijven de spreads wel intact. De aandacht gaat nog steeds uit naar de balans en daarmee zijn de vooruitzichten goed. Wij geven de voorkeur aan credits boven high yield omdat we verwachten dat de periode met positieve economische verrassingen tegen de zomer voorbij is.

HIGH YIELD SPREAD (USD NOTERINGEN)



#### Staatsobligaties

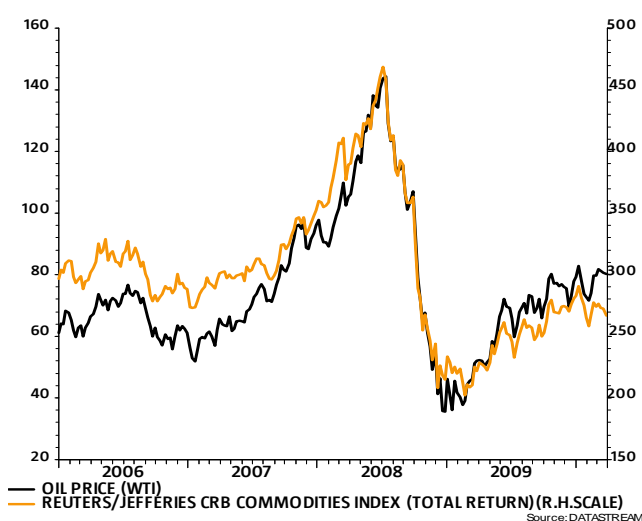
De markt voor staatsobligaties is nog steeds gevangen tussen positieve en negatieve factoren. Op dit moment gaan de algemene ramingen uit van gematigde inflatie in ontwikkelde landen en zelfs enige deflatie in Japan voor 2010 en 2011. Zelfs

voor het VK ligt de algemene verwachting voor de inflatie op niet meer dan 2,3% in 2011. Op de opkomende markten is de dreiging van de inflatie wat groter, vooral in India. Voorlopig denken we dat een aanzienlijke verslechtering van het sentiment op de obligatiemarkten niet voor de hand ligt vanwege de gunstige inflatieverwachtingen op de korte termijn. Bovendien zijn de yieldcurves op dit moment steiler dan in de afgelopen decennia. Er is echter een risico. De uitgifte van staatsschuld stijgt op dit moment scherp en een recente Amerikaanse schuldveiling werd met weinig enthousiasme ontvangen. Dit sterkt de Fed alleen maar in zijn mening dat de rente laag moet blijven zolang het effect op de inflatieverwachtingen niet al te groot is. Voor de korte termijn denken we dat de negatieve en positieve factoren elkaar in evenwicht houden. Voor de lange termijn verwachten we een hogere lange rente, omdat zowel de verbeterende economische omstandigheden als stijgende schuldquote inflatoire risico's met zich meebrengt.

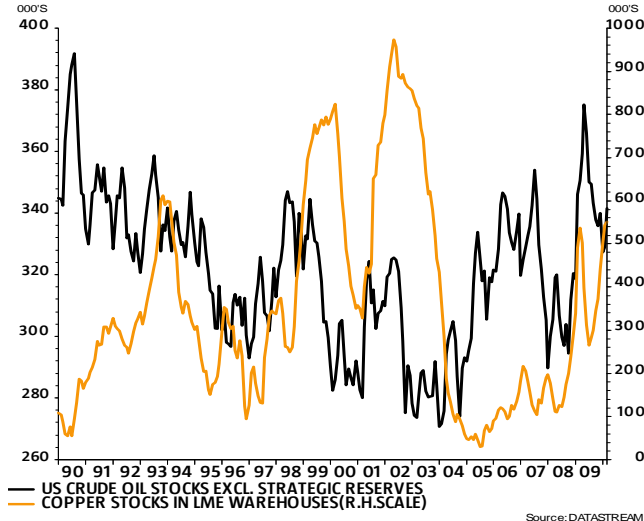
### Grondstoffen

Hoewel we zeker kunnen stellen dat aan grondstoffen gerelateerde aandelen hoog staan, blijven grondstoffen geleidelijk aan stijgen. Het lijkt erop dat het huidige economische groeitempo de prijs ondersteunt. Aanhoudende economische groei kan heel goed leiden tot de terugkeer van schaarste op de grondstoffenmarkten. Als de vraag naar olie in de BRIC-landen bijvoorbeeld de komende tien jaar met hetzelfde tempo toeneemt als de afgelopen tien jaar, zou dit onder overigens gelijkblijvende omstandigheden leiden tot een extra vraag van circa 20 miljoen vaten per dag. Dit is een aanzienlijke toename, zeker gezien het feit dat de productie al jarenlang rond ongeveer 80 miljoen vaten per dag schommelt. Ondanks het mooie rendement over de afgelopen 12 maanden zijn grondstoffen toch achtergebleven op andere risicovolle beleggingen. Hoewel de kans op een piek in de grondstoffenprijzen vanwege een schaarsteprobleem aanwezig is, handhaven wij voorlopig onze neutrale kijk op deze beleggingscategorie. Wij wachten eerst op meer tekenen van schaarste voordat we positief worden.

