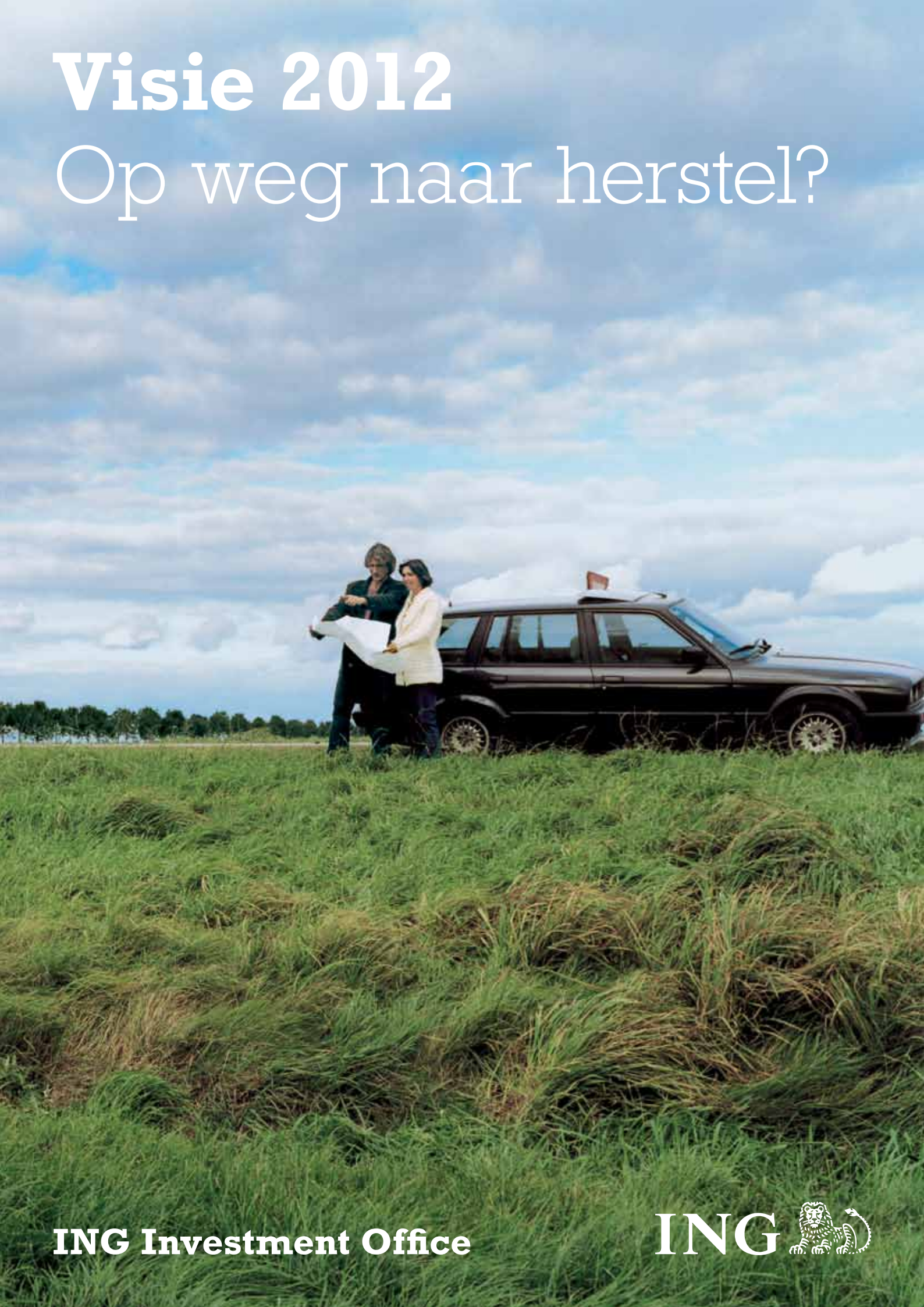


# Visie 2012

Op weg naar herstel?





# Voorwoord

Zoals gebruikelijk ontvangt u ook dit jaar in december onze vooruitblik op het komende beleggingsjaar. Hierin geven we een toelichting op onze visie voor de iets langere termijn, waarbij we direct opmerken dat het - gezien de huidige omstandigheden - meer dan ooit belangrijk is om die visie aan te passen als de omstandigheden veranderen. Als ING Investment Office formuleren we dagelijks opinies en aanbevelingen die we doorvertalen naar de beleggingsstrategieën van de ING. Op basis daarvan beheren we uw vermogen of adviseren we u daarover. Ook als u zelf via de ING belegt, zijn onze visies en opinies voor u beschikbaar, zodat u die als hulpmiddel kunt gebruiken om uw eigen beleggingsbeleid te bepalen.

Onze Visie 2012 begint met een terugblik op het bewogen jaar 2011 en onze verwachtingen voor de economie en de financiële markten. We behandelen de verschillende vermogenscategorieën: aandelen, obligaties, vastgoed, grondstoffen en alternatieve beleggingen. Daarnaast treft u voor elke sector de kansen en bedreigingen aan en een bespreking van duurzame ontwikkelingen. Ten slotte bevat deze Visie 2012 een zogenoemde technische analyse van belangrijke indices op basis van koersgrafieken en andere handelsgegevens.

De financiële wereld kenmerkt zich de afgelopen jaren door een grote mate van beweeglijkheid. Vooral de schulden crisis en de beleidsreacties daarop veroorzaken snelle veranderingen die, versterkt door het beurs sentiment, forse bewegingen op de aandelen- en obligatiemarkten veroorzaken. Het is daarom de vraag hoe lang onze aannames over de conjunctuurcyclus en de markt bewegingen houdbaar zijn. Dit impliceert, zoals gezegd, dat onze visie en ons beleggingsbeleid snel kunnen veranderen. In 2012 zullen we zeker tal van kleine en wellicht ook enkele grotere bijstellingen doen. U vindt de meest actuele informatie op [ING.nl/beleggen](http://ING.nl/beleggen).

Bob Homan  
Hoofd ING Investment Office

**Aan Visie 2012: op weg naar herstel? werkten mee**

Cor Blankestijn

Frans Blömer

Lotte de Burlet

Loek Groot

Bas Heijink

Henry van Heijster

Bob Homan

Jan Kleipool

Renée van der Lei

Nathan Levy

Walter Niemöller

Foppe Oberman

Friso Rengers

Joris Roggeveen

Susanne van de Wateringen

Simon Wiersma

# Inhoudsopgave

## **Visie op de macro-economie en de markten 6**

### **Sectoren en beleggingscategorieën 13**

Financiële waarden **13**

Consumentengoederen en -diensten **14**

Informatietechnologie **16**

Energie **16**

Industriegoederen **18**

Gezondheidszorg **18**

Basismaterialen **19**

Telecommunicatie **20**

Nutsbedrijven **21**

### **Duurzame ontwikkelingen 23**

### **Grondstoffen 25**

### **Vastgoed en alternatieve beleggingen 27**

### **Technische analyse 29**

# Visie op de macro-economie en de markten

## Visie 2012: Op weg naar herstel?

### Terugblik

Voordat we onze visie voor 2012 met u delen, blikken we nog even terug op het jaar dat nu ten einde loopt. Na een voor de wereldwijde economische groei goed vierde kwartaal van 2010 stelden veel analisten in januari 2011 hun groei-verwachtingen voor 2011 naar boven bij. Dit optimisme duurde echter maar kort. Zeer hoge voedsel- en energie-prijzen, in combinatie met een hoge werkloosheid en onvrede over de binnenlandse politiek, waren de brandstof voor een vuurhaard van openbare protesten in Noord-Afrika en het Midden-Oosten: het begin van de 'Arabische Lente'. De teruglopende olieproductie en de dreiging van olietekorten zorgden voor een oplopende olieprijs. Dat leidde op zijn beurt weer tot een toenemende inflatie, oplopende inflatieverwachtingen en stijgende kapitaalmarktrentes, zowel in de opkomende als in de ontwikkelde landen. De aardbeving in Japan en de uiteindelijke Portugese hulpaanvraag bij het IMF en de Europese Unie deden het beleggersvertrouwen geen goed. Toenemende overname-activiteiten en gunstige winstontwikkelingen in het bedrijfsleven zorgden voor een snel terugkerend vertrouwen en stijgende aandelenkoersen. Vanaf mei 2011 begonnen de macro-economische indicatoren echter tekenen van zwakte te vertonen. Kort daarna namen de zorgen over de staatsschuld van Griekenland weer toe en werd er een tweede hulp pakket voor Griekenland aangekondigd en een vergroting van het Europese noodfonds, de European Financial Stability Facility (EFSF). Uiteindelijk waren de besluiteloosheid rondom het verhogen van het Amerikaanse staatskredietplafond, de daarop volgende neerwaartse bijstelling van de kredietbeoordeling van de VS en de oplopende Europese schulden crisis de katalysatoren voor een zeer slecht derde kwartaal voor de risicovollere beleggingen. De aandelenkoersen daalden scherp over een brede linie, kredietopslagen stegen en ook de rentes op staatsobligaties van de perifere eurolanden liepen scherp op. Uiteindelijk wierp de Europese Centrale Bank (ECB) zich op als enige overgebleven geldschieter. Op 27 oktober 2011 leken de Europese leiders de markten ervan te hebben overtuigd dat zij een oplossing konden bieden voor de schulden crisis. Op 31 oktober 2011 was de 10-jaarsrente van Italië echter alweer opgelopen tot boven de 6,5% en leken beleggers er minder van overtuigd dat de aangekondigde maatregelen ook werkelijk uitgevoerd zouden worden of een positief effect zouden hebben. Ondertussen blijkt de Amerikaanse economie een verrassend goed derde kwartaal achter de rug te hebben. In de opkomende markten lijkt de zorg over de oplopende inflatie af te nemen en komen hier zorgen over de toekomstige groei voor in de plaats. Uit deze korte terugblik blijkt in wat voor moeilijke situatie de wereld zich momenteel bevindt, een situatie die het uitgangspunt vormt voor onze visie op het komende beleggingsjaar.

### 2012: het jaar van de waarheid voor Europa

Schulden, het verminderen daarvan en economische groei: deze onderwerpen staan de komende jaren centraal bij het bepalen van onze visie. Welke gevolgen het leven op te grote voet heeft, weten we inmiddels. Tijdens en na de financiële crisis van 2008 en 2009 zijn bedrijven en consumenten overgegaan tot het verminderen van hun schulden. Het is duidelijk dat dit nodig is om een volgende crisis te voorkomen. Ditzelfde geldt voor overheden: zoveel is duidelijk geworden na de escalatie van de financieringsproblemen van Griekenland. Overheden en centrale banken hebben, om verschillende redenen, een situatie gecreëerd waarin veel overheidsschulden fors zijn opgelopen, in sommige gevallen tot onhoudbare niveaus. Sinds het bekend worden van de problemen van Griekenland is de risico-perceptie van beleggers ten aanzien van Europese staatsobligaties, gevoed door de lagere ratings van kredietbeoordelaars, compleet veranderd. De markten hebben de relatieve veiligheid van staatsobligaties onder de loep genomen en openlijk in twijfel getrokken. Op zich is dit een logische conclusie, maar wel een met grote gevolgen. In een periode waarin de overheid juist een stimulerende factor zou moeten zijn, zal deze moeten bezuinigen om begrotings tekorten en schulden op orde te brengen. Voor de 'zwakke' eurolanden is dit een verstandige manier om uit de problemen te komen. Maar ook de Europese kernlanden en de VS bezuinigen. Het valt echter nog te bezien of dit macro-economisch gezien een verstandige beslissing is. Het gevaar dreigt namelijk dat de economische groei hierdoor verder zal afzakken. Als de overheid minder gaat besteden, zullen bedrijven en consumenten immers het estafettestokje moeten overnemen. Dit zullen ze alleen doen wanneer ze vertrouwen hebben in de toekomst. En juist dit vertrouwen is als gevolg van de Europese schulden crisis de afgelopen maanden snel afgenomen. We zien de negatieve gevolgen daarvan nu al. De voorlopende economische indicatoren voor Europa duiden op een verdere verzwakking van de economische groei. We houden daarom rekening met een milde recessie in Europa in het vierde kwartaal van 2011 en het eerste kwartaal van 2012. Hoe het daarna zal gaan, hangt volledig af van de politieke daadkracht en het vertrouwen bij bedrijven en consumenten. De tot nu toe aangekondigde maatregelen richten zich voornamelijk op het beperken van de schade en niet zozeer op het stimuleren van toekomstige groei. Het gevaar is dan ook dat de politiek zich te veel richt op het bestrijden van de huidige problemen en te weinig oog heeft voor het stimuleren van de economische groei. Als de economische groei nog verder terugvalt dan nu al het geval is, wordt het nog veel lastiger om de huidige schuldenproblemen het hoofd te bieden. Dit is niet ons basisscenario, maar wel een risicofactor waar we rekening mee houden.

Voor de Amerikaanse economie en die van veel andere ontwikkelde landen is de situatie vergelijkbaar met die in Europa. Het verminderen van schulden door consumenten, het bedrijfsleven en de overheid zal de economische groei drukken. Dit is een proces dat eerder jaren dan maanden in beslag zal nemen. Bovendien zijn de beschikbare bronnen om de groei te stimuleren vrijwel opgedroogd. In tegenstelling tot de ECB kan de centrale bank van de VS, de Federal Reserve (Fed), de geldpers aanzetten wanneer dit nodig is. We verwachten dat de Fed spoedig een nieuwe ronde van massale monetaire stimulering ('quantitative easing part III') zal aankondigen als de economie verder afzwakt. Hoewel we voor de VS iets positiever zijn dan voor Europa, verwachten we ook daar voor 2012 slechts een gematigde groei, die onder het meerjarige gemiddelde zal liggen. Gelukkig zijn de verwachtingen voor de opkomende markten positiever. De grote vraag is in hoeverre die zich kunnen onttrekken aan de lagere groei in de ontwikkelde economieën. Hoewel de opkomende markten nog steeds voor een groot deel afhankelijk zijn van de export naar de ontwikkelde wereld, wordt het belang van de binnenlandse consumptie steeds groter. We denken daarom dat de opkomende economieën steeds beter in staat zullen zijn om zelfstandig te groeien. Bovendien worden de overheidsfinanciën van die landen steeds gezonder, in tegenstelling tot die van de ontwikkelde landen. In de ontwikkelde landen is de politiek nu aan zet. Hier zal het optreden van de politieke leiders bepalend zijn voor de vraag of het geen neergaande landen worden.

### Macro-economische ramingen 2012 (%)

	VS	EU	Japan	OM
Groei bbp	1,8	0,0	2,8	6,4
Consumentenprijsinflatie	2,5	1,8	-0,1	5,1
Centralebankrente*	0,00	0,75	0,05	
10-jaarsrente (staatsobligaties)*	2,0	2,2	1,5	

\* Verwachting voor 31 december 2012

(Ramingen ING Investment Office, november 2011)

OM: opkomende markten

## Tactische assetallocatie: omgaan met onzekerheid

De economische en politieke situatie in de wereld is op dit moment uiterst complex en de uitkomsten van belangrijke processen zijn erg onzeker. Om tegen die achtergrond voor 2012 de hoofdlijnen te bepalen van de beleggingsstrategieën van de ING is dan ook een uitdaging. Langdurige vermindering van schulden, gebrek aan vertrouwen en verdampte beleidsmogelijkheden leiden tot een lange-retermijnbeeld van een gemiddeld trage groei van het bruto binnenlands product (bbp), gecombineerd met een hoge mate van economische en politieke onzekerheid. Daarbij horen lagere verwachte beleggingsrendementen op risicodragende vermogenscategorieën, waarvan aandelen de belangrijkste component vormen. Maar ook binnen de beleggingscategorieën met het laagste risico, zoals Duitse of Nederlandse staatsobligaties, liggen de verwachte rendementen historisch bekeken op een zeer laag niveau. Daar komt nog bij dat de genoemde onzekerheid tot een hoge volatiliteit van de koersen leidt. Perioden van positieve en negatieve rendementen kunnen elkaar in hoog tempo afwisselen.

### Scenario 1: ons basisscenario

Bij het geschetste decor past een benadering die op meerdere scenario's is gebaseerd. Voor aandelen hanteren we als middelste, meest waarschijnlijke, scenario een verwacht rendement van circa 6%. Dit is gebaseerd op een gemiddelde wereldwijde winstgroei rond het nulpunt en een koers-winstverhouding die ten opzichte van het actuele, gedrukte niveau (november 2011) iets kan oplopen. Voor Duitse of Nederlandse staatsobligaties, als benadering voor het 'risicovrije' rendement, nemen we de actuele stand van de marktrente (rond de 2%) als uitgangspunt. Daarbij is in dit scenario sprake van een licht oplopend renteniveau in de loop van 2012, en dus van enige druk op de koersen. Als totaalrendement vloeit hieruit voor de beleggingsmogelijkheid met het laagste risico een te verwachten rendementspercentage voort van tussen de 1,5% en 2%. In termen van economie en markten kan ons middelste scenario worden beschreven als een lichte recessie, die op het moment van schrijven (november 2011) al duidelijk is ingezet, gevolgd door een gematigd herstel in de loop van 2012. Bij dit herstel lopen de opkomende markten voorop. Zij trekken wereldwijd min of meer de kar. Op de markten zien we dan weer een minimum aan vertrouwen terugkeren, zij het nog fragiel, om te beginnen op de financiële markten en later ook in de reële economie, bijvoorbeeld in het consumentenvertrouwen. Dit betekent dat we veronderstellen dat de beleidsmakers dan geleidelijk aan meer greep op de ontwikkelingen weten te krijgen.

### Scenario 2: minder positief

Een veel minder positief beeld is echter ook zeer wel mogelijk. Een aanhoudend gebrek aan overtuigend beleid en

een toenemende kans op ontwikkelingen met onoverzienbare gevolgen, zoals het uitreden van Griekenland uit de eurozone, kunnen de financiële markten verder onder druk zetten. Daardoor kan - door een verder verlies aan vertrouwen - de recessie veel dieper worden, mogelijk nog versterkt door slecht getimede overheidsbezuinigingen. Ook kan de groei in de opkomende markten tegenvallen, bijvoorbeeld door die zware recessie in Europa en de VS. Of door het beleid in deze markten ter bestrijding van een hardnekkige inflatie of het uiteenspatten van de door sommige analisten gesignaleerde zeepbel van de onroerend-goedprijzen in China. Onder dergelijke omstandigheden houden we rekening met een gemiddelde winstdaling voor beursgenoteerde bedrijven die gemakkelijk tot 10% kan oplopen. Als in zo'n situatie dan ook de waarderingen nog eens terugvallen, wat niet is uit te sluiten, komen er fikse koersdalingen in beeld, met beleggingsrendementen van -/20% op jaarbasis of nog slechter. Met name een negatief sentiment, of zelfs paniek, kan tot een tijdelijk nog negatiever beeld leiden dan op grond van deze benadering fundamenteel reëel zou zijn. De krimp van het bbp en een oploaiende 'vlucht naar veiligheid' zullen in dit scenario leiden tot een lagere rente op Duitse en Nederlandse staatsobligaties. Boven op de actuele rente van rond de 2% komt dan nog enige koerswinst op deze obligaties, zodat het totale rendement richting de 3% zou kunnen oplopen.

### Scenario 3: groei

Hoewel de kans hierop op dit moment klein lijkt, houden we ook rekening met de mogelijkheid van sterk meevallende ontwikkelingen. De financiële markten zouden zich bijvoorbeeld kunnen optrekken aan een onverwacht krachtig en geloofwaardig optreden van de internationale beleidsmakers. Het IMF zou kunnen uitgroeien tot een platform van samenwerking tussen de VS, Europa en de belangrijkste opkomende markten (China, Brazilië, India en Rusland) en de regie kunnen voeren over de totstandbrenging van een evenwichtiger wereld economie. Ook meevallende groeicijfers zijn niet uit te sluiten. Volgens sommige analisten is de ontwikkeling van de reële economie een stuk minder negatief dan de financiële markten suggereren. In deze situatie kan de winstgroei van bedrijven duidelijk positief uitvallen, bijvoorbeeld gemiddeld rond de 10%, en kunnen de aandelenkoersen gemiddeld met 15% of meer oplopen. Voor Duitse en Nederlandse staatsleningen geldt dan uiteraard een veel negatievere ontwikkeling. Daarbij zou de marktrente kunnen oplopen tot 3,5%. Hieruit zou dan voor de belegging met het laagste risico een duidelijk negatief totaalrendement voortvloeien.

### Gemiddeld toch voorzichtig

Het middelste, meest waarschijnlijke, scenario suggereert een neutrale positie in onze tactische assetallocatie. De verhouding tussen zakelijke waarden (vooral aandelen) en vastrentende waarden is dan gelijk aan de strategische verhouding die bij het beleggingsprofiel hoort. Het verwachte extra rendement op aandelen, ook wel aangeduid als 'risicopremie', ligt in lijn met historische gemiddelden. Maar als we rekening houden met enerzijds de ingeschatte waarschijnlijkheid van het negatieve scenario en anderzijds het sterk positieve scenario, kiezen we toch voor een voorzichtigere positie. Omdat we de kans op het negatieve scenario hoger inschatten, houden we een onderwogen positie in aandelen en een overwogen positie in obligaties aan. Afhankelijk van de richting waarin het politieke en

monetaire beleid en de economie zich ontwikkelen, zullen we deze positie mogelijk moeten bijstellen. Ook koersontwikkelingen kunnen daartoe aanleiding geven, als de markten naar onze mening door sentiment te ver van onze fundamentele taxaties afwijken.

### Meerdere accenten

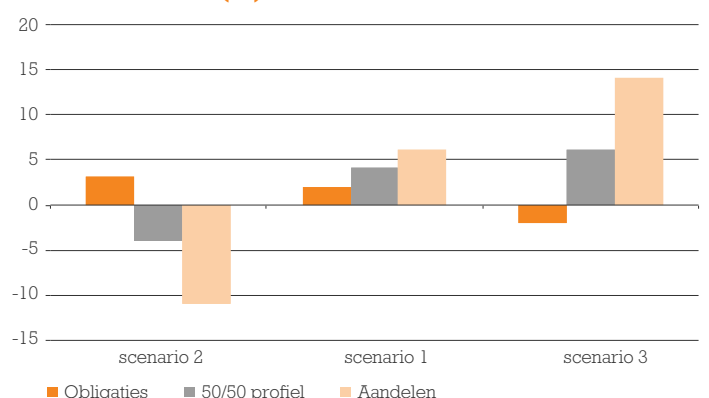
Ook op het niveau van de vermogenscategorieën proberen we onze visie en verwachtingen te vertalen naar de samenstelling die bij onze beleggingsstrategieën hoort. Binnen aandelen, onroerend goed, obligaties, grondstoffen en alternatieve beleggingen leggen we daarom accenten op bijvoorbeeld regio's, sectoren en thema's. We vinden het belangrijk om steeds verschillende accenten te leggen, zodat de risico's dankzij een grotere mate van spreiding worden beperkt. Te veel potentiële impact van één enkel thema of één bepaalde positie past niet bij de onzekere omgeving waarin we nu verkeren. Binnen aandelen leggen we onder meer accenten op opkomende markten en op hoog dividend. Aandelen uit opkomende markten bieden in onze ogen een sterke groei, lagere risico's en een gunstige waardering. Hoogdividendaandelen zijn aantrekkelijk in een omgeving van lage verwachte totaalrendementen. Binnen obligaties leggen we accenten op hoogrentende bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten. De extra rentevergoeding die wordt geboden, staat in een gunstige verhouding tot het hogere risico dat wordt aanvaard.

### Fictieve indexberekening 2012 MSCI All Country World Index

		scenario		
		2	1	3
	K/W ▼			
Winstgroei		-8%	-1%	7%
index (1-11-2011)	300	249	269	290
WPA	25	294	318	342
K/W	12	339	367	395

K/W = koerswinstverhouding, WPA = winst per aandeel  
Index = K/W x WPA (voorbeeld 1 november '11: 12 x 25 = 300)

### Mogelijke beleggingsresultaten 2012 bij drie scenario's (%)

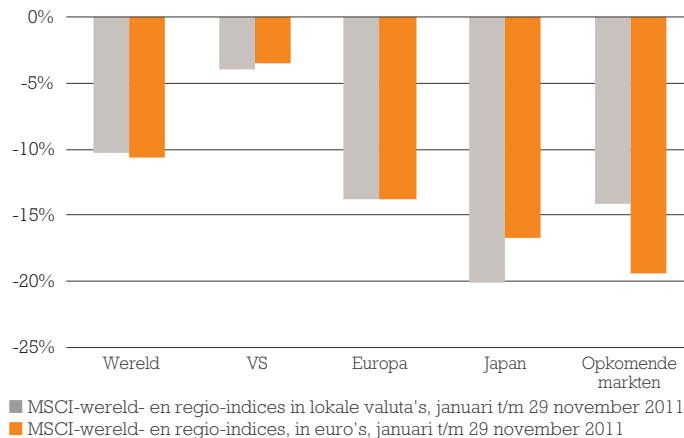


## Aandelen

### Terugblik

Na een redelijke start van de aandelenmarkten in 2011 dankzij robuuste bedrijfsresultaten en in positieve zin verrassende economische cijfers kenterde het sentiment medio februari. De toenemende onrust in het Midden-Oosten en Noord-Afrika en een daarmee samenhangende stijging van de olieprijs waren aanleiding voor een correctie. Bovendien leidde de fors gestegen olieprijs tot tegenvallende economische indicatoren. Verder werden de financiële markten opgeschrikt door de aardbeving en het ongeluk met de kerncentrale in Japan. Uiteindelijk vielen de koerscorrecties mee en herstelden de aandelenmarkten zich, om vervolgens tussen de 0% en + 5% rendement te schommelen, gerekend vanaf de start van het beursjaar. Ondertussen vielen de economische cijfers, vooral in de VS, steeds vaker tegen. Ook was er al die tijd nog geen oplossing voor de Europese schulden crisis. Eind juni 2011 hadden de markten nog positief gereageerd op de goedkeuring van de bezuinigingsplannen door het Griekse parlement. Dit feest duurde echter maar kort. Ondanks een nieuw reddingsplan voor Europa corrigeerden de aandelenmarkten in augustus fors. De oorzaak hiervan was een combinatie van een dreigende economische recessie, een verlaging van de beoordeling van de kredietwaardigheid van de VS en de toegenomen zorgen dat de Griekse kredietproblemen naar Italië en Spanje zouden overslaan. Voor wereldwijd gespreide aandelen betekende dit een rendement van circa -/15% over de eerste negen maanden van 2011. Op het moment van schrijven, eind november, is er nog steeds geen vertrouwen in een oplossing voor de schuldenproblematiek. Per saldo betekent dit dat wereldwijd gespreide aandelen nu ruim 10% lager staan dan eind 2010, zowel in lokale valuta's als in euro's. In lokale valuta's gemeten presteerde Japan het slechtst, gevolgd door de opkomende markten. Deze laatste regio was in euro's de slechtst presterende, mede door de repatriëring van vermogen naar de ontwikkelde markten, waardoor de valuta's van de landen in deze regio daalden ten opzichte van de euro.

### Gemiddeld rendement aandelen 2011 (% op jaarbasis)



### Vooruitzichten

Zoals we al eerder in deze Visie 2012 hebben opgemerkt, zijn voor 2012 de economische vooruitzichten voor aandelen niet bijzonder aantrekkelijk. Daar komt de extra onzekerheid als gevolg van de Europese schulden crisis nog eens bij. Laten we om te beginnen de twee fundamentele factoren tegen het licht houden die de aandelenmarkten in 2012 zullen sturen: winstgroei en waardering. Op het moment van schrijven, eind november 2011, is het 'cijferseizoen' (de rapportagecyclus over het derde kwartaal van 2011) achter de rug. Gemiddeld genomen zijn de resultaten in lijn met de verwachtingen, waarbij bedrijven uit de VS vaker in positieve zin verrassen dan Europese bedrijven. De verwachtingen voor 2012 zijn in onze ogen echter nog te hoog gespannen. We houden rekening met een licht negatieve winstgroei in 2012. Waarschijnlijk zullen er grote verschillen optreden tussen de diverse regio's. Met name voor Europese bedrijven verwachten we een winstdaling, terwijl bedrijven uit Japan en de opkomende markten nog een aantrekkelijke winstgroei kunnen realiseren. Voor Japan is het dan wel van belang dat de yen niet te sterk in waarde stijgt. In de onderstaande tabel ziet u onze winstverwachting voor de verschillende regio's.

### Verwachte winstontwikkeling ondernemingen

	2011	2012
VS	14%	0% - -/3%
Europa	5%	-/5% - -/10%
Japan	10%	10% - 15%
Opkomende markten	12%	5% - 10%

## Waardering

Op basis van koerswinstverhoudingen zijn aandelen momenteel aantrekkelijk gewaardeerd in vergelijking met het historische gemiddelde. Bij een lage economische groei in de ontwikkelde markten door een vermindering van de schulden is dit historische gemiddelde wellicht geen goede vergelijkingsmaatstaf. De verwachte afname van de economische groei geeft immers geen aanleiding voor een hogere waardering. De naar verwachting laag blijvende obligatierentes kunnen echter wel zorgen voor een grotere vraag naar beleggingen met meer risico. Ook kunnen inkoopprogramma's voor eigen aandelen van bedrijven en overnames en fusies weer voor hogere waarderingen zorgen. Anderzijds zullen beleggers een hogere risicopremie eisen door de onzekerheden van de economische vooruitzichten en de financiële markten. Fors hogere waarderingen passen niet in deze visie. We gaan uit van per saldo iets hogere waarderingen tegen eind 2012. In combinatie met de eerder genoemde winstverwachtingen betekent dit dat het rendement van aandelen uit Japan en de opkomende markten zal moeten komen.

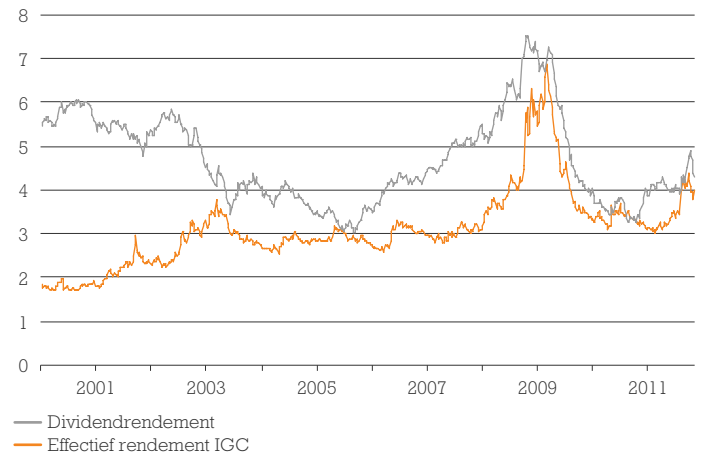
Net als de afgelopen jaren spreken de cijfers nog steeds in het voordeel van de opkomende markten: een hogere economische groei, minder schulden bij particulieren en bedrijven, aantrekkelijke waarderingen vergeleken met de ontwikkelde markten en een stabielere en hogere winstgroei. Hoewel een groot deel van de groei in de opkomende markten nog steeds afhankelijk is van de export, draagt ook de binnenlandse consumptie hier steeds meer aan bij. Nu de wereldwijde inflatie lijkt te pieken, kunnen ook de centrale banken van de opkomende landen de rente verlagen. Ondanks de afnemende economische groei blijft de verwachte vraag naar grondstoffen groot. Hierdoor is een forse daling van de prijzen niet te verwachten. Een belangrijke risicofactor die het fundamentele economische beeld ernstig kan verstoren, is een oplopende risicoaversie als gevolg van bijvoorbeeld een breed gedragen verlies aan vertrouwen in een oplossing voor de Europese schuldenproblematiek. Ook in 2012 zullen aandelen daar nu en dan last van hebben en volatiele markten tot gevolg hebben. Beleggers maken op zulke momenten geen onderscheid tussen ontwikkelde en opkomende markten.

## Hoogdividendbeleggingen

Bij een beperkte economische groei en lage rentes en rendementen is direct rendement (dividendinkomsten) aantrekkelijk. Binnen aandelen vinden wij bedrijven met een hoog en stabiel dividendrendement dan ook een aantrekkelijke categorie. In tegenstelling tot in 2008 hebben bedrijven nu sterke balansen en grote kasposities. Volgens een rapport van kredietbeoordelaar Moody's hadden de ruim 1.600 in de VS gevestigde bedrijven die zij beoordelen eind 2010 gezamenlijk USD 1.200 miljard aan liquide middelen op de balans. Ondernemingen zitten dus gemiddeld goed bij kas. Tot nu toe hebben bedrijven hun dividend niet in lijn met de groei van de winst verhoogd. Dit kan uiteraard betekenen dat ze niet overtuigd zijn van de houdbaarheid van hun winstgevendheid. Niettemin denken wij dat de dividenden, ondanks de matige bedrijfswinsten die we voor 2012 verwachten, nog altijd kunnen stijgen. In Europa ligt het gemiddelde dividendrendement van beursgenoteerde ondernemingen nu op ruim 4%, terwijl de rente op Duitse 10-jaarsstaatsobligaties ruim 2% is.

Dividendaandelen zijn daarnaast ook relatief aantrekkelijk omdat het dividendrendement op dit soort aandelen momenteel vergelijkbaar is met de rente op bedrijfsobligaties. Dit kan beleggers uit deze categorie aantrekken. In de onderstaande grafiek is (in euro's) het dividendrendement van Europese aandelen weergegeven ten opzichte van het effectieve rendement op bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (IGC).

## Dividendrendement en rente bedrijfsobligaties (%)



Gemiddeld dividendrendement aandelen uit de MSCI All Country World Index en gemiddeld effectief rendement 'investment grade' bedrijfsobligaties uit de Barclays Capital Europe Aggregate Corporate Bond Index

Bron: Bloomberg, MSCI en Barclays Capital, november 2011.

## Vastrentende waarden

Als er één grote verandering van risicoperceptie is waar te nemen binnen de beleggingscategorie vastrentende waarden, dan is dat wel bij staatsobligaties. Deze beleggingscategorie werd - zeker in Europa - altijd gezien als de veiligste die er is. Niet voor niets beleggen pensioenfondsen daarom in staatsobligaties, liefst met een zo hoog mogelijke kredietkwaliteit. Maar sinds het bekend worden van de twijfels over de houdbaarheid van de Griekse staatsschuld legt de markt de categorie staatsobligaties onder een vergrootglas. Terecht, want als je geld uitleent, wil je zeker weten dat je het ook terugkrijgt. Tot voor kort werd blijkbaar toch enigszins lichtzinnig gedacht over de kredietwaardigheid van nationale overheden. Afschrijven op staatsobligaties van een land uit de eurozone was praktisch ondenkbaar. Nu we beter weten, moeten we er rekening mee houden dat 'alles kan'. Dat maakt beleggen in vastrentende waarden er anno 2012 niet eenvoudiger op. Het noodzakelijke proces van de vermindering van publieke en private schulden zal naar verwachting de komende jaren nog sterk zijn stempel drukken op de financiële markten in het algemeen en op de waardering van vastrentende waarden in het bijzonder.

### Staatsobligaties

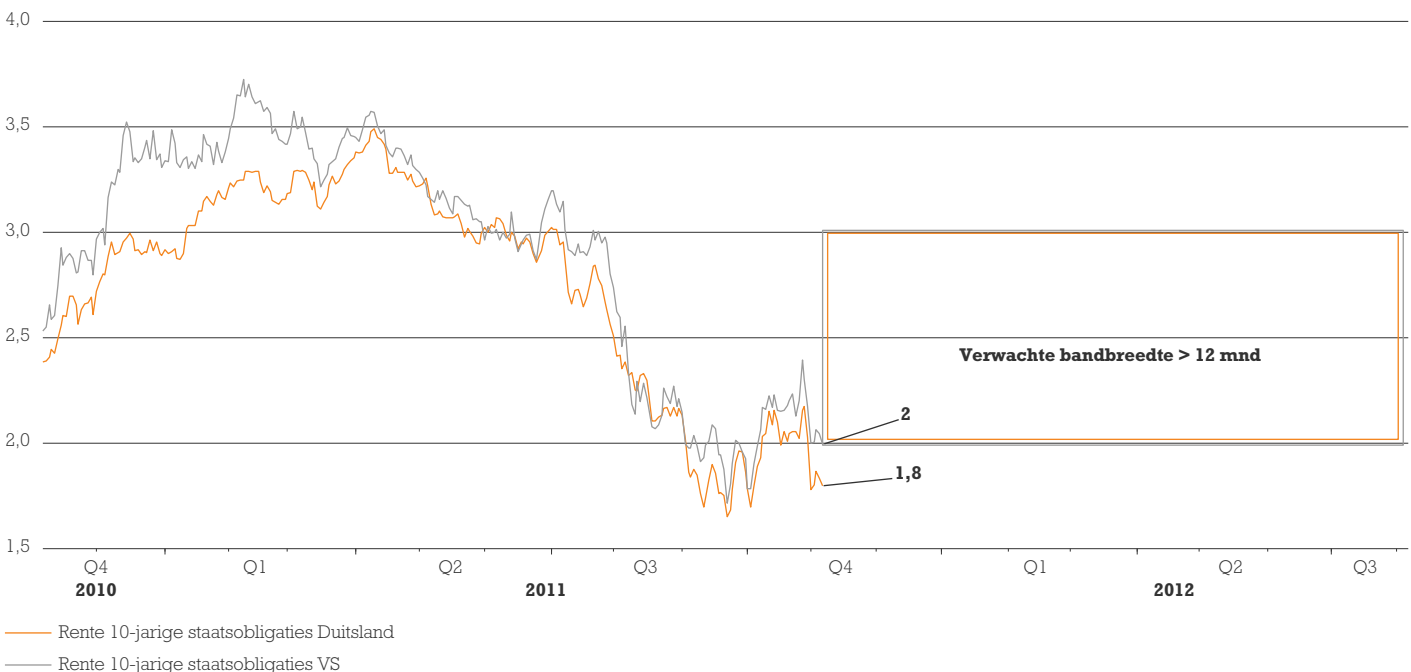
Wie had aan het begin van 2011 gedacht dat de vaak als saai beschouwde staatsobligaties voor de grootste ophef op de financiële markten zouden zorgen? En er staat ons wellicht nog heel wat te wachten de komende jaren. De uiteindelijke maatregelen om de eurocrisis op te lossen, zullen van grote invloed zijn op de markten. Het staat vast dat Europa en de VS een periode tegemoet gaan van trage economische groei en een dalend gemiddeld inflatieniveau. De huidige, nu al lage rentes in de VS en de Europese kernlanden zullen naar verwachting niet veel verder dalen. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de 10-jaarsrentes in de VS en in Europa (lees: Duitsland) de komende twaalf maanden in een bandbreedte zullen bewegen van 2% tot 3%. Vanaf het huidige niveau (10-jaarsrente Duitsland: 1,8%) kan de rente alleen nog

verder dalen als Europa of de VS in een 'Japan-scenario' belanden: een langdurige fase van een nóg lagere bbp-groei en een negatieve inflatie (deflatie). Dit wordt mogelijk werkelijkheid als politici en beleidsmakers niet tijdig de juiste maatregelen nemen om de economische groei te stimuleren. In de VS heeft de centrale bank, de Fed, aangekondigd de rente tot halverwege 2013 niet te zullen verhogen. Ook is de Fed bereid om voor de derde maal monetaire stimulerende maatregelen te nemen ('quantitative easing part III'). In Europa heeft de ECB een verdere monetaire verruiming en, in oktober 2011, ook een eerste renteverlaging doorgevoerd. Ondanks de relatief hoge inflatie van 3% heeft de nieuwe president van de ECB, Mario Draghi, ingezien dat de sterk vertragende Europese economie gestimuleerd moet worden. Gezien de afnemende groei en groeiverwachtingen denken wij dat de inflatieniveaus wereldwijd gezien hebben gepiekt en zullen dalen. Gezien onze basisscenario's voor 2012 vinden we beleggen in staatsobligaties niet erg aantrekkelijk. Het geboden rendement op staatsobligaties van kredietwaardig geachte landen vinden we te laag en de risico's van staatsobligaties van 'zwakkere' landen vinden we te hoog. Bij onze beleggingen in staatsobligaties van de kernlanden binnen de eurozone hanteren we een beleid met kortere gemiddelde resterende looptijden. Daardoor zijn deze beleggingen minder gevoelig voor vanaf de huidige, historisch lage niveaus oplopende kapitaalmarktrentes.

### Bedrijfsobligaties

De meeste beursgenoteerde ondernemingen hebben sinds het uitbreken van de financiële crisis veel inspanningen verricht om hun balansen te versterken. Risicovolle overnames zijn in de regel achterwege gebleven en liquiditeiten zijn veelal binnen het bedrijf gehouden. Hierbij moet wel een onderscheid worden gemaakt tussen financiële instellingen en niet-financiële instellingen. Financiële instellingen hebben behoorlijke verliezen geleden op hun bezittingen in staatsobligaties. De onzekerheid over het verdere verloop van de Europese schulden crisis maakt banken en verzekeraars kwetsbaar voor eventuele verliezen op deze beleggingen.

## Rente en renteverwachting staatsobligaties VS en Duitsland (%)



Dat de eurocrisis naar Italië is overgeslagen, hangt als een donkere wolk boven de financiële sector. Als de crisis zich uitbreidt, zullen de negatieve gevolgen in Europa zeer groot zijn, ook voor niet-financiële instellingen. In de zoektocht naar relatief veilige beleggingen zullen veel beleggers hun heil zoeken in de vermogenscategorie bedrijfsobligaties. We moeten echter opmerken dat de ruimte voor koerswinsten door een verdere spreadverbetering (een afname van het renteverskil met 'veilige' staatsobligaties) niet meer zo heel groot lijkt. Dat komt door de grote vertegenwoordiging van financiële instellingen in deze categorie. Binnen de categorie vastrentende waarden zijn we daarom onderwogen in bedrijfsobligaties. De categorie 'covered bonds' vinden we gezien de risico- rendementsverhouding echter wel aantrekkelijk. Covered bonds vormen een bijzondere categorie obligaties, vaak uitgegeven door een bank, waarbij de houders een extra zekerheid krijgen in de vorm van een onderpand.

### **Hoogrentende bedrijfsobligaties**

Hoogrentende bedrijfsobligaties vormen binnen vastrentende waarden de beleggingscategorie waarover we voor 2012 het positiefst zijn. Zoals al eerder aangegeven, zijn de balansen van bedrijven het afgelopen jaar gemiddeld sterk verbeterd. Dit heeft ertoe geleid dat het percentage wanbetalingen (de 'default rate') in dit segment in 2011 verder is gedaald. Dit is een positieve ontwikkeling voor hoogrentende bedrijfsobligaties. De huidige hoge risico-opslag in de marktrente (de 'spread') van deze beleggingscategorie vinden we echter niet in verhouding staan tot de kans op toekomstige faillissementen, ook al zal die kans toenemen. Door de toegenomen risicoaversie onder beleggers en de afgenomen liquiditeit van de obligatiemarkt is het effectieve rendement van deze categorie leningen op dit moment relatief hoog, vergelijkbaar met dat in de periode 2008-2009. En dat terwijl, zoals gezegd, de fundamenten bij deze bedrijven nu een stuk beter zijn dan in die periode. Daarnaast verwachten we dat het aanbod aan nieuwe hoogrentende bedrijfsobligaties niet erg groot zal zijn. Dit kan steun bieden aan de koersen. Bovendien zorgt het hoge effectieve rendement voor een buffer bij eventuele faillissementen. En ook deze beleggingscategorie profiteert van de voortdurende zoektocht naar rendement op liquiditeiten. Hoogrentende bedrijfsobligaties zijn al langere tijd een van onze favoriete selecties binnen de categorie vastrentende waarden en zullen dat voorlopig ook nog wel blijven.

### **Obligaties opkomende landen**

Als gevolg van de noodzakelijke schuldvermindering in de ontwikkelde markten zal de economische groei in deze landen de komende jaren structureel laag zijn. En doordat de opkomende landen steeds minder afhankelijk worden van de ontwikkelde markten en meer profiteren van groei van de binnenlandse economie, verwachten we daar de komende jaren juist een hoger groeitempo. Gezien de aantrekkende binnenlandse economie en de oplopende inflatie hebben veel opkomende landen in 2011 de centralebankrente verhoogd. Inmiddels is echter een aantal centrale banken in opkomende markten overgegaan tot een renteverlaging, omdat de inflatie heeft gepiekt. Daarmee wordt de economische groei gestimuleerd. De structurele verbetering van de staatsfinanciën van de opkomende landen en hun positieve groeiverwachtingen zullen waarschijnlijk een drukkend effect hebben op de risicopremies van door deze landen uitgegeven schuld. Dit wordt nog eens versterkt door de steeds hoger getaxeerde kredietwaardigheid van schuld uit opkomende landen. De huidige trend waarbij steeds meer kapitaal in opkomende landen wordt geïnvesteerd, zal zich naar verwachting ook de komende jaren voortzetten. Als gevolg van de toegenomen risicoaversie zijn de risico-premies voor obligaties van opkomende landen naar onze mening ten onrechte ver opgelopen. Vanwege deze aantrekkelijke risico-rendementsverhouding blijven we dan ook enthousiast over deze beleggingscategorie.

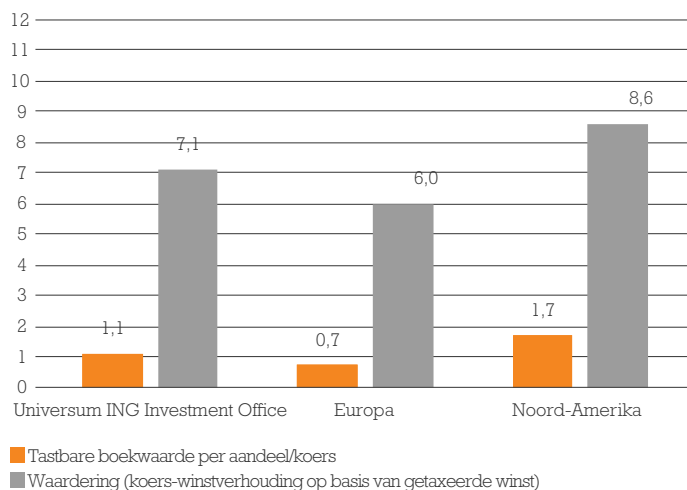
# Sectoren en beleggingscategorieën

## Financiële waarden: meer risico's, minder oplossingen

In onze Visie 2011 (december 2010) en in onze update daarvan van juli 2011 hebben we al aangegeven dat de veerkracht van de financiële sector vanaf verschillende kanten wordt getest en dat een goede selectie van beleggingen binnen deze sector nog belangrijker zou worden. We hebben te maken met strengere regels voor de financiële sector, de Europese schulden crisis, macro-economische tegenvallers en natuurlijk de effecten van de kredietcrisis. Aan dit rijtje kunnen we nog drie factoren toevoegen: zorgen rond de kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid, verzwakking van de Aziatische en Latijns-Amerikaanse economieën en aanwijzingen dat er een periode van economische stagnatie in combinatie met inflatie ('stagflatie') kan aanbreken. In Visie 2011 meldden we dat we aan de zijlijn bleven staan als het ging om beleggingen in de meeste banken in Ierland, Portugal, Spanje, Italië en Griekenland. Ook vonden we dat het uitblijven van een uitbreiding van de eurocrisis naar Italië een vereiste was om positiever te worden over deze banken. Ondertussen is de eurocrisis overgeslagen naar Italië, is de roep om strengere regels voor banken nog luider geworden en verslechteren de economische vooruitzichten wereldwijd. Veel Amerikaanse en Europese banken noteren daardoor onder of rond hun intrinsieke waarde. Een groot deel van de onzekerheden is dus al verdisconteerd in de koersen van deze financiële waarden. We verwachten echter dat de instabiele situatie in Italië in 2012 aanhoudt en dat de druk op de banken om hun kapitaalposities te versterken toeneemt. De focus op het kapitaal van banken wordt volgens ons echter te eenzijdig aangewend als oplossing voor de crisis en staat daardoor een creatieve oplossing voor het Europese schuldenprobleem in de weg. Een van de weinige structurele oplossingen voor de Europese schulden crisis, namelijk concrete plannen voor een politieke en fiscale unie, is volgens ons een traject voor de langere termijn.



## Gemiddelde waardering banken\*

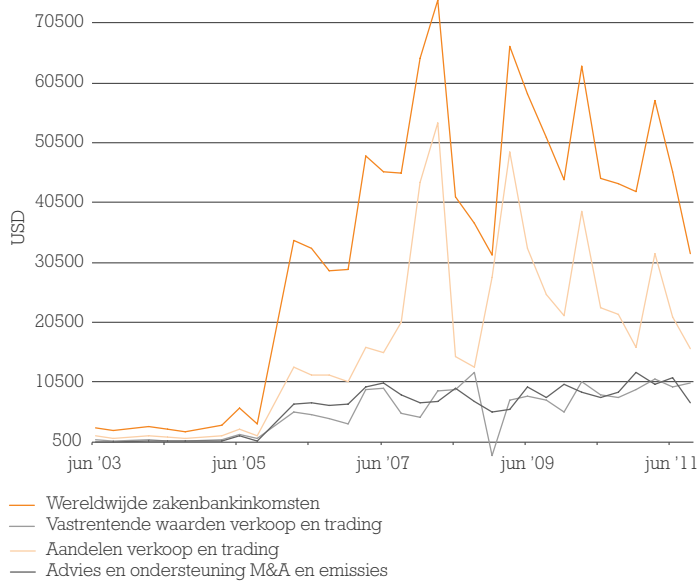


\* Gemiddelde beurswaardering van de banken uit het 'universum financiële waarden' dat door het ING Investment Office wordt gevolgd.

Waren we in 2010 nog van mening dat er voor 2011 binnen de financiële sector duidelijke selecties te maken waren, voor 2012 zijn we daar minder van overtuigd. De handel in financiële aandelen lijkt chaotischer te worden en ook de zorgen over sterker gepositioneerde banken nemen toe. De zwakkere Europese banken zijn door de grote koersdalingen in 2011 uitzonderlijk laag gewaardeerd. Een groot deel van de negatieve factoren en risico's is dus in de koersen verwerkt. De markt heeft volgens ons nu de verschillen in kwaliteit blootgelegd tussen de probleebanken en de sterkere partijen. De simpele 'onderweging' van de zwakkere Europese banken, zoals we die in 2011 aanhielden, is daarom niet langer vanzelfsprekend. De risico's voor de zwakker gekapitaliseerde banken met veel risicovolle activa zijn echter nog steeds fors hoger dan die voor de sterker gepositioneerde banken. We sluiten dan ook niet uit dat een aantal van deze zwakkere banken in 2012 door van bovenaf opgelegde kapitaalinjecties gedeeltelijk of zelfs volledig in handen van overheden komen. Ook de risico's buiten Europa zijn volgens ons toegenomen. Er is een reële kans dat de aandacht van de markt zich in 2012 wederom richt op de kredietwaardigheid van de centrale overheid van de VS. En ook Amerikaanse banken hebben een aanzienlijke blootstelling aan Europese probleemlanden. Bovendien zijn er vroege signalen dat bij Amerikaanse grootbanken de verbetering van de kredietwaardigheid van de leningenportefeuille stagneert. Hierdoor zullen deze banken in 2012 waarschijnlijk minder van vrijvallende voorzieningen gebruik kunnen maken. De lage rentestanden zorgen voor een aanhoudende druk op de netto rente-inkomsten en ook de zakenbankinkomsten blijven in 2012 waarschijnlijk mager. Ten slotte ontstaan er in China en Brazilië meer zorgen over krediet- en vastgoedzeepbellen, oplopende inflatie en een

afnemende kredietwaardigheid van consumenten. Wereldwijd zijn de signalen voor de financiële sector voor 2012 dus niet bemoedigend.

### Wereldwijde zakenbankinkomsten dalen (USD, mln.)

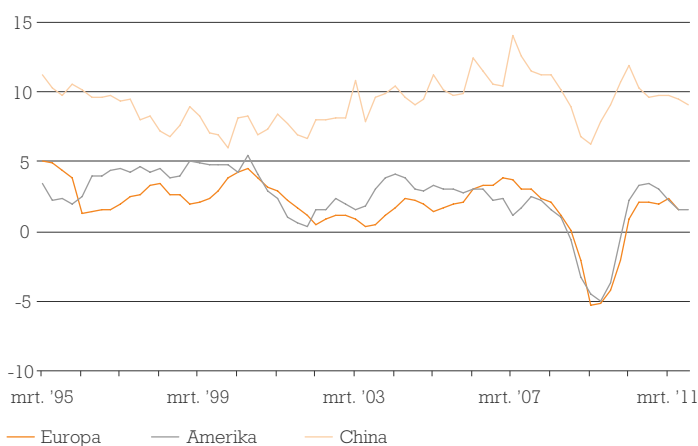


Net als een jaar geleden hebben we voor de korte tot middellange termijn nog steeds een voorkeur voor Zwitserse, Scandinavische, Canadese en Braziliaanse banken. Niet alleen vanwege de betere financieringsposities van de overheden en de veerkrachtige economieën in de thuismarkten van de betreffende landen, maar ook vanwege de goede kapitaal- en liquiditeitspositie van deze banken. Voor de lange termijn hebben we een duidelijke voorkeur voor wereldwijd opererende financiële instellingen die, zowel geografisch als naar inkomstenbronnen, breed gediversifieerd zijn, liefst met een bovengemiddelde blootstelling aan de risico's en kansen van opkomende markten.

### Dagelijkse consumentengoederen: de voorspelbaarheid neemt toe

Het defensieve karakter van de sector dagelijkse consumentengoederen zorgde ook in 2011 weer voor goede prestaties vergeleken met de gemiddelde aandelenmarkten. De producenten van huishoudelijke en persoonlijke

### Groei bruto binnenlands product (%)



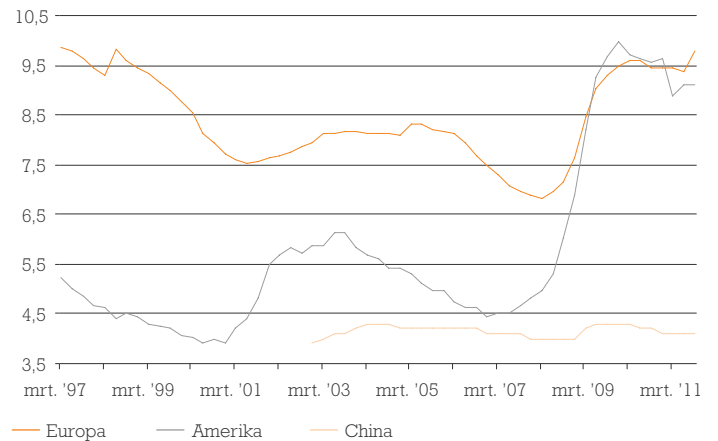
verzorgingsartikelen, sterke drank, bier en voedingsmiddelen wisten de hogere grondstofprijzen geheel of in ieder geval voor een groot deel aan de winkeliers en eindklanten door te berekenen. Dat wijst op prijszettingkracht. Voor 2012 is onze verwachting dat deze producenten hun beleid ongewijzigd zullen voortzetten. Wel verwachten we dat dalende, of in ieder geval laag blijvende, grondstofprijzen hand in hand zullen gaan met een trage of uitblijvende economische groei. Gezien de in 2011 verhoogde verkoopprijzen verwachten we mooie omzet- en winstcijfers, zelfs als in 2012 in een groot deel van de westerse wereld geen of vrijwel geen sprake is van economische groei. Voor 'groeimachines' als China, Brazilië en India verwachten we nog steeds een bovengemiddelde groei, al zal deze lager uitvallen dan de afgelopen jaren het geval was. Veel overheden in opkomende markten hebben maatregelen genomen die tot hogere inkomens voor brede lagen van de bevolking leiden. Zodoende krijgen steeds meer mensen in de opkomende markten toegang tot producten die wij al jaren als dagelijkse benodigdheden zien. Concerns die een groot deel van hun omzet in deze gebieden realiseren, zullen dan ook krachtige kasstromen blijven houden. Daarom zal ook 2012 voor de sector dagelijkse consumentengoederen een redelijk voorspelbaar jaar worden. Door de forse kasstromen zijn de meeste concerns in staat om de uitkering van dividenden te verhogen en inkoopprogramma's van eigen aandelen te financieren. Daardoor wordt het steeds makkelijker om naar de beoogde winst per aandeel toe te werken of die te overtreffen. Daarentegen kunnen de winkelbedrijven in de ontwikkelde markten, als zij hun marktaandeel willen behouden, de hogere producentenprijzen niet doorberekenen aan de – gezien de economie nog steeds voorzichtige – consument. Diens huis blijft immers gemiddeld in waarde dalen en ook diens baan is nog steeds niet zeker. In een onzeker economisch klimaat kunnen aandelen van bedrijven uit de sector dagelijkse consumentengoederen - mede gezien het relatief hoge dividendrendement - een aantrekkelijke belegging blijken te zijn.

### Duurzame consumentengoederen: groei zet zich voort

Terwijl de ontwikkelde economieën slechts met de grootste moeite groeien, boekt de sector duurzame consumentengoederen (ook wel luxe consumentengoederen genoemd) wereldwijd fraaie groeicijfers, ook in 2012. Voor horloges en sieraden is de wereldwijde omzetgroeiervwachting voor 2012 maar liefst 20%. Deze subsector binnen de duurzame consumentengoederen groeit het sterkst van alle subsectoren vanwege de schijnbaar niet te stillen vraag uit de opkomende markten. Schoenen en leren tassen zijn met 13% verwachte groei een goede tweede. De huidige sectortrend gaat richting online verkoop en verkoop via eigen verkooppunten. Deze laatste dringen steeds meer door in de grote steden van de opkomende markten. Veel luxegoederen-ondernemingen zijn in de meeste opkomende landen ondervertegenwoordigd en hebben daar dus nog volop ruimte voor groei. Maar ook de kledingfabrikanten verwachten dat hun omzet in 2012 met gemiddeld ongeveer 7% zal stijgen. De sterkste groei binnen deze subsector komt dit jaar vermoedelijk van de aanbieders die hun kleding ook online aanbieden. We verwachten dat de autofabrikanten in 2012 te maken zullen krijgen met dalende autoverkoppen in Europa en een lichte volumegroei in de VS. De autoverkoppen blijven op een laag niveau zolang de werkloosheidscijfers



### Werkloosheid Europa, VS en China (%)

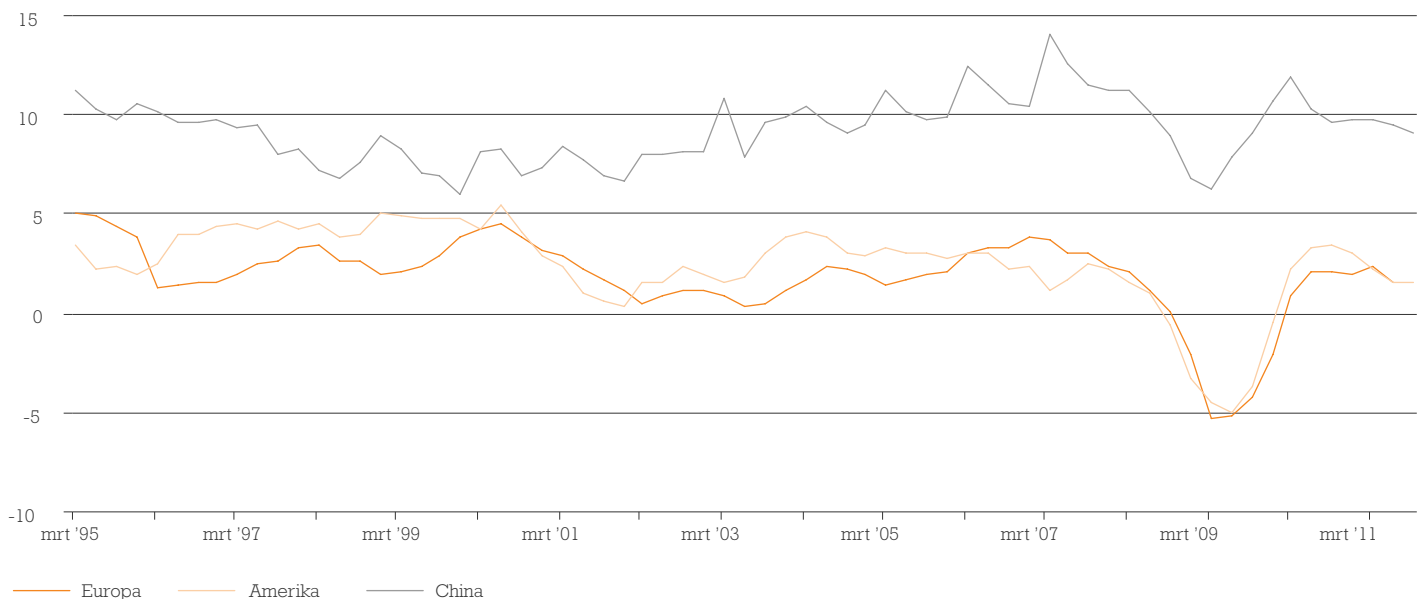


Percentage werkloze beroepsbevolking in Europa, de VS en China

hoog en het consumentenvertrouwen laag blijven. De brancheorganisaties hebben hun verkoopprognoses voor 2012 onlangs alweer snel met enkele honderdduizenden auto's per deelgebied verlaagd. Toch verwachten deze organisaties dat er in 2012 wereldwijd meer auto's zullen worden verkocht dan in de afgelopen jaren. Ze denken dat de verkoopaantallen vooral in de opkomende markten sterk zullen blijven groeien, en dan met name die van de luxere modellen. Voor Europa verwachten ze juist een krimp van de verkoopaantallen. Wel zal de omzet mondiaal gezien wellicht lager uitkomen, gezien de wereldwijde trend bij consumenten om voor kleinere, goedkopere modellen te kiezen. Kortom: meer verkochte auto's, maar goedkopere uitvoeringen. Aangezien 2012 opnieuw een jaar is met grote sportevenementen, zoals het Europees kampioenschap

voetbal in Polen en Oekraïne en de Olympische Spelen in Londen, en er in 2012 presidentsverkiezingen plaatsvinden in de VS, kunnen de mediabedrijven meer advertentieruimte verkopen rondom wedstrijden en verkiezingsprogramma's. Ook de fabrikanten van sportbenodigdheden kunnen waarschijnlijk profiteren van de extra vraag naar sportartikelen.

### Economische groei China, Europa, VS (%)



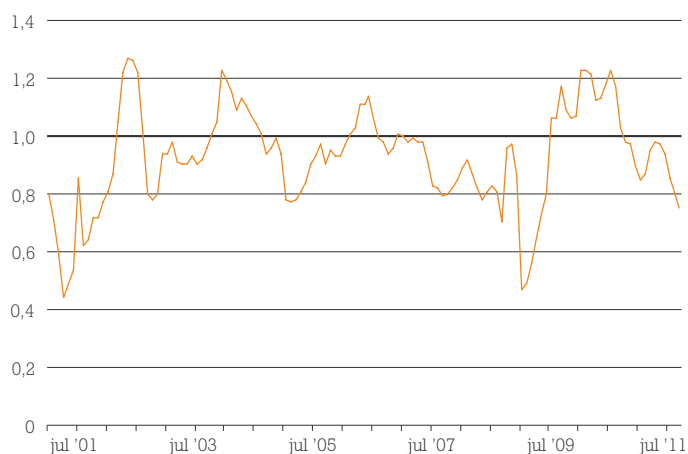
Groei bruto binnenlands product (% per jaar)



### IT-sector: door macro-economische onzekerheid focus op marktleiders

Door de voortdurende digitalisering van de wereld en het streven naar efficiencyverbetering blijven de vooruitzichten voor de IT-sector voor de lange termijn goed. Toch is ook deze sector gevoelig voor cyclische ontwikkelingen en druk op de economische groei. De sectorleiders hebben hun posities echter versterkt, waardoor zij - via een groter marktaandeel - een belangrijk deel van de tegenvallende ontwikkelingen kunnen opvangen. Eerder dit jaar presteerde de sector ondergemiddeld, door het vroegcyclische karakter van enkele segmenten, maar ook door bepaalde bedrijfs-specifieke zaken. Sinds de zomer is er echter sprake van herstel. Het halfgeleidersegment, dat eerder last had van te hoge voorraden bij de afnemers en van prijsdruk, vertoont de eerste tekenen van bodemvorming, met uitzicht op herstel in de loop van in 2012. Wij denken dat vooral marktleiders als ASML (Outperform), Intel (Outperform), TSMC (geen opinie), ARM (Underperform) en Samsung (Outperform) hiervan

### Orderontwikkeling halfgeleidersector VS



Orderontwikkeling van de Amerikaanse halfgeleidersector  
(o.b.v. Amerikaanse dollars)

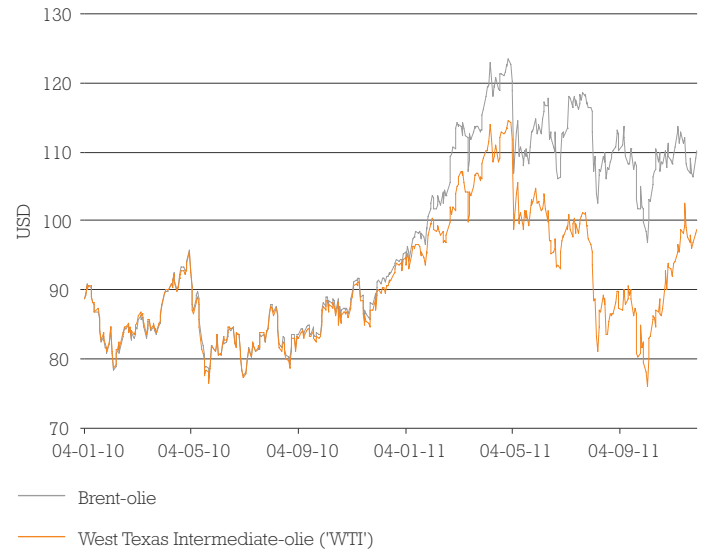
zullen profiteren. De overige segmenten van de IT-sector profiteren van het feit dat de economische cyclus overgaat naar meer midden- en laatcyclische fases. Tegelijkertijd profiteren ze ook van niet-cyclische ontwikkelingen. Voorbeelden hiervan zijn de opkomst van sociale media, e-commerce en online adverteren, waarop bedrijven als Amazon, eBay, Google en Microsoft sterk inspelen. Dit is onlosmakelijk verbonden met de voortdurend stijgende populariteit van smartphones en tablets, die voor mobiele toegang tot snel internet zorgen en met groot succes door Apple en Samsung (en inmiddels ook door Nokia en Microsoft) in de markt worden gezet. In het middencyclische segment van de IT-sector houdt de trend van efficiencyverbetering in het bedrijfsleven aan. Zo signaleren we dat steeds vaker meerdere 'virtuele' toepassingen gelijktijdig op één server draaien (waarop dus verschillende systemen softwarematig worden nagebootst). Daardoor worden de servers efficiënter benut. Daarnaast groeit de behoefte aan grootschalige dataopslag, databasebeheer- en analyse-systemen en cloudcomputing (computertoepassingen die niet op de computer of smartphone zelf zijn geïnstalleerd, maar via internet toegankelijk zijn). Op deze terreinen behoren Oracle (Outperform), SAP (Outperform) en EMC (Outperform) tot de marktleiders. In het laatcyclische segment van de sector zijn het vooral de IT-dienstverleners die met de door hen geleverde advies- en outsourcing-diensten profiteren van de trend van efficiencyverbetering in het bedrijfsleven. Kortom: wij voorzien een voortzetting van de huidige positieve trends in de midden- en laatcyclische segmenten van de sector. En mogelijk volgt in de loop van 2012 het herstel van het vroegcyclische segment. Vrij positieve vooruitzichten, dus. En daar komen de doorgaans lage historische waarderingen nog bij.

### Energie: in de koersen lijkt een recessie te zijn ingeprijsd

Door de onzekerheid als gevolg van de Arabische Lente en het wegvallen van de hoogwaardige Libische olie is de Brent-olie in 2011 fors duurder geworden dan de - meestal ongeveer even dure - West Texas Intermediate (WTI). De vatprijs van WTI-olie schommelde in 2011 rond de honderd Amerikaanse dollar. In 2012 zal deze naar verwachting gemiddeld iets lager zijn, gezien de vertraging van de economische groei. Belangrijke producenten als Saoedi-Arabië hebben al aangegeven met negentig à honderd dollar per vat tevreden te zijn. Een hogere prijs vertraagt de wereldwijde economische groei en drukt dus de vraag naar olie. Bij een lagere olieprijs zijn er landen die in dat geval hun begrotingen niet sluitend krijgen. Ook zullen investeringen in de exploitatie van nieuwe olievelden dan uitgesteld worden, omdat zulke investeringen dan niet of minder goed renderen. Olieproducerende maatschappijen profiteren overigens flink van de huidige olieprijs: hun balansen zijn sterk, winsten hoog en dividenden stabiel. Er wordt door deze bedrijven ook veel geïnvesteerd, vooral in de grootschalige gas- en olieproductie uit leesteen en in complexe projecten, zoals diepzeeprojecten. Hierdoor is er een sterke toename van de vraag naar de diensten van olieservicesbedrijven. Dit zijn bedrijven die aan de oliemaatschappijen diensten verlenen, onder meer op het gebied van de exploratie en productie van nieuwe velden. Door de aanhoudende onzekerheden in de wereldeconomie en op de financiële markten zijn de waarderingen van zowel de grote oliemaatschappijen als de olieservicesbedrijven op dit moment echter laag. Een opmerkelijk verschijnsel, gezien het feit dat de olieprijs



### Toe- en afname prijsverschil WTI- en Brentolie (USD/vat)



relatief hoog is. De markt prijst dus een recessie in. Als deze zich voordoet, zullen analisten de winsttaxaties neerwaarts bijstellen. Hierdoor zullen de waarderingen normaliseren. Maar als de recessie uitblijft of de economie herstelt, bieden met name olieservicesbedrijven een opwaarts koerspotentieel.

De vergadering van de organisatie van olie-exporterende landen (OPEC) ten tijde van de Arabische Lente heeft duidelijk gemaakt dat de meeste leden van de OPEC al volop olie produceren. Saoedi-Arabië heeft als enig OPEC-lid besloten om zijn productie te verhogen. Het land is een van de weinige lidstaten die dit nog kunnen. De wereldwijde afname van de olieproductie uit bestaande velden gaat namelijk snel. Wij verwachten overigens dat de Libische olie sneller weer op de markt komt dan waar de markt nu van uitgaat. De productie- en raffinagecapaciteit blijkt niet zo zwaar aangetast als veelal wordt gedacht.

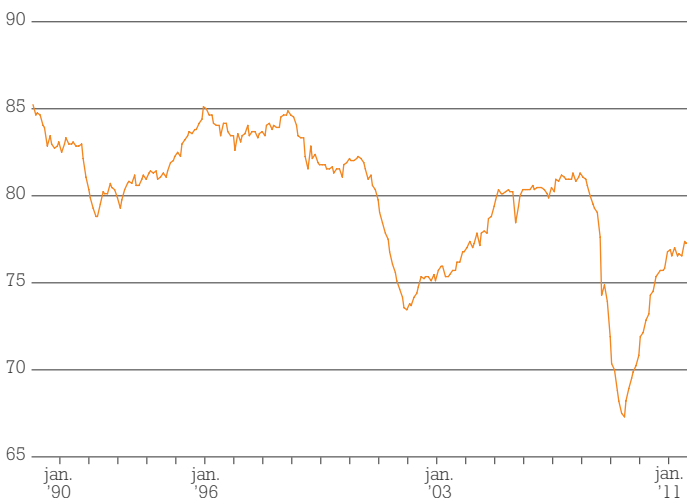
Voor beleggers met een langere beleggingshorizon kunnen bedrijven als BG (Neutral) en Petrobras (Outperform) interessant blijken te zijn, gezien de bewezen voorraden en de groei van de vervangingsreserve, de levensader van producenten. Voor de kortere termijn geven wij de voorkeur aan de meer defensieve grote Amerikaanse oliebedrijven, zoals Chevron (Outperform) en ExxonMobil (Outperform), mede vanwege de iets optimistischere groeiverwachting voor de economie van de VS. Binnen de olieservicesbedrijven geven we de voorkeur aan de technisch en kwalitatief meest hoogwaardige bedrijven, zoals Schlumberger (Outperform) en Saipem (Outperform).



### Industriegoederen: nog te vroeg voor koersherstel vroegcyclisch segment

In de huidige fase van de economie is de sector industriegoederen niet de meest voor de hand liggende sector om in te beleggen. Het is namelijk een zogenaamde cyclische sector. De sector industriegoederen moet het dus vooral hebben van een krachtige groei. De economische onzekerheid neemt echter juist toe, terwijl - in samenhang daarmee - de industriële productie en zodoende ook de bezettingsgraad afnemen. Dit zet de koersen onder druk van aandelen van bedrijven in de meer cyclische segmenten van de sector, zoals kapitaalgoederenproducenten en bedrijven in de luchtvaart-, de transport- en de uitzendsector. Anderzijds is de sector industriegoederen momenteel relatief goedkoop, of in elk geval goedkoper geworden. De vroegcyclische bedrijven hebben een forse neerwaartse correctie doorgemaakt, terwijl de midden- tot laatcyclische bedrijven minder slecht presteerden. De winsten van vroegcyclische bedrijven bevinden zich al op piekniveaus,

### Bezettingsgraad industrie VS 1989 - 2011 (%)



waardoor positieve verrassingen eerder van het midden- tot laatcyclische kapitaalgoederensegment zijn te verwachten. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan bedrijven als ABB (Outperform), Siemens (Outperform) en Emerson Electric (Neutral). Daar wordt de winst ondersteund door goedgevulde orderportefeuilles en een zich verbeterende winstgevendheid. We hebben hierbij een voorkeur voor bedrijven met een aantrekkelijk aandeel wederkerende omzet (service en onderhoud, aantrekkelijke marge), bedrijven met prijszettingskracht, om de gestegen grondstoffenkosten te compenseren, en bedrijven met een sterke balans en een sterke exposure naar opkomende markten. Belangrijke thema's voor de lange termijn zijn nog steeds infrastructurele werken in de opkomende markten, grondstoffengerelateerde kapitaalgoederen, energie-efficiency en duurzame energie. De waardering van het kapitaalgoederensegment beweegt zich tussen lage-groeiniveaus en recessieniveaus. In het verleden duurden recessiewaarderingen meestal kort. Als gevolg van zijn laatcyclische karakter heeft de industriegoederensector volgens ons een groter potentieel voor margestijging dan andere cyclische sectoren. Industriegoederenbedrijven zijn nu beter voorbereid op tegenslagen dan tijdens de recessie van 2008-2009. Bij een positieve draai van de economie worden vroegcyclische bedrijven weer interessant.

### Gezondheidszorg: geleidelijke sentimentsverbetering duurt voort

Terwijl de historische groeithema's voor de sector gezondheidszorg - een toenemende wereldbevolking, welvaart en vergrijzing - voortduren, duurt ook de onzekerheid over de effecten van een eindigende patentbescherming voort. De piek in het verlopen van patenten valt in de periode 2012-2015. Ook al zijn farmaceutische bedrijven hiervoor gevoelig vanwege de vaak grote omzet- en winstbijdragen van de betreffende merkmedicijnen, de sector gezondheidszorg heeft het afgelopen jaar toch beter gepresteerd dan het beursgemiddelde. En dit kan zich in 2012 herhalen. Beleggers lijken voor mogelijkheden tot herstel van de omzetgroei over de periode van de patentexpiraties heen te kijken. Om tot een herstel van de groei te komen, hebben de grote farmaciebedrijven verschillende wegen bewandeld. Sommige concerns hebben gekozen voor een veilige omzetgroei. Daarvoor werd de risicovolle eigen ontwikkeling van medicijnen verminderd en is ter compensatie hiervan veelal een belang genomen in de ontwikkeling van kansrijke producten van kleinere sectorgenoten, vaak biotechnologiebedrijven. Ook hebben veel ondernemingen versterkt ingezet op het groeipotentieel van de opkomende markten, op vaccins of op hoogrenderende consumentenproducten en dierenmedicijnen. Andere farmaceutische concerns hebben juist versterkt ingezet op eigen onderzoek en de eigen ontwikkeling van medicijnen. De concerns die tot de eerste groep behoren, staan - met uitzondering van GlaxoSmithKline (Underperform) - laag gewaardeerd, maar dat houdt verband met een lager groeipotentieel. In de tweede groep valt het laag gewaardeerde Roche (Outperform) op, dat met zijn op kankerbestrijding gerichte productenportefeuille en -pijplijn over een sterk groeipotentieel beschikt en voorlopig nog geen last heeft van patentexpiraties. Novartis (Outperform) heeft dat wel, maar de effecten hiervan lijken mee te vallen en ook hier is sprake van een positieve invloed van nieuwe medicijnen uit de productenpijplijn. De consumententak van Novartis is aanzienlijk versterkt door de verkrijging van de volle eigendom van de hoogrenderende oogproducten-

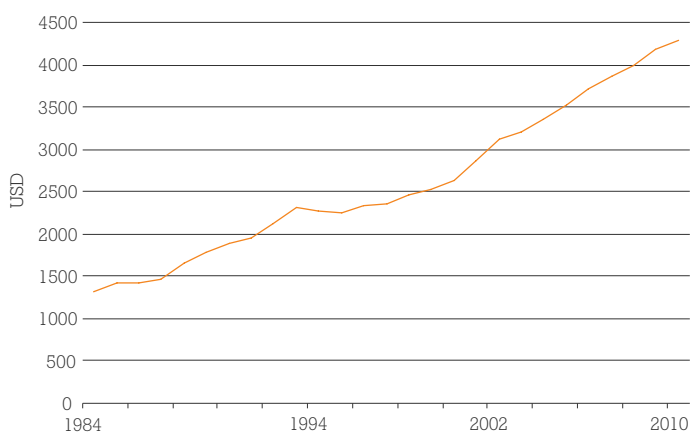


## Basismaterialen: de kansen en bedreigingen van stijgende grondstoffenprijzen

Gezien de diversiteit van de sector basismaterialen is het noodzakelijk om voor 2012 een gedifferentieerde visie op deze sector te formuleren. Daarom gaan we de afzonderlijke subsectoren langs. Over de subsector bouwmaterialen zijn we al enige tijd minder positief. Deze sector heeft te kampen met lagere cementprijzen, hogere kosten en tegenvallende bestedingen voor infrastructurele projecten door overheden. Voor 2012 voorzien we hierin geen verbeteringen. Bedrijven in bouwmaterialen wisten in 2009 en 2010 de winst per aandeel nog met gemiddeld 12% op te krikken dankzij de verkoop van CO<sub>2</sub>-emissierechten. De betreffende overheden hebben deze rechten over hun nationale industrieën verdeeld. Bouwmaterialenbedrijven verkochten het overschot van de aan hen toebedeelde rechten op de markt. Dat leverde hun een aanzienlijke winstbijdrage op. Dit voordeel voor deze subsector komt nu te vervallen. Ten eerste omdat er minder rechten worden toebedeeld en ten tweede vanwege de fors gedaalde marktprijs (zie grafiek Prijsontwikkeling Emissierechten op pagina 20). Over de subsector mijnbouwbedrijven zijn we aanzienlijk positiever. Ondanks het verwachte lagere tempo van de economische groei denken we namelijk dat mijnbouwbedrijven zullen blijven profiteren van de grote grondstoffenvraag uit de opkomende markten. Mijnbouwbedrijven boeken op dit moment recordresultaten. Daarom verwachten we verdere aandeelhoudersvriendelijke acties. In 2011 verhoogde Vale (Outperform) bijvoorbeeld zijn dividend met 200% ten opzichte van 2010. Gezien de lage waardering en de gezonde balansen sluiten we daarnaast omvangrijke overnames binnen deze subsector niet uit. De staalbedrijven staat, net als de afgelopen jaren, een moeilijk jaar te wachten. We gaan weliswaar uit van een stijgende vraag naar staal, maar zien stijgende grondstoffenkosten en een structurele overcapaciteit als een reële bedreiging voor de winsten. Daarom gaat onze voorkeur uit naar staalbedrijven die voor een groot deel in hun eigen grondstofbehoefte voorzien en goed anticiperen op de dynamiek van de staalmarkt, zoals ArcelorMittal (Outperform). Omdat ondernemingen, overheden en consumenten in de volwassen markten onder

specialist Alcon. Ook beschikt Novartis over een vooraanstaande positie in de opkomende markten. In de VS beschikt het laag gewaardeerde Pfizer (Outperform) over groeipotentieel door een verbetering van de productenpijn, een succesvol acquisitiebeleid en een sterke positie in de opkomende markten. De subsector van medische hulpmiddelen als hartritme-regelapparatuur en stents houdt=last van de druk op de groei en van toenemende concurrentie. De bovengemiddelde groei van de markt voor diabetesbehandeling duurt voort, maar de waarderingen van hierop gerichte ondernemingen vinden wij aan de hoge kant.

## Gezinsuitgaven gezondheidszorg VS per jaar (USD)



Gemiddelde jaarlijkse gezinsuitgaven aan gezondheidszorg, per jaar (in USD)



druk staan om in hun uitgaven te snijden, zullen chemiebedrijven - evenals staalbedrijven - dit jaar moeite hebben om de hogere grondstofkosten door te berekenen in hun afzetprijzen. We verwachten dat chemiebedrijven er niettemin in zullen slagen om hun winsten op peil te houden, dankzij de sterke vraag uit de opkomende markten, kostenbesparingen en herstructureringen. Tot slot: industriële gasbedrijven. We denken dat dankzij de sterke consolidatie in deze subsector en de gemiddeld lang lopende termijncontracten de winst in deze subsector het best bestand is tegen een tegenvallende economische groei, oftewel: een recessie.

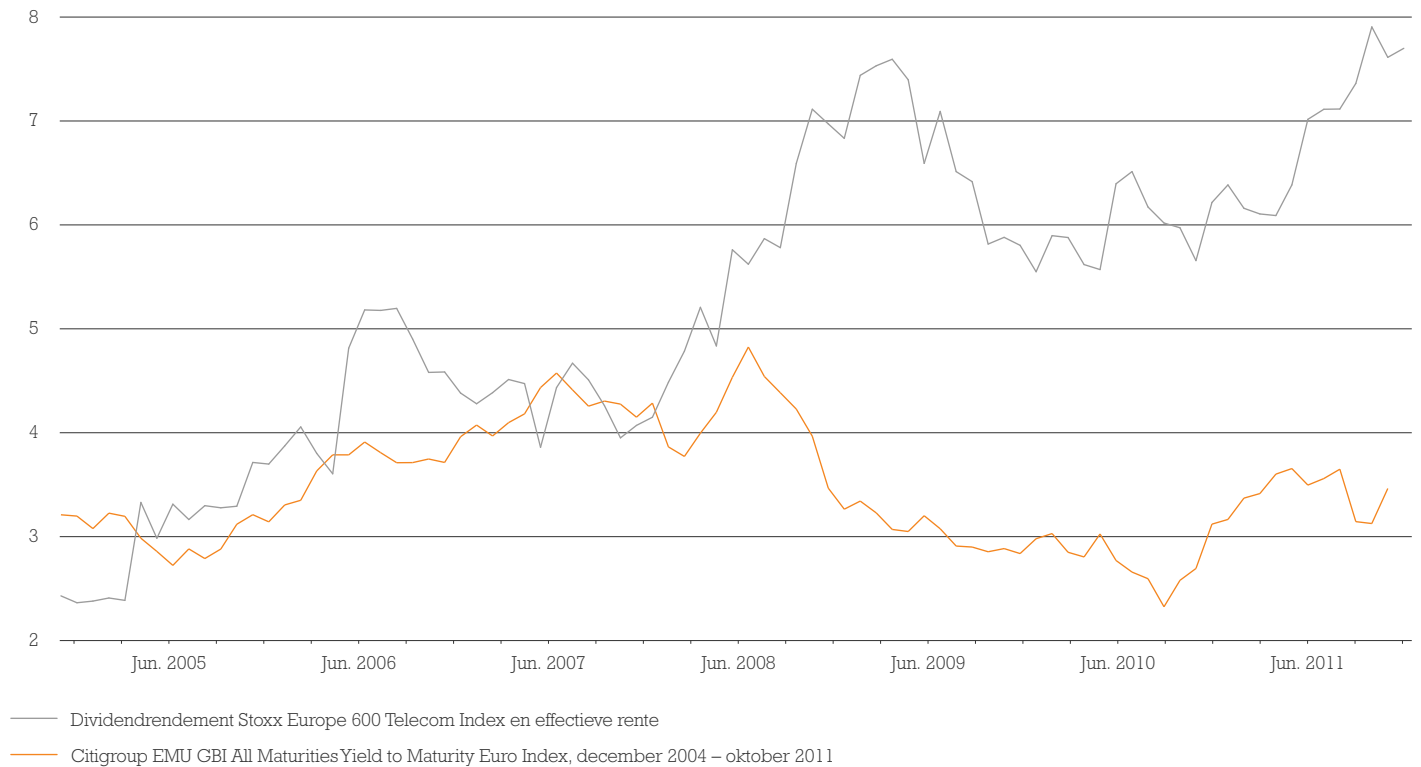
#### Prijswontwikkeling CO<sub>2</sub>-emissierechten (EUR/ton CO<sub>2</sub>)



#### Telecomsector: aangescherpte focus op het behoud van de kasstroom

Door zijn defensieve karakter heeft de telecomsector dit roerige beursjaar beter dan gemiddeld gepresteerd. Ook in 2012 kan dit het geval zijn, ondanks de moeilijk blijvende marktomstandigheden in de volwassen markten. In de reeds onder druk staande Zuid-Europese landen, maar ook in Frankrijk, lopen de grote telecombedrijven extra risico's op het gebied van regelgeving, tariefdruk en de komst van goedkope alternatieve aanbieders. Terwijl de vaste telefonie de grootste daling achter de rug heeft, valt de groei van snel internet tegen door de concurrentie van de kabelmaatschappijen, die verder zijn met de uitrol van glasvezelkabel. De zakelijke markt voor vaste telefonie blijft zeer concurrerend. De mobiele telefonie heeft last van de sterk stijgende populariteit van smartphones en tablets, die vrijwel gratis communicatie via internet verschaffen. Aanpassingen van de tariefsstructuur bieden onvoldoende mogelijkheden voor omzetherstel. Om die reden, maar ook gezien de voor volgend jaar verwachte frequentieveilingen voor mobiele telefonie, zullen de kostenbesparingen voortduren. Door het beperken van de investeringen in de huidige netwerken en in marketing en door lagere kortingen op de aanschaf van smartphones hopen de telecombedrijven de vrije kasstroom op peil te houden. Toch zijn er ook telecombedrijven die zich op groei richten. Deze realiseren grotere delen van de omzet in de opkomende markten. Die markten bieden de combinatie van een sterkere economische groei en het kenmerk dat zij deels nog onontgonnen zijn door telecombedrijven. Voor de volwassen markten zetten wij komend jaar in op ondernemingen die de vrije kasstroom en daarmee het hoge aandeelhoudersrendement op peil weten te houden. Door de verbeterde efficiency kunnen deze bedrijven bovendien het meest profiteren van toekomstig economisch herstel. Tegen die achtergrond lijkt het relatief laag gewaardeerde KPN (Outperform) interessant. Dit geldt ook voor Vodafone (Outperform), niet alleen door de aanwezigheid van Vodafone in de opkomende markten, maar ook door de verwachte forse dividendstroom van Verizon Wireless, waarin Vodafone een belang van 45% heeft. De Scandinavische aanbieders Telenor en Tele2 (beide Outperform) zijn

## Dividendrendement telecomsector en effectieve rente staatsobligaties Europa (%)



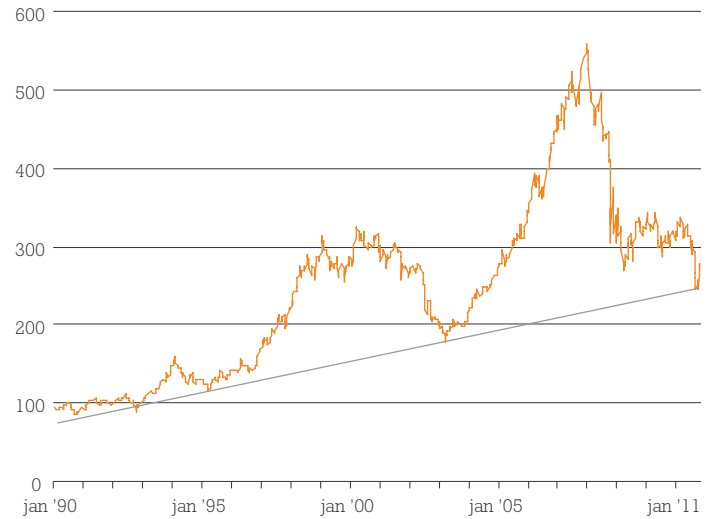
interessant vanwege de combinatie van een sterke aanwezigheid in de opkomende markten en een stabiele thuismarkt. In de groeiemarkt China is China Mobile (Outperform) bezig met een inhaalslag op het gebied van smartphones, maar voor de grote Amerikaanse telecombedrijven lijken de groeiperspectieven voldoende ingeprijsd.

### Nutsbedrijven: achter de wolken schijnt de zon

In onze voorgaande jaarvisies spraken we van donkere wolken die zich boven de sector nutsbedrijven samenpakten. We denken dat de storm inmiddels is uitgeraasd (zie grafiek op pagina 22) en verwachten in 2012 een geleidelijk herstel. De sector staat aan de vooravond van grote veranderingen en kan de doorbrekende zon goed gebruiken. Ook letterlijk, trouwens. Om de Europese energiedoelstellingen te halen moet in 2020 de bijdrage van duurzame energiebronnen, waaronder zonne-energie, namelijk zijn verdrievoudigd. Ook is er een totaal andere infrastructuur nodig, bijvoorbeeld om de overtollige, door windenergie opgewekte Noord-Duitse stroom naar het dichtbevolkte en economisch actievere zuiden van Duitsland te transporteren. Het Internationale Energie Agentschap (IEA) raamt de investeringen die tot 2035 nodig zijn voor het aanpassen van de huidige infrastructuur voor energie op 38 miljard Amerikaanse dollar. Vanwege de energiebehoefte van de industrie en van consumenten kan de Europese energiemarkt tot 2020 niet zonder de inzet van fossiele brandstoffen. Daarom wordt er ook nog fors in gas- en kolencentrales geïnvesteerd. Mede door de invoering van het stelsel van CO<sub>2</sub>-emissierechten zullen de winstmarges op gas- en kolencentrales volgens ons de komende jaren halveren. De nutsbedrijven komen hierdoor in een spagaat. Enerzijds zijn fossiele brandstoffen nodig om onderbrekingen in de energielevering te voorkomen, anderzijds worden fossiele brandstoffen onaantrekkelijk door het lagere rendement op het geïnvesteerde vermogen. Bovendien krijgt stroom die op duurzame wijze is opgewekt voorrang op het energienet. Daardoor kunnen nutsbedrijven hun productie uit fossiele brandstoffen minder goed op de vraag afstemmen. Op dit moment werken langetermijnovereenkomsten voor de levering van energie nog als risicoafdekking ('hedge') tegen schommelingen in de benodigde capaciteit (de vraag).



### Koersontwikkeling aandelenindex Europese nutsbedrijven



Koersverloop (slotkoersen) Stoxx Europe 600 Utilities Index

Nutsbedrijven zoeken mede daarom compensatie voor het aanhouden van de extra capaciteit die nodig is om bij een piekbelasting of bij calamiteiten de stabiliteit van het netwerk te garanderen. Daarom zal volgens ons het verdienmodel van nutsbedrijven in het komende decennium veranderen. Hoewel we voor de kortere termijn (2012) uitgaan van gelijke brutobedrijfsresultaten, rekenen we toch op hogere winsten, rekening houdend met kostenbesparingen en reorganisaties. Ook verwachten we weinig problemen bij de herfinanciering van de kredieten van nutsbedrijven (132 miljard euro tot 2014). De nutsbedrijven beschikken namelijk over sterke kasstromen en de balans tussen schulden en eigen vermogen is aanzienlijk verbeterd.

# Duurzame ontwikkelingen

## Duurzame ontwikkelingen: van plan A naar plan B?

Ondanks de onrust op de financiële markten, de stijgende werkloosheid en het dalende vertrouwen van consumenten in de economie toonden bedrijven, overheden en consumenten in 2011 een toenemende belangstelling voor duurzaamheid. Het jaar 2012 wordt wat dat betreft een belangrijk ijkpunt: in hoeverre zijn de aandachtspunten op het gebied van duurzaamheid een onderdeel van de kernprocessen van bedrijfssectoren en in welke gevallen zijn ze slechts een aspect van specifieke producten? Houdt de wereldeconomie slechts een duurzaam glanslaagje, zoals nu het geval is ('plan A'), of ontwikkelt de wereldeconomie zich versneld door, tot een vernieuwde, structureel duurzamere, mondiale economie ('plan B')? Naar onze mening bieden beide perspectieven reële kansen voor beleggers. De volgende observaties illustreren de belangrijkste actuele ontwikkelingen in de diverse sectoren, thema's en criteria om duurzaamheid te beoordelen.

## Sectortrends

In alle tien bedrijfssectoren die het ING Investment Office onderscheidt, wordt aandacht geschonken aan duurzaamheid. In sommige sectoren begon deze ontwikkeling al decennia geleden, intern gestimuleerd door efficiënte bedrijfsprocessen. In de chemie gold dit bijvoorbeeld voor het verhoogde ziekteverzuim onder werknemers door een gebrekkige milieuhygiëne en onveilige arbeidsomstandigheden. Extern vroeg ook de consument aandacht voor duurzaamheid, bijvoorbeeld door verwachtingen over de productveiligheid (voedingsindustrie) of over de arbeids-

omstandigheden bij toeleveranciers (kledingproductie). Daarnaast werd de integratie van duurzaamheid in de bedrijfsprocessen mede afgedwongen door wet- en regelgeving en gestimuleerd door innovaties. De motieven van bedrijven om duurzaamheid in de bedrijfsvoering te integreren lopen daarmee uiteen van kostenreducties en mogelijke voordelen als men ergens de eerste mee is ('first-mover advantages') tot het verminderen van reputatierisico's. De duurzame ontwikkelingen die kenmerkend zijn voor de verschillende sectoren (zie tabel X), variëren logischerwijs vanwege de diversiteit aan producten, processen en klantgroepen. Ook is de verdeling van verantwoordelijkheden tussen producent en consument niet eenduidig. Alle genoemde aspecten spelen een rol bij de verschillen in benadering van het onderwerp en de vorderingen van bedrijven op dit gebied. Toch zijn er enkele overkoepelende thema's waar te nemen. Een voorbeeld hiervan is het verbruik van energie, een thema dat al langer speelt vanwege de verwachte klimaatverandering en de discussies over de uitputting van de voorraden fossiele brandstoffen. In Europees verband zijn er bovendien plannen om de heffingen op het gebruik van hulpbronnen te verhogen. Daarmee krijgt de huidige focus op kostenreducties, die het gevolg is van de vertraging van de economische groei, nog een extra impuls. Ook de zich wijzigende positie van kernenergie in het energiebeleid, als reactie op de veiligheidsproblemen met de Fukushima-kerncentrale in Japan, speelt hierbij een rol.

## Overzicht duurzame aandachtsgebieden per sector

Sector of subsector	Belangrijke duurzame aandachtsgebieden
Basismaterialen	Energie-efficiency, herkomst, recycling edelmetalen, arbeidsomstandigheden, afvalbeleid
Chemie	Energie-efficiency, afvalbeleid, waterverbruik, ketenverantwoordelijkheid (toeleveranciers)
Dagelijkse en duurzame consumentengoederen en -diensten	Herkomst materialen, arbeidsomstandigheden en ketenverantwoordelijkheid (toeleveranciers), energie-efficiency, waterverbruik
Energie	Duurzame versus niet-duurzame energiebronnen, energie-efficiency, ondernemingsbestuur ('corporate governance'), waterverbruik
Financiële waarden	Klantvriendelijkheid producten, duurzaamheid bij productinnovatie, stabiliteit financiële systeem
Gezondheidszorg	Veiligheid van producten, toegankelijkheid, afvalbeleid
Grondstoffen	Herkomst, afvalbeleid, waterverbruik, arbeidsomstandigheden
Informatietechnologie	Energie-efficiency, toegankelijkheid, recycling, arbeidsomstandigheden
Industriegoederen	Energie-efficiency, afvalbeleid, productinnovatie, waterverbruik
Nutsbedrijven	Duurzame versus niet-duurzame energiebronnen, energie-efficiency (onder andere via 'smart grids'), emissiereductie, ondernemingsbestuur ('corporate governance'), toegankelijkheid
Telecommunicatie	Herkomst materialen, arbeidsomstandigheden en ketenverantwoordelijkheid (toeleveranciers), energie-efficiency, toegankelijkheid
Vastgoed	Energie-efficiency, afvalbeleid, evenwichtige stedelijke ontwikkeling

### **Duurzame thema's: agro-industrie, water en mensenrechten**

We verwachten in 2012 meer aandacht voor de thema's agro-industrie en (drink)water en voor de concrete vertaling naar de praktijk van mensenrechten. Deze onderwerpen zijn alle drie van essentieel belang voor de stabiliteit van de wereld-economie en treden door de huidige marktontwikkelingen meer op de voorgrond. Daarbij is de positie van de opkomende markten van groot belang. Het ING Investment Office stelt zich op het standpunt dat beleggen in voedselgrondstoffen geen probleem hoeft te zijn, mits er garanties zijn dat dit geen excessieve volatiliteit veroorzaakt of negatieve invloed heeft op de internationale voedselzekerheid. Bij het drinkwatervraagstuk draait het onder andere om de stijgende waterconsumptie als gevolg van de groei van de wereldbevolking, de vraag naar water voor voedselproductie en de technieken voor de zuivering van de wegens urbanisering toenemende hoeveelheid afvalwater. De vooraanstaande, in duurzaamheid gespecialiseerde vermogensbeheerder Sustainable Asset Management benadrukt in zijn onderzoek 'Water: a market of the future' (2007) dat een klimaatverandering in verschillende regio's in de wereld grote gevolgen zal hebben voor de hoeveelheid drinkwater en dat bedrijven nog veel operationele mogelijkheden hebben om hier tijdig op in te spelen.

### **Ook impliciet richting 'plan B'**

Niet alleen consumenten, maar zeker ook bedrijven hebben mogelijkheden om een bijdrage te leveren aan het versterken van de duurzaamheid van de wereldeconomie. Hierbij geldt het principe dat een bedrijf dat aandacht heeft voor zijn bestaansmogelijkheden op langere termijn eigenlijk geen andere keuze heeft dan duurzaam te opereren. Toch roept het begrip duurzaamheid vaak nog misverstanden en weerstand op. Zo wordt een dienst of product met het etiket 'duurzaam' vaak als duur of idealistisch (en daarmee te weinig praktisch) gezien. Daar is met een weloverwogen marketingbeleid echter wel de juiste koers voor te vinden. De betekenis van 'duurzaamheid' is immers zo breed dat dit begrip voldoende mogelijkheden biedt om aanpassingen in de bedrijfsvoering juist wel of juist niet als duurzaam te presenteren, al naar gelang de wensen van de diverse klanten. En of een bedrijf nu mét een duurzaamheidsclaim (expliciet) of zonder een duurzaamheidsclaim (impliciet) duurzamer gaat produceren: het directe resultaat is hetzelfde. Dit verruimt de mogelijkheden om van plan A tot plan B te komen.

### **Duurzame beleggingsaanpak**

Om optimaal in te kunnen spelen op de genoemde thema's en ontwikkelingen is het voor beleggers van belang om een zorgvuldige selectie te maken van aandelen, obligaties en beleggingsfondsen. Bij de methode van duurzaam beleggen die door het ING Investment Office wordt toegepast, wordt de financiële analyse gecombineerd met aandacht voor het duurzame beleid van een onderneming. Ook worden bedrijven uitgesloten als er sprake is van ongewenste activiteiten of ongewenst gedrag. De onderliggende thema's en criteria worden op periodieke basis geëvalueerd. We achten het van groot belang om vast te houden aan een strikte en consequente toepassing van de genoemde methode. Dit dient het financiële belang van de duurzame belegger en levert bovendien een bijdrage aan de overgang naar een duurzamere wereld: plan B.

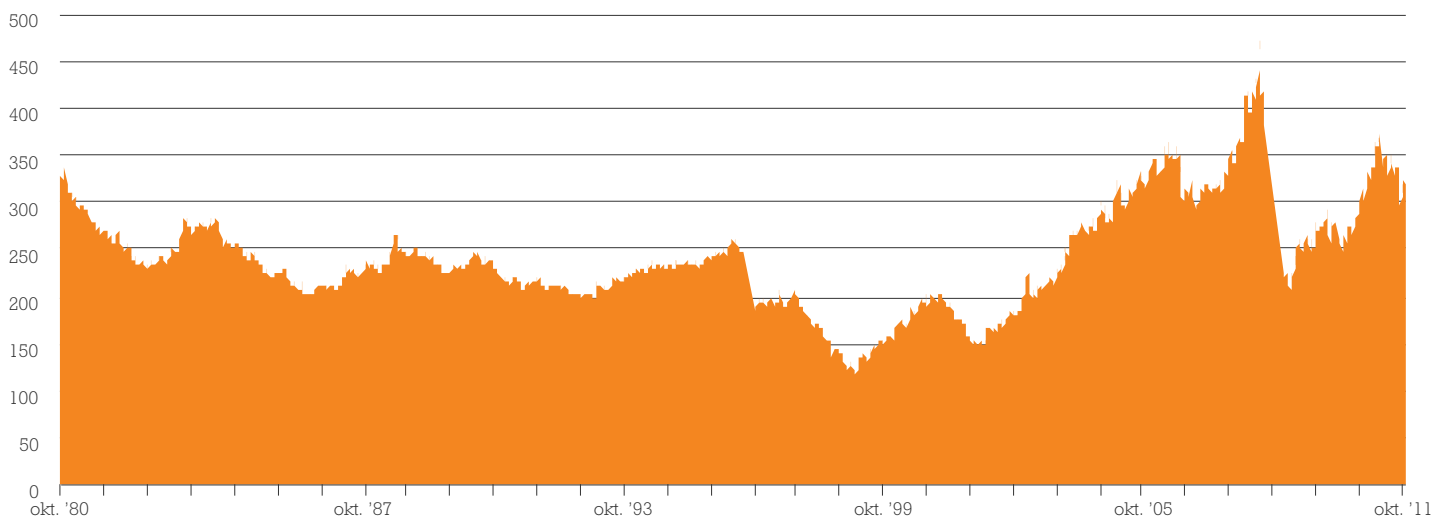
# Grondstoffen

## Grondstoffen als vermogenscategorie: vier argumenten

Onze actuele visie op grondstoffen als vermogenscategorie is te kenschetsen als 'neutraal'. We verwachten dat de grondstoffenindices in de loop van 2012 naar iets hogere niveaus gaan dan nu het geval is. Dat is ons basisscenario. Een risicofactor hierbij is een eventuele vertrouwenscrisis op de financiële markten. Daardoor zou het verwachte patroon van gematigde prijsstijgingen uitgesteld of onderbroken kunnen worden en zouden grondstoffen tijdelijk lager kunnen noteren. Daar staat tegenover dat als de wereldeconomie na de huidige dip in de loop van 2012 sneller dan verwacht weer aantrekt, de grondstofprijzen fors omhoog kunnen gaan. Zeker als deze groeiversnelling gepaard gaat met een nieuwe ronde van monetaire stimulering door centrale banken om de gevolgen van de Amerikaanse en de Europese schulden crisis te bestrijden. De vermogenscategorie grondstoffen is in beleggingsportefeuilles om verschillende redenen een belangrijke aanvulling op andere vermogenscategorieën. Ten eerste vanwege de bijdrage aan de spreiding. Weliswaar ging deze 'risicodiversificatie' tussen grondstoffen en aandelen in de afgelopen jaren nauwelijks op, maar dat kwam doordat de aandelenkoersen in sterke mate door de bedrijfswinsten werden gestuurd en de grondstofprijzen vooral door de groei van de vraag. Beleggers vermoedden dat de oorzaak van beide verschijnselen de economische groei was. Maar in 2012 zou deze correlatie weer minder sterk kunnen worden. Als bijvoorbeeld de economie in 2012 zwak blijft, zou het toch kunnen dat de markt voor sommige grondstoffen krap wordt, zoals nu met Brent-olie. Van veel grondstoffen zijn de buffervoorraden relatief laag. Illustratief zijn de jaren zeventig, toen

grondstofprijzen tot grote hoogten stegen, terwijl aandelenwaarderingen naar steeds lagere koers-winstverhoudingen gingen. Een tweede argument voor het opnemen van grondstoffen in beleggingsportefeuilles is de groeiende vraag naar grondstoffen als gevolg van de structurele groei van de bevolking en het bruto binnenlands product in de niet-westerse wereld. Dit argument gaat uiteraard alleen op als het aanbod minder hard groeit dan de vraag. Gedurende 2012 zouden vraag en aanbod elkaar weer kunnen kruisen en in dat geval zouden de prijzen weer kunnen stijgen. Een derde reden om grondstoffen in de portefeuille op te nemen, is dat geld op langere termijn aan koopkracht inboet (inflatie). Inflatie is een reëel risico. Op dit moment wordt in de VS, Japan en het Verenigd Koninkrijk door de centrale banken 'kwantitatieve verruiming' (monetaire stimulering) toegepast, wat de inflatie bevordert. Vooral de Amerikaanse dollar wordt beleidsmatig verzwakt om de exportpositie - en daarmee de werkgelegenheid - te versterken. De kans bestaat echter dat ook andere valuta's minder waard zullen worden ten opzichte van vaten olie, kilo's thee, koffie en suiker en tonnen koper en platina. Een vierde reden om in grondstoffen te (blijven) beleggen, volgt uit de bestudering van de lengte van de grondstoffencyclus. Hierbij valt op dat perioden met stijgende, hoge en zeer volatiele grondstofprijzen gemiddeld achttien jaar duren. We hebben al elf jaren van stijgende prijzen gehad, maar er is nog steeds niet voldoende capaciteit voor de verwachte grondstoffenvraag van de wereldeconomie in 2020. Verder is het opvallend dat er, hoewel iedere grondstof min of meer 'zijn eigen leven leidt', fases bestaan waarin veel grondstoffen tegelijkertijd op drift zijn. Wij zijn van mening dat we midden in een dergelijke fase zitten. Dit is onder andere te verklaren

## CRB-grondstoffenindex



Ontwikkeling Thomson Reuters/Jefferies CRB Index (in USD), oktober 1980 – oktober 2011.

uit het feit dat veel grondstoffen om dezelfde productiemiddelen wedijveren: kapitaal, land, water en (agrarische) arbeid. Of dezelfde kostenbestanddelen kennen: energie, staal en technisch personeel. Ook is er sprake van concurrentie en onderlinge vervanging, vooral tussen energie en landbouw (denk aan de biobrandstoffen), maar ook tussen verschillende metalen. Een effect van de huidige hausse in grondstoffen kan zijn dat er voldoende productiecapaciteit wordt opgebouwd voor de behoeften van miljarden consumenten in Azië en andere gebieden met een krachtige economische ontwikkeling. Dat de groei van de vraag uit de opkomende economieën komt, is een mondiale trend, die zo goed als zeker doorzet. In de verzadigde economieën van Europa en Japan gaat het vooral om een vervangingsvraag en wellicht zelfs om een afnemende consumptie.

### **Grondstoffen in 2012: over het algemeen niet duur**

Als de wereldeconomie in 2012 verder vertraagt, kunnen de grondstofprijzen in 2012 verder dalen of binnen een bandbreedte fluctueren. Als er opnieuw een grote crisis op de financiële markten uitbreekt, kunnen grondstoffen tijdelijk sterk in prijs dalen, zoals in 2008 het geval was. Op het moment van schrijven (november 2011) bevinden de prijzen zich echter op het niveau van 2006. De verklaring hiervoor is dat de grondstoffenhausse van de periode 2004-2008 ervoor heeft gezorgd dat de productiecapaciteit is uitgebreid, waardoor het aanbod van de meeste grondstoffen ruimer is geworden. Bij het aantrekken van de wereldeconomie zal de vraag naar grondstoffen echter toenemen. Wij vinden grondstoffen op dit prijsniveau dan ook niet duur. Voor de meeste grondstoffen geldt dat de productiekosten structureel hoger liggen dan in 2006. Een ander verschil is dat er in tegenstelling tot 2006 (en de jaren daarvoor) geen structurele overschotten meer bestaan en er weinig voorraden meer worden aangehouden. Hoe kijken we tegen de verschillende subcategorieën aan? In de industriële metalen zullen naar ons oordeel voorlopig geen tekorten ontstaan, vanwege de afnemende vraag naar kapitaalgoederen. In de subsector voedselgrondstoffen zullen wellicht enkele grondstofprijzen stijgen, maar dit is moeilijk te voorspellen, omdat er altijd natuurrampen en misoogsten kunnen plaatsvinden. De prijs van goud en van de overige edele metalen zijn onlangs fors gedaald ('gecorrigeerd'), maar de opgaande langetermijntrends blijven intact. We denken dat de prijzen van energiegrondstoffen, zoals ruwe olie, als eerste weer zullen stijgen. Een aanwijzing in die richting is dat Saoedi-Arabië onlangs de prijs van zijn olie heeft verhoogd en dat Iran dit voorbeeld heeft gevolgd. Autofabrikanten als BMW boeken door de vraag in de opkomende landen recordautoverkopen, een vingerwijzing dat het brandstofverbruik in die landen snel groeit. Er zijn weliswaar landen, bijvoorbeeld de VS, met strategische brandstofvoorraden, maar wereldwijd zijn er geen grote buffervoorraden van kant-en-klare brandstoffen als benzine, diesel en kerosine. En terwijl de structurele vraag wereldwijd stug blijft stijgen, verlaagde het Internationale Energie Agentschap (IEA) in oktober 2011 zijn

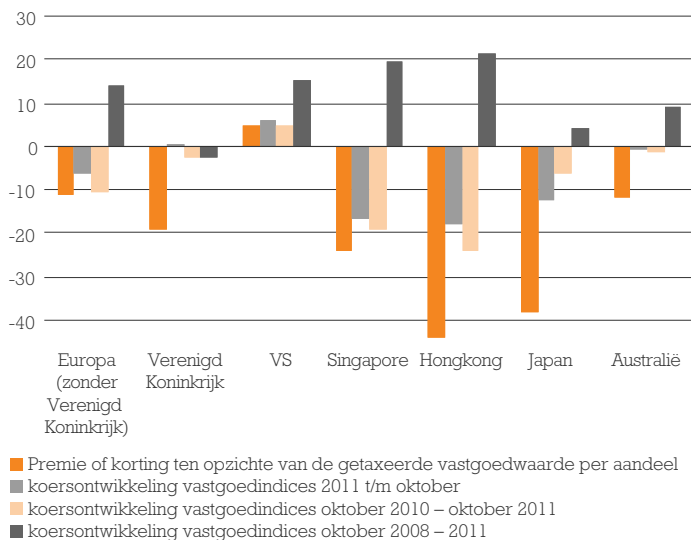
taxatie van het aanbod aan ruwe olie. Het natuurlijke verval in productievolume van bestaande olievelden is -5%. Ruwe olie is de grondstof waarvan de prijsontwikkeling de meeste invloed heeft op de prijzen van andere goederen, waaronder ook grondstoffen. De olieprijs kan de grondstoffenindex dan ook naar hogere niveaus stuwen, mogelijk al in 2012.

# Vastgoed en alternatieve beleggingen

## Vastgoed: afzwakkende trends, aantrekkelijke waardering

In onze Update Visie 2011, van juli 2011, gaven we aan dat de trends voor beursgenoteerd vastgoed nog steeds positief waren, maar dat de waardering aan de hoge kant was. Sindsdien zijn de koersen van vastgoedbeleggingen gedaald door het oplaaieren van de Europese schulden crisis en de terugkeer van de wereldwijde economische onzekerheid. Hierdoor is de waardering van vastgoed volgens ons gemiddeld opnieuw aantrekkelijk geworden. Binnen de vastgoedsector is een zorgvuldige selectie van beleggingen echter van groot belang. Het waarderingsverschil tussen hoogwaardig vastgoed en inferieur vastgoed is sinds de kredietcrisis namelijk aanzienlijk groter geworden. We verwachten dat deze waarderingskloof in 2012 nog groter wordt. We beperken ons in onze selectie daarom voornamelijk tot vastgoedbeleggingsfondsen met onroerend goed op toplocaties waar het aanbod schaars is. Over projectontwikkeling, de financieringskant van vastgoed en vastgoed van inferieure kwaliteit zijn we duidelijk minder positief.

## Waardering en koersontwikkeling vastgoed per regio (%)



Bronnen: FTSE EPRA/NAREIT, UBS

De operationele trends zijn gemiddeld genomen nog steeds positief, maar worden wel zwakker. De huurinkomsten stijgen, bij veel vastgoedfondsen daalt de leegstand en ook de taxatiewaarde van het vastgoed blijkt nog steeds veerkrachtig. De externe omstandigheden en de vooruitzichten zijn echter ten opzichte van begin 2011 aanzienlijk verslechterd. Verdere monetaire stimulering door centrale banken ('kwantitatieve verruiming') is waarschijnlijk, nu het economisch herstel in Europa en de VS lijkt te stagneren. In combinatie met een verdere escalatie van de Europese

schulden crisis kunnen verdere stimulerende maatregelen leiden tot een situatie van inflatie, gecombineerd met een stagnerende economie ('stagflatie'). Een dergelijke situatie zou behalve inflatie ook hogere rentes tot gevolg hebben. Veel beursgenoteerde vastgoedbeleggingen in de vorm van een 'real estate investment trust' (REIT; een vastgoedmaatschappij met vrijstelling van vennootschapsbelasting), hebben als relatief voordeel dat bij de meeste fondsen een groot deel van de schuld tegen vaste rentes en voor een langere periode is gefinancierd. Deze kunnen bij een ernstige vertrouwenscrisis een veilige haven bieden. Ook kunnen zij fungeren als een risicoafdekking ('hedge') tegen een hoge inflatie. Vaak zijn de huurinkomsten van REIT's geïndexeerd voor inflatie. Een voordeel van beleggingen in vastgoedfondsen ten opzichte van aandelen is dat vastgoedfondsen minder werkkapitaal nodig hebben en daardoor in perioden met een hoge inflatie meer van de stijgende prijzen profiteren. Reguliere bedrijven hebben dan bijvoorbeeld te maken met een duurder inkoop van grondstoffen en hogere personeelskosten. In combinatie met het relatief hoge dividendrendement dat REIT's doorgaans bieden, lijkt de vermogenklasse vastgoed in de huidige omstandigheden dan ook relatief aantrekkelijk. Dat ook REIT's gevoelig zijn voor economische ontwikkelingen en stijgende rentes moge echter duidelijk zijn. Maar voorlopig profiteert de vastgoedsector nog van de historisch lage rentestanden. Een minder positief signaal voor de vastgoedmarkt is dat huurders uit de retailsector te kampen hebben met dalende verkopen. Dat kan een voorbode zijn van een toenemend aantal faillissementen. Die leiden uiteindelijk tot een grotere leegstand en lagere huurinkomsten. In de vastgoedsector zijn ook bedreigingen en kansen voor de lange termijn aan te wijzen. De populariteit van online winkelen (e-commerce) neemt sterk toe en de roep om duurzaamheid in de vastgoedsector zwelt aan, zowel uit de maatschappelijke hoek als uit de hoek van investeerders en beleggers. Kortom: we prefereren REIT's met relatief weinig projectontwikkeling en met schulden met een lange looptijd, waarvan het overgrote deel is gefinancierd tegen een vaste rente. Daarnaast gaat onze voorkeur nog steeds uit naar defensief geïndexeerde vastgoedfondsen met een stabiele kasstroom, een gunstige verhouding van eigen en vreemd vermogen (lage hefboom), kwalitatief hoogwaardige portefeuilles op toplocaties, degelijke huurders en een proactief beleid op het gebied van duurzaamheid, die bovendien goed gepositioneerd zijn voor de sterke opmars van e-commerce.

## Alternatieve beleggingen

De vermogenscategorie alternatieve beleggingen omvat een divers assortiment beleggingen, namelijk alle beleggingen die niet behoren tot de beleggingscategorieën aandelen, obligaties, vastgoed, grondstoffen of liquiditeiten. Het ING Investment Office streeft ernaar daarbinnen vooral beleggingen te selecteren waarvan de waardeontwikkeling anders verloopt dan die van obligaties of aandelen. Bij een

combinatie met aandelen en obligaties kan namelijk een waardevermindering van de portefeuille gedempt worden door de waardeontwikkeling van de alternatieve beleggingen. Oftewel: risicospreiding door diversificatie. Tegelijk willen we met deze categorie nieuwe en andere rendementsbronnen in onze beleggingsstrategieën opnemen, zodat ook onder positieve marktomstandigheden het risico-rendementsprofiel verbetert. Ook in 2012 zien wij kansen voor alternatieve beleggingen, met name voor valutafondsen. Daarnaast verwachten wij omstandigheden waar alternatieve beleggingsfondsen specifiek op kunnen inspelen. Om enkele daarvan te noemen: de nog weinig effectieve economische stimuleringsmaatregelen en onorthodoxe monetaire maatregelen in de ontwikkelde economieën, mogelijke rentehobbels en fluctuerende valutakoersen, handelsprotectionisme, machts- en veiligheidsconflicten, natuurrampen en nieuwe twijfels over de stabiliteit van het financiële stelsel. Constructieve stimulerende economische maatregelen en politieke samenwerking kunnen voor positieve verrassingen zorgen. Ook hierdoor ontstaan er kansen voor actieve fondsbeheerders met effectieve strategieën die op een dergelijk klimaat zijn ingesteld. Beleggers kunnen bij de ING beleggen in alternatieve fondsen die beleggen in converteerbare obligaties, fondsen die een hedgefondsenindex nabootsen (zoals de HFR Index) en een fonds dat goed kan presteren als er sprake is van verhoogde volatiliteit. Ook biedt de ING een aandelenfonds en een valutafonds aan die ook gebruik maken van shortposities. Tot slot biedt de ING ook een derivatenfonds aan dat goede kansen biedt als er veel duidelijke trends zijn.

# Technische analyse

## De AEX-index in 2012: bullmarkt of bearmarkt?

Technische analyse baseert zich bij het opstellen van scenario's onder andere op trends en omkeerpatronen. Voordat we tot een visie op 2012 komen, vatten we daarom eerst de recente ontwikkelingen samen. In de eerste handelsdagen van augustus 2011 kwam er een einde aan de in 2009 gestarte bullmarkt. Maar de heftige bearmarkt die toen begon, eindigde al weer in september. Vooral de Europese aandelenindices raakten in een neerwaartse versnelling, de Amerikaanse indices en die van de meeste opkomende markten veel minder. In juli 2011 zagen we al de eerste voorboden van een correctie: enkele stijgende bodemlijnen werden neerwaarts gebroken en ook de belangrijke horizontale steun van 325 sneuvelde. In de eerste dagen van augustus begon er definitief een dalende trend en de bearmarkt was een feit. Een eerste richtpunt voor een dieptepunt was aanvankelijk 265 punten, maar een beweging naar de zone 235-240 konden we niet uitsluiten. Zo snel als deze bearmarkt begon, zo snel leek hij eind september ook weer te eindigen. In de weken die hieraan vooraf waren gegaan, was er een 'zijwaartse' bandbreedte ontstaan tussen de 265 en 296. Maar de doorbraak boven de 296 punten was voor ons aanleiding om onze langetermijnopinie te verhogen van Short naar Neutral. Op het moment van schrijven (begin november 2011) lijkt de bodem in het langetermijnbeeld definitief te zijn gezet: 256 punten. De vanaf de top van april 2011 minst scherp dalende toppenlijn moet echter nog opwaarts worden gebroken om van een nieuwe bullmarkt te kunnen spreken. Dit niveau ligt nu (begin november) rond de 317 punten. Gezien de technische ontwikkelingen achten we de kans echter groot dat deze doorbraak in de komende maanden zal plaatsvinden. Dit baseren we in de eerste plaats op de technische toestand van de Amerikaanse aandelenindices. Die zijn al nieuwe opwaartse trends (bullmarkten) gestart. Een ander belangrijk uitgangspunt van technische analyse is dat koerspatronen zich herhalen. En als we de recente patronen vergelijken met die van begin 2009, zien we een aantal opvallende overeenkomsten. Zo werd er toen, net als nu, een groot omgekeerd hoofd-schouderpatroon gevormd, een 'bullish engulfing' op de weekgrafiek, en was er ook toen sprake van een positieve divergentie in de relatieve sterkte-index (RSI). Dit zijn belangrijke, weinig voorkomende en elkaar ondersteunende positieve signalen. We achten dan ook de kans reëel dat de bodem in het langetermijnbeeld is gezet en dat de AEX de dalende toppenlijn zal breken. Richtpunt voor 2012 is de oude top van 375, met een nog zware horizontale tussenliggende weerstand bij 343. Wel moeten we er rekening mee houden dat een trend wordt bepaald door de 'correcties'. Bij een stijgende trend zijn dat de hogere bodems en bij een dalende trend de lagere toppen. Bij een stijgende trend kunnen we in 2012 dan ook geregeld (hogere) bodems tegenkomen. Bij een beweging onder de 284 treedt een eerste verzwakking op in het kortetermijnbeeld. Een structurele beweging onder de 265, ons stop-lossniveau\*, zou een nieuwe verslechtering in het langetermijnbeeld

betekenen. Maar dit stop-lossniveau verhogen we zodra de AEX de vanaf de top van april 2011 dalende toppenlijn opwaarts doorbreekt. Vanuit een contraire beleggingsbenadering bekeken is het opvallend dat een jaar geleden, eind 2010 en begin 2011, bijna alle analisten en marktpartijen positief gestemd waren. 2011 zou het jaar van de aandelen worden. In de maanden september en oktober 2011 is de algemene beursstemming echter omgeslagen in een breed gedragen, negatief sentiment. Het blijft zaak om deze signalen goed in de gaten te houden, omdat overdrijving vaak een voorbode is van de tegenovergestelde beweging.

\* Dit stop-lossniveau betreft slechts een opinie op basis van technische analyse. Het ING Investment Office voert het beheer van de ING-beleggingsstrategieën hoofdzakelijk op basis van fundamentele analyse.

## S&P 500: op naar de all-time high

De S&P 500 Index blijft voor ons de belangrijkste aandelenindex ter wereld. Hoewel bij 1.370 een top is ontstaan, bleef de S&P 500 boven belangrijke steunniveaus en gaf hij dus geen verkoopsignaal voor de langere termijn. Hij bleef boven een technisch belangrijk niveau bij 1.100. Ook bleef hij ruim boven de bodems van de zomer van 2010 op 1.010. Ondanks een forse correctie is er dus geen sprake van verkoopsignalen in de S&P 500. Met de doorbraak eind oktober 2011 boven de 1.230 werd juist de uitbodemingsfase afgerond en kunnen we het vizier weer richten op de jaartoppen van 2011 tussen de 1.350 en 1.370 punten. Voor 2012 houden we zelfs rekening met een beweging naar de all-time high van 1.550 punten. Een voorwaarde hiervoor is wel dat de stijgende trend intact blijft. Ook hierbij geldt dat een beweging naar deze niveaus gepaard zal blijven gaan met de nodige tussentijdse - en soms forse - correcties. Onder de 1.000 wordt het technische plaatje anders. Dan ontstaat er een veel minder positieve aandelenmarkt en moeten beleggers rekening houden met een zijwaartse of dalende trend van de S&P 500 Index.

## Nasdaq 100: groot positief omkeerpatroon afgerond

De Nasdaq 100 heeft een enorme rally achter de rug sinds het dieptepunt van 1.000 punten (begin 2009). Met de opwaartse doorbraak van de 2.050 heeft de Nasdaq een meerjarig omgekeerd hoofd-schouderpatroon afgerond dat sinds 2007 in ontwikkeling was. Dat is een positief teken. Als we op basis van dit patroon een koersdoel berekenen, komen we uit op ongeveer 3.000 punten. We achten de kans reëel dat dit niveau in 2012 wordt getest. Nadat de Nasdaq bij 2.440 een top had gevormd, startte ook deze index in de zomer van 2011 een correctie, waarbij hij overigens wel boven de genoemde neklijn van 2.050 bleef. Dit is de veel voorkomende zogenaamde terugtest ('pullback-beweging') na een opwaartse uitbraak uit een dergelijk groot omkeerpatroon. Een normale beweging dus. Ondertussen testte de Nasdaq 100 begin november 2011 alweer zijn jaartoppen van 2011. We achten de kans op een verdere opwaartse

beweging in de laatste weken van 2011 (na een laatste aanloopje) dan ook groot. Kortom: we zien een sterke trend en veel opwaartse potentie. Overigens gaven ook de Philadelphia Semiconductor Index (SOX), met een beweging boven de belangrijke dalende toppenlijn, en de Russell 2000 Index (een Midcap-index in de VS), met een uitbraak boven de neklijn van een omkeerptraan, positieve signalen. Voor de Russell 2000 is een koersdoel te berekenen bij de in 2011 gevormde hogere all-time high van ruim 850 punten.

### **10 jaarsrente Duitsland: enorme beweeglijkheid**

Hoe ligt de, voor de financiële markten zo belangrijke, 10-jaarsrente op Duitse staatsobligaties ('Bunds') er technisch bij? De trend in de renteontwikkeling van de Bund is al meer dan tien jaar dalend. In de zomer van 2011 werd op 1,60% nog de onderkant van het brede dalende trendkanaal getest. Omdat hier enkele omkeerptraanen werden afgerond, mocht er een forse herstelbeweging worden verwacht. De Bund-rente testte eind oktober 2011 in het middellangetermijnbeeld de scherp dalende toppenlijn rond de 2,40%. Gezien de daaropvolgende forse terugval naar 1,75% (begin november 2011) verwachten we een hogere, dan wel dubbele bodem en vervolgens een doorbraak boven de genoemde toppenlijn. De Bund-rente kan dan op weg gaan naar de bovenkant van het dalende langetermijntrendkanaal van op dit moment 3%. Tussenliggende belangrijke weerstandsniveaus (en mogelijke tijdelijke toppen) liggen bij de 2,50% en 2,85%. We gaan ervan uit dat 2012 het jaar wordt van de verdere stijging van de Duitse 10-jaarsrente.

### **Grondstoffen: trend intact**

Voor onze technische visie op grondstoffen kijken we naar de Thomson Reuters/Jefferies CRB Index (CRB Index) een breed samengestelde grondstoffenindex. De stijgende langetermijntrend daarvan is nog intact. In september en oktober 2011 testte deze index de stijgende langetermijnbodemplijn en de horizontale steun in de zone 290-295. Komt de index hieronder, dan ontstaat er een verzwakking van het technische beeld, maar we gaan ervan uit dat er een hogere bodem is gevormd. Onze koersindicatie voor de CRB Index voor 2012 is het gebied vanaf de 2011-jaartop van 370 tot de weerstand van 410. Een belangrijk onderdeel van deze index is de (Amerikaanse) olieprijs. De vatprijs van deze lichte olie ('light crude oil', zoals West Texas Intermediate) heeft vanaf de top van USD 114 een forse correctie ondergaan, tot USD 75. In de afgelopen weken werd de hogere bodem echter bevestigd met een opwaartse uitbraak boven de dalende toppenlijn. Er ligt nog weerstand bij USD 101-103, maar in 2012 moeten een hertest van de jaartoppen en wellicht zelfs nog aanzienlijk hogere prijzen mogelijk zijn. Ook in de goudprijs is een bulltrend te zien. Na een top bij USD 1.915 per troy ounce voerde de goudprijs een terugtest uit, precies tot de zone van USD 1.500-1.550. Dit is een hogere bodem (en ons voormalige koersdoel). Onze indicatie voor 2012 is USD 2.100.

Onze dagelijkse technische analyses, met onder meer commentaar op de kortetermijnbewegingen, vindt u onder andere in het ING Dagbericht Beleggen op [ING.nl/beleggen](http://ING.nl/beleggen).

## Grafiek AEX-index op weekbasis



Weekgrafiek ('candlesticks') AEX-index (medio 2002 – oktober 2011)

Bron: Reuters Metastock 11, 2 november 2011

## Grafiek Nasdaq 100 Index op weekbasis



Weekgrafiek ('candlesticks') Nasdaq Index (medio 2002 – oktober 2011)

Bron: Reuters Metastock 11, 2 november 2011

**Meer weten?  
Kijk op [ING.nl/beleggen](https://www.ing.nl/beleggen)  
of neem contact op met  
uw Adviseur**