

# Nieuwe wegen naar groei

Uitgave 1e kwartaal 2013

Beleggings-  
strategie

# Vooruitzichten eerste kwartaal 2013



*Didier Duret*

**Didier Duret**

Chief Investment Officer,  
ABN AMRO Private Banking

december 2012

## Nieuwe wegen naar groei

Aantrekkelijke obligatierendementen zijn steeds lastiger te vinden. Beleggers moeten op zoek naar rendement daar waar groei te vinden is en zich niet laten verleiden door het vermeende comfort van obligatierendement. Vanuit economisch perspectief zijn wij – om verschillende redenen – voorzichtig optimistisch over nieuwe wegen naar een dergelijk rendement.

Ten eerste denken wij dat het reflatiebeleid in een aantal grote economieën – met name de Verenigde Staten – de overhand begint te krijgen op de bezuinigingsmaatregelen in vooral de Europese Unie (EU) en Japan. Ten tweede lijkt China een zachte landing te hebben gemaakt en zijn veel andere grote opkomende economieën goed gepositioneerd voor een wereldwijd herstel. Ten derde: hoewel wij op onze hoede blijven voor de zich langdurig voortslepende problemen in de eurozone, zijn wij over het algemeen positief over de afloop en denken wij dat de financiële markten meer oog zullen krijgen voor de ontwikkelingen in het bedrijfsleven. Met ons nieuwe aandelenthema 'Meesters in het maken' spelen wij hierop in.

Wat is dan het recept voor rendement in het eerste kwartaal van 2013? De ingrediënten zijn: aandelen (vooral Europa, Azië en Brazilië), omdat na de recente underperformance volgens ons in 2013 een outperformance volgt; bepaalde obligaties uit perifere EU-landen als bron van extra rendement; Aziatisch vastgoed en (voor zowel dollar- als eurobeleggers) de Canadese dollar en een aantal valuta's uit opkomende landen.

Het Research & Strategy team van ABN AMRO Private Banking belicht deze en andere visies op de volgende pagina's om u te helpen zorgvuldig 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 beleggingswensen en -doelstellingen en uw risicoprofiel.

*Didier Duret*



# Inhoud

Inleiding – “Nieuwe wegen naar groei”	2
Economie – “Cyclische verbetering ingetreden”	3
Economie – “Momentum in opkomende markten”	4
Economie – “Drijft geld van centrale banken de inflatie op?”	5
Aandelen – marktvooruitzichten	6
Aandelen – sectorvooruitzichten	7
Aandelen – update thema megatrends	8
Aandelenthema – “Meesters in het maken”	9
Obligaties – marktvooruitzichten	10
Obligaties – portefeuilleallocatie	11
Valuta’s – vooruitzichten	12
Prognoses	13
Hedgefondsen	14
Grondstoffen – vooruitzichten	15
Vastgoed	16
Private equity	17
Assetallocatie	18
Medewerkers	20

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

# Nieuwe wegen naar groei

De grenzen van het obligatierendement komen in zicht; wij zoeken naar rendement daar waar de groei is

Beleggers zien zich geconfronteerd met de harde realiteit dat een behoorlijk reëel rendement niet haalbaar is zonder meer risico te nemen. De schulden crisis is nog lang niet voorbij maar een cyclisch herstel, onder aanvoering van de Verenigde Staten alsook Brazilië, Rusland, India en China (de BRIC-landen), is in 2013 zeker mogelijk. Bij het lage rendement op obligaties van goede kwaliteit kan via een belegging in aandelen worden geprofitteerd van dit herstel. Omdat risicomijdende beleggers rendement moeten zoeken in obligaties van lage kwaliteit, worden aandelen aantrekkelijker als bron van groei en rendement in het komende kwartaal.

## Belangrijkste trends

- **Voordelen van reflatiebeleid winnen aan kracht** en krijgen de overhand op schulden gerelateerde overheidsbezuinigingen. De vooruitzichten voor de VS verbeteren zeer waarschijnlijk. De binnenlandse vraag in de BRIC-landen zal andere opkomende landen en de export uit Europa en Japan een impuls geven.
- **Nieuwe concurrentieverhoudingen ontstaan.** Door de energierevolutie, het opschuiven in de waardeketen, de toegang tot markten en de herinrichting van de bedrijfskolom verandert de status van de wereldwijde industriële sector.
- **Zoektocht naar rendement verschuift van obligaties naar aandelen.** De hausse voor obligaties loopt op een einde. Door het lage rendement krijgen institutionele en particuliere beleggers weer oog voor aandelen.

## Belangrijkste uitdagingen

- **De worsteling tussen bezuinigingen en groei-impulsen** zal in 2013 aanhouden, evenals de structurele divergentie tussen kern- en perifere eurolanden.
- **Grote centrale banken zijn verder gegaan dan hun**

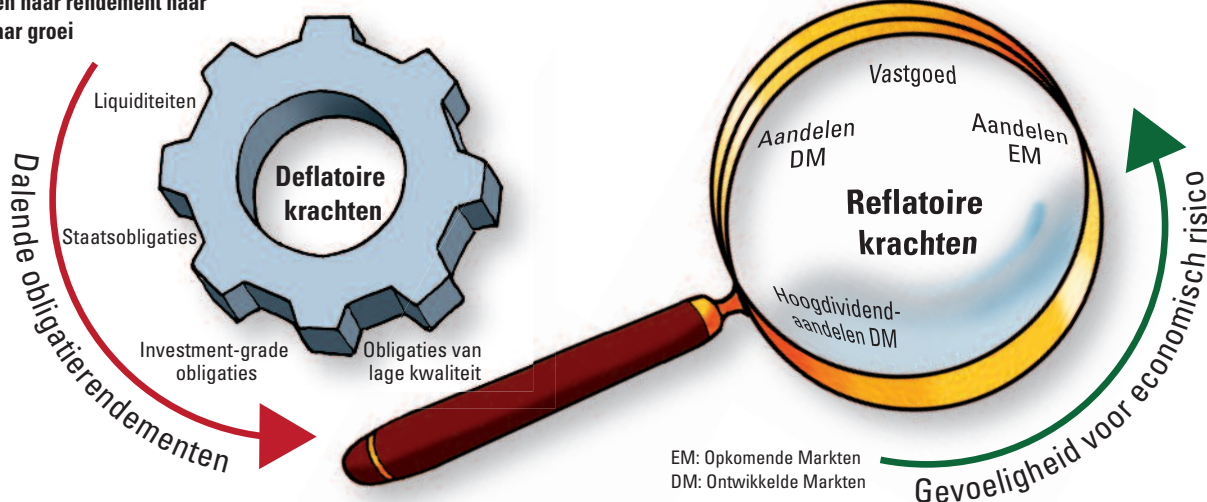
**gebruikelijke mandaat.** Ze willen de economie nieuw leven inblazen, maar zinspelingen van de Federal Reserve op monetaire normalisatie kunnen schadelijk zijn voor Amerikaanse Treasuries. Omdat beleggers veilige havens slechts geleidelijk de rug toekeren, is het risico van een sterke rentestijging beperkt.

- **De ontwikkeling van de aandelenmarkten loopt mogelijk niet in de pas met die van de economie.** Waarderingen, vertrouwen en kapitaalstromen kunnen een sterkere invloed hebben dan fundamentele factoren.

## Belangrijkste kansen

- **Aandelen (overwogen in Europa, Azië en Brazilië) en vastgoed** zijn het meest geschikt om te profiteren van een cyclisch herstel na de fiscal cliff.
- **“Meesters in het maken”.** Ons aandelen thema is gericht op bedrijven die profiteren van de revolutie in IT, industriële diensten en energie.
- **Bedrijven met activiteiten in opkomende markten** zijn het best gepositioneerd, zowel grote internationale ondernemingen als ondernemingen met een directe positie in snelgroeiende nationale markten.
- **Bedrijven met een hoog dividendrendement** zijn in opkomende markten aantrekkelijker dan in ontwikkelde markten.
- **Obligaties uit perifere landen (met name Spanje)** zijn een optie in combinatie met staats- en bedrijfsobligaties.
- **De kans is groot dat de Amerikaanse dollar** in waarde stijgt: fundamentele groeifactoren worden belangrijker dan de status van veilige haven. De Noorse kroon, de Canadese dollar en een aantal valuta's uit opkomende landen bieden spreiding.

Van zoeken naar rendement naar zoeken naar groei



# Cyclische verbetering ingetreden

Kans op positieve verrassingen

**Research & Strategy  
en Group Economics**

Han de Jong – Chief Economist

**De internationale conjunctuur is aan het kenteren maar dit proces loopt niet in alle regio's synchroon. Neerwaartse risico's liggen nog altijd op de loer en de verwachtingen voor de economische groei zijn laag. Op sommige gebieden heeft zich echter een forse inhaalvraag voorgedaan: dit kan in 2013 voor positieve verrassingen zorgen.**

De wereldeconomie verloor gedurende het grootste deel van 2012 aan kracht maar lijkt inmiddels wat aan te trekken. De opgaande lijn zal zich naar verwachting de komende kwartalen doorzetten. Indicatoren voor het ondernemersvertrouwen vertonen veelal geen dalende trend meer en zijn in een groot aantal landen aan de betere hand. Hiervoor zijn meerdere verklaringen te geven. Zo is de voorraadcyclus in de industriële sector aan een opgaande fase begonnen: dit stimuleert doorgaans de economische bedrijvigheid. Voorts is de inflatiedruk onder invloed van de eerdere economische vertraging afgezwakt: dit ondersteunt de reële koopkracht van de consument. De afnemende druk binnen het financiële stelsel draagt ook bij tot economische groei. Maar misschien wel de belangrijkste factoren zijn van beleidsmatige aard: de aankondiging van Outright Money Transactions (het onder voorwaarden opkopen van staatsobligaties van eurolanden) door de Europese Centrale Bank (ECB) heeft het risico van extreem negatieve ontwikkelingen verminderd en daarmee het vertrouwen versterkt. Ook andere beleidsmakers hebben de economische bedrijvigheid met verdere stimuleringsmaatregelen ondersteund.

