

Beleggingsvisie

De juiste toon

De wereldeconomie is 2010 beter begonnen dan 2009. Vanaf april vorig jaar zijn de vertrouwensindicatoren sterk verbeterd en het economische herstel kan nu daadwerkelijk vorm krijgen. Mede dankzij omvangrijke overheidsstimuleringen is het gevaar van een depressie in de grote economische blokken afgewend. Centrale banken zijn erin geslaagd om de kredietcrisis te beteugelen en het vertrouwen in het financiële stelsel te herstellen. Geld- en kapitaalmarkten functioneren weer naar behoren. Doordat het bedrijfsleven direct scherp reageerde op het uitbreken van de kredietcrisis en het werkkapitaal zo efficiënt mogelijk ging inzetten - voorraden werden drastisch verminderd en arbeidskosten aanzienlijk teruggebracht - zijn de meeste bedrijven beter dan ooit gepositioneerd om snel te kunnen profiteren van een herstel. Om als belegger de juiste toon te treffen is het essentieel een weloverwogen keuze te maken en daarbij de lange termijn in het oog te houden.

Financiële markten hebben al op zo'n herstel geanticipeerd. De aandelenkoersen liepen vanaf maart vorig jaar met tientallen procenten op en 2009 was een prima jaar voor bedrijfsobligaties. Grondstoffenprijzen herstelden zich sterk en de opkomende markten zagen de kapitaalstromen weer hun kant op komen.

We zijn daarmee op het punt aangeland waar beleggers bewijs willen zien dat het nu echt beter gaat. De beurskoersen zijn zo sterk opgelopen dat in elk geval een deel van het winstherstel inmiddels is verdisconteerd. De rendementspremies voor bedrijfsobligaties zijn nagenoeg genormaliseerd en zelfs voor obligaties met een hoog debiteurenrisico worden nu aanzienlijk lagere premies gevraagd. De vraag is nu: zit er nog meer in het vat of hebben we de periode van 'easy money' inmiddels achter ons liggen? Risico's en onzekerheden zijn nog altijd groter dan normaal en problemen in Griekenland en Dubai schrikken ons op. Op wat langere termijn is de vraag hoe de torenhoge overheidsschulden ooit kunnen worden terugbetaald en hoe centrale banken hun

extreem expansieve monetaire beleid zonder grote brokken kunnen neutraliseren. En is de Chinese economie niet bezig oververhit te raken?

Een sterkere basis

Wij zijn optimistisch over een verder herstel van de economie in de westerse landen. Zo duiden de eerste (voorlopige) cijfers over de economische groei in de VS over het vierde kwartaal van 2009 op een groei van meer dan 5% op jaarbasis! Wij plaatsen daar wel een aantal kanttekeningen bij, maar zien ons toch gesterkt in onze al langer verkondigde overtuiging dat de kracht van het economische herstel ons in positieve zin zal verrassen.

Een belangrijke reden daarvoor is het voorraadherstel bij het bedrijfsleven. Doordat bedrijven weinig of geen last meer hebben van kredietbeperkingen en vooral in opkomende landen de vraag sterk zien toenemen, worden bedrijfsvoorraden weer aangevuld. Dit kan volgens onze schattingen gedurende heel 2010 een positief effect van ongeveer 1% op de economische groei hebben.

Aanbevolen vermogensverdeling

Aandelen	overwogen
Obligaties	onderwogen
Onroerend goed	neutraal
Liquiditeiten	onderwogen

Bron: Investment Advisory Centre per 02.02. 2010

Mondiale macro-economische kernvariabelen

	2010	2011
Economische groei	% jaar-op-jaar	
Eurozone	1,7%	1,5%
VS	3,4%	2,3%
Japan	1,2%	1,7%
China	9,4%	9,9%
Brazilië	5,5%	4,5%

	06.2010	12.2010
--	---------	---------

Officiële tarieven

Euro – ECB refirente	1,00%	1,50%
USDollar – Fed	0-0,25%	1,25%

10-jaars staatslening

Euro (Bunds)	3,8%	4,3%
USDollar (Treasury)	4,0%	4,7%

Wisselkoers

Euro/USDollar	1,45	1,35
---------------	------	------

Ramingen van het ABN AMRO Economisch Bureau per 01.02.2010

Hoe gek het misschien ook klinkt: ook de huizenmarkt in de VS zal in 2010 gaan bijdragen aan de groei. De bouw van nieuwe woningen is in een aantal segmenten van de woningmarkt zo sterk ingezakt, dat zelfs een stabilisatie rond de huidige niveaus al tot een aanzienlijk betere bijdrage aan de economie zal leiden. Daarnaast geloven wij niet echt in een 'jobless recovery'. Juist omdat bedrijven in de VS in de crisisperiode pijlsnel hun werknemersbestand hebben gereduceerd, zal een beetje vraagherstel ook weer leiden tot enig herstel van de werkgelegenheid. Daarnaast zijn de overheidsstimuleringsmaatregelen voor een groot gedeelte nog niet uitgegeven, zodat de effecten daarvan ook nog altijd niet zichtbaar zijn in de economie en op de arbeidsmarkt.

De Aziatische regio en een aantal opkomende landen in Latijns-Amerika lopen voorop in de herstelcyclus. De VS volgen op de voet, terwijl Europa en Japan wat achterblijven.

Tot slot gaan wij ervan uit dat centrale banken nog lange tijd de rente laag zullen houden. Er is geen ruimte meer voor verdere stimulering door de overheden als de economie toch weer terug zou vallen. Centrale banken zullen eerder een gok willen nemen met inflatierisico's dan met de overheidstekorten, zodat voorlopig het gevaar van renteverhogingen van enige substantie niet aan de orde is. Voor beleggers betekent dit dat het aanhouden van liquiditeiten en spaartegoeden niet veel zal opbrengen, zodat de zoektocht naar betere alternatieven ook in 2010 zal doorgaan.

Opkomende markten

Mede door de kredietcrisis is er een nieuw evenwicht in de wereld economie aan het ontstaan. Dat uit zich in aanzienlijke verschillen in economische groei tussen de geïndustrialiseerde landen enerzijds en de opkomende economieën anderzijds. Wij gaan ervan uit dat deze laatste het langere tijd beter zullen blijven doen. Voor veel opkomende landen geldt dat de financiële situatie in het afgelopen decennium duidelijk is verbeterd, terwijl er tegelijkertijd een sterke middenklasse aan het ontstaan is. De afhankelijkheid van westerse

economieën neemt af en de groei wordt in toenemende mate veroorzaakt door stijging van de binnenlandse vraag. Economieën van opkomende landen spelen daarmee een belangrijke rol in het herstel van de wereld economie. De meeste opkomende economieën hebben weinig te lijden gehad van de kredietcrisis en de bankstelsels zijn een stuk gezonder dan in eerdere perioden van tegenslag. Wel bestaat in verschillende landen op wat langere termijn het gevaar van inflatie. De aanhoudende groei en de grote gevoeligheid van deze economieën voor voedselprijzen lijken nu al opwaartse druk uit te oefenen op het prijspeil.

In 2009 was de groei van 5,4% voor de Aziatische regio volledig afkomstig van India en China. Volgens onze berekeningen zal in 2010 de groei in de regio versnellen naar 8,1%, waarbij ook kleinere landen zullen gaan bijdragen aan deze ontwikkeling.

De regio Centraal- en Oost-Europa heeft sterk te lijden gehad van krimpende industriële productie. Het groeiherstel in de regio zal in 2010 onevenwichtig verlopen en achterblijven bij andere opkomende regio's in de wereld.

Latijns-Amerika profiteert sterk van het herstel van de grondstofprijzen in de wereld. Vooral Brazilië ontwikkelt zich als een groeimotor, maar de forse koersstijging van de Braziliaanse real kan het momentum in de economie wel enigszins temperen.

Beleggingsmogelijkheden

Waar het beleggen in opkomende markten in het verleden werd gezien als risicovol, lijken beleggers daar nu anders over te denken op grond van de hogere kredietwaardigheid en aantrekkelijke groeivoorzichten van opkomende landen. Vooral Brazilië en China profiteren van de enorme toestroom van kapitaal, maar ook in andere landen en regio's heeft zich vorig jaar een zeer sterk beursherstel voorgedaan. Niet alleen de lokale ondernemingen, maar ook talloze Europese en Amerikaanse bedrijven realiseren nu een belangrijk deel van hun winst in snel groeiende ontwikkelingslanden. Dit heeft tot gevolg dat de belegger zowel direct als indirect een belang kan opbouwen in opkomende

markten. Wij adviseren om bij directe beleggingen in opkomende markten de risico's zorgvuldig te spreiden en het selecteren van beleggingen over te laten aan gespecialiseerde fondsmanagers. Een van onze favoriete beleggingsfondsen voor aandelen in opkomende landen is het Robeco Emerging Markets Equities Fund. Wij adviseren om ongeveer 15% van de aandelenportefeuille in te richten met directe aandelenbeleggingen in opkomende markten. Daarnaast kan indirecte exposure naar opkomende markten worden ingevoegd in een goed gespreide aandelenportefeuille. Wij presenteren onderstaand een overzicht met aandelen van bedrijven die een belangrijk gedeelte van hun omzet en winst uit opkomende landen halen.

Bedrijf	Opinie	Omzet (%)
Saipem	RL	75
Avon Products	Kopen	62
Nokia	RL	60
BHP Billiton	Kopen	56
Lafarge	Kopen	55
AB Inbev	Kopen	52
ABB	Kopen	44
Telefonica	RL	44
Banco Santander	RL	44
Halliburton	RL	40
HSBC	Kopen	39
Coca-Cola	Kopen	35
Swatch	RL	35
Daimler	Kopen	33
Philips	RL	30
Emerson	Kopen	30

RL = Recommended List

De aandelen in dit overzicht zijn door ons mede geselecteerd op basis van kwaliteit, marktpositie, groeipotentieel en financiële slagkracht. Naast directe of indirecte beleggingen in de aandelenportefeuille adviseren wij ook een percentage grondstoffen op te nemen. Daarmee speelt de belegger ook langs het kanaal van de grondstofprijzen in op de sterke economische groei van opkomende landen. Tot slot adviseren wij om 15% van de obligatieportefeuille in te ruimen voor beursgenoteerd schuld papier van opkomende landen. Ons favoriete beleggingsfonds voor dit type beleggingen is het Pictet Global Emerging Markets Debt Fund. ◀

Actuele beleggingsuggesties

Aandelen - Overwogen

Het wereldwijde economische herstel zal in 2010 leiden tot reële omzetgroei bij het bedrijfsleven. Samen met de grote kostenbesparingen die in 2009 zijn ingezet, zorgt dit voor een sterke winstgroei in 2010. Gegeven deze verwachte winstgroei laten de huidige aandelenwaarderingen voldoende ruimte voor verdere koersappreciatie in de loop van het jaar. De winstgroei zal zich echter niet in alle sectoren en bij alle bedrijven in gelijke mate voordoen. Wij zijn daarom selectief bij het invullen van de aandelenportefeuille en leggen de nadruk op aandelen van bedrijven met een sterke balans en bovengemiddelde groeiperspectieven. Dit betekent dat we na eerdere accenten op cyclische nu meer plaats inruimen voor defensievere sectoren. Zo verlagen wij onze aanbeveling voor de sector Energie van Overwogen naar Neutraal en verhogen wij de aanbeveling voor de sector Gezondheidszorg van Neutraal naar Overwogen. In de sector Gezondheidszorg neemt voor het eerst sinds jaren het aantal nieuwe medicijnen dat door de FDA wordt goedgekeurd weer toe. Vooral uit de biotechnologie komen medicijnen die duidelijk effectiever zijn dan de bestaande alternatieven. Daarnaast beschikken bedrijven in deze sector doorgaans over hoge vrije kasstromen en keren ze behoorlijke dividenden uit aan aandeelhouders. Qua regionale verdeling van de aandelenportefeuille is ons advies ongewijzigd. Dat wil zeggen: Overwogen in opkomende markten, Neutraal in de VS en Europa, en Onderwogen in Japan.

Binnen de aandelenallocatie zouden wij ook een plaatsje inruimen voor Grondstoffen. In lijn met het verbeterende economische klimaat hebben veel grondstoffen sterke prijsstijgingen laten zien. Denk hierbij bijvoorbeeld aan recente koersbewegingen van olie, goud en koper. Nu lijkt een adempauze te zijn ingetreden en zijn er meer zijwaartse prijsbewegingen te zien. De economische situatie in China speelt een cruciale rol. Hier heeft de overheid recent een aantal stappen gezet in een poging de sterke groei te beteugelen. Ook blijven grondstoffen gevoelig voor de prijsvorming van de Amerikaanse dollar, de valuta waarin deze vaak worden verhandeld. In lijn met onze positieve visie op de economie in 2010 verwachten wij dat de vraag naar grondstoffen verder zal toenemen. Wij geven de voorkeur aan breedgespreide grondstofbeleggingen.

Obligaties - Onderwogen

Ons advies is om circa 40% van de obligatieportefeuille in te vullen met staatsleningen uit Nederland, Duitsland en Frankrijk, en met leningen van andere staatsgegarandeerde of supranationale instellingen. Eveneens 40% zouden wij beleggen in bedrijfsobligaties van investment grade kwaliteit. De resterende 20% zouden wij besteden aan obligaties uit opkomende markten (15%) en converteerbare obligaties (5%). Wij gaan ervan uit dat de rente op staatsleningen in de loop van dit jaar met ongeveer 1% zal gaan oplopen. Om die reden adviseren wij om de rentevoeligheid van de portefeuille laag te houden door vooral te beleggen in relatief kortlopende (staats)leningen.



Vastgoed - Neutraal

Beursgenoteerd vastgoed heeft zich in 2009 sterk hersteld van de forse koersdalingen in de daaraan voorafgaande periode. Vooral in de VS en het VK hebben vastgoedbedrijven veel nieuw kapitaal aangetrokken, zodat zij nu relatief goed van kapitaal zijn voorzien. Dit kapitaal zal bijdragen aan de verwerving van panden die nieuwe opbrengsten kunnen genereren. Potentiële kopers zijn zeer geïnteresseerd in toplocaties, onder meer in Hongkong en Londen, maar voorzichtiger met vastgoed van iets mindere kwaliteit. De sterke stijging van onroerendgoedprijzen in delen van Azië en Europa leidt tot zorgen over een mogelijke zeepbel. Wij handhaven onze neutrale visie, die mede is ingegeven door de aantrekkelijke dividendrendementen in de sector. 4

Aanbevolen vermogensverdeling

Portefeuillemodel	I	II	III	IV	V	VI
Aandelen	0%	20%	43%	64%	85%	100%
Onroerend goed	0%	3%	7%	6%	5%	0%
Obligaties	60%	50%	45%	30%	10%	0%
Liquiditeiten	40%	27%	5%	0%	0%	0%
Risicohouding	Zeer defensief	Defensief	Matig defensief	Matig offensief	Offensief	Zeer offensief

Centrale banken

In de hele westerse wereld hebben de centrale banken zeer actief gereageerd op de uitbraak van de kredietcrisis in 2007. Als hoeders van de geldhoeveelheid draaien zij aan belangrijke knoppen in de economie. Ook bepalen zij via monetaire systemen in grote mate over hoeveel geld de banken kunnen beschikken om kredieten te verlenen en hebben zij invloed op de hoogte van de krediet- en hypotheektarieven. Het interbancaire geldverkeer is gigantisch. Elke dag lenen banken miljarden euro's van en aan elkaar en worden tekorten en overschotten op de rekening bij de centrale bank geboekt. Toen in 2007 Bear Stearns ten onder ging en de dominostenen begonnen te vallen, verloren banken het onderlinge vertrouwen en viel de interbancaire geldmarkt als een kaartenhuis in elkaar. De banken wisten niet meer van elkaar hoeveel giftige beleggingen er op de balans stonden en hoe groot het risico was dat de collega zou omvallen. Gevolg: het onderlinge geldverkeer kwam tot stilstand en banken kwamen in zeer acute liquiditeitsproblemen. Kredieten werden nog maar mondjesmaat verleend en de tarieven vlogen omhoog. Centrale banken schoten de banken te hulp met honderden

miljarden liquiditeitssteun. Ook trokken zij grote delen van de geldmarkt weer vlot door bedrijfsschulden met een korte looptijd en ander geldmarktpapier op te kopen en namen zij onder meer omvangrijke pakketten van giftige hypotheekgerelateerde beleggingen uit de markt. De bedoeling was om banken overeind te houden en de geld- en kapitaalmarkten weer draaiende te krijgen. Het duurde echter heel lang voordat de kredietcrisis werd bedwongen. Het resultaat is dat centrale banken nu met ontzettend veel beleggingen op de balans zitten en zeer veel geld in omloop hebben gebracht. In de geschiedenis is zo'n extreme situatie nog niet eerder voorgekomen. Terugkeer

naar normaal is op enig moment noodzakelijk om torenhoge inflatie te vermijden, maar kan ook leiden tot fors hogere rentestanden. We zijn van mening dat onze centrale bankiers, die vanuit monetair standpunt zeer bekwaam op de uitbraak van de crisis hebben gereageerd, ook bekwaam zullen zijn bij het terugdraaien van de extreme geldcreatie. Ze zullen echter wel zeer behoedzaam moeten acteren, onder andere om de overheden met hun gigantische schulden niet onnodig in de problemen te brengen. Dat zal ertoe leiden dat de extreem lage rentestanden maar heel geleidelijk omhoog zullen worden gebracht. Spaartarieven zullen daarom voorlopig nog wel laag blijven. ◀

Performance-overzicht marktindices

	Marktindex	1 maand	1 jaar
Obligaties	Citigroup EMU Staatsleningen 3-5 jaar	-0,10%	5,60%
	Citigroup Euro-BIG Bedrijfsleningen 3-5 jaar	0,90%	14,90%
Aandelen	MSCI Wereld (All Countries)	-1,30%	36,20%
	MSCI Noord-Amerika	-1,10%	19,60%
	MSCI Europa	-3,80%	25,10%
	MSCI Azië-Pacific	1,90%	35,40%
	MSCI Japan	4,90%	9,30%
	MSCI Opkomende markten	-1,40%	67,50%
Vastgoed	GPR-250 Wereld	-1,10%	33,10%
Hedgefonds	HFRI US Fund of Hedge Funds (per 31.12.2009)	0,90%	11,90%
Grondstoffen	Reuters/Jeffries CRB (Total Return)	-3,20%	15,20%

In euro per 28.01.2010

Algemene Disclaimer De in dit document aangeboden informatie is opgesteld door ABN AMRO en is bedoeld als informatie in algemene zin en is niet toegespitst op uw persoonlijke situatie. De informatie mag daarom nadrukkelijk niet beschouwd worden als een advies of als een voorstel of aanbod tot 1) het aankopen of verhandelen van financiële instrumenten en/of 2) het afnemen van beleggingsdiensten noch als een beleggingsadvies. Beslissingen op basis van de informatie uit dit document zijn voor uw eigen rekening en risico. De informatie en de voorwaarden die van toepassing zijn op door ABN AMRO aangeboden financiële instrumenten en beleggingsdiensten verleend door ABN AMRO kunt u vinden in de Voorwaarden Effectendienstverlening ABN AMRO en het Informatieblad Effectendienstverlening ABN AMRO die verkrijgbaar zijn via www.abnamro.nl/beleggen. Hoewel ABN AMRO tracht juiste, volledige en actuele informatie uit betrouwbaar geachte bronnen aan te bieden, verstrekt ABN AMRO expliciet noch impliciet enige garantie dat de aangeboden informatie in dit document juist, volledig of actueel is. ABN AMRO aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie kan worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. ABN AMRO is niet verplicht de hierin opgenomen informatie te actualiseren of te wijzigen. ABN AMRO en/of haar agenten of onderaannemers aanvaarden geen enkele aansprakelijkheid ten aanzien van enige schade (met inbegrip van gederfde winst), die op enigerlei wijze voortvloeit uit de informatie die u in dit document wordt aangeboden of het gebruik daarvan. ABN AMRO, of de rechthebbende, behoudt alle rechten (waaronder auteursrechten, merkrechten, octrooien en andere intellectuele eigendomsrechten) met betrekking tot alle in dit document aangeboden informatie (waaronder alle teksten, grafisch materiaal en logo's). Het is niet toegestaan de informatie uit dit document te kopiëren of op enigerlei wijze openbaar te maken, te verspreiden of te vermenigvuldigen zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van ABN AMRO of rechtmatige toestemming van de rechthebbende. U mag de informatie in dit document wel afdrucken voor uw eigen persoonlijk gebruik. ABN AMRO of haar functionarissen, directeuren, employee benefit programma's of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of short-positie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële instrumenten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ABN AMRO kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ABN AMRO in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal en kan ABN AMRO voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld op basis van dergelijke informatie. ABN AMRO kan in het afgelopen jaar zijn opgetreden als leadmanager of co-lead-manager voor een openbare emissie van effecten van emittenten die worden genoemd in dit materiaal. De vermelde koersen van in dit materiaal genoemde effecten gelden per de aangegeven datum en vormen geen garantie dat tegen deze koers transacties kunnen worden uitgevoerd. De opinie is gebaseerd op beleggingsonderzoek. **US Person Disclaimer** ABN AMRO is geen geregistreerde verzekerings- of bankinstelling zoals bedoeld in de federale wetgeving en de wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Het is ABN AMRO daarom niet toegestaan financiële diensten en/of producten, waaronder diensten en/of producten op het gebied van betalingsverkeer (waaronder het accepteren of het aanbieden tot het doen van stortingen), leningen, verzekeringen, hypotheek of creditcards aan te bieden aan Amerikaans ingezetenen ("US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving). ABN AMRO is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de effectendienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven producten en diensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaans ingezetenen ("US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving). Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaans ingezetenen. Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven diensten en/of producten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven diensten en/of producten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van diensten en/of producten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

Uitgave: Investment Advisory Centre ABN AMRO. **Realisatie:** Geluk Uitgeefprojecten.