OLIEPRIJS EN DE CRB COMMODITIES INDEX (USD)



AMERIKAANSE OLIEVOORRAAD EN KOPERVEROORRAAD IN LME MAGAZIJEN



### Regimix

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

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3Y	-5Y
NOORD-AMERIKA (47%)	7,1%	11,9%	20,8%	48,7%	-11,2%	10,3%
EUROPA (26%)	7,5%	4,2%	9,7%	54,2%	-21,5%	17,0%
PACIFIC (14%)	6,8%	12,7%	15,0%	48,6%	-16,2%	20,3%
OPKOMENDE MARKTEN (13%)	9,0%	8,6%	20,2%	78,1%	15,4%	101,7%
AC WORLD (100%)	7,4%	9,5%	16,8%	53,4%	-12,5%	19,6%

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

We blijven positief gestemd over opkomende markten. De performance was in het afgelopen halfjaar min of meer in lijn met de markt als geheel. De economische groei was in deze landen echter verrassend sterk. Voor 2010 voorspellen economen op dit moment een groei van maar liefst 10% in China en 7% in India. De inflatierisico's bevinden zich vooral in India, waar

onlangs de eerste renteverhoging plaatsvond. Bij een K/W voor opkomende landen die iets meer dan 10% onder het gemiddelde ligt voor de markt in zijn totaliteit, valt er zeker outperformance te verwachten. En dan is er nog de Pacific-regio, gedomineerd door Japan. Positief nieuws heeft ervoor gezorgd dat de verwachte economische groei voor Japan naar bijna 2% is gestegen. Tegelijkertijd is er echter nog steeds geen sprake van inflatie. Daarmee blijft Japan een deflatiekandidaat. De rally in de Pacific hield de afgelopen maand niet aan. Het lijkt er dus weer op dat dit een kortdurende opleving was aan het einde van het jaar. Wij blijven sceptisch voor de Pacific-regio. We hebben een neutrale visie op Europa en Noord-Amerika. Europa heeft meer moeite met het herstel dan andere regio's. Bovendien is er geen duidelijk plan voor het aanpakken van de Griekse problemen, behalve dan het invoeren van de hulp van het IMF en het stemmen van EU-leden over bilaterale leningen (die niet vriendelijk geprijsd zouden zijn). Het is misschien echter niet het goede moment om negatief te worden omdat de euro al zoveel heeft ingeleverd. Noord-Amerika geeft blijk van economische flexibiliteit. Het producentenvertrouwen is drastisch verbeterd, in de afgelopen maand groeide het consumentenkrediet voor de eerste keer in een jaar tijd en de detailhandelsverkoop zijn met 4% jo gestegen. De regio lijkt aantrekkelijk, maar de dollar wint wellicht te snel aan kracht. Dit kan in de nabije toekomst een negatieve invloed hebben op niet-afgedekte rendementen.

**WINST- EN WAARDERINGSCIJFERS PER REGIO (MSCI AC WORLD)**

	WINSTGROEI (%)			ST.DEV. RAMINGEN (%)		WINSTHERZ. INDEX		K/W OP 12M FWD WINST	
	FY1	FY2	12M	HUIDIG	10J GEM.	3M	1M	HUIDIG	10J GEM.
NOORD-AMERIKA	26,9	20,1	24,3	6,7	4,9	21,2	4,8	14,2	16,6
EUROPA	25,8	20,8	24,2	14,3	11,9	11,1	6,6	12,1	14,7
PACIFIC	49,4	21,2	48,2	0,9	2,6	24,9	18,8	16,3	18,7
OPKOMENDE MARKTEN	30,0	18,1	28,5	11,6	8,8	12,5	7,7	11,9	10,9
AC WORLD	29,3	20,2	27,2	2,4	1,9	16,7	7,8	13,5	15,7

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

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

**Sectormix**

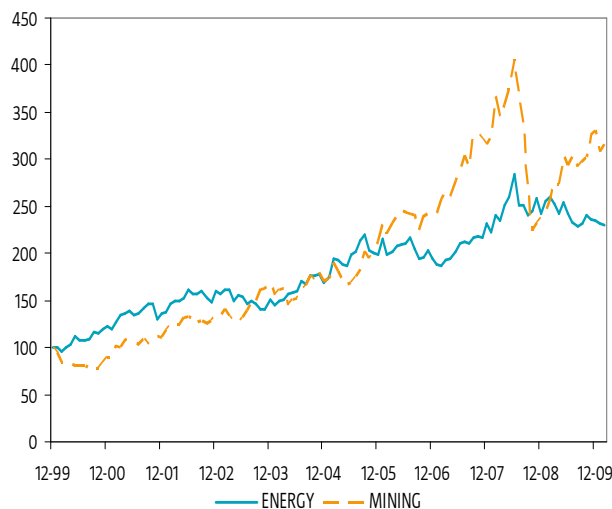
**PERFORMANCE PER SECTOR (MSCI AC WORLD; UNHEDGED TOTAALRENDEMENT IN EUR)**

	-1M	-3M	-6M	-12M	-3Y	-5Y
ENERGIE (11%)	5,6%	5,0%	13,8%	38,7%	1,1%	41,1%
BASISMATERIALEN (8%)	10,4%	9,4%	24,6%	75,5%	5,4%	75,8%
INDUSTRIE EN DIENSTVERLENING (10%)	9,1%	15,3%	21,6%	65,4%	-13,3%	20,4%
CONSUMENT CYCLISCH (9%)	9,1%	12,9%	22,3%	62,4%	-16,2%	7,9%
CONSUMENT DEFENSIEF (10%)	4,9%	10,4%	20,4%	43,6%	11,6%	47,3%
GEZONDHEIDSZORG (9%)	3,5%	8,3%	18,8%	33,6%	-1,1%	19,2%
FINANCIËLE DIENSTVERLENING (22%)	9,1%	10,5%	10,1%	76,0%	-38,0%	-10,8%
IT (12%)	8,5%	9,5%	20,8%	57,0%	2,9%	24,7%
TELECOM (5%)	4,9%	3,6%	9,2%	27,2%	-9,5%	23,6%
NUTSBEDRIJVEN (4%)	3,9%	2,8%	7,8%	26,0%	-13,8%	38,5%
AC WORLD (100%)	7,4%	9,5%	16,8%	53,4%	-12,5%	19,6%

BRON: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Wij blijven positief over de cyclische sectoren energie, basismaterialen, industrie en dienstverlening en IT. De economische gegevens ontwikkelen zich al een jaar lang positief, wat tot uiting komt in voortdurende opwaartse winstherzieningen voor aandelen in het algemeen en cyclische namen in het bijzonder. We verwachten nog een paar verrassingen voordat de consensus aansluit bij de realiteit. Met uitzondering van energie kennen de cyclische sectoren een sterk relatief momentum. Het is onwaarschijnlijk dat de waarderingen een verdere outperformance zullen belemmeren. Hier staat tegenover dat defensieve sectoren achterblijven bij de markt. Het is nog te vroeg om in defensieve aandelen te stappen. De meeste lijken goedkoop, zoals farmacie, telecom en nutsbedrijven, maar noch het economische klimaat noch de seizoensfactor spreekt in het voordeel van defensieve beleggingen. De index voor winstherzieningen is over het algemeen zwakker dan voor cyclische sectoren, wat onze terughoudendheid ten aanzien van defensieve sectoren bevestigt. De vooruitzichten voor financiële dienstverlening verbeteren met een aan kracht winnend momentum, maar dit wordt niet ondersteund—althans nog niet—door winstherzieningen. De onzekerheid over toekomstige voorschriften voor kapitaalvereisten en speciale belastingen lijkt te zijn ingeprijsd door de markt.

RELATIEVE PERFORMANCE SECTOR ENERGIE EN AANDELEN MIJNBOUW (WERELDWIJD)



BRON: MSCI, ROBECO

WINST- EN WAARDERINGSIJFERS PER SECTOR (MSCI AC WORLD)

	WINSTGROEI (%)			ST.DEV. RAMINGEN (%)		WINSTHERZ. INDEX		K/W OP 12M FWD WINST	
	FY1	FY2	12M	HUIDIG	10J GEM.	3M	1M	HUIDIG	10J GEM.
ENERGIE	28,4	24,3	27,7	3,3	2,3	-1,2	-11,8	11,3	12,8
BASISMATERIALEN	67,1	29,7	59,5	3,1	2,2	20,6	7,4	13,8	13,3
INDUSTRIE EN DIENSTVERLENING	28,3	21,3	27,4	0,9	0,7	16,2	16,1	15,9	16,3
CONSUMENT CYCLISCH	58,0	24,1	48,6	0,7	0,6	36,5	43,3	16,2	18,2
CONSUMENT DEFENSIEF	9,3	10,2	10,0	0,4	0,3	13,0	5,4	15,0	16,7
GEZONDHEIDSZORG	8,1	9,2	8,6	0,4	0,2	14,8	0,9	12,3	18,1
FINANCIËLE DIENSTVERLENING	39,7	30,6	37,4	1,0	0,8	-1,1	-16,2	12,7	12,5
IT	47,4	13,5	33,9	0,4	0,4	51,0	31,7	14,8	23,1
TELECOM	6,7	7,9	7,8	0,5	0,5	-17,6	-18,2	11,8	21,8
NUTSBEDRIJVEN	2,0	8,7	3,0	0,7	0,7	-15,8	11,9	12,5	13,8
AC WORLD	29,3	20,2	27,2	2,4	1,9	16,7	7,8	13,5	15,7

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: 08 april 2010, sluitingsdatum tabellen: 01 april 2010.**

De maanden in 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. De prospectussen zijn op verzoek kosteloos verkrijgbaar via [www.robeco.com](http://www.robeco.com).

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 geven 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.