## Verschillen in tempo

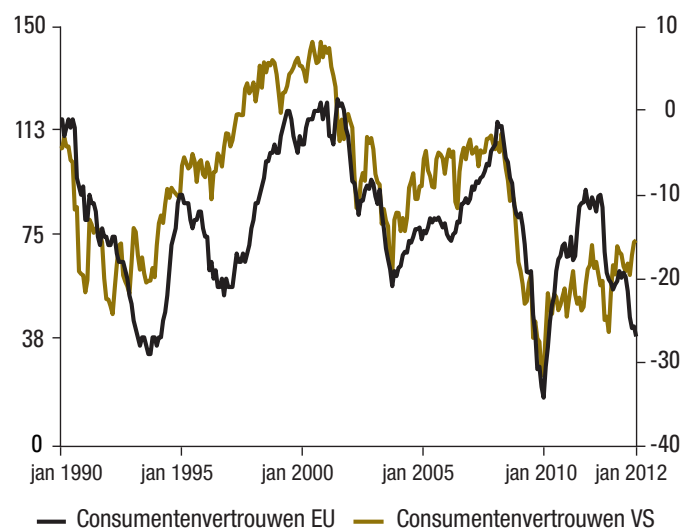
Het totaalbeeld verbetert maar het hersteltempo verschilt sterk per regio. De VS en China (plus een groot aantal andere opkomende economieën) liggen aanzienlijk voor op Europa en Japan, waar de economische groei niet goed op gang wil komen. Deze divergentie is waarschijnlijk van tijdelijk aard. In Europa trekt de groei naar verwachting in de loop van 2013 licht aan, gesteund door een toenemend vertrouwen dat de eurocrisis beheersbaar blijft (zie grafiek), een bescheiden verbetering in de wereldhandel en een verdere daling van de inflatie.

Toen de wereldeconomie vier jaar geleden werd geconfronteerd met een kredietcrisis, is een pijnlijk en traag proces van schuldafbouw in gang gezet. Het proces gaat met

horten en storten en zeker niet overal even snel. De VS hebben duidelijk de meeste vooruitgang geboekt: de schulden van huishoudens zijn gedaald, de bankensector is versterkt en het overheidstekort is gedaald; dit alles bij een bescheiden economische groei en toenemende werkgelegenheid. De problemen van Europa zijn groter: hier moet immers, tegelijk met de schuldreductie, een duurzame basis onder het voortbestaan van de euro worden gelegd. Hoewel ook in Europa onmiskenbaar vorderingen zijn gemaakt, zal de onverminderde noodzaak van balansverbetering de komende tijd een wissel blijven trekken op de economische groei.

Door de gedaalde productie heeft zich in de wereldeconomie een inhaalvraag opgebouwd. Zodra deze inhaalvraag wordt ontsloten, zal de wereldeconomie daarvan een welkome impuls ondervinden. De Amerikaanse woningbouw zou de eerste sector kunnen zijn waar deze inhaalvraag zichtbaar wordt. Voor het eerst sinds lange tijd lijken zich dan ook, tegen de verwachtingen in, positieve verrassingen te kunnen voordoen.

Indicatoren consumentenvertrouwen EU en VS



Bron: Conference Board, Europese Commissie, Bloomberg



# Momentum in opkomende markten – omvang en tempo

Hoewel het sombere economische klimaat niet ongemerkt aan de opkomende markten is voorbijgegaan, zijn de groeivoorzichten hier nog steeds veel beter dan in de industriële landen. Met groeiprognoses van 6,8% in Azië, 4,2% in Latijns-Amerika en 3% in Oost-Europa zullen deze regio's het ook in 2013 beter doen dan de VS (een schamele 2%) en Europa (stagnatie).

De groei in lidstaten van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) bedroeg over de afgelopen tien jaar gemiddeld 1,5% op jaarbasis tegen ruim 5% in niet-OESO-landen. Van de grote opkomende landen realiseerden China en India de hoogste economische groei met respectievelijk 10% en 7%. De onverzadigbare vraag naar grondstoffen waarmee deze expansie vooral in China gepaard gaat, heeft ook in andere opkomende markten, met name in Latijns-Amerika en Afrika, de groei aangejaagd.

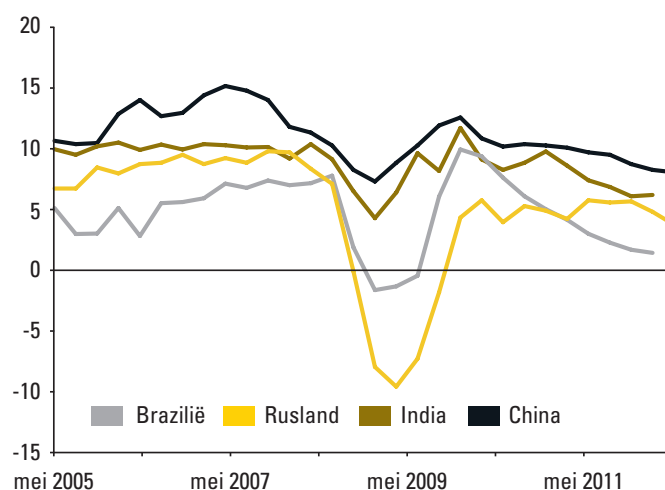
Door de stijgende lonen en toenemende welvaart in China verschuift de productie naar landen met goedkopere arbeid. Vooral andere Aziatische landen profiteren hiervan, maar ook de Mexicaanse assemblagesector is, dankzij het sterk afgenomen verschil in loonkosten met China, weer tot bloei gekomen. In vrijwel alle opkomende landen gaat de krachtige economische groei hand in hand met de opkomst van een gegoede middenklasse. Opkomende economieën ontwikkelen zich daardoor van marginale spelers die voornamelijk reageren op gebeurtenissen in de industriële landen, tot sterke onafhankelijke partijen die op eigen kracht varen. Deze landen winnen ook gestaag aan betekenis als strategische groeimarkten voor internationale ondernemingen.

In 2012 behoorden de vier BRIC-landen tot de tien grootste economieën ter wereld (afgezet tegen het Amerikaanse nominale BBP). Negen opkomende landen – in volgorde van economische omvang China, Brazilië, India, Rusland, Mexico, Zuid-Korea, Indonesië, Turkije en Saoedi-Arabië – maakten deel uit van de top twintig, die goed is voor circa 80% van het wereldwijde BBP. Het aandeel van deze negen landen in het

wereldwijde BBP steeg van bijna 10% in 1990 naar meer dan 25% in 2012. Gezien de huidige groeivoorzichten zal China in de komende decennia waarschijnlijk de VS van de troon stoten als grootste economie en zal India de derde plaats overnemen van Japan.

De grootte van de economie is echter niet het enige dat telt. Naast deze negen opkomende landen worden ook kleinere economieën steeds aantrekkelijker voor investeerders en beleggers. Landen als Angola, Bangladesh, Colombia, Egypte, Ghana, Nigeria, de Filipijnen en Vietnam zullen naar verwachting in de komende vijf jaar tweemaal zo snel groeien als de wereldeconomie. Bovendien hebben opkomende landen hun kredietwaardigheid en institutionele structuren verbeterd, nog een trend die in de komende jaren waarschijnlijk aanhoudt.

BBP-groei in BRIC-landen, % jaar-op-jaar



Bron: Bloomberg

# Drijft geld van centrale banken de inflatie op?

Overdaad kan schaden

## Onconventioneel monetair beleid aan weerszijden van de Atlantische Oceaan

De ECB en de Federal Reserve hebben de afgelopen jaren een hele reeks maatregelen genomen om de eigen economie te steunen. Zo is de Fed tot grootschalige aankoopprogramma's overgegaan en heeft de ECB tegen onderpand enorme bedragen aan commerciële banken uitgeleend. Deze initiatieven hebben bij beide centrale banken tot een forse balansverlenging geleid. Volgens critici hebben de programma's nog een ander gevolg: een sterk oplopende inflatie.

## Verschillende soorten geld

'Inflatie is altijd en overal een monetair verschijnsel', luidt de beroemde uitspraak van de economen Milton Friedman en Anna Schwartz. Er bestaan echter verschillende soorten geld. Het geld dat centrale banken creëren, is reservegeld of basisgeld in de zin dat het de reserves van commerciële banken bij hun centrale bank verhoogt.

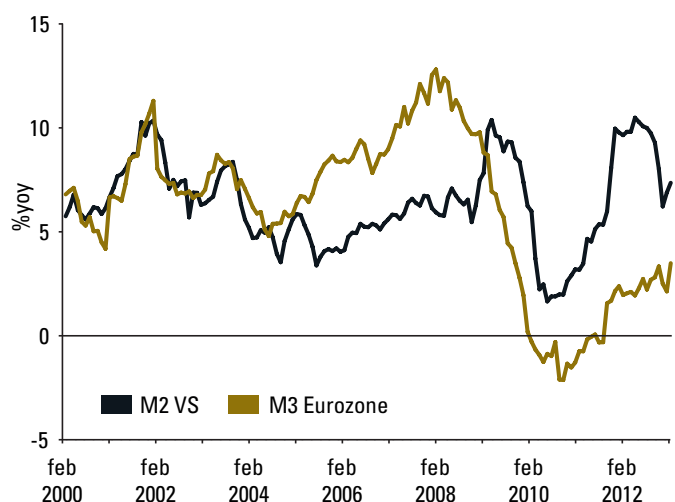
Wij hebben de relatie tussen basisgeld en inflatie onderzocht en daarbij geconstateerd dat deze alleen over perioden van ongeveer tien jaar sterk is. Een toename van het basisgeld krijgt pas een inflatoir effect als deze toename zich ook in maatstaven voor de geldhoeveelheid in ruimere zin manifesteert. Dit vergt tijd en doet zich alleen voor wanneer de kredietgroei in de private sector langdurig sterk stijgt en centrale banken afzien van stappen die hun monetair beleid minder accommoderend maken.

## Risico's hoger in de VS dan in de eurozone

Het lijkt niet aannemelijk dat centrale banken de ruime liquiditeit in het systeem bij een langdurige krediethausse ongemoeid laten. Wij verwachten dan ook niet dat het huidige onconventionele beleid in buitensporige inflatie uitmondt. Het risico dat de inflatie op langere termijn stijgt, is volgens ons in de VS groter dan in de eurozone, waar het inflatierisico laag lijkt. De Fed heeft de monetaire teugels veel verder gevierd dan de ECB, terwijl de monetaire expansie in de VS - bij ongewijzigd beleid - ook langer zal aanhouden.

Een cruciale factor is dat het bankstelsel in de VS in een betere staat verkeert dan in de eurozone, waardoor het kredietmechanisme in de VS waarschijnlijk sneller weer begint te functioneren. De kredietgroei in de eurozone zal naar verwachting de komende paar jaar zwak blijven. Tot slot denken wij dat de Fed minder sterk de nadruk op inflatie legt dan de ECB. Als de Amerikaanse centrale bank te lang vasthoudt aan de accommoderende koers, bestaat de kans dat haar exit beleid niet soepel verloopt en een abrupte stijging van de renteverwachtingen veroorzaakt.

Geldhoeveelheid VS en eurozone, jaar-op-jaar



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

<sup>1</sup> Zie onze publicatie 'Drijft monetair beleid de inflatie op?' van 19 november 2012 in de serie ABN AMRO Macro Focus.

# Aandelen – marktvooruitzichten

Op weg naar een *sweet spot*

Research & Strategy

Sybre Brouwer – Global Head Equity Research

Beleggers maken zich nog steeds zorgen over de overheidsbezuinigingen in Europa en de VS, die de consumentenbestedingen en het sentiment drukken. De kans is echter duidelijk aanwezig dat het herstel van de Amerikaanse economie, zodra de fiscal cliff achter ons ligt, aantrekt dankzij toenemende investeringsuitgaven. Bovendien worden in snelgroeiende economieën, met name China, de voorraden weer opgebouwd. Deze combinatie van factoren biedt zonniger groeivooruitzichten en betere perspectieven voor Europese ondernemingen.

De aandelenmarkten kunnen profiteren van deze wereldwijde cyclische verbetering, doordat de waarderingen nog steeds aantrekkelijk zijn en de financiële liquiditeit overvloedig blijft, terwijl het rendementspotentieel voor vastrentende beleggingen afneemt.

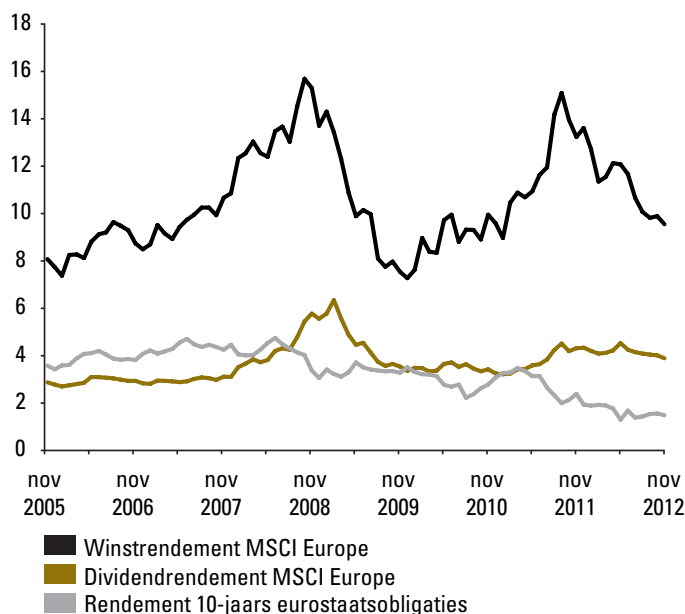
## Nieuwe krachten bedrijfsleven dankzij sterke financiële positie

Kleine en middelgrote bedrijven in Europa zijn zwaar getroffen, met name in sectoren die afhankelijk zijn van regionale markten, zoals de bouw, bouwmaterialen en vastgoed. Ook voor consumentgerelateerde bedrijven zijn het moeilijke tijden geweest.

De meeste multinationals in geïndustrialiseerde landen zijn echter de laatste recessie ingegaan met een gezonde balans en een fors kassaldo en staan er aan het eind van die recessie zelfs nog beter voor. In het verleden hebben recessies altijd de balans van bedrijven aangetast, maar deze keer niet.

De talrijke groeimogelijkheden in de snelgroeiende markten, de efficiencyverbeteringen (door nieuwe technologieën en een zwakke arbeidsmarkt) en de lage rente zijn gunstig geweest voor de marges. Hierdoor heeft de vrije kasstroom een hoog en tamelijk duurzaam niveau bereikt en kunnen grote ondernemingen een aantrekkelijk dividend uitkeren en vaak eigen aandelen inkopen. Gegeven het lage rendement op obligaties is een overwogen positie in aandelen erg aantrekkelijk. Dit blijkt ook uit onderstaande grafiek.

Winstrendement biedt steun aan duurzaam dividend, %



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
<b>Aandelen:</b> Overwogen	<p>Winst- en dividendrendement overtreft obligatierendement</p> <p>Winstherstel in Azië, met name China en andere opkomende markten. Economisch herstel in VS helpt resultaten K4 2012 en K1 2013</p> <p>Megatrends positief voor kracht van balans, zodat toename van bedrijfsinvesteringen de groei kan stimuleren</p>	<p>Ondernemingen die een duurzaam dividend uitkeren, groeisectoren met wereldwijde aantrekkingskracht</p> <p>Grote ondernemingen in de sectoren industrie, basismaterialen en consumptiegoederen in de VS en EU; middelgrote leveranciers</p> <p>Zeer efficiënte ondernemingen met een concurrerende kostenbasis en aantrekkelijke merken, expertise of marktpositie, uitgewerkt in het thema <i>Meesters in het maken</i></p>



# Aandelen – sectorvooruitzichten

Combinatie van duurzame groei en cyclische positionering

**Research & Strategy**

Sybre Brouwer – Global Head Equity Research

Op grond van onze positievere visie op de wereldeconomie hebben wij de overweging in aandelen verder verhoogd en onze cyclische positionering geleidelijk uitgebreid, in overeenstemming met ons thema (zie volgende pagina). De cyclische positionering is ingevuld via een overweging in industrie, met daarin een voorkeur voor de subsector kapitaalgoederen die van de enorme vraag naar energie-,

transport- en communicatienetwerken kan profiteren. Wij zijn ook overwogen in energie, waar de subsector olieservices veel profijt zou kunnen hebben van een verbeterend macroklimaat en lage waarderingen. In het meer defensieve segment geven wij uit het oogpunt van duurzame groei de voorkeur aan gezondheidszorg, met name biotechnologie.

Overwogen - Neutraal - Onderwogen

Sector	Subsector	Top aandelen	Commentaar
Energie	Olieservices	Halliburton, Noble Corp, Saipem	Goedkope waardering biedt opwaarts potentieel
	Geïntegreerde oliebedrijven	Royal Dutch Shell, Chevron	Defensief karakter beschermt tegen marktvolatiliteit
	Exploratie & productie	Whiting Petroleum, CNOOC	Aannames olie- en aardgasprijzen te pessimistisch
	Raffinage	Valero	Raffinagemarges zijn het zwakst in K4
Basismaterialen	Chemie	Agrium, BASF, PPG, Lanxess, LyondellBasell, Syngenta	Vraagherstel: voorraden in Azië, lage gasprijs in VS
	Metalen & mijnbouw	Rio Tinto, Xstrata	Vraag afhankelijk van beleid China
	Bouwmaterialen	China National Building Materials, HeidelbergCement	Bezuinigingen vs hervormingen en prijsverhogingen
	Papier & Bosbouw	International Paper	Focus op consolidatie en integratie/synergie
Industrie	Commerciële diensten	Bureau Veritas, Intertek	Outsourcing en kwaliteitseisen staan centraal
	Kapitaalgoederen	ABB, Schneider, Emerson, Deere, GE, H. Whampoa, MTR, China Comm. Constr., Keppel Corp,	Infrastructurele en efficiencyverbeteringen een pluspunt; zwakte EU een minpunt
	Transport	EasyJet	Aanhoudende groei passagiersverkeer maar felle concurrentie en stijgende brandstofkosten
Luxe goederen & diensten	Luxe goederen	LVMH, Richemont, adidas, Lennar, WeightWatchers	Luxe goederen profiteren van Chinese toeristen
	Consumentendiensten	Compass	Vertraging in zomer was slechts tijdelijk
	Detailhandel	PPR, Target	Prijzenslag gaat ten koste van winstgevendheid
	Auto's & onderdelen	BMW, Volkswagen, Michelin, Hyundai Motors	Topmerken; geen bedrijven sterk afhankelijk van EU
Consumptiegoederen	Media	CBS, Walt Disney, WPP, Comcast, Wolters Kluwer	Volatiliteit omzet lager door hogere fees content
	Huishoudelijke & persoonlijke producten	L'Oréal, Henkel, Reckitt Benckiser, Procter & Gamble, Estée Lauder	Ruimte voor hogere marges; herstructurering
	Voedingsmiddelen detailhandel	Tesco, CVS Caremark	Waardering goed maar cyclische/structurele punten
	Voedingsmiddelen, dranken & tabak	Nestlé, Nutreco, Pernod Ricard, Coca-Cola, Mead Johnson, Mondelez	Gestegen inputkosten; weinig mogelijkheden om door te berekenen; waardering aan hoge kant
Gezondheidszorg	Gezondheidszorg - apparatuur & diensten	DaVita, Fresenius SE	Dialysesdiensten en -instrumenten
	Farmacie, biotech en biowetenschappen	Gilead Sciences, Abbott Labs, Biogen, Sanofi, Amgen	Nieuwe producten succesvol; hoge vrije kasstroom
Financiële sector	Gediversifieerde financiële diensten	Am. Express, JP Morgan, Wells Fargo	Kwaliteit, defensief en gediversifieerd; winnaars
	Verzekeraars	Allianz, AXA, Prudential UK, Munich Re, AIA Group	VS en vermogensbeheer zorgen voor verbetering
	Banken	HSBC, Standard Chartered, ICBC, CCB,	Opkomende regio's bieden beste groeikansen
	Vastgoed	Oversea-Chinese Banking Corp	Topnamen op toplocaties
Informatietechnologie	Hardware & IT-apparatuur	Simon Property Group, Henderson Land Development, Sino Land, Mitsui Fudosan, Unibail Rodamco	Marktleider dataopslag; inspelen succes cloud computing
	Software & IT-diensten	EMC	Stabiele winst, marktleiders
	Halfgeleiders & halfgeleiderapparatuur	IBM, Google, Nuance	Royalties voor mobiele telefonie
	Telecommunicatiediensten	Qualcomm, Samsung Electronics	Lastig klimaat door regelgeving en concurrentie
Nutsbedrijven	Duurzame energie	Vodafone, France Telecom	Onzekerheid subsidies drukt groeiperspectieven
	Gereguleerde/multi-utiliteitsbedrijven	EDP Renovaveis, Enel Green Power	Fundamentele zwakte; vraag en prijzen onder druk
		GDF Suez, Veolia Environment, NextEra Energy	

# Aandelen – update thema megatrends

Het nieuwe thema, *Meesters in het maken*, sluit goed aan bij onze bestaande thema's. Doordat de wereldwijde industrialisatie zich voortzet en de snelgroeiende economieën (vooral China) omhoog schuiven in de waardeketen en

hogere lonen moeten betalen, zijn automatisering, kwaliteitscontrole en een gestroomlijnd productieproces de belangrijkste terreinen waarop bedrijven nu moeten investeren.

Thema	Introductie	Argumenten	Belangrijkste vertegenwoordigers	Huidige opinie thema's
<b>New age of services</b>	K3 2008	Naarmate de wereldhandel groeit, neemt de behoefte aan transport, opslag en inspectie van goederen toe.	Vopak, SGS, Intertek, Burlington Northern (overgenomen door Berkshire Hathaway)	Aanbevolen
<b>Groene infrastructuur</b>	K3 2009	Langetermijntrends (milieuvriendelijkheid en energiebesparing) en kortetermijnfactoren (stimuleringsprogramma's) goed voor 'groene' infrastructuur.	Nalco (overgenomen), Syngenta, DSM, Arcadis, Veolia, Fluor	Kopen
<b>Big is beautiful</b>	K4 2009	Beleggers richten zich op grote ondernemingen die kunnen uitbreiden in opkomende markten (OM) om echt wereldwijde spelers te worden.	Samsung Electr. (*voorkeur EDR), HSBC, Roche, Oracle, Coca-Cola, LVMH, Caterpillar, Walmart	Kopen
<b>Beter leven</b>	K2 2010	De toenemende en veranderende behoeften van consumenten in OM naarmate deze opklimmen in de behoeftepiramide van Maslow.	Samsung Electr. (*voorkeur EDR), Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential, Intertek	Aanbevolen
<b>Europese juweeltjes</b>	K3 2010	Grote Europese expertise en sterke merknamen zijn gewild bij de groeiende wereldwijde middenklasse, mede dankzij de zwakker wordende euro.	BASF, DSM, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Intertek, Sanofi, Siemens	Kopen
<b>Kwaliteit telt</b>	K4 2010	Naarmate de productie in OM stijgt in de waardeketen en de wereldhandel verder groeit, neemt de behoefte aan wereldwijde kwaliteitsstandaarden, inclusief milieu- en veiligheidsregels, toe.	Mead Johnson, Bureau Veritas, Thermo Fischer, Symrise, Vopak, Fresenius, DSM	Aanbevolen
<b>De consument is terug</b>	K1 2011	Doordat het herstel (in de VS en Azië) aan kracht wint, zijn de consumentenbestedingen leidend.	Adidas, Apple, Daimler, Fedex, Randstad, Simon Property, Swatch, Wereldhave	Houden
<b>Fusies &amp; overnames met een reden</b>	K2 2011	Bedrijven hebben veel geld in kas. Verticale integratie en schaarsteproblemen leiden tot meer overnames.	Mead Johnson, Mosaic, Gea, Symrise, Starbucks, Actelion, Qiagen	Kopen
<b>Pricing power</b>	K3 2011	In een tijd van versobering blijkt prijsstelling essentieel voor ondernemingen om marges op peil te kunnen houden en winstgroei op lange termijn te kunnen waarborgen.	Apple, Philip Morris, Allergan, Lanxess, Coca-Cola, Nestlé, Reckitt Benckiser, Starbucks	Kopen
<b>Kwaliteitsdividend</b>	K4 2011	In een onzeker klimaat met lage rente richten beleggers zich op aandelen die dividend uitkeren als stabiele bron van rendement.	BASF, DSM, Philip Morris Intl., Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestlé, Bristol Myers, Vodafone	Aanbevolen
<b>De Feel Good factor</b>	K1 2012	Nadruk op trends m.b.t. gezondheid en wellness, ontspannen in tijden van veel stress.	Allergan, Estee Lauder, DSM, WeightWatchers, Starbucks, L'Oréal, DaVita	Aanbevolen
<b>Gas geven</b>	K2 2012	Schaliegasrevolutie in de VS zal ingrijpende gevolgen hebben voor verschillende bedrijven.	Dow Chemical, BASF, Lyondell Basell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Aanbevolen
<b>Biologische oplossingen</b>	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, DSM, Gilead, Mosaic, Roche, Sanofi, Syngenta	Aanbevolen

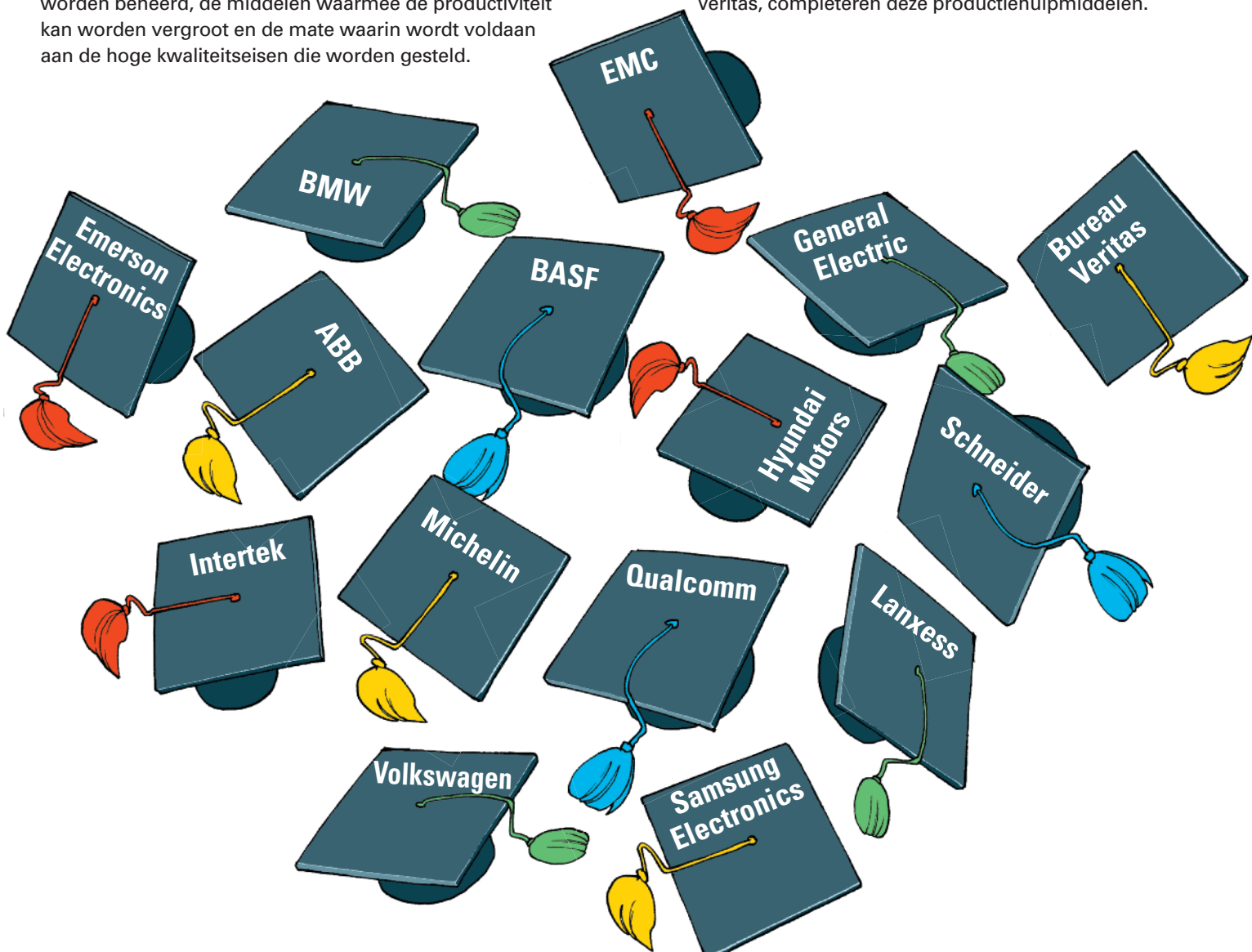
# Aandelenthema – Meesters in het maken

Dit kwartaal concentreren wij ons op de productiesector. Wij voorzien hernieuwde voorraadvorming in snelgroeiende economieën, met name China, en ook in de VS zodra de horde van de fiscal cliff is genomen. Daarnaast richten wij ons op bedrijven die het meest profiteren van nieuwe inzichten en innovatie op het gebied van productieprocessen. Door de voortgaande internationalisering worden topkwaliteit en efficiency steeds belangrijker. Kostenvoordelen nemen immers af doordat de salarisoniveaus in de grote economieën steeds dichter bij elkaar komen te liggen en hogere materiaalkosten een gemeenschappelijk probleem zijn (bedrijven die profiteren van de lage aardgasprijs in de VS zijn een uitzondering).

In de huidige verdringingsmarkt zit het onderscheidend vermogen in de manier waarop de productiefaciliteiten worden beheerd, de middelen waarmee de productiviteit kan worden vergroot en de mate waarin wordt voldaan aan de hoge kwaliteitseisen die worden gesteld.

Hierdoor neemt het aantal producenten van goederen van hoogwaardige kwaliteit toe, vooral in Azië.

Wereldwijd zijn verbeteringen zichtbaar, vooral op het gebied van informatietechnologie, waar softwareleveranciers en consultants als SAP, Oracle en Accenture de markt domineren. Productielijnen worden bemand door robots en elektronisch bewaakt. Nauw samenspel tussen producent en klant waarborgt een goede en constante kwaliteit. Dit verstevigt de banden tussen gebruikers en aanbieders, zorgt voor langdurige en betrouwbare partnerships die voor alle partijen voordelen opleveren, en stelt leveranciers in staat een sterke positie op te bouwen. Optimalisatiesystemen – processen, zoals het door Motorola en GE ontwikkelde Six Sigma en Total Quality Management, beginnen de wereldwijde standaard te worden. Kwaliteitsonderzoek door vertrouwde instellingen, zoals SGS, Intertek en Bureau Veritas, completeren deze productiehulpmiddelen.





# Obligaties – marktvooruitzichten

Haussemarkt die op een einde loopt

## Amerikaanse Treasuries: de kanarie in de kolenmijn

Staatsobligaties uit kernlanden hebben duidelijk geprofiteerd van de schuldenproblematiek in ontwikkelde markten. Op zoek naar een veilige haven kozen beleggers massaal voor staatsobligaties uit de VS, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. De centrale banken in industrielanden hebben deze obligaties gebruikt om hun economie en financiële stelsel te ondersteunen, omdat ze de benchmark vormen voor andere bronnen van financiering voor de uitgifte van bedrijfsobligaties.

Door deze twee factoren zijn de obligatierendementen naar een ongekend dieptepunt gedaald. Centrale banken willen uiteraard een depressie of een herhaling van het krachteloze Japanse groeipad voorkomen, waardoor een sterke stijging van de rendementen onwaarschijnlijk is. De rente zal in 2013 dan ook laag blijven en het zoeken naar rendement op de vastrentende markten zal aanhouden. De huidige lage rendementen bieden beleggers in deze obligaties weinig ruimte voor vergissingen. Doordat de cyclische krachten mogelijk toenemen zodra de onderhandelingen over de fiscal cliff achter de rug zijn, kan de volatiliteit van Amerikaanse Treasuries overslaan naar andere staatsobligaties, met uitstralingseffecten naar andere delen van de vastrentende markt.

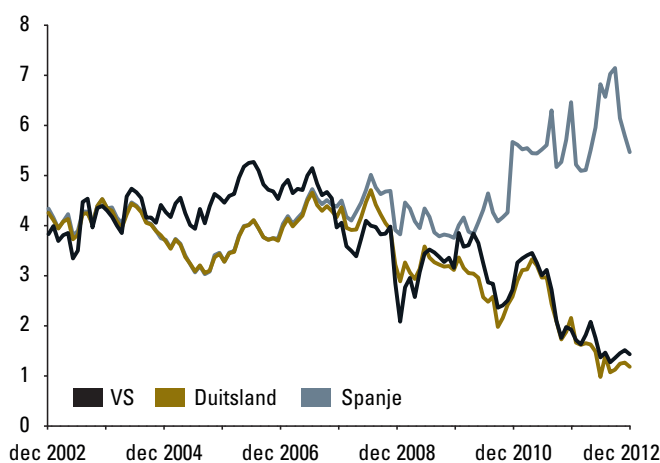
## Een nieuwe pikorde

Staatsobligaties uit verschillende kernlanden (Oostenrijk, Frankrijk en de VS) zijn hun AAA status kwijtgeraakt of staan op negative watch (Verenigd Koninkrijk), perifere eurolanden zijn druk bezig hun schuldenlast te verminderen en landen als Ierland, waar de staatsschulden crisis al vroeg toesloeg, zijn eindelijk weer in staat leningen te plaatsen op de

kapitaalmarkten. Landen die onafhankelijk genoeg zijn om effectieve bezuinigingsmaatregelen door te voeren, kunnen waarschijnlijk beleggingskapitaal tegemoet zien: België, Ierland, Italië en Spanje boeken duidelijk vooruitgang, maar de weg is lang en zwaar.

Intussen zijn staatsobligaties uit opkomende markten een nieuwe graadmeter voor kwaliteit geworden. Beleidsmakers in snelgroeiende landen proberen een minimum groeitempo vast te houden. Internationale kapitaalstromen worden aangetrokken door de verbetering van de credit ratings van zowel Aziatische overheden als ondernemingen.

Rendement 10-jaars staatsobligaties



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie: Onderwogen	Fundamentele visie	Bepalende factoren	Aanbeveling
<b>Staatsobligaties:</b> <b>Onderwogen</b>	Laagrentende staatsobligaties zijn op het huidige niveau riskant Obligatieaankopen door centrale banken zijn gericht op verlaging van financieringslasten	Geringe risicobereidheid Beleggers zoeken naar rendement	Streef naar neutrale duration Voorkeur voor Belgische en Franse staatsobligaties. Kijk naar mogelijkheden van EUR- en USD-emissies uit periferie eurozone
<b>Bedrijfsobligaties:</b> <b>Overwogen</b>	Door treasurybeheer zijn bedrijven sterker en beter gepositioneerd dan overheden. Het zoeken naar rendement draagt bij aan krappere spreads voor bedrijfsobligaties. Laag rendement staatsobl. zal extra steun bieden aan high-yield obligaties Marktliquiditeit blijft beperkt	Laag insolventie-percentages mede dankzij sterke balansen	Neem winst op dure obligaties met investment grade rating Volg aanbevelingen in ons <i>Credit Handbook</i> , <i>Covered Bond Handbook</i> en <i>Monthly Bond Opportunities</i>  Koop wereldwijd high-yield obligaties. Allocatie naar opkomende markten invullen met Aziatische bedrijfsobligaties

# Obligaties – portefeuilleallocatie

Selectief beleggen vanwege laag rendement

## Obligatiebeleggers zitten gevangen tussen twee

**tegegengestelde krachten:** de stress rond de schulden crisis, die slechts draaglijker is geworden dankzij het optreden van centrale banken, en het zeer lage – en negatieve reële – rendement op obligaties van de hoogste kwaliteit. Hoewel de hausse op de obligatiemarkt ten einde loopt, is een terugkeer naar normale economische omstandigheden onzeker en kunnen obligaties, ondanks de huidige lage rente, een redelijk alternatief blijven voor liquiditeiten en geschikt zijn voor diversificatie.

Door de ultralage rendementen zijn obligaties in 2013 veel gevoeliger voor schommelingen in de benchmarks (Amerikaanse Treasuries en Duitse Bunds). Dit vereist een voorzichtige positionering met een onderweging in obligaties.

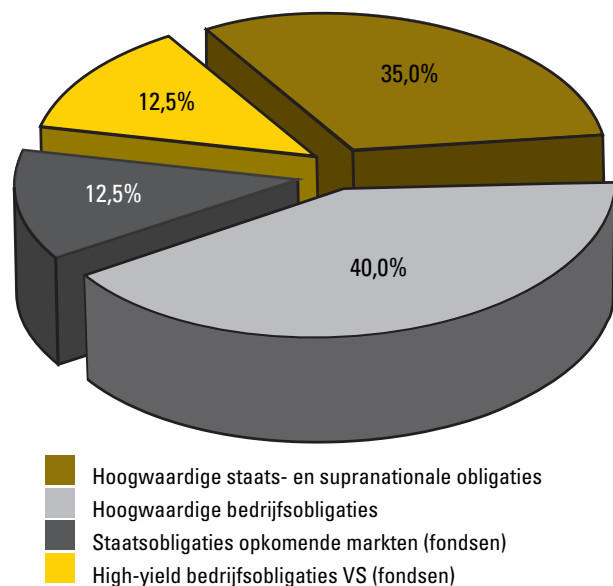
Bedrijfsobligaties van lage kwaliteit en opkomende markten blijven een bron van rendement doordat de insolventiepercentages hier waarschijnlijk laag blijven.

## Plan BBB – Staats- en bedrijfsobligaties bieden kansen

In 2012 zijn de rendementen op staatsobligaties uit kernlanden gedaald maar op leningen van perifere eurolanden gestegen. Dit geeft aan dat de markten in staat zijn te differentiëren en per land de juiste risicopremie toe te passen. Deze verschillen zullen uiteindelijk door arbitrage geneutraliseerd worden, al naar gelang overheden er in slagen begrotingsaanpassingen door te voeren; dit zal dan kapitaalstromen aantrekken. Wij hebben voldoende vertrouwen in Spaanse staatsobligaties om deze aan te bevelen voor euro- en dollargedenomineerde portefeuilles. Voorts zijn bedrijfsobligaties uit Spanje en, in mindere mate, Italië aantrekkelijker dan obligaties uit specifieke sectoren, zoals telecommunicatie en nutsbedrijven.

De zoektocht naar rendement verklaart waarom de meeste obligaties duur zijn en boven de nominale waarde noteren. De keerzijde hiervan is dat beleggers een hoger risico lopen en bedrijven in de verleiding komen om meer leningen uit te geven. Zelfs beleggers met een sterke voorkeur voor investment-grade papier kijken naar obligaties met een lagere rating om rendement te realiseren. De beste optie is om binnen de door ons gevolgde obligaties een nieuw evenwicht te zoeken tussen hoge en lagere kwaliteit (BBB-BB) enerzijds en ontwikkelde en opkomende markten anderzijds.

## Aanbevolen duration obligatieportefeuille: **Neutraal**



Bron: ABN AMRO Private Banking

# Valuta's – vooruitzichten

Gemeenschappelijke noemers

Group Economics

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

## Positief over de Amerikaanse dollar

De Amerikaanse dollar kan op korte termijn onder druk komen als de fiscal cliff wordt omzeild. De kapitaalstromen naar de dollar als veilige haven nemen dan mogelijk af. Deze zwakte kan echter van tijdelijke aard zijn, omdat elk akkoord een groot obstakel voor een krachtiger groei van de Amerikaanse economie wegneemt. Naar verwachting zal volgend jaar de economische groei in de VS sterker zijn dan in de eurozone; hierdoor worden de USD en beleggingen in de VS aantrekkelijk. Bovendien verbeteren de vooruitzichten voor de Amerikaanse lopende rekening: dankzij de productie van schaliegas en olie zal naar verwachting de energie-import gaan dalen. Het begrotingstekort neemt ook af. Een ruim monetair beleid is echter niet alleen maar positief voor de dollar: dit betekent weliswaar dat de Federal Reserve de economie wil stimuleren, maar het lage reële rendement is een negatieve factor.

Al met al leggen wij de nadruk op het groeiverhaal in de VS, omdat de reële rente in de meeste ontwikkelde landen laag is en het effect van diverse kwantitatieve verruimingsrondes op de dollar inmiddels grotendeels is verdisconteerd (zie grafiek).

Onze favoriete valuta's hebben overeenkomsten: een centrale bank die liever niet verder verruimt, een veerkrachtige economie, weinig blootstelling aan de crisis in de eurozone, relatief sterke afhankelijkheid van de Amerikaanse economie en een aantrekkelijke waardering op lange termijn.

## Onze favorieten ten opzichte van de EUR voor 2013

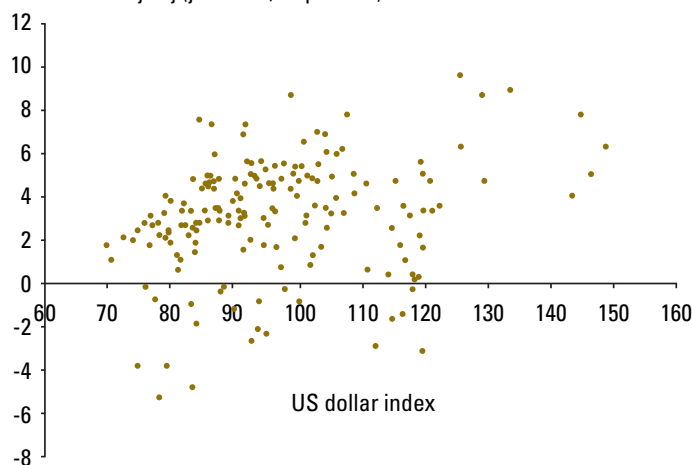
De Canadese dollar blijft onze favoriet. Daarnaast zijn wij positief over de Noorse kroon. Canada en Noorwegen hebben een relatief veerkrachtige economie en verdere verruiming van het monetaire beleid is hier onwaarschijnlijk. Bovendien zijn deze economieën sterker gediversifieerd dan die van andere olieproducerende landen.

## Onze favorieten ten opzichte van de USD voor 2013

Onze favorieten zijn de Canadese dollar, de Mexicaanse peso en de Braziliaanse real. Door de verbeterde concurrentiekracht van Mexico en relatief agressieve stimuleringsmaatregelen op macroniveau in Brazilië zijn wij optimistisch over de groeivoorzichten voor deze beide landen. In Azië zijn wij nog steeds positief over de Singaporese dollar en (op het juiste moment) de Koreaanse won, omdat in deze valuta's de door ons voor volgend jaar verwachte gematigde kracht van Aziatische valuta's goed tot uitdrukking kan komen. Omdat het interventierisico voor de won op korte termijn groot is, wachten wij voor deze valuta echter liever op een lager instapniveau.

### Historische relatie tussen USD en groei Amerikaanse economie

BBP VS in % j-o-j (jan 1970 / sept. 2012)



Bron: Datastream, ABN AMRO Bank

Beleggingscategorie	Fundamentele visie (Group Economics)	Aanbeveling (ABN AMRO Private Banking)
Valuta	<p>Positief over USD</p> <p>Diversificatie op basis van solide gemeenschappelijke fundamentele factoren (zie tekst)</p>	<p>USD kopen boven 1,30 per euro.</p> <p>Favorieten versus EUR: CAD, NOK.</p> <p>Favorieten versus USD: CAD, MXN, BRL</p> <p>SGD en KRW zijn goede exponenten van gematigde kracht van Aziatische valuta's</p>



# Prognoses

Weten wat mogelijk is,  
is het begin van geluk  
George Santayana

Research & Strategy  
en Group Economics

In ons basisscenario zal de wereldeconomie in 2013 langzaam aan kracht winnen. Door de ongewoon grote onzekerheden zullen centrale banken verenigd blijven in hun beleid om de rente op een historisch laag niveau te houden. Met alternatieve scenario's, zoals een zware eurocrisis en

trage groei op lange termijn, wordt wel rekening gehouden maar de kans hierop wordt klein geacht en zal waarschijnlijk afnemen zolang de hervormingen in de EU aanhouden en de Amerikaanse economie blijft aantrekken.

## Macro (%)

3 dec 2012	Reële groei BBP 2013		Inflatie 2013	
	ABN AMRO	Markt visie	ABN AMRO	Markt visie
US	2,0	1,9	2,1	2,0
Eurozone	0,0	0,0	1,7	1,9
UK	1,2	1,3	2,3	2,3
Japan	1,4	0,8	0,2	-0,2
Andere Landen*	2,3	2,2	1,9	1,6
Em Asia	6,7	6,7	5,4	4,4
Latijns-Amerika	4,2	3,8	6,2	6,4
EEMEA**	2,6	3,1	5,0	6,0
Wereld	3,3	3,3	3,9	3,4











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 dec 2012	Actieve strategie	Voorwaarts Kk/w 2013
S&P 500	1416,18		12,3
Euro Stoxx 50	2585,86		10,2
FTSE-100	5880,17		10,6
Nikkei 225	9458,18		14,6
DAX	7436,92		10,5
CAC 40	3573,12		10,3
AEX	338,21		10,5
Hang Seng Index	21767,85		10,5
Shanghai SE Comp.	1959,76		8,3
Straits Times Index	3065,74		13,4

 = Onderwogen  = Overwogen  = Neutraal

## Prognose rente en obligatierendement (%)

	dec 2012	mrt 2013	juni 2013	sep 2013	dec 2013
<b>VS</b>					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3-maands	0,50	0,30	0,30	0,30	0,30
2-jaars	0,26	0,20	0,20	0,30	0,30
10-jaars	1,65	1,60	1,90	2,20	2,40
<b>Duitsland</b>					
ECB	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
3-maands	0,50	0,30	0,30	0,30	0,30
2-jaars	0,00	0,10	0,20	0,35	0,40
10-jaars	1,45	1,50	1,70	2,00	2,20

## Valutaprognose

Valutapaar	3 dec 2012	mrt 2013	juni 2013	sep 2013	dec 2013
EUR/USD	1,30	1,25	1,25	1,20	1,15
GBP/USD	1,61	1,56	1,56	1,52	1,47
EUR/GBP	0,81	0,80	0,80	0,79	0,78
USD/CHF	0,93	0,98	1,00	1,04	1,13
EUR/CHF	1,21	1,23	1,25	1,25	1,30
USD/JPY	82,30	82,00	82,00	85,00	88,00
EUR/JPY	107,40	103,00	103,00	102,00	101,00
USD/CAD	0,99	0,98	0,96	0,95	0,95
AUD/USD	1,04	1,00	1,00	0,98	0,96
NZD/USD	0,82	0,80	0,80	0,78	0,78
EUR/NOK	7,36	7,50	7,25	7,00	7,00
EUR/SEK	8,66	8,50	8,25	8,00	8,00

# Hedgefondsen

Diversificatie in tijden van laag rendement

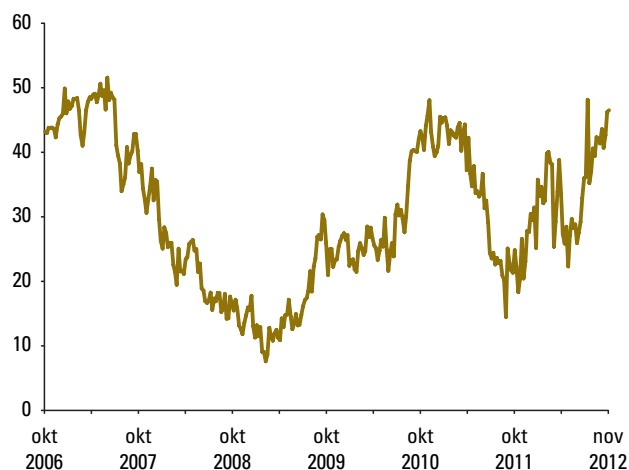
## Laag renterisico

De steunmaatregelen van centrale banken hebben de angst voor het systeemrisico verminderd, waardoor de volatiliteit, rente en spreads verder zijn gedaald. Beleggers die gewend zijn geraakt aan koerswinst op obligaties, vinden de huidige rendementen en spreads waarschijnlijk ontoereikend. Bij deze lage rente en volatiliteit staan beleggers steeds meer bloot aan renterisico's. Funds of hedge funds die in meerdere strategieën beleggen en een laag tot gemiddeld volatiliteitsprofiel hebben, bieden een stabiel rendement dat relatief ongevoelig is voor het renterisico en vlagen van inflatierisico. Hiermee wordt het risico lager en het rendement hoger in vergelijking met traditionele vastrentende portefeuilles.

## Extra rendement

De gunstigere marktomstandigheden bieden ook steun aan Long/Short Equity hedgefondsen. Deze fondsen hebben hun risicoposities in de portefeuille vergroot (zie grafiek) en aangegeven dat ze beleggingsmogelijkheden zien op de Europese en Amerikaanse aandelenmarkten. Beheerders richten zich op het genereren van alfa door de selectie van aandelen voor zowel long- als shortposities en minder op bèta of beheer van het marktrisico. Multi-Strategy funds of hedge funds hebben ook hun belang in Long/Short Equity fondsen vergroot om te profiteren van de gunstiger marktomstandigheden. Long/Short Equity fondsen zijn ook geschikt voor beleggers die in deze fase van de cyclus liever geen uitgesproken positie kiezen met betrekking tot de richting van de aandelenmarkten.

Long/Short Equity fondsen vergroten hun risicopositie, %



Bron: Lyxor Asset Management

Macro fondsen en de meeste Commodity Trading Advisors (CTA's) met een langetermijnbenadering hebben de laatste tijd moeite gehad om in te spelen op het marktklimaat. De meeste op langere termijn beleggende CTA's waren namelijk niet in staat om kortdurende trendomslagen op de aandelen- en grondstoffenmarkten te benutten. Macro en CTA fondsen hebben echter hun nut als defensief instrument voor diversificatie bewezen, zoals blijkt uit de positieve performance van deze fondsen tijdens forse aandelenmarktcorrecties. Wij vinden dan ook dat deze strategieën een plaats verdienen in een portefeuille, om deze te beschermen tegen het risico van grote schokken. Wij handhaven ons advies om gediversifieerde funds of hedge funds te overwegen omdat deze kunnen zorgen voor extra rendement en minder (rente)risico impliceren in vergelijking met traditionele obligatieportefeuilles. Beleggers die al een belang hebben in deze funds of funds, kunnen overwegen op Long/Short Equity gerichte funds of funds aan hun portefeuille toe te voegen. Deze fondsen kunnen extra rendement opleveren bij een slechts iets hogere volatiliteit.

## Hedgefondsstrategieën:

**Positief** over Long/Short Equity en Relative Value

**Neutraal** over Global Macro/CTA

**Negatief** over Event-driven

**Long/Short Equity:** Wij hebben een voorkeur voor fondsen met een variabele beleggingsvoorkeur die het marktrisico op flexibele wijze kunnen beheersen en goed in staat zijn om aandelen te selecteren voor zowel long- als shortposities.

**Relative Value:** Wij prefereren Long/Short fondsen die zich richten op bedrijfsobligaties en vastrentende waarden. De rentetarieven en spreads zijn al sterk gedaald maar wij denken dat deze fondsen door hun flexibiliteit in een volatieler rente- en spreadklimaat zowel met long- als shortposities geld kunnen verdienen en meer bescherming bieden dan Long-Only fondsen.

**Macro/CTA:** Onze voorkeur gaat uit naar een goed gespreid mandje met CTA's en discretionaire Global Macro fondsen als verzekering tegen periodes van marktontwrichting en grote schokken.

**Event-driven:** Merger Arbitrage fondsen hebben moeite om geld te verdienen in het huidige klimaat doordat er weinig transacties plaatsvinden en veel deals zelfs zijn afgeblazen. Omdat Merger Arbitrage de kern vormt van veel Event-driven fondsen, achten wij een afwaardering van deze strategie raadzaam.

# Grondstoffen – vooruitzichten

Neutraal maar goud glanst minder

## Group Economics

Hans van Cleef – Energy Economist

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

### Elkaar compenserende krachten voor olie

De krachten die op- en neerwaartse druk uitoefenen op de olieprijs, heffen elkaar op. Dit heeft gezorgd voor relatief stabiele marktomstandigheden (zie grafiek), afgezien van enige inherente volatiliteit. De productie zal in verschillende regio's blijven toenemen – door nieuwe productiebronnen, zoals in de VS en de voormalige lidstaten van de Sovjet-Unie, of door hervatting van de productie, onder meer in Nigeria, Libië, Angola en Irak. Bovendien hebben India en Zuid-Korea de invoer van olie uit Iran hervat.

De vraag zal echter zwak blijven door het slechts gematigd herstel van de wereldeconomie. De meeste ontwikkelde landen zullen last hebben van een 'budgettaire kater', terwijl de autoriteiten in de grote opkomende markten een vrij voorzichtige koers zullen blijven varen ten aanzien van monetaire en budgettaire stimulering. De prijs van WTI staat nog steeds onder druk door toegenomen productie en een zwakke lokale vraag, terwijl de prijs van Brent steun blijft ondervinden van geopolitieke spanningen. Dit houdt het verschil tussen Brent en WTI boven USD 20.

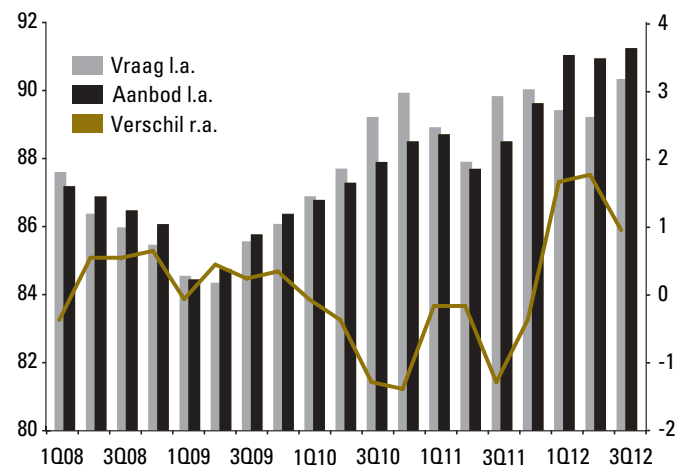
Een zwakke vraag naar olie en een hogere productie zullen waarschijnlijk resulteren in neerwaartse prijsdruk, niet alleen in de komende maanden maar ook op langere termijn. Op grond van de vraag- en aanbodverhoudingen verwachten wij dat deze trend de olieprijs de komende jaren zal begrenzen, mits de geopolitieke spanningen niet escaleren.

### Goud verliest glans

De wereldwijde vraag naar goud voor sieraden daalt structureel, maar de totale vraag naar goud is nog altijd groot, voornamelijk door de groeiende belangstelling van beleggers. Maar ook hier wordt het onderliggende beeld zwakker. De beleggersvraag hangt sterk af van de verwachte

ontwikkeling van de goudprijs tegen de achtergrond van een ruim monetair beleid, een lage reële rente en de spanningen tussen China en Japan en in het Midden-Oosten. Bovendien maken sommige beleggers zich zorgen over een toekomstige toename van de inflatie. Toch hebben deze factoren de goudprijs niet opgedreven naar een nieuw hoogtepunt, omdat de meeste hiervan al in de prijs zijn verdisconteerd. Wij denken dat beleggers in 2013 en 2014 hun geduld met goud zullen verliezen als de Amerikaanse economie op peil blijft, de Amerikaanse dollar aantrekt op grond van cyclische factoren of alternatieve beleggingen aantrekkelijker worden dan goud.

### Aanbod van olie overtreft de vraag



Bron: Bloomberg

Beleggingscategorie	Fundamentele visie (Group Economics)	Aanbeveling (ABN AMRO Private Banking)
<b>Grondstoffen</b> Neutraal	Group Economics heeft een neutrale visie op de prijsontwikkeling, doordat de vraag- en aanbodfactoren elkaar compenseren	Beleggen in grondstoffenindex



# Vastgoed

Profiteren van  
kwaliteitsdividend

## De marktontwikkelingen zijn gunstig voor de sector.

Dit betreft met name de aantrekkelijke waarderingen in de VS (zie grafiek) en de verbeterde fundamentele situatie in Azië (vooral in de ontwikkelde landen: Australië, Singapore, Hongkong en Japan). Wij hebben onze regionale allocatie aan Azië uitgebreid, als aanvulling op onze positieve visie op de VS.

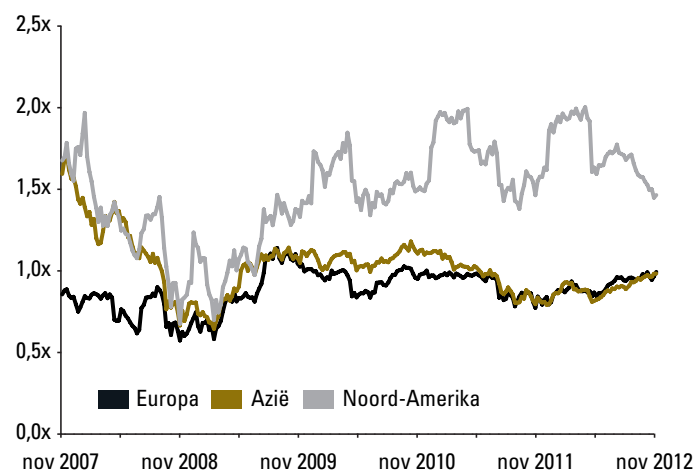
De huidige zachte landing van de economie en de onroerendgoedsector in China en Hongkong is een gunstig voorteken voor de omzet van projectontwikkelaars en stabiele prijzen voor residentieel vastgoed. Het gemiddelde schuldniveau van onroerendgoedbedrijven in Azië (23%) is lager dan in Europa (43%) en de VS (38%). Het verwachte rendement voor het komende jaar is voor Azië (7-9%) echter lager dan voor Europa 9-11% en VS 8-10% en dit geldt ook voor het dividendrendement (3% voor Azië, 4% voor de VS en 6% voor Europa). In Azië verschillen het waarderingsniveau en de performance per land en hebben wij een voorkeur voor de ontwikkelde Aziatische landen boven opkomende Aziatische landen als China, gezien onze voorkeur voor kwaliteit en de aanbodbeperkingen. Hetzelfde geldt voor de kantorenmarkt, waar de vraag van internationale huurders aantrekt.

In de VS zijn de waarderingen aantrekkelijker dan in voorgaande kwartalen, nu de premie ten opzichte van de intrinsieke waarde is gedaald van 11% naar 3%. Deze stabilisatie is mede te danken aan de goede toegang tot kapitaal van onroerendgoedbeleggingsmaatschappijen (REIT's), waardoor zij hun balans kunnen versterken en beter in staat zijn tot het doen van acquisities. Verwacht wordt dat REIT's in de VS hun dividend zullen verhogen naar een boventrendmatig niveau van gemiddeld ruim 6%, op basis van de kasstroomprognoses voor de komende vier jaar.

Simon Property Group behaalde bijvoorbeeld in het derde kwartaal van 2012 een stijging van de inkomsten met 14% op jaarbasis en heeft het dividend en de prognose voor het gehele jaar verhoogd.

Het zoeken naar rendement heeft wereldwijd gezorgd voor een tweedeling in de markt tussen eersteklas en secundair vastgoed. Wij concentreren ons op eersteklas ondernemingen die een aantrekkelijk dividendrendement van 3-4% kunnen genereren. Dit kan betekenen dat een premie moet worden betaald voor beleggingen in de beste locaties, regio's en categorieën. Wij mijden vooral in Europa ondernemingen van mindere kwaliteit, zelfs wanneer deze een – uiteindelijk mogelijk niet houdbaar – dubbelcijferig dividendrendement bieden.

## Aantrekkelijke waarderingen voor vastgoed: koers/boekwaarde



Bron: Bloomberg

Vermogenscategorie	Fundamentele visie	Aanbeveling
Overwogen	<p>US REITS's: aantrekkelijker waardering eersteklas bedrijven; wij hebben een voorkeur voor winkels en commercieel vastgoed</p> <p>Azië: ontwikkelde versus opkomende markten; voorkeur voor winkels en kantoren</p> <p>Europa: de sector betaalt de prijs voor de crisis; voorkeur voor eersteklas bedrijven</p>	<p>Overwogen: Noord-Amerika</p> <p>Neutraal: Azië</p> <p>Onderwogen: Europa</p>

**Research & Strategy**

Olivier Palasi – Head Private Equity

# Private equity

Het private equity rad draait door

**Het jaar 2013 kan voorspoedig beginnen:** in alle segmenten van de private equity sector is sprake van een levendige bedrijvigheid en er komen steeds meer exitmogelijkheden doordat de markt voor beursintroductions weer opfleurt. Het aantrekken van kapitaal bevindt zich in een herstelfase: de best presterende fondsen slagen erin om in slechts twee weken tijd een nieuw partnership op te zetten. Beheerders van private equity fondsen hebben duidelijk zicht op trends en kunnen zich focussen op de meest veelbelovende deals. Er wordt nog steeds van uitgegaan dat Azië en de rest van de wereld beter bestand zijn tegen de negatieve gevolgen van de crisis en Europa qua hoeveelheid aangetrokken kapitaal zullen verdringen van de tweede plaats.

**Distressed**

Geografisch gezien is de VS – als ontwikkelde markt met een gevestigde juridische structuur en ervaren beheerders – het land waar je moet zijn. De Europese markt staat in de kinderschoenen en lokale partnerships die kapitaal aantrekken, staan minder hoog aangeschreven dan Amerikaanse partnerships die strategieën voor Europa ontwikkelen. Wij hebben een voorkeur voor fondsen die zich richten op de handel in schuldpapier van noodlijdende bedrijven (omdat deze belangen relatief kort worden aangehouden) en fondsen die streven naar het verkrijgen van zeggenschap over de herstructurering van een onderneming die mogelijk failliet gaat of insolvent wordt, of de meerderheid van de aandelen proberen te verwerven door een debt-for-equity swap.

**Buyouts**

Onzekerheden op de aandelenmarkten hebben negatieve gevolgen voor het buyout-segment. Over het algemeen neemt hierdoor het aantal secundaire buyouts toe, dat wil zeggen de verkoop van ondernemingen door een private equity bedrijf aan een ander private equity bedrijf. De nieuwe eigenaar probeert dan met behulp van een solide netwerk binnen de sector en operationele slagkracht de onderneming naar een hoger ontwikkelingsniveau tillen. Wij selecteren beleggingsteams die in staat zijn dit soort deals in goede banen te leiden, maar zijn daarbij niet gecharmeerd van beheerders die niet op het juiste moment kunnen wachten

om nog ongebruikt kapitaal te investeren en daardoor te dure bedrijven kopen. Een groot aantal primaire transacties blijft karakteristiek voor een sterk buyout-team.

Verwacht wordt dat de Amerikaanse markt voor grote buyouts aan een nieuwe cyclus gaat beginnen. Wij blijven positief over middelgrote fondsen met duidelijk omlijnde transactiestromen.

**Secundaire markt**

De secundaire markt floreert en regelmatig komen er grote transacties tot stand, zoals de recente transactie met Lloyds Banking Group voor ongeveer USD 1,7 miljard. De meeste deelnemingen die zijn verhandeld, zijn ondergebracht in Noord-Amerikaanse vehikels. Bovendien passen veel pensioenfondsen een pro-actieve benadering toe en gebruiken deze instellingen de secundaire markt om onvoldoende presterende beheerders uit hun portefeuille te verwijderen. Verder zal de groei van het kapitaal dat in Azië wordt aangetrokken, in de komende jaren bijdragen aan een zeer sterke pijplijn met investeringskansen. Volgens een onderzoek van Preqin uit oktober 2012 hebben de 10 grootste secundaire fondsen in totaal zo'n USD 28,2 miljard beschikbaar voor aankopen op de secundaire markt.

Wij hebben nog steeds een voorkeur voor middelgrote partnerships met een strategie die duidelijk is gericht op het realiseren van een contant rendement van meer dan 1,6x.

**Venture**

Aan het begin van 2013 zijn de omstandigheden gunstig voor Early Stage Capital fondsen. Eind 2012 zal er bijna USD 12 miljard zijn aangetrokken en veel fondsen hebben meer kapitaal opgehaald dan nodig is voor investeringen op het gebied van technologie, zoals cloud computing, mobiele infrastructuur, social commerce en digitale media.

# Assetallocatie

Risico toevoegen naarmate de  
wereldeconomie aantrekt

## Assetallocatie: meer risico

De assetallocatie (het spreiden van portefeuillevermogen over verschillende beleggingscategorieën) is gebaseerd op een terugkeer naar een gematigd wereldwijd herstel, het onder controle blijven van de systeemrisico's in verband met de schulden crisis in de eurozone en een positieve oplossing voor de fiscal cliff – al kan er op korte termijn wel sprake zijn van volatiliteit. Met het oog op het scenario voor de middellange termijn adviseren wij beleggers van deze volatiliteit te gebruik te maken om een positie in aandelen op te bouwen die op middellange termijn inkomsten en rendement kan opleveren. Liquiditeiten en obligaties zijn hiervoor steeds minder geschikt.

Het Global Investment Committee van ABN AMRO heeft dan ook het belang in risicodragende beleggingen verder verhoogd door in gemengde portefeuilles de bestaande overweging in aandelen uit te breiden en de onderweging in grondstoffen te beëindigen. De favoriete regio's voor aandelen zijn Europa en de opkomende markten, met daar tegenover een negatieve positionering in de VS en Japan. Wat betreft de obligatiemarkt prefereren wij bedrijfsobligaties, high-yield obligaties en leningen uit opkomende markten boven staatsobligaties uit kernlanden. Perifere Europese obligaties, met name Spaanse en Italiaanse staatsobligaties, kunnen een goed alternatief zijn voor niet-defensieve klanten die op zoek zijn naar rendement.

## Risico: beoordelen en beheersen

Door de aanpassingen in ons beleggingsbeleid neemt het totale risico van onze modelportefeuilleprofielen toe. