



Een nieuwe fase

Uitgave 3e kwartaal 2013

Beleggings-
strategie

Vooruitzichten derde kwartaal 2013



Didier Duret

Didier Duret

Chief Investment Officer,
ABN AMRO Private Banking

Juni 2013

Een nieuwe fase

In de huidige fase is sprake van een paradox op de financiële markten. Centrale banken hebben door kwantitatieve verruiming de onzekerheid bij beleggers verminderd, maar geleidelijk begint twijfel te ontstaan over de beëindiging van dit stimulerende beleid. Toch creëren dergelijke toekomstige beleidsverschuivingen ook een breder draagvlak voor een terugkeer naar normalere economische verhoudingen op middellange termijn.

De uitdaging in het komende kwartaal is om, naarmate de wereldeconomie aan kracht wint, beleggingsportefeuilles minder afhankelijk te maken van monetaire stimulering en meer te versterken met echte bronnen van groei. ABN AMRO Private Banking is van mening dat beleggers zich bij de invulling van hun portefeuille moeten laten leiden door het wereldwijde herstel, met daarbij de nadruk op aandelen van Amerikaanse bedrijven die actief zijn op de binnenlandse markt, van internationaal opererende Europese bedrijven en bedrijven en sectoren die actief zijn op het gebied van nieuwe vormen van retail, zoals online shopping. In de portefeuilleallocatie moet niet de 'kunstmatige' stimulans van monetaire verruiming maar de winstgevendheid van bedrijven centraal staan; staatsobligaties en dure investment-grade obligaties komen waarschijnlijk onder druk door het geleidelijke wegvallen van de steun van centrale banken.

Op de volgende pagina's onderzoekt het Research & Strategy team van ABN AMRO Private Banking deze en andere visies – met inbegrip van aanbevelingen voor vastgoed, hedgefondsen en valutabeleggingen – om u te helpen van de nieuwe economische fase te profiteren en succesvol te beleggen. Uw Beleggingsadviseur en het dichtstbijzijnde Investment Advisory Centre (zie het achterblad van deze publicatie) staan klaar om samen met u de beleggingen te selecteren die het beste aansluiten bij uw beleggingsdoelstellingen.

Inhoud

Inleiding – Een nieuwe fase	2
Economie – Vertrouwen neemt toe	3
Economie – Een nieuwe weg voor China	4
Economie – Verre van eenvoudig	5
Aandelen – marktvooruitzichten	6
Aandelen – sectorvooruitzichten	7
Aandelen – update thema megatrends	8
Aandelenthema – De nieuwe consument	9
Obligaties – marktvooruitzichten	10
Obligaties – portefeuilleallocatie	11
Valuta's	12
Prognoses	13
Hedgefondsen	14
Grondstoffen	15
Vastgoed	16
Private equity	17
Performance en risico	18
Assetallocatie	19
Medewerkers	20

Dit is een internationale publicatie van ABN AMRO. Risicoprofielen en beschikbare beleggingsproducten kunnen per land verschillen. Neemt u voor informatie contact op met uw lokale adviseur.

Een nieuwe fase

Research & Strategy
Didier Duret – Chief Investment Officer

Nu de wereldeconomie aan kracht wint, moeten beleggers op zoek gaan naar ondernemingen die hun succes bouwen op duurzame bronnen van groei, niet op de vrijgevigheid van centrale banken.

Na vijf jaar van uitzonderlijke monetaire beleidsmaatregelen door centrale banken in alle delen van de wereld breekt er nu een nieuwe fase aan. De wereldeconomie, met de VS voorop, begint aan te trekken. Het goede nieuws is dat de geleidelijke verbetering waarschijnlijk niet gepaard gaat met een acute inflatiedreiging. Een belangrijke uitdaging voor de financiële markten komt voort uit een nieuwe vorm van onzekerheid: marktnervositeit en de verwachtingen ten aanzien van het moment en de wijze waarop centrale banken hun langdurige, verruimende monetaire beleid gaan terugdraaien.

Wij hebben in onze assetallocatie de overweging van aandelen recent iets teruggebracht. Ook het belang in obligaties hebben wij verder verkleind. In vastgoed hebben wij nu een neutrale positie. Wij bevelen beleggingen aan die zullen profiteren van het wereldwijde economische herstel. De veranderende marktdynamiek biedt een kans om de positie uit te breiden in groeiaandelen, die zullen profiteren van de rotatie uit defensieve aandelen. Verder is het tijd om winst te nemen op beleggingen die grotendeels afhankelijk zijn van de liquiditeitsverschaffing door centrale banken, zoals staatsobligaties uit Europese kernlanden en de Verenigde Staten en dure investment-grade obligaties van zeer kredietwaardige bedrijven.

Belangrijkste trends: versnellende wereldeconomie en omslag van bezuinigen naar groei

- **Wereldwijde economische verbetering:** de groei van de wereldeconomie zal in het tweede halfjaar weer versnellen. In de VS zal het herstel zichzelf in stand houden, terwijl in de eurozone het vertrouwen steeds verder toeneemt. China gaat door met de herbalancering van de economie van een door investeringen gedreven groei naar een door consumptie gedreven groei.
- **Groei in plaats van bezuinigingen:** de eurozone laat de begrotingsteugels vieren, het begrotingstekort in de VS neemt snel af en Japan is bezig met een enorm stimuleringsexperiment.
- **Bedrijfswinsten verbeteren:** lagere kosten, onder meer voor arbeid en energie, zullen steun bieden aan de winstontwikkeling naarmate de vraag toeneemt.

Belangrijkste uitdagingen: de bijkomende risico's van de normalisering van de markten

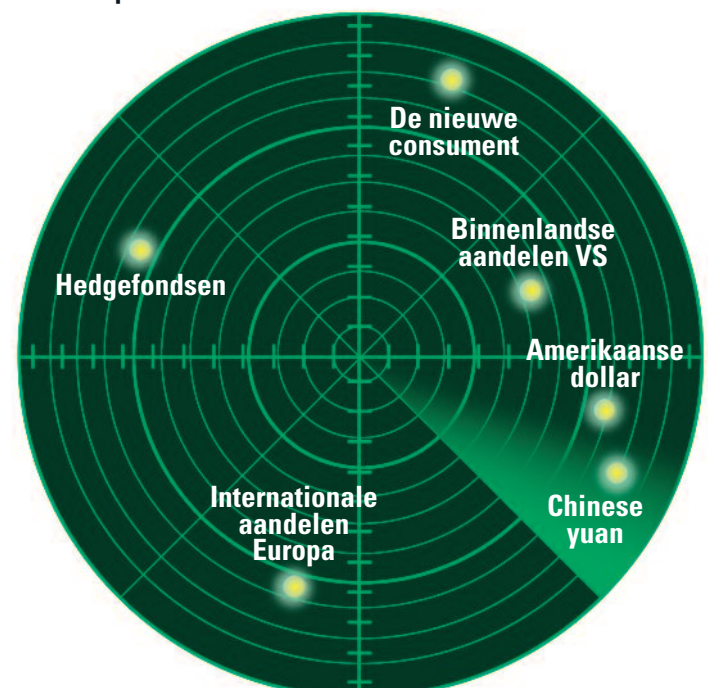
- **De onzekerheid over de toekomstige koers van het monetaire beleid in de VS** verstoort op korte termijn de markt voor risicovolle beleggingen. Centrale banken willen voorkomen dat door hun enorme geldschepping zeepbellen op de financiële markten ontstaan. Een correctie van de goudprijs en de Japanse aandelenkoersen zijn hiervan een voorbeeld.

- **Als het proces niet goed wordt beheerst, zal de normalisatie van het beleid van de Fed het herstel remmen.** Dit zou vooral negatieve gevolgen voor de Amerikaanse woningmarkt hebben via een stijgende hypotheekrente.
- **Obligatiewaarderingen zijn aan de hoge kant,** doordat beleggers zich bij hun zoektocht naar rendement in vastrentende waarden hebben gestort. De lage rente op obligaties van zeer kredietwaardige bedrijven beperkt het rendement, maar aantrekkelijk lijkende complexe vastrentende instrumenten zijn niet de oplossing.

Belangrijkste kansen: zoeken naar winst

- **Meer volatiliteit levert koopkansen op.** Kortstondige marktinzinkingen kunnen een goede gelegenheid bieden om te diversifiëren naar kleinere, op de binnenlandse markt gerichte ondernemingen in de VS en internationale Europese groeiondernemingen met belangen in Europa en Azië (met name China, Taiwan en Maleisië).
- **Focus op nieuwe retailstrategieën.** Nieuwe kooptrends en consumentengewoonten, zoals online-winkelen via smartphones en tablets, zorgen voor groei en veranderingen. De gevolgen zijn divers en wereldwijd merkbaar. (Zie ons nieuwste aandelenthema: De nieuwe consument).
- **Groeivaluta's.** Wij verwachten een sterkere Amerikaanse dollar en Chinese yuan, doordat de VS haar leidende economische positie heroverst en de yuan steeds verder internationaliseert.

Kansen op de radar



Economie – Vertrouwen neemt toe

**Research & Strategy
and Group Economics**

Han de Jong – Chief Economist

Steeds meer signalen wijzen er op dat de wereldeconomie in het tweede halfjaar aantrekt en in 2014 de verwachtingen overtreft. Voor het eerst in jaren hebben wij onze ramingen van de BBP-groei in de VS en de eurozone verhoogd.

De wereldeconomie is opnieuw in een zwakke fase beland. Daar zijn diverse redenen voor. De belastingverhogingen in de VS begin dit jaar en de daaropvolgende bezuinigingen, de voorraadcyclus van bedrijven wereldwijd, de ombuigingen in Europa, de – tot op zekere hoogte – bewuste groeivertraging in China, het zijn allemaal factoren die daarin een rol spelen.

Opwaartse spiraal in de VS

Er is alle reden om aan te nemen dat de huidige inzinking van korte duur zal zijn en zal worden gevolgd door een duidelijke versnelling. De tegenwind gaat liggen en de rugwind wakkert aan. De VS speelt hierin zelf de hoofdrol. De balansverbetering in de Amerikaanse private sector vormt de basis voor hogere uitgaven door huishoudens en bedrijven. Banken zijn meer bereid om uit te lenen dan zij in jaren zijn geweest. Zelfs het Amerikaanse begrotingstekort ontwikkelt zich gunstiger dan verwacht. Hoewel het begrotingsbeleid een steen om de nek is, wordt er minder bezuinigd. Daarbij zwakt ook de inflatie af, waardoor het reëel besteedbaar inkomen beter op peil blijft. Intussen blijft het monetaire beleid naar verwachting zeer ruim. Wij verwachten dat al deze krachten intact zullen blijven en elkaar zullen versterken.

Adempauze in Europa

De vooruitzichten voor Europa zijn duidelijk minder gunstig dan voor de VS, maar verbeteren wel. De economie in de eurozone profiteert van de aantrekkende groei in de VS. Belangrijk is ook dat de spanningen binnen het systeem aanzienlijk zijn afgenomen. Daarbij daalt de inflatie en is het ergste van de bezuinigingen voorbij. Verscheidene landen hebben meer tijd gekregen om aan de strenge begrotingsdoelen te voldoen.

Begrijpelijk genoeg zijn wij gewend geraakt aan de sombere berichtgeving over de economie in de eurozone. Enkele cyclische indicatoren laten sinds kort echter een stijgende lijn zien. Wij denken dan ook dat de economie stabiliseert en over niet al te lange tijd weer gaat groeien. Het ondernemersvertrouwen is zwak maar trekt aan en het consumentenvertrouwen stijgt al zes maanden. Bovendien is het concurrentievermogen van de perifere landen aanzienlijk verbeterd. Natuurlijk zijn de grote problemen niet opgelost en kan de eurocrisis makkelijk weer opblazen, maar beleidsmakers hebben de instrumenten en de wil om zo nodig in actie te komen.

Het tweede leven van Japan

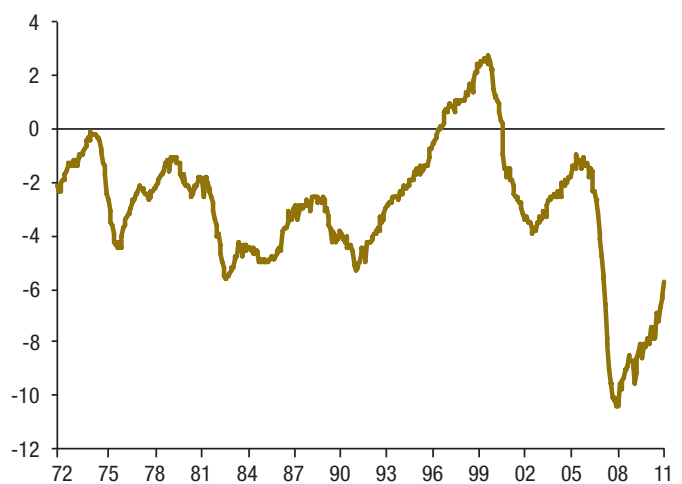
Het spectaculaire experiment van de beleidsmakers in Japan lijkt vooralsnog te werken. Niemand kan met zekerheid zeggen waar het eindigt, maar voorlopig gaat het goed. Wij verwachten in ieder geval voor de komende anderhalf jaar een relatief solide economische groei.

Vertraging, maar geen stilstand

De opkomende economieën stellen wat teleur. De groeivooruitzichten zijn overwegend goed maar wel lager dan nog niet zo lang geleden. Duurdere valuta's, hogere lonen en inflatie, maatregelen om de vastgoedmarkt in sommige landen af te koelen en de neerwaartse trend van grondstoffenprijzen zetten een rem op de groeivooruitzichten.

Vermeldenswaard is dat het herstel aantrekt met veel minder onevenwichtigheden dan vóór de crisis. Hiermee is de basis gelegd voor een duurzamer groeitraject.

Begrotingstekort VS als % BBP 1972 - 2011



Bron: Bloomberg

Een nieuwe weg voor China

Veranderingen in de vraag naar grondstoffen

China is een belangrijke speler op de wereldwijde grondstoffenmarkt. Het land domineert deze markt niet alleen door zijn omvang en de nog steeds snelle groei van zijn economie, maar ook door het intensieve gebruik van diverse grondstoffen. De huidige overgang naar een consumptiegeleide groei zal waarschijnlijk van grote invloed zijn op de grondstoffenmarkten. De vraag vanuit China naar grondstoffen verandert.

Van metalen naar voeding en energie

De economische strategie van China heeft belangrijke gevolgen voor de grondstoffenmarkten. In de nasleep van de wereldwijde financiële crisis in 2009 lanceerden beleidsmakers in China een omvangrijk stimuleringsprogramma. Deze strategie leidde tot een ongekende groei van de bouwsector en had een significant effect op de vraag naar metalen.

De vastgoedmarkt is een belangrijke aanjager van de vraag naar industriële grondstoffen/metalen. Het huidige beleid van de Chinese regering is gericht op bestrijding van uitwassen op de vastgoedmarkt, zonder de economie te verstoren. Dit alles op basis van een strategische herijking die voorrang geeft aan consumptie boven investeringen en moet leiden tot een gematigder economische groei.

We zien op dit moment al een verschuiving in de vraag van metalen naar voeding en energie. De vraag naar agrarische grondstoffen zal door de veranderende consumptiepatronen en stijgende inkomens waarschijnlijk voortdurend blijven veranderen. Het traditionele dieet met veel granen maakt plaats voor een dieet met eiwitten, zuivelproducten en verwerkt voedsel.

Het energieverbruik per hoofd van de bevolking in China bedraagt slechts een derde van het gemiddelde per hoofd van de bevolking in de OESO-landen. Nu de groeiende middenklasse meer auto's en elektrische apparaten koopt, stijgt ook het energieverbruik. Deze trend zal ongetwijfeld aanhouden.

Zelfvoorzienend in grondstoffen als beleid

China heeft zichzelf tot doel gesteld om voor de belangrijkste grondstoffen zelfvoorzienend te worden. Door de belangrijke rol die de staat speelt in de productie, komt het daarin een heel eind. Voor dit doel mogen staatsbedrijven die grondstoffen produceren zelfs met verlies draaien.

Group Economics

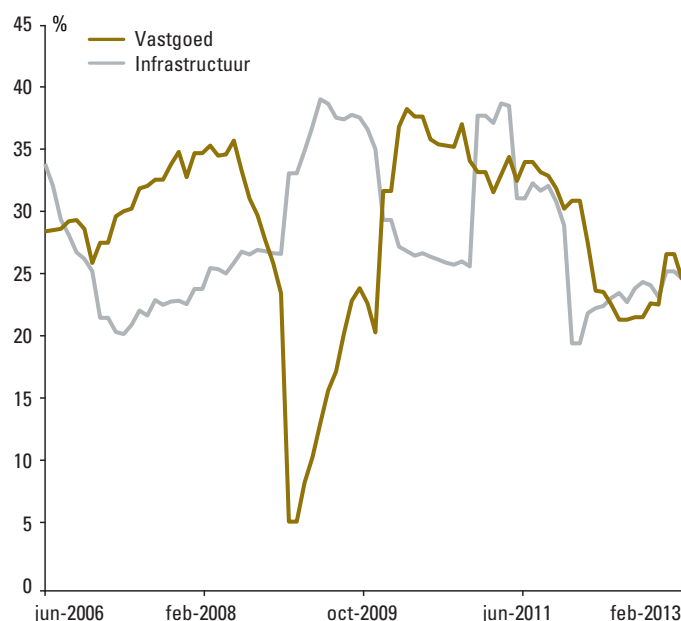
Maritza Cabezas Ludena – Senior Economist Emerging Markets

Maar volledige zelfvoorziening is vooralsnog een utopie. China is bijvoorbeeld zelfvoorzienend in de productie van geraffineerd aluminium, maar is voor grondstoffen als koper, nikkel en zink afhankelijk van externe bronnen. Het land is bijvoorbeeld ook de grootste staalproducent ter wereld, maar beschikt niet over kwalitatief hoogwaardige grondstoffen als ijzererts en cokes om staal te maken. Het land is hierdoor zeer afhankelijk van de import. Om deze lacunes op te vullen, verricht China grote investeringen in landen die rijk zijn aan grondstoffen.

Wat agrarische grondstoffen betreft, wil China voor de belangrijkste ingrediënten, zoals rijst en maïs, tot in ieder geval 2020 zelfvoorzienend zijn. China heeft de productiviteit in de landbouw met succes verhoogd, ondanks het verlies aan vruchtbare landbouwgrond door de groeiende verstedelijking. Al sinds eind jaren zeventig betreft China minimaal 95% van de vraag naar granen van binnenlandse leveranciers. Een van de weinige uitzonderingen hierop zijn sojabonen.

Het tempo van deze transformatie in China is cruciaal voor de toekomst van de grondstoffenmarkten.

China: Investeringen vlakken af jaar-op-jaar



Bron: CEIC

Verre van eenvoudig

Verwachtingenmanagement: dé uitdaging voor de Fed

Group Economics

Nick Kounis – Head Macro Research

Groeiende zorgen over exit van de Fed

Op de financiële markten is opnieuw bezorgdheid ontstaan over een mogelijke afbouw van de monetaire stimulering door de Federal Reserve (Fed). Fed-voorzitter Ben Bernanke liet in mei doorschemeren dat een besluit over verlaging van het tempo waarmee obligaties worden opgekocht, 'tijdens een van de komende vergaderingen' genomen zou kunnen worden, wanneer het herstel op de arbeidsmarkt doorzet. Dit betekent dat wellicht al voor eind dit jaar een verlaging van het aankoopprogramma wordt aangekondigd, terwijl veel marktcommentatoren er nog van uitgingen dat dit pas in 2014 zou gebeuren.

De onzekerheid over het beleid van de centrale banken werd gevoed door de president van de Japanse centrale bank, die in mei vaag deed over de vraag of het Japanse aankoopprogramma bedoeld is om de rente op overheidsobligaties te drukken. Zorgen over de toekomstige richting van het monetaire beleid van de belangrijkste centrale banken ondermijnden de risicobereidheid en hadden wereldwijd een hogere rente op staatsobligaties tot gevolg. De grote angst is een herhaling van 1994, toen de Fed de monetaire teugels abrupt aantrok en de obligatiemarkt veranderde in een slagveld.

Zwakke inflatie biedt de Fed ruimte

Het is voor Bernanke en zijn collega's niet makkelijk om het grootste monetaire experiment uit de geschiedenis tot een goed einde te brengen. Toch zijn er enkele belangrijke lichtpunten. Allereerst hebben zij lang kunnen nadenken over de wijze waarop ze het monetaire beleid willen normaliseren en daartoe een duidelijk plan kunnen ontwikkelen. Bovendien is de onderliggende inflatiedruk zwak (zie grafiek), zodat de centrale bank zich niet hoeft te haasten.

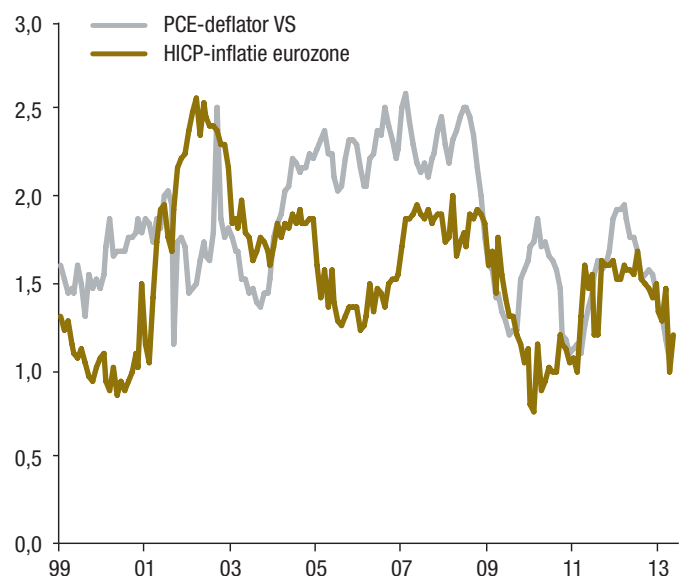
Wij denken dat de Fed in december een gefaseerde afbouw van het aankoopprogramma bekend zal maken, misschien zelfs al in september. De aankopen zouden dan halverwege volgend jaar stopgezet worden, maar we verwachten dat de officiële rente pas begin 2015 verhoogd zal worden. In de tussenliggende periode zal de Fed de liquiditeit in het financiële systeem door middel van diverse instrumenten op peil houden. De grootste uitdaging voor de Fed is om de verwachtingen te sturen. Wij denken dat de centrale bank dat zal doen door transparanter te zijn over mogelijke toekomstige stappen. Gunstige inflatievooruitzichten en een zorgvuldige communicatie moeten ervoor zorgen dat de economie en de markt de monetaire stimulering geleidelijk kunnen ontwennen.

Revolutie in goede banen leiden

Ook de president van de Japanse centrale bank, Haruhiko Kuroda, is op de goede weg, wat betreft het verbeteren van de communicatie over het revolutionaire monetaire beleid van de Bank of Japan. Volgens Kuroda is de hogere obligatierente het gevolg van de betere vooruitzichten voor de economie en de prijzen, wat ook precies het doel is van het beleid van de centrale bank. Wel zijn er aanpassingen in het obligatieaankoopprogramma aangebracht om de marktvolatiliteit te verminderen. Wij denken dat de Japanse centrale bank een ruim monetair beleid zal blijven volgen totdat de deflatie tot het verleden behoort.

In Europa lijkt ook de ECB vast van plan om het accommoderend beleid voorlopig voort te zetten, gezien het verwachte zwakke herstel van de Europese economie en de laag blijvende inflatie. Een verdere verlaging van de beleidsrente lijkt niet waarschijnlijk. Mogelijke instrumenten voor de toekomst zijn aanvullende beleidsmaatregelen om banken beter toegang te geven tot liquiditeit en zo hun kredietverlening te bevorderen en een betere communicatie om de markt gerust te stellen dat de rente langdurig laag blijft.

Gematigde inflatiedruk in %, 1999 - 2013



Source: Thomson Reuters Datastream

Aandelen – marktvooruitzichten

Vastere grond in zicht

Research & Strategy

Sybre Brouwer – Global Head Equity Research
and Head Research Netherlands

Marktcorrecties zoals die van eind mei, begin juni hebben weinig invloed op de haussemarkt voor aandelen. Wel vormen ze een stimulans voor beleggers om weer naar fundamentele bedrijfsfactoren te kijken. Veel beleggers verwachten dat stopzetting van de monetaire stimuleringsprogramma's, wat bij de afgelopen correctie een rol speelde, negatief uitpakt voor aandelen. Wij zijn het daar niet mee eens. Wij handhaven de overweging in aandelen, ook na onze winstneming van begin juni.

Allereerst zullen de monetaire teugels pas worden aangehaald als er bewijs is dat de Amerikaanse economie herstelt. Economisch herstel, op zijn beurt, is gunstig voor de winstvooruitzichten (zie grafiek). De winstvooruitzichten voor de middellange tot langere termijn zijn solide. Tegelijkertijd zullen de marges verbeteren, dankzij zowel lagere inputkosten als een stijging van de omzet. Bij een lage inflatie is een geringe rentestijging niet per definitie nadelig voor de bedrijfswinsten. Tot slot zijn aandelen, ondanks enige volatiliteit op de korte termijn, redelijk gewaardeerd en vergeleken met andere beleggingscategorieën aantrekkelijk.

Regionale keuzes voor groei

In onze regioallocatie zijn wij overwogen in opkomende markten in Azië. Deze markten zijn, gezien hun gevoeligheid voor herstel van de economische groei in de VS en Japan, aantrekkelijk geprijsd.

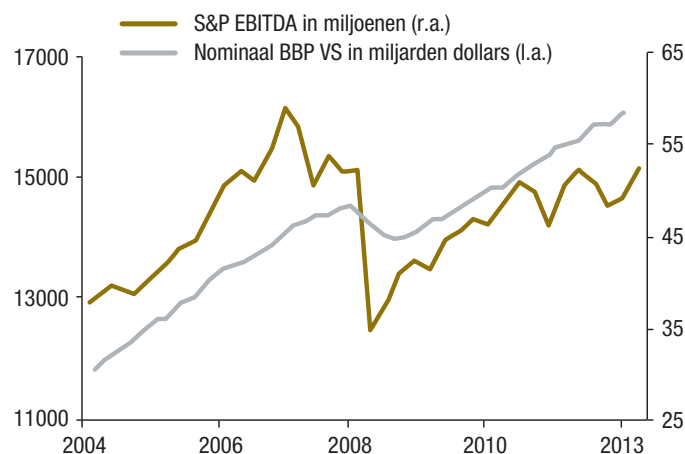
In de VS (neutraal) zetten wij in op binnenlandse aandelen. Wij gaan er namelijk van uit dat de vraag in de VS sneller zal aantrekken, nu het effect van de automatische overheidsbezuinigingen wegebt.

Vanwege zijn kwakkelende economie blijven wij onderwogen in Europa. Door de verschuiving van de focus van het EU-beleid van bezuinigen naar groei en versterking van de

concurrentiekracht, wordt het gat tussen Duitsland en de perifere landen kleiner. Het lijkt dan ook een geschikt moment om winst te nemen op de duurdere Duitse segmenten, zoals consumptiegoederen, en breder in Europese aandelen te beleggen.

Japan (neutraal) lijkt sneller en krachtiger te profiteren van het budgettaire en monetaire beleid van de overheid en de centrale bank dan verwacht. In onze Japan-allocatie richten wij ons vooral op sectoren en bedrijven die laag gewaardeerd zijn en waar de winstgevendheid zich heeft hersteld. Een goed voorbeeld is de auto-industrie, waar een nieuwe generatie auto's van de band rolt en die profiteert van de ontwikkelingen op belangrijkste exportmarkten.

BBP VS en EBITDA (ruime definitie S&P)



Source: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Aandelen Overwogen	<p>Economisch herstel in de VS en Japan ondersteunt wereldwijde groei en winstontwikkeling.</p> <p>Hernieuwd winstherstel in Azië, met name in China en andere opkomende markten.</p> <p>Door de opkomst van webwinkels veranderen traditionele retailformules.</p>	<p>De recente marktcorrectie biedt kansen om positie te nemen in grote internationale industriële ondernemingen, bepaalde IT-aandelen, Amerikaanse bedrijven die zich op de binnenlandse markt richten, en brede Europese indices zoals de STOXX Europe 600.</p> <p>Directe of indirecte positie in opkomende markten in Azië.</p> <p>Focus op trendsetters, sterke merken en distributeurs.</p>

Aandelen – sectorvooruitzichten

Begin met sectorrotatie

Research & Strategy

Sybren Brouwer – Global Head Equity Research
and Head Research Netherlands

Bepaalde defensieve, hoogrenderende delen van de markt hebben – mede door de steun van de centrale banken - zeer goed gepresteerd en zijn inmiddels aardig duur geworden. Om die reden hebben wij de sector consumptiegoederen verlaagd naar onderwogen. Binnen die sector zijn wij onderwogen in voedingsmiddelen, dranken & tabak en hebben wij de weging van huishoudelijke & persoonlijke producten verlaagd. Verder hebben wij binnen de sector luxe goederen & diensten de allocatie van luxe goederen en binnen IT de positionering in software & IT-diensten verlaagd.

In onze allocatie richten wij ons nu meer op de conjunctuurgevoeligere, en relatief aantrekkelijk

gewaardeerde sectoren. Wij hebben daarom de IT-sector in zijn geheel verhoogd naar overwogen, vooral door onze positie in hardware & IT-apparatuur te verhogen. Wij denken dat de IT-sector in de tweede helft van 2013 zal profiteren van een geleidelijk herstel van de wereldeconomie en van een inhaalvraag. Binnen de sector luxe goederen & diensten hebben wij de subsector auto's & onderdelen opgewaardeerd.

Wij handhaven onze overweging in industrie, aangezien deze sector het meest kan profiteren van de toegenomen productiviteit in de maakindustrie. Zowel de IT- als de industriesector sluiten aan bij ons nieuwste thema “De nieuwe consument.”

Overwogen - Neutraal - Onderwogen

Sector	Subsector	Commentaar
Energie	Olieservices	Hoge investeringen in exploratie/productie goed nieuws voor grote dienstverleners.
	Geïntegreerde oliebedrijven	Verticale integratie helpt; Amerikaanse sector heeft betere uitgangspositie.
	Exploratie & productie	Duur, kapitaalintensief, dalende prijzen, betere reservevooruitzichten voor bedrijven VS.
	Raffinage	Lagere energieprijzen goed voor raffinagemarges, maar zwakke vraag in Europa.
Basismaterialen	Chemie	Vraagherstel: Azië dankzij voorraadcyclus, VS door lage gasprijzen.
	Metalen & mijnbouw	Overcapaciteit en minder vraag, terug te zien in prijsgerelateerde grondstoffen.
	Bouwmaterialen	Positief in VS, neutraal in OM, negatief in Europa (VK, Duitsland beter).
	Papier & bosbouw	Focus op verdere consolidatie en integratie/synergie.
Industrie	Commerciële diensten	Geen reële verbetering in personeelsswerving verwacht voor 2e hj 2013.
	Kapitaalgoederen	Infrastructuur en efficiencyverbeteringen dragen groei; Europa en mijnbouw zwak.
	Transport	Meer passagiers, snijden in kosten en herstructurering, bouwers en prijsvechters favoriet.
Luxe goederen & diensten	Luxe goederen ▼	Lange termijn voor luxe goederen positief, maar weinig rek in waarderingen.
	Consumentendiensten	Europese hotelsector profiteert van meer vakantiegangers uit opkomende markten.
	Detailhandel	Dreiging van webwinkels; Amazon en eBay sectorwinnaars.
	Auto's en onderdelen ▲	Europese automarkt op weg terug; groeipotentieel in VS en opkomende markten.
Consumptie-goederen ▼	Media	Geen belangrijke verbetering in advertentiemarkt; online bedrijfsmodellen nog in ontwikkeling.
	Huishoudelijke & pers. producten ▼	Beperkt opwaarts margepotentieel; veel herstructureringen, maar duur.
	Voedingsmiddelen detailhandel	Waardering lijkt aantrekkelijk, maar conjunctuurgevoelig en structurele problemen.
Gezondheidszorg	Voedingsmiddelen, dranken & tabak	Volatiele inputkosten; waardering aan de hoge kant.
	Gezondheidszorg - app. & diensten	Dialysesdiensten en interessante instrumenten en ook labapparatuur en - tests.
	Farmacie, biotech & biowetenschappen	Succesvolle innovatie biotechproducten; hoge vrije kasstroom; aandeleninkoop.
Financiële sector	Gediversifieerde financiële diensten	VS doet het goed, maar in Europa houden we het bij de kwaliteitsnamen.
	Verzekeraars	Hoger premie-inkomen schade, herverzekering aantrekkelijk, leven onaantrekkelijk.
	Banken	VS doet het goed, maar in Europa houden we het bij de kwaliteitsnamen.
	Vastgoed ▼	Hoogwaardig vastgoed op A-locaties steeds belangrijker.
Informatie-technologie ▲	Hardware & IT-apparatuur ▲	IT-investeringen profiteren van beter economisch klimaat, als eerste in VS.
	Software & IT-diensten ▼	Cloudsoftwaretrend verandert het landschap volledig en dwingt tot fusies.
	Halfgeleiders & halfgeleiderapparatuur	Meer terughoudend na sterke sectorresultaten.
Telecommunicatie Nutsbedrijven	Telecommunicatiediensten	Winstvooruitzichten blijven somber bij gebrek aan groei en aanhoudend hoge investeringen.
	Duurzame energie	Onzekerheid over subsidies drukt groeiperspectief.
	Gereguleerde/multi-utiliteitsbedrijven	Grote prijsverlagingen elektriciteit in VS en ook geen prijszettingkracht in Europa.

Aandelen – update thema megatrends

Ons nieuwste thema “De nieuwe consument” richt zich op de particuliere consumptie. Consumptieve bestedingen zijn een van de belangrijkste groeiaanjagers in de westerse landen en steeds meer ook in de opkomende markten. De wijze waarop de consument zijn geld uitgeeft, verandert snel onder invloed van webwinkels, die steeds meer marktaandeel winnen. Andere belangrijke markttrends zijn onder meer

automatisering en schaliegas. Hoogdividendaandelen zijn minder in trek omdat ze hinder beginnen te ondervinden van de ‘dreiging’ van een stijgende rente. Binnen ons thema ‘Biologische oplossingen’ blijft de farmasector sterk, maar doet landbouw het minder goed door problemen rond het gebruik van biobrandstoffen in de VS.

Thema	Introductie	Argumentatie	Belangrijkste vertegenwoordigers	Huidige opinie thema's
Groene infrastructuur	K3 2009	Langetermijnaspecten (milieu-vriendelijkheid en energiebesparing) en kortetermijnredenen (stimuleringsprogramma's) komen aan groene infrastructuur ten goede.	Ecolab, Syngenta, Arcadis, Veolia, Fluor	Kopen
Big is beautiful	K4 2009	Focus op grote ondernemingen die kunnen uitbreiden in opkomende markten (OM) om echt wereldwijde spelers te worden.	Samsung Electr., HSBC, Roche, Oracle, Coca-Cola, LVMH, Caterpillar, Wal-Mart	Houden
Beter leven	K2 2010	De toenemende en veranderende behoeften van consumenten in opkomende landen naarmate deze opklimmen in de behoeftepiramide van Maslow.	Samsung Electr., Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential	Houden
Europese juwelen	K3 2010	Grote Europese expertise en sterke merken zijn gewild bij de groeiende wereldwijde middenklasse, mede dankzij de sterker wordende dollar.	BASF, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Sanofi, Siemens	Kopen
Kwaliteit telt	K4 2010	Naarmate de (toegevoegde) waarde van de productie in opkomende landen stijgt in de waardeketen en de wereldhandel verder groeit, neemt de behoefte aan wereldwijde kwaliteitsstandaarden, inclusief milieu- en veiligheidsregels, toe.	Mead Johnson, Thermo Fisher, Symrise, Vopak, Fresenius, Keppel Corp.	Kopen
De consument is terug	K1 2011	Doordat het herstel (in de VS en Azië) aan kracht wint, zijn consumentenbestedingen opnieuw leidend in de economische groei.	Adidas, Apple, Daimler, FedEx, Randstad, Simon Property, Swatch, Wereldhave	Kopen
Fusies & overnames met een reden	K2 2011	Bedrijven hebben veel geld in kas. Verticale integratie en schaarsteproblemen leiden tot meer overnames.	Mead Johnson, Mosaic, GEA Symrise, Starbucks, Actelion, Macarthur Coal, Qiagen	Houden
Pricing power	K3 2011	In een tijd van versobering blijkt de mate waarin bedrijven zelf hun prijzen kunnen bepalen essentieel om hun marges op peil te houden en winstgroei op lange termijn te waarborgen.	Apple, Philip Morris, Allergan, Lanxess, Coca-Cola, Nestle, Reckitt Benckiser, Starbucks	Kopen
Kwaliteitsdividend	K4 2011	In een klimaat met lage rente richten beleggers zich op aandelen die dividend uitkeren als stabiele bron van rendement.	BASF, Philip Morris Intl., Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestlé, Bristol Myers, SingTel, Vodafone	Houden
De 'feel good' factor	K1 2012	Nadruk op trends m.b.t. gezondheid en wellness, ontspannen in tijden van veel stress.	Allergan, WeightWatchers, Starbucks, L'Oréal, DaVita	Kopen
Gas geven	K2 2012	Schaliegasrevolutie in de VS zal ingrijpende gevolgen hebben voor diverse bedrijven.	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Kopen
Biologische oplossingen	K4 2012	Nieuwe oplossingen op het gebied van biotechnologie kunnen dienen als alternatief voor fossiele grondstoffen en farmaceutische producten.	Ecolab, Actelion, Agrium, Amgen, BASF, Biogen, Celgene, Gilead, Mosaic, Roche, Sanofi, Syngenta	Kopen
Meesters in het maken	K1 2013	Investeren in automatisering van productieprocessen is noodzakelijk: de productiviteitskloof moet gedicht worden om op de wereldmarkt te kunnen blijven concurreren.	ABB, Siemens, BASF, GE, BMW, EMC, Hyundai, Michelin, Qualcomm, Samsung, Schneider	Kopen
De productiviteitskloof in de maakindustrie dichten	K2 2013	Focus op systemen en software ter ondersteuning van automatiseringsproces, waaronder 3-D printen.	ABB, Apple, ASML, Cisco, Emerson Electric, Fanuc, Gildemeister, Kuka, Oracle, Qualcomm	Kopen

Aandelenthema – De nieuwe consument

De niet aflatende populariteit van smartphones en tablets leidt wereldwijd tot andere winkelgewoonten. Deze verandering heeft voor veel sectoren en bedrijven de nodige gevolgen – positieve en negatieve. De consument hoeft niet langer rekening te houden met openingstijden en het productaanbod wordt niet langer beperkt door winkelinrichting en voorraadruimte. Prijzen zijn makkelijk te vergelijken, wat de concurrentie bevordert en prijzen onder druk zet. De webwinkelier bespaart fors op de kosten, zoals huur en voorraad. Hij hoeft bijvoorbeeld ook niet meer op allerlei locaties, die soms ook minder winstgevend zijn, ruimte te huren. Minder winkels betekent bovendien minder personeelskosten. Hoewel lagere kosten voor winkeliers absoluut een pluspunt zijn, kunnen de investeringen in IT en het opzetten van een magazijnnetwerk met een hoog geautomatiseerd logistiek systeem fors zijn. Vanwege de lagere marges, die online retailers ook nu al moeten accepteren, is duurzame winstgevendheid alleen mogelijk bij een bepaalde schaalomvang. Een goed voorbeeld van een succesvol online detailhandelsbedrijf is het Amerikaanse Amazon. Sectordeskundigen hebben het al over 'de nieuwe Wal-Mart' vanwege het enorme assortiment producten. Een andere succesvolle e-retailer waar wij positief over zijn, is eBay.

Wijdverbreide gevolgen van onlinewinkelen

Het zijn niet alleen de detailhandel en de consument die met deze veranderingen te maken hebben. Ook fabrikanten beschikken dankzij online retailing over een nieuw, in toenemende mate internationaal, platform om hun producten te verkopen. Geavanceerde, snelle zoekmachines zoals Google en het Chinese Baidu bieden een platform voor de producten en advertenties van allerlei soorten e-retailers. Hoewel de prijsdruk hierdoor toeneemt, kan de omzet flink toenemen, ook internationaal. Ook weg- en luchttransportbedrijven, zoals FedEx, profiteren van de groeiende vraag naar producten die bezorgd moeten worden, zowel in de VS, waar FedEx marktleider is, als op de internationale markt. Winkels en winkelcentra blijven overigens voor klanten interessant voor de 'winkelbeleving' en om producten zelf te zien en op kwaliteit te beoordelen; investeren in winkelvastgoed blijft dus aantrekkelijk. Aanraders zijn bijvoorbeeld Simon Property Group (heeft een groot belang in Klepierre) en Unibail Rodamco.



Obligaties – marktvooruitzichten

Haussemarkt heeft haar langste tijd gehad

Research & Strategy

Stephen Evans – Global Head Bonds

“Een aantal deelnemers gaf te kennen de aankopen al tijdens de bijeenkomst in juni neerwaarts te willen aanpassen...”

Deze passage, uit de op 22 mei gepubliceerde notulen van een vergadering van het Federal Open Market Committee, deed de markten beseffen dat het einde van de kwantitatieve verruiming door de Fed in zicht is.

Samen met verklaringen van Fed-voorzitter Bernanke, dat de kwantitatieve verruiming kan worden afgebouwd als positieve Amerikaanse economische cijfers dat rechtvaardigen, impliceert deze passage dat het tempo van het aankoopprogramma vóór het einde van het jaar enigszins zal worden vertraagd.

Einde opkoopprogramma's leidt tot hogere rentes

Met het wegvallen van liquiditeit zal het fundament onder de kunstmatig hoge obligatiekoersen verzwakken en zal de rente oplopen. De benchmarkrente op de Amerikaanse Treasury-markt is al fors gestegen en wij verwachten dat deze trend zich tot in 2014 voortzet.

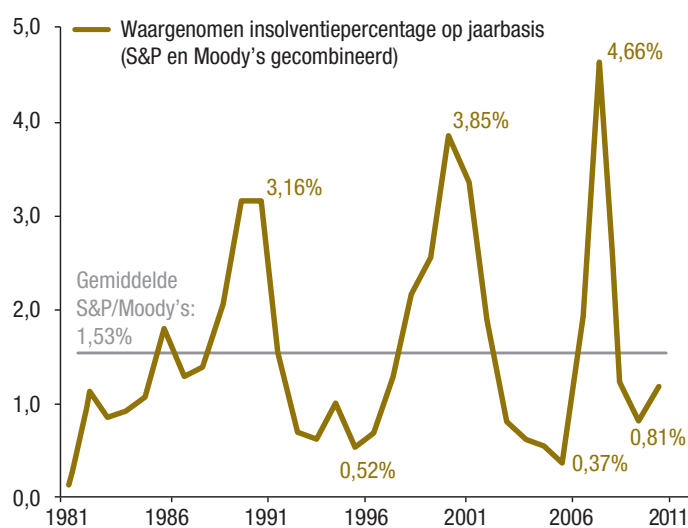
In Japan loopt de rente op staatsobligaties eveneens op. Het beleid van premier Abe is gericht op het bevorderen van de inflatie en heeft ertoe geleid dat aan een decennium van bijna nulrente een einde is gekomen. Een belangrijke ontwikkeling, want de trend naar wereldwijd hogere obligatierentes kan hierdoor worden versneld. Wij verwachten ook dat de rente op Duitse Bunds dit jaar omhoog zal gaan, zij het veel trager dan de rente op Amerikaanse Treasuries.

Gelet op de verbeterde economische vooruitzichten in ontwikkelde economieën – vooral de VS – zijn de huidige omstandigheden heel gunstig om kredietrisico te nemen. Beleggers dienen wel te beseffen dat niet zozeer een toename van het insolventierisico (zie grafiek) als wel technische factoren (stijgende benchmarkrentes) nu de grootste bedreiging voor de obligatiemarkten vormen.

Voorzichtig met complexe structuren!

Ter afsluiting een waarschuwend woord voor beleggers die via complexe obligatiestructuren van mogelijk bekende emittenten hun rendement willen verhogen. Goede voorbeelden zijn recente emissies van voorwaardelijk converteerbare obligaties (CoCo's) door vooraanstaande banken in ontwikkelde landen. Vanwege hun complexe structuur gaat de hogere rente op deze leningen naar onze mening met extra krediet- en marktrisico gepaard.

Historische insolventiepercentages 1981 - 2012



Source: S&P, Moody's

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Bepalende factoren	Aanbeveling
Staatsobligaties: Onderwogen	Historisch lage rente op staatsobligaties kernlanden biedt mager rendement en weinig opwaarts potentieel. Vooruitlopend op toekomstige beleidswijzigingen zouden obligatierentes kunnen stijgen.	Reële rente op staatsobligaties kernlanden is negatief. Beleggers zullen posities verkopen, uit angst voor verliezen door hogere lange rente.	Mogelijk extra rendement halen uit staatsobligaties perifere eurolanden. Verkort duratie door verkoop langer lopende obligaties.
Bedrijfsobligaties: Overwogen	Bedrijfsbalansen zijn momenteel krachtig, met lage schulden en goede liquiditeit. Geleidelijke terugkeer economische groei in kernlanden zal fundamentele situatie voor bedrijfsobligaties verbeteren. Hogere groei opkomende economieën gunstig voor risico op bedrijfsobligaties uit deze markten.	Insolventiepercentages bedrijven dalen naar cyclisch laagtepunt, waardoor spreads (risicopremies) afnemen. Verhoging ratings opkomende markten zal bijdragen aan out-performance van hun obligaties.	Verkort duration door verkoop langlopende obligaties met een investment-grade rating. Koop wereldwijde high-yield obligaties en selectieve obligaties uit opkomende markten.

Obligaties – portefeuilleallocatie

Risico's beheersen

Research & Strategy

Roel Barnhoorn – Head Bond Theme Research
Carman Wong – Head Emerging Markets Bond Research

Op de obligatiemarkten zijn twee tegengestelde krachten werkzaam. Aan de ene kant trekt de wereldeconomie aan, in het bijzonder de Amerikaanse economie, en blijft de economische situatie gunstig om kredietrisico te nemen. Aan de andere kant zullen verklaringen of maatregelen van centrale banken om het uiterst ruime monetaire beleid te beëindigen, direct een negatief effect hebben op het rendement op obligaties.

Amerikaanse Treasuries lopen bij de normalisering van de rente voorop. Door de recente rentestijging van Japanse staatsobligaties is de onzekerheid over de wereldwijde renteontwikkeling verder toegenomen. Die onzekerheid zal naar verwachting in het derde kwartaal en ook daarna voortduren.

Hogere rente staatsobligaties werkt door op investment-grade obligaties

De koersontwikkeling van investment-grade obligaties is gevoelig voor het risico van hogere rentes op staatsobligaties uit de kernlanden. De spreads op investment-grade papier bieden voor dit risico slechts een geringe compensatie. Ons advies luidt om winst te nemen op hoogwaardige bedrijfsobligaties en de allocatie van deze categorie te verminderen. Superieure obligaties met een aanzienlijke, bovengemiddelde premie die binnen een jaar vervallen, komen ook voor winstneming in aanmerking.

Obligaties met een looptijd van meer dan vijf jaar dienen te worden vermeden. Zij ondervinden de sterkste invloed van stijgende benchmarkrentes en zijn het gevoeligst voor restrictief getinte verklaringen van centrale bankiers.

Obligaties kernlanden en opkomende markten duur

Staatsobligaties uit kernlanden, zoals de VS, het VK, Duitsland, Nederland en Japan, zijn duur. Dat geldt echter ook voor investment-grade staatsobligaties uit opkomende markten. In sommige gevallen is de creditspread ten opzichte van kernlanden slechts gering. Staatsobligaties uit perifere eurolanden worden tegen relatief hogere creditspreads verhandeld, maar zijn afhankelijk van binnenlands succes bij structurele hervormingen en politieke stabiliteit.

Bedrijfsobligaties bieden kansen

Nu zowel ontwikkelde als opkomende economieën hard werken aan groei, zal het aantal insolvente bedrijven in vergelijking met vorige cycli waarschijnlijk relatief laag blijven. Wij richten ons nog altijd op obligaties die een redelijke vergoeding voor het kredietrisico combineren met een zeer geringe kans op insolventie.

Wij zijn nog steeds positief over bepaalde bedrijfsobligaties met een BBB rating, wereldwijde high-yield obligaties en bedrijfsobligaties uit opkomende markten. Een goed gekozen universum van dergelijke bedrijfsobligaties kan als een buffer tegen renterisico fungeren.

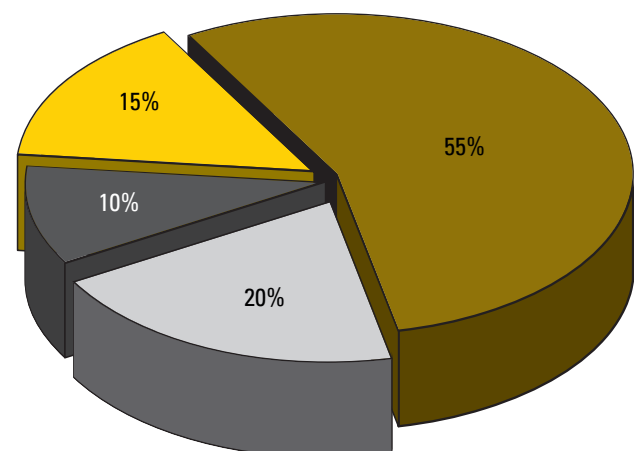
In Europa gaat onze voorkeur uit naar de sectoren infrastructuur en nutsbedrijven en enkele vooraanstaande financiële instellingen. Binnen de opkomende markten leggen wij de nadruk op prominente Aziatische bedrijfsobligaties en, in het bijzonder, leningen van grotere financiële en semi-overheidsinstellingen.

Risico's in het obligatie-universum

Obligaties met middellange (vijf tot zeven jaar) en lange (meer dan tien jaar) duratie kunnen de komende tijd aan enige koersfluctuatie onderhevig zijn. Een relatief korte duratie van vier jaar zou daartegen bescherming moeten bieden. De middellange looptijden vormen ons favoriete segment totdat er in de markt nieuwe mogelijkheden ontstaan. Individuele preferente cash bonds bieden meer bescherming dan achtergestelde cash bonds.

Aanbevolen duratie obligatieportefeuille: 4,25 jaar

Positie in investment-grade bedrijfsobligaties en staatsobligaties uit opkomende markten verminderen, positie in obligaties uit perifere eurolanden en liquide middelen uitbreiden.



- Investment-grade staats- en supranationale obligaties
- Investment-grade bedrijfsobligaties
- Obligaties uit opkomende markten (fondsen)
- High-yield obligaties wereldwijd (fondsen)

Bron: ABN AMRO Private Banking

Valuta's

Groeivaluta's voeren
de markt aan

Group Economics

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

Amerikaanse dollar als groeivaluta

De best presterende G4-valuta in 2013 en 2014 zal volgens ons de Amerikaanse dollar zijn. Dit is gebaseerd op de verbeterde groeivoorzichten in de VS, de aantrekkelijke rendementen op Amerikaanse beleggingen en de toenemende verwachting dat de Federal Reserve in 2014 haar ruime monetaire beleid gaat afbouwen.

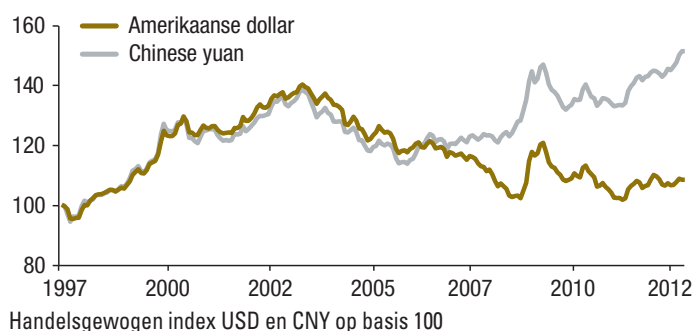
In het verleden verzwakte de dollar altijd wanneer de vraag naar veilige beleggingen afnam. Nu wint de dollar aan kracht omdat Amerikaanse beleggingen naar verwachting hogere rendementen zullen genereren. Dit komt tot uitdrukking in de correlatie tussen de Amerikaanse dollar en de Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX), die negatief wordt, en de correlatie tussen de 'greenback' en de Amerikaanse aandelenmarkt, die sterk positief wordt. Deze patronen bevestigen onze visie dat de relatieve kracht van de Amerikaanse economie in de komende kwartalen de koers van de dollar zal opdrijven tegenover valuta's uit andere ontwikkelde economieën. In 2014 zou de verwachting dat de Fed de rente in 2015 gaat verhogen, de kracht van de dollar een brede basis moeten geven. Ook een verbetering van het begrotingstekort en de lopende rekening van de VS is een belangrijke fundamentele factor.

Onze Aziatische favoriet: Chinese yuan

De koers van de Chinese yuan wordt grotendeels bepaald door de lokale autoriteiten. Dat gebeurt aan de hand van de fixatiekoers, met een bandbreedte van 1%. Recente overheidsplannen voor een routekaart naar internationalisering van de yuan hebben tot toegenomen optimisme geleid. Aangezien de Chinese regering de ontwikkeling van de yuan geleidelijk meer door de markt laat bepalen, achten wij het waarschijnlijk dat de bandbreedte in het komende jaar tot 2% wordt verruimd.

De toenemende speculatieve kapitaalstromen, ontstaan uit de overvloedige wereldwijde liquiditeit, vormen voor de Chinese autoriteiten echter nog altijd een urgente zorg. Ook is er regelgeving ingevoerd om de netto open valutapositities van banken te beperken en het schaduwbankieren in te tomen. Wij betwijfelen dan ook dat er een verdere liberalisering van de yuan plaatsvindt voordat deze zorgpunten zijn verminderd. Op grond van zijn aantrekkelijke waardering, het overschot op de Chinese lopende rekening, de goede economische ontwikkeling in vergelijking met de rest van de wereld en de aantrekkelijke rente zijn wij nog steeds positief over de yuan in de komende twee jaar. Wij verwachten dat de munt tegenover de Amerikaanse dollar in waarde zal stijgen tot 6,05 in 2013 en 5,80 in 2014.

Effectieve wisselkoers Amerikaanse dollar en Chinese yuan



Bron: BIS, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Valuta	<p>Positief over de Amerikaanse dollar op grond van verbeterende economie, aandelenkoersen / vastgoedprijzen en afbouw accommoderend beleid Fed.</p> <p>USD en CNY als groeivaluta's (positief). EUR als rentegevoelige valuta (neutraal). JPY en CHF als veilige havens op retour (negatief). Gematigd positief over Aziatische valuta's.</p>	<p>Koop USD boven 1,30 per EUR.</p> <p>G4-favoriet: USD Europese favorieten: SEK, PLN Aziatische favoriet: CNY</p>

Prognoses

Ga zo ver als je kunt zien;
als je daar bent kun je verder zien.

Thomas Carlyle

Research & Strategy
and Group Economics

Ons basisscenario is gebaseerd op de overtuiging dat wij tot in 2014 een aantrekkend wereldwijd cyclisch herstel zullen zien in combinatie met een lage inflatie, waarbij de VS voorop gaat en Japan en snelgroeiende landen een positieve bijdrage leveren. De eurozone blijft achter maar de perifere landen hebben de bodem bijna bereikt. In de komende

maanden zouden overheids- en private instellingen hun eerder verlaagde economische prognoses wel eens op grote schaal opwaarts kunnen bijstellen. Deze bijstellingen, en met name die van de Federal Reserve Board, zouden een voorbode zijn van een minder ondersteunend monetair beleid.

Macro (%)

5 juni 2013	Reële groei BBP 2014		Inflation 2014	
	ABN AMRO	Markt visie	ABN AMRO	Markt visie
US	3,2	2,7	1,8	2,0
Eurozone	1,3	0,9	1,1	1,6
UK	1,8	1,6	2,0	2,5
Japan	2,1	1,5	1,6	1,9
Andere landen*	2,8	2,6	2,1	1,8
Em Azië	6,7	6,8	4,7	4,4
Latijnsamerika	4,2	3,8	7,8	6,5
EEMEA**	3,1	3,6	4,8	5,6
Wereld	4,0	3,8	3,7	3,5












Alle prognoses zijn jaargemiddelden van j-o-j veranderingen per kwartaal.

* Australië, Canada, Denemarken, Nieuw-Zeeland, Noorwegen, Zweden en Zwitserland.

** Opkomend Europa, Midden-Oosten en Afrika

Bron: ABN AMRO Economics Dept., Consensus Economics, EIU

Prognose aandelen

	Spot 5 juni 2013	Actieve strategie	Voorwaarts k/w 2014
MSCI ACWI	366,9		12,3
S&P 500	1640,4		13,4
Euro Stoxx 50	2756,7		10,6
FTSE-100	6559,4		11,1
Nikkei 225	13533,8		17,0
DAX	8308,4		10,8
CAC 40	3928,3		10,9
AEX	361,1		11,0
Hang Seng Index	22285,5		9,7
Shanghai SE Comp,	2272,4		8,7
Straits Times Index	3291,4		13,5

 = Onderwogen  = Overwogen  = Neutraal

Prognose rente en obligatierendement (%)

	5 juni 2013	sep 2013	dec 2013	mrt 2014	juni 2014
VS					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3-maands	0,27	0,3	0,3	0,3	0,5
2-jaars	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
10-jaars	2,14	2,1	2,5	3,0	3,25
Duitsland					
ECB Refi	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
3-maands	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4
2-jaars	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7
10-jaars	1,54	1,5	1,8	2,1	2,6

Valutaprognose

Valutapaar	5 juni 2013	sep 2013	dec 2013	mrt 2014	juni 2014
EUR/USD	1,3072	1,25	1,20	1,20	1,15
GBP/USD	1,5347	1,49	1,45	1,45	1,40
EUR/GBP	0,8519	0,84	0,83	0,83	0,82
USD/CHF	0,9455	1,00	1,08	1,08	1,13
EUR/CHF	1,2367	1,25	1,30	1,30	1,30
USD/JPY	99,57	106	110	112	115
EUR/JPY	130,14	133	132	134	132
USD/CAD	1,0340	1,00	1,00	1,00	1,00
AUD/USD	0,9563	0,90	0,90	0,90	0,90
NZD/USD	0,7987	0,76	0,76	0,76	0,76
EUR/NOK	7,6127	7,50	7,50	7,50	7,50
EUR/SEK	8,6321	8,25	8,00	8,00	7,75

Hedgefondsen

Effectieve spreiding

Research & Strategy

Olivier Couvreur – CIO Multimanager Hedge Funds

Erik Keller – Senior Hedge Fund Analyst

Hedgefondsstrategieën bieden op dit moment mogelijkheden voor diversificatie (spreiding) en risicovermindering voor allerlei soorten portefeuilles. Deze voordelen gelden zowel voor defensieve vastrentende portefeuilles als voor meer offensieve aandelenportefeuilles. Wij houden vast aan de door ons aanbevolen overweging in hedgefondsen.

Goed gespreide hedgefondsen kunnen het risico van defensieve portefeuilles verminderen

Het huidige lage (of negatieve) rendement op vastrentende beleggingen biedt nauwelijks enige vergoeding voor het verhoogde renterisico dat obligatiebeleggers lopen. Goed gespreide funds of hedge funds kunnen een solide rendement opleveren bij een geringe beweeglijkheid, ongeacht of de obligatiemarkten omhoog of omlaag gaan. De huidige omstandigheden bieden goede mogelijkheden voor deze fondsen, onder meer via bedrijfssaneringen, fusies en overnames of strategieën voor aandelenselectie, waarbij marktrisico's geheel of gedeeltelijk worden afgedekt. Door verschillende beleggingsstrategieën te gebruiken kunnen deze fondsen in het huidige marktklimaat een bovengemiddeld risico/rendement profiel opleveren (zie grafiek).

Een andere strategie voor defensieve beleggers bestaat uit long/short obligatiefondsen, die flexibel kunnen beleggen in staatsobligaties, investment-grade en high yield bedrijfsobligaties, schuld papier uit opkomende markten en gedekte seniorleningen van banken. Daarnaast kunnen deze fondsen shortposities innemen in bedrijfsobligaties en rente- en kredietrisico's afdekken.

Long/short aandelenfondsen kunnen het risico van offensieve portefeuilles verlagen

Aandelenbeleggers en beleggers met een meer offensieve visie adviseren wij een belang te nemen in long/short aandelenfondsen gegeven het aantrekkelijkere risico/rendement profiel (vergeleken met breed gespreide funds of funds). Bovendien kunnen zij zo het aandelenmarktrisico verlagen. Zo hebben long/short aandelenfondsen de afgelopen tijd het risico verminderd door hun netto marktpositie te verkleinen, in reactie op de huidige marktomstandigheden.

Een breed scala van long/short aandelenstrategieën profiteert van het huidige gunstige klimaat voor stock picking. Equity market neutral fondsen, long/short aandelenfondsen met een flexibele marktpositie, sectorgerichte long/short aandelenfondsen en meer algemene long/short aandelenfondsen hebben de afgelopen tijd een goed rendement gerealiseerd.

Wij verwachten dat de fundamentele marktsituatie steun zal blijven bieden aan long/short aandelenstrategieën, waarbij de aandelenselectie voor zowel de long- als de shortportefeuilles de belangrijkste bron van rendement zal zijn.

Aanbevolen hedgefondsstrategieën

Positief over long/short equity en event-driven

Neutraal over relative value

Negatief over global macro / Commodity Trading Advisors (CTA)

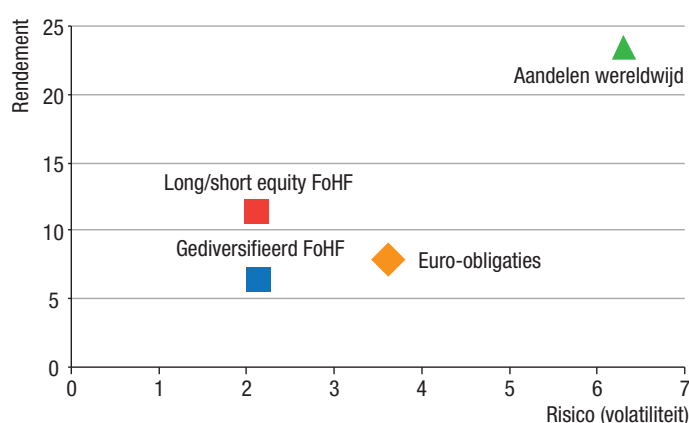
Long/short equity: gegeven de rally van de aandelenmarkten prefereren wij een iets voorzichtiger strategie, met name long/short aandelenfondsen met een marktneutrale opstelling of met meer variabele voorkeuren, boven fondsen met alleen longposities.

Event-driven: de positieve aanbeveling is gebaseerd op een verwachte toename van de fusie- en overnameactiviteit en de kansen die worden geboden door special situations, zoals activistische posities en bedrijfssaneringen.

Relative value: hoewel wij grotere performanceverschillen tussen bedrijfsobligaties verwachten, wat over het algemeen positief is voor long/short credit, bieden andere hedgefondsstrategieën volgens ons betere rendementsmogelijkheden.

Macro/CTA (managed futures): CTA-strategieën hebben wisselende rendementen laten zien. Gegeven de longposities in risico bieden Macro/CTA strategieën volgens ons onder de huidige omstandigheden minder spreidingsmogelijkheden.

Relatieve risico's en rendementen over 1 jaar



Bron: Lipper Hindsight, data period: 31 mei 2012 – 31 mei 2013

Grondstoffen

Ongunstige vooruitzichten
voor derde kwartaal

Group Economics

Hans van Cleef – Energy Economist

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

De supercyclus is voorbij. Zwakkere macrocijfers in de VS en China hebben de grondstoffenprijzen, met name de prijzen van cyclische grondstoffen als olie, basismetalen en de meeste edele metalen, onder druk gezet. Wij denken echter dat het sentiment in de komende weken en maanden zal verbeteren, dankzij de Amerikaanse economie die naar verwachting in de tweede helft van 2013 zal aantrekken.

Het herstel, in zowel de VS als China, biedt steun aan cyclische grondstoffen met een relatief krap evenwicht tussen vraag en aanbod. Zo zijn de fundamentele omstandigheden voor koper en bepaalde edele metalen uitstekend. De vraag naar basismetalen in het algemeen groeit echter langzamer en overcapaciteit voor aluminium en staal is een punt van zorg.

Baissemarkt voor goud en zilver; vooruitzichten negatief

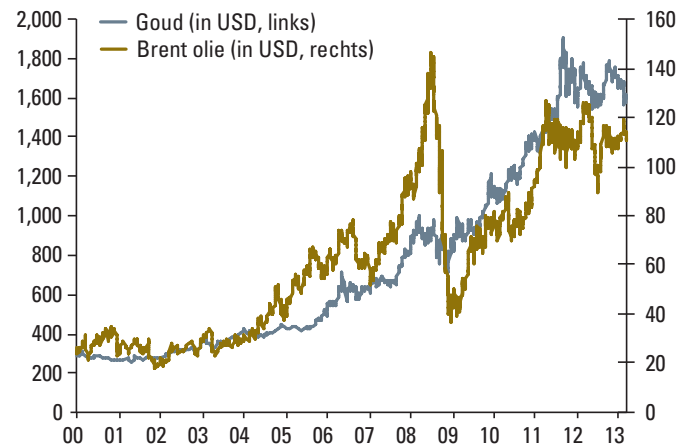
De markt voor goud vertoont een neergaande lijn. Wij verwachten dat goud eind dit jaar een prijs zal hebben van USD 1.300, USD 1.000 eind 2014 en USD 800 eind 2015. Ook de vooruitzichten voor zilver blijven op korte termijn negatief, omdat deze beïnvloed worden door het slechte sentiment ten aanzien van goud. Maar wij verwachten dat de vraag naar industrieel zilver later in 2013 en in 2014 zal verbeteren. Dit zal voor een bodem onder de zilverprijs zorgen.

Olieprijs blijft binnen een smalle bandbreedte

Hoewel het olieaanbod overvloedig blijft, zal de hoop op een toename van de vraag de prijs in de komende drie maanden binnen een smalle bandbreedte houden. Wij gaan nog steeds uit van een gematigde daling van de olieprijs op langere termijn, op grond van de aanname dat het aanbod wereldwijd sneller zal toenemen dan de vraag.

De toegenomen vraag naar brandstof voor verwarmingsdoeleinden als gevolg van het abnormaal koude weer, heeft geleid tot hogere brandstofprijzen. Dit heeft ook zijn weerslag op de benzineprijs die in het Verenigd Koninkrijk en de eurozone momenteel oploopt. In de VS kunnen de brandstofprijzen verder blijven stijgen door de vraag naar koeling en airconditioning. Hierdoor wordt de opbouw van voorraden deels verhinderd en wordt bovendien de kans kleiner dat ons basisscenario van een dalende benzineprijs in de VS uitkomt.

Goud en olie: leven na de top, 2000 - 2013



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Grondstoffen Neutraal	Negatieve visie op de CRB (Commodity Research Bureau Index) voor het derde kwartaal door minder gunstige fundamentele omstandigheden voor specifieke grondstoffen (onder andere ruim aanbod en hogere USD).	Neutraal belang in brede indices ten behoeve van diversificatie en zekerheid.

Vastgoed

Tijdelijke correctie,
fundamentele situatie
onveranderd

Research & Strategy

Manuel Hernandez Fernandez – Property Specialist

De vastgoedsector heeft sinds begin dit jaar een acceptabel rendement van 5-8% gerealiseerd. De behoefte aan rendement heeft de markten en de waarderingen van beursgenoteerde vastgoedbeleggingsmaatschappijen (REIT's) opgedreven. Dit is echter geen gelijkmatig proces geweest. Er zijn nu en dan periodes van winstneming geweest - vooral voor de duurste beursgenoteerde vastgoedfondsen in de VS en Azië (met name Japan). Toch zijn wij ervan overtuigd dat de relatief hoge waarderingen voor goede beursgenoteerde ondernemingen in de VS nog steeds gerechtvaardigd zijn.

Financieringsvoordelen

Het accommoderende monetaire beleid van de laatste paar jaar heeft voor veel beursgenoteerde vastgoedbedrijven financieringsvoordelen opgeleverd. Ze hebben voor een langere periode een lage rente kunnen vastzetten. Daarnaast heeft de combinatie van aantrekkelijk geprijsde financiering en hogere aandelenwaarderingen zich vertaald in mogelijkheden voor externe groei door overnames.

De lagere rente heeft veel vastgoedbedrijven ook in staat gesteld om hun schuld te verminderen en de schuldratio te verbeteren. Sinds 2008 zijn de schuldratio's gedaald van circa 80% naar een gezonder niveau van 50%. Dit is vooral te danken aan de beschikbaarheid van verschillende financieringsbronnen, waaronder niet-bancaire leningen. Met de daling van de schuldratio is de gevoeligheid van de sector voor de aandelenmarkten eveneens afgenomen, hoewel deze nog steeds groot is (zie grafiek).

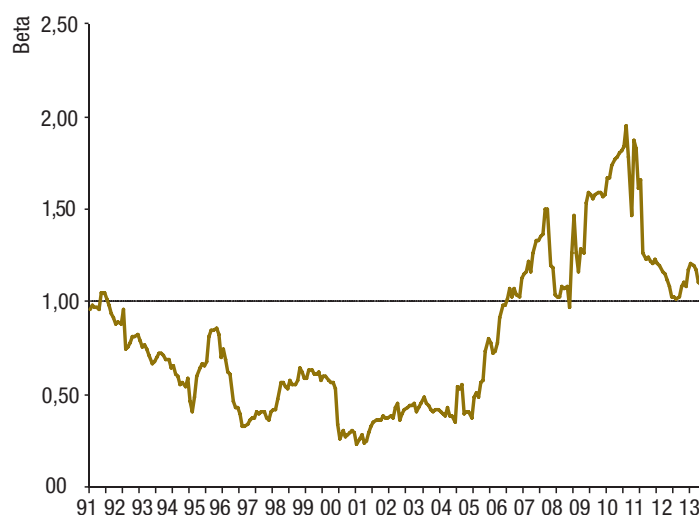
Fundamentele omstandigheden blijven goed

Gegeven de nauwe relatie tussen de vraag naar commercieel vastgoed en de economische groei is de verwachte versnelling van het wereldwijde herstel gunstig voor de fundamentele situatie binnen de sector, met inbegrip van bezettingsgraad,

huren en verloop van huurders. Dit geldt vooral voor de hoogwaardige vastgoedportefeuilles van de US REIT's waar wij een voorkeur voor hebben.

De onderliggende argumenten voor vastgoedbeleggingen blijven uitstekend: een aantrekkelijk dividendrendement van 3,5%, ingebouwde bescherming tegen inflatie en sterke balansen. Bovendien zijn voor veel beursgenoteerde vastgoedmaatschappijen een toename van de inflatie en hogere rente al verdisconteerd via geïndexeerde huurcontracten.

Gevoeligheid van beursgenoteerd vastgoed in de VS voor de MSCI North America Index



Bron: Petercam

De gevoeligheid wordt gemeten aan de hand van een voortschrijdende bèta. Een bèta van meer dan één wijst op een grotere gevoeligheid voor de aandelenmarkten en een bèta van minder dan één geeft een geringere gevoeligheid aan.

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Vastgoed Neutraal	<p>US REIT's: subsectorrotatie gunstig voor cyclischer REIT's.</p> <p>Azië: voorkeur voor ontwikkelde boven opkomende Aziatische markten. Hoewel verkrapting nog steeds mogelijk is, verwachten wij goede verkopen door projectontwikkelaars en stabiele prijzen voor woningen.</p> <p>Europa: gezien het lastige operationele klimaat hebben wij een voorkeur voor topbedrijven met de beste panden op de beste locaties. De koersen van deze aandelen liggen boven de intrinsieke waarde.</p>	<p>Overwogen: Noord-Amerika</p> <p>Neutraal: Azië</p> <p>Onderwogen: Europa</p>

Private equity

Evolutie van sector levert kansen op

Research & Strategy

Olivier Palasi – Head Private Equity

Het zijn lastige tijden voor private equity. Doordat participaties langer worden aangehouden, duurt het langer voordat er na exits weer kapitaal beschikbaar komt voor nieuwe investeringen. Maar er is niet alleen slecht nieuws. In Frankrijk, Duitsland, Scandinavië en Spanje zien we allerlei mogelijkheden voor buyouts.

Langere participatieperiode negatief voor toekomstige kapitaaltoezeggingen

De gemiddelde participatieperiode van private equity fondsen begint veel langer te worden dan de beheerders of investeerders ooit hadden verwacht. Zo is de gemiddelde investeringsperiode voor in Azië gevestigde portefeuillemaatschappijen sterke toegenomen, van 2,6 jaar in 2007 naar 4,7 jaar op dit moment. Deze trend doet zich vooral gelden bij grotere deals (meer dan USD 1 miljard).

Het feit dat exits langer op zich laten wachten, heeft een domino-effect. Het mechanisme voor de toezegging van kapitaal wordt hierdoor verstoord (zie grafiek). Als er geen liquide middelen beschikbaar komen uit de verkoop van bedrijven, kan het voor bepaalde investeerders moeilijk worden om nieuwe kapitaaltoezeggingen te doen. Dit zorgt vervolgens voor een verstoord evenwicht tussen institutionele beleggers met diepe zakken en andere investeerders in een fonds. Hierdoor zullen veel investeerders waarschijnlijk hun kapitaaltoezeggingen reduceren – of in ieder geval hun investeringsbeslissingen uitstellen.

De sector kan hierop reageren door, bijvoorbeeld, gebruik te maken herfinanciering als middel om liquiditeiten te kunnen uitkeren aan investeerders. Maar zelfs al zou een groot aantal partnerships deze tussenoplossing overwegen, dan nog lijkt de verlenging van de investeringsperiode riskant als alle waarde al is toegevoegd.

Bepaalde beheerders ondervinden ook problemen met het aantrekken van kapitaal. Dit is geen probleem voor beheerders met een duidelijke beleggingsstrategie en een bewezen track record, maar voor beheerders die hierover niet beschikken, kan het aantrekken van kapitaal een lastige opgave zijn.

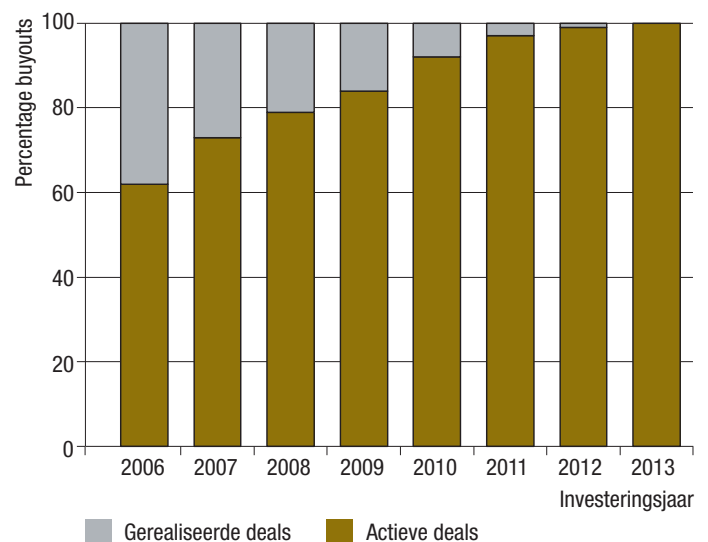
Bij infrastructuurfondsen zien we hoe belangrijk een track record is. De wereldwijd toenemende behoefte aan infrastructuurontwikkeling geeft een impuls aan private equity fondsen die zich richten op dit segment, maar doordat slechts weinig beheerders ervaring hebben in dit segment, blijft de beschikbaarheid beperkt. Een ander obstakel voor

infrastructuurfondsen is dat het segment verdeeld is geraakt in verschillende substrategieën. Hierdoor is de sector veel gecompliceerder geworden voor investeerders.

Regionale kansen

Wij zien aantrekkelijke, maar selectieve mogelijkheden voor private equity investeringen in alle delen van Europa. Het Verenigd Koninkrijk is nog steeds de grootste en meest concurrerende markt voor buyouts, maar niet alle sectoren zijn gewild. In Frankrijk, Duitsland en Scandinavië zullen wereldwijd opererende industriële ondernemingen in de komende jaren niet-kernactiviteiten moeten afstoten. De besluitvorming omtrent deze transacties zal echter veel tijd in beslag nemen. Duitsland heeft een scala van industriële ondernemingen die in twee of drie jaar kunnen uitgroeien tot mondiale spelers. Spanje kan een soort Eldorado lijken doordat bedrijven en in problemen verkerende verkopers geen herfinanciering kunnen krijgen. Bovendien beginnen Spaanse banken hun belangen in bedrijven te verkopen. Ook de Italiaanse markt heeft het moeilijk. Doordat eigenaren van familiebedrijven liquiditeiten nodig hebben, vinden er veel transacties plaats in sterke exporterende bedrijven.

Met private equity gefinancierde portefeuillebedrijven op basis van investeringsjaar



Bron: Preqin

Performance en risico

Vooruitlopen op veranderingen

Research & Strategy

Hans Peters – Head Investment Risk
Emilia Bruera – Investment Risk Specialist

Assetallocatie: selectieve positionering en risicobeperking

De assetallocatie is aangepast om de gevoeligheid voor marktvolatiliteit te verminderen. Het obligatiebelang is om deze reden verlaagd (investment-grade obligaties en staatsobligaties uit opkomende markten) naar een verdere onderweging, de overweging in aandelen is gereduceerd en de positie in vastgoed is verminderd. De vrijkomende middelen zijn toegevoegd aan de beleggingscategorie liquiditeiten. Diversificatie blijft cruciaal: het belang in hedgefondsen blijft neutraal in de middenprofielen (3 en 4) en onderwogen in profielen met een relatief groot aandelenbelang (profiel 5 en 6).

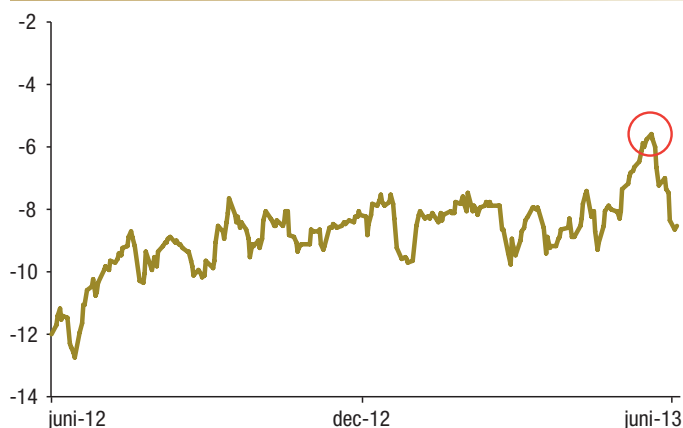
Risicobewaking via optiemarkten

De aandelenmarkten hebben nieuwe recordniveaus bereikt, waardoor de vraag naar speculatieve callopties is toegenomen (zie grafiek). Het volatiliteitsverschil tussen een calloptie die beschermt tegen een stijging van 10% en een putoptie die beschermt tegen een daling van 10% van de S&P 500 Index bereikte hierdoor het hoogste punt sinds 2005. Doordat de Fed heeft aangegeven dat de open-end stimulering wordt beëindigd en aandelenkoersen vervolgens onder druk kwamen te staan, is deze indicator inmiddels weer gedaald naar het oude niveau. Als kwantitatieve maatstaf voor hebzucht tegenover angst is dit volatiliteitsverschil een waardevolle indicator voor het marktsentiment, vooral als de indicator niveaus bereikt die sterk afwijken van het verleden. De optiemarkt is een nuttig instrument om de kwetsbaarheid van de markten te monitoren en vormt een integraal onderdeel van ons risicobewakingsproces.

Performance: positief eerste halfjaar van 2013

In de eerste vijf maanden van het jaar hebben aandelen, behalve in de opkomende markten, een positief rendement opgeleverd. Dit geldt ook voor vastgoed en hedgefondsen. Sinds 1 januari 2013 hebben al onze profielen een positieve performance laten zien en werd de benchmark verslagen door alle profielen, met uitzondering van profiel 6 in EUR en USD, als gevolg van de impact van aandelen uit opkomende markten, en profiel 1 in EUR, door het beperkte rendement op liquide middelen en de slechte performance van obligaties uit opkomende markten.

Verschil in driemaands impliciete volatiliteit



Call minus put op S&P 500 als bescherming tegen stijging of daling van de markt met 10%

Bron: Bloomberg

Door accountant gecontroleerde resultaten van tactische t.o.v. strategische assetallocatie

	EUR						USD					
	22 mei 2003 tot 30 mei 2013*			22 mei 2003 tot 30 mei 2013*			22 mei 2003 tot 30 mei 2013*			22 mei 2003 tot 30 mei 2013*		
	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement
Profiel 1	56.25	66.58	6.61	1.67	1.36	-0.31	53.67	69.07	10.02	-0.16	0.32	0.49
Profiel 2	60.30	72.08	7.35	3.15	3.53	0.37	60.99	76.51	9.64	1.71	2.78	1.05
Profiel 3	76.92	99.86	12.96	4.53	5.23	0.67	83.17	105.56	12.22	3.44	4.76	1.28
Profiel 4	82.16	105.32	12.71	6.39	7.04	0.61	92.33	112.98	10.74	5.77	6.96	1.13
Profiel 5	93.20	120.28	14.01	8.27	8.43	0.15	106.43	129.58	11.22	8.13	8.64	0.47
Profiel 6	97.41	123.59	13.26	9.70	9.38	-0.29	113.69	134.27	9.63	9.92	9.79	-0.12

* Profiel 1 en 2 zijn gekoppeld aan het 'oude' conservatieve profiel, profiel 3 en 4 aan het 'oude' balanced profiel en profiel 5 en 6 aan het 'oude' groeiprofiel.

Assetallocatie

In plaats van ons vooraf zorgen
te maken moeten we vooruit
denken en plannen
Winston Churchill

Global Investment Committee Private Banking

Vermogensallocatie van modelportefeuilles met vermelding van EUR/USD risicoprofielen in %, van ons meest conservatieve profiel 1 tot ons meest marktgevoelige profiel 6.

Assetallocatie		Profiel 1: (%) zeer defensief				Profiel 2: (%) defensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	60	31	+26	5	0	70	17	+12
Obligaties*	90	40	100	61	-29	70	30	85	49	-21
Aandelen	0	0	10	0		15	0	30	21	+6
Alternatieve Beleggingen	5	0	10	8	+3	10	0	20	13	+3
Funds of hedgefonds	5			8	+3	5			8	+3
Vastgoed	0			0		3			3	0
Grondstoffen	0			0		2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Assetallocatie		Profiel 3: (%) zeer defensief				Profiel 4: (%) defensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	13	+8	5	0	70	13	+8
Obligaties*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16
Aandelen	30	10	50	40	+10	50	20	70	58	+8
Alternatieve Beleggingen	10	0	20	10	0	10	0	30	10	0
Funds of hedgefonds	5			5	0	5			5	0
Vastgoed	3			3	0	3			3	0
Grondstoffen	2			2	0	2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Assetallocatie		Profiel 5: (%) zeer defensief				Profiel 6: (%) defensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	6	+1	5	0	60	5	0
Obligaties*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0	
Aandelen	70	30	90	80	+10	85	40	100	90	+5
Alternatieve Beleggingen	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Funds of hedgefonds	5			0	-5	5			0	-5
Vastgoed	3			3	0	3			3	0
Grondstoffen	2			2	0	2			2	0
Totaal	100			100		100			100	

Aanbevolen looptijd: **Neutraal**. Benchmark: Bank of America, Merrill Lynch Government Bonds 1 – 10 jaar.

Medewerkers

Members of the ABN AMRO Bank Global Investment Committee

Didier Duret	didier.duret@nl.abnamro.com
Gerben Jorritsma	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
Han de Jong	han.de.jong@nl.abnamro.com
Arnaud de Dumast	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
Wim Fontaine	wim.fontaine@nl.abnamro.com
Bernhard Ebert	bernhard.ebert@de.abnamro.com

Chief Investment Officer Private Banking
Global Head Discretionary Portfolio Management
Chief Economist
Head Investments Private Clients Neufilze OBC
Senior Investment Specialist and Advisory Delegate
Head Discretionary Portfolio Management Bethmann Bank

Group Economics

Nick Kounis	nick.kounis@nl.abnamro.com
Georgette Boele	georgette.boele@nl.abnamro.com
Maritza Cabezas Ludena	maritza.cabezas@nl.abnamro.com
Hans van Cleef	hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Head Macro Research
Coordinator FX and Commodity Strategy
Senior Economist Emerging Markets
Energy Economist

Bond Research & Strategy Team

Stephen Evans	stephen.evans@sg.abnamro.com
Roel Barnhoorn	roel.barnhoorn@nl.abnamro.com
Martin Strohmeier	martin.strohmeier@nl.abnamro.com
Henk Wiersma	henk.wiersma@nl.abnamro.com
Jeroen van Herwaarden	jeroen.van.herwaarden@nl.abnamro.com
Carman Wong	carman.wong@hk.abnamro.com
Grace M.K. Lim	grace.m.k.lim@sg.abnamro.com

Global Head of Bonds
Head Bond Theme Research
Bond Quant & Risk Analyst
Senior Credit Analyst
Credit Analyst
Head Emerging Markets Bonds
Emerging Market Bond Analyst

Equity Research & Strategy Team

Sybre Brouwer	sybre.brouwer@nl.abnamro.com
Daphne Roth	daphne.roth@sg.abnamro.com
Ivy Pan	ivy.pan@hk.abnamro.com
Edith Thouin	edith.thouin@nl.abnamro.com
Margareta Jonker	margareta.jonker@nl.abnamro.com
Ralph Wessels	ralph.wessels@nl.abnamro.com
Maurits Heldring	maurits.heldring@nl.abnamro.com

Global Head Equity Research and Head Research Netherlands
Head Asia Equity Research, Australia, EM Asia, Latin America
Equity Expert China, Hong Kong
Head Equity Theme Research, Materials, Healthcare, Utilities
Equity Expert Netherlands, Consumer Staples
Equity Expert Financials, Industrials
Equity Expert Consumer Discretionary, IT, Telecoms

Alternative Investments

Olivier Couvreur	olivier.couvreur@fr.abnamro.com
Olivier Palasi	olivier.palasi@fr.abnamro.com
Manuel Hernandez Fernandez	manuel.hernandez@nl.abnamro.com
Erik Keller	erik.keller@nl.abnamro.com

CIO Multimanager, Hedge Funds
Head Private Equity
Property Specialist
Senior Hedge Fund Analyst

Quantitative Analysis and Risk Management

Hans Peters	hans.peters@nl.abnamro.com
Emilia Bruera	emilia.bruera@nl.abnamro.com
Paul Groenewoud	paul.groenewoud@nl.abnamro.com

Head Investment Risk
Quantitative and Risk Analyst
Quantitative and Risk Analyst

Production Team

Barbara Schiphorst	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
Liz Bond	liz.bond@nl.abnamro.com
André Heemstra	andre.heemstra@nl.abnamro.com
Allard Gunnink	allard.gunnink@nl.abnamro.com
Christina Santore	christina.santore@yahoo.com
Johann Richter	johann.richter@nl.abnamro.com

Global Coordination
Senior Editor
Editorial Support
Editorial Support
Editorial and Communication Support
Editorial Support

Disclaimers

© Copyright 2013 ABN AMRO Bank N.V. en verbonden maatschappijen ("ABN AMRO"), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / Postbus 283, 1000 EA Amsterdam, Nederland. Alle rechten voorbehouden. Dit materiaal is opgesteld door het Investment Advisory Centre (IAC) van ABN AMRO. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie beschikbaar gesteld en vormt geen aanbod tot het verkopen of uitnodiging tot het kopen van effecten of andere financiële instrumenten. Hoewel dit materiaal is gebaseerd op informatie die betrouwbaar wordt geacht, wordt geen garantie gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan. Hoewel wij ernaar streven de hierin opgenomen informatie en opinies naar redelijkheid te actualiseren, kan dit door regelgeving, compliancevoorschriften of andere oorzaken niet mogelijk zijn. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarderingen en koersdoel(en) gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving. De beleggingen waarnaar in dit materiaal wordt verwezen, zijn mogelijk niet geschikt voor de specifieke beleggingsdoelstellingen, financiële positie, kennis, ervaring of individuele behoeften van de verkrijgers van dit materiaal en de informatie in dit materiaal dient niet te worden gebruikt in plaats van een onafhankelijk oordeel. ABN AMRO of haar functionarissen, directeurs, employee benefit programma's of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of short-positie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële instrumenten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ABN AMRO kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ABN AMRO in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal en kan ABN AMRO voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld op basis van dergelijke informatie. ABN AMRO kan in het afgelopen jaar zijn opgetreden als lead-manager of co-lead-manager voor een openbare emissie van effecten van emittenten die worden genoemd in dit materiaal. De vermelde koersen van in dit materiaal genoemde effecten gelden per de aangegeven datum en vormen geen garantie dat tegen deze koers transacties kunnen worden uitgevoerd. Noch ABN AMRO noch andere personen kunnen aansprakelijk worden gehouden voor directe, indirecte, speciale of incidentele schade, gevolgschade of punitieve of exemplarische schade, met inbegrip van gederfde winst die op enigerlei wijze het gevolg is van de in dit materiaal opgenomen informatie. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik door de beoogde verkrijgers hiervan en de inhoud mag noch geheel noch gedeeltelijk voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of worden gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van ABN AMRO. Dit document is uitsluitend bestemd voor verspreiding onder particuliere klanten in een PC-land. In rechtsgebieden waar voor de verspreiding aan particuliere klanten een registratie of vergunning is vereist die de distributeur momenteel niet bezit, mag dit document niet worden verspreid. Met materiaal bedoelen wij alle researchinformatie in welke vorm dan ook, waaronder begrepen, maar niet beperkt tot, gedrukte of elektronische documenten, presentaties, e-mail, SMS of WAP.

US Person Disclaimer Beleggen

ABN AMRO is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de effectendienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven producten en diensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen ["US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving]. Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaanse ingezetenen.

Overige rechtsgebieden

Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven diensten en/of producten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven diensten en/of producten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van diensten en/of producten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

Disclaimer inzake duurzaamheidsindicator

ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") en Triodos MeesPierson Sustainable Investment Management B.V. ("TMP") hebben alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de indicatoren betrouwbaar zijn. De informatie is echter niet door een accountant gecontroleerd en is aan wijziging onderhevig. De indicatoren zijn deels gebaseerd op informatie die afkomstig is van externe onderzoeksbureaus waarover TMP geen controle heeft. ABN AMRO noch TMP is aansprakelijk voor enige schade die een gevolg is van het (directe of indirecte) gebruik van de indicatoren. De indicatoren op zich zijn niet bedoeld als een aanbeveling met betrekking tot individuele bedrijven, en evenmin als een aanbod tot het kopen of verkopen van beleggingen. Hierbij dient te worden aangetekend dat de indicatoren een opinie op een bepaald moment weergeven, waarbij een aantal verschillende duurzaamheidsaspecten in aanmerking is genomen. De duurzaamheidsindicator geeft slechts een indicatie van de duurzaamheid van een bedrijf binnen zijn sector. De duurzaamheidsindicator weerspiegelt niet noodzakelijkerwijs de opinie die TMP hanteert binnen haar vermogensbeheeractiviteiten.

Personal disclosure

De informatie in deze opinie is niet bedoeld als individueel beleggingsadvies of als aanbeveling om in bepaalde beleggingsproducten te beleggen. De opinie is gebaseerd op beleggingsonderzoek door ABN AMRO IAC. De analist heeft geen persoonlijk belang bij dit bedrijf. Zijn vergoeding voor de verrichte werkzaamheden is en was noch direct noch indirect gerelateerd aan de specifieke aanbevelingen of standpunten zoals weergegeven in deze opinie en zal dat ook niet worden.



Investment Advisory Centres

Europa

ABN AMRO MeesPierson**Amsterdam**

Rico Fasel

rico.fasel@nl.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Antwerpen - Berchem**

Tom Van Hullebusch

tom.van.hullebusch@be.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Luxemburg**

Pascal Martis

pascal.martis@lu.abnamro.com

Bethmann Bank AG**Frankfurt**

Michael Harms

michael.harms@bethmannbank.de

Banque Neufilize OBC S.A.**Paris**

Wilfrid Galand

wilfrid.galand@fr.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Jersey**

Chris Chambers

chris.chambers@uk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Guernsey**

Frank Moon

frank.moon@gg.abnamro.com

Nabije Oosten

ABN AMRO Private Banking**Dubai (DIFC)**

Saaish Sukumaran

saaish.sukumaran@ae.abnamro.com

Azië

ABN AMRO Private Banking**Hong Kong**

William Tso

william.tso@hk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking**Singapore**

Pheabe Chau

pheabe.chau@sg.abnamro.com

Caraïben

MeesPierson Private Banking**Curaçao**

Edward Laurier

edward.laurier@meespierbank.com



De Investment Advisory Centres zijn opgezet op basis van het werk van de beleggingsspecialisten die financieel advies en ondersteuning leveren voor uw belangrijke beleggingsbeslissingen. Deze specialisten worden ondersteund door een team van research- en strategeanalisten die de belangrijkste financiële markten en vermogensklassen (aandelen, obligaties, alternatieve beleggingen en valuta's) nauwgezet volgen.

Neem voor meer informatie contact op met een van de bovenstaande vestigingen. Wij hopen kennis met u te maken en zien ernaar uit u van dienst te kunnen zijn.

www.abnamroprivatebanking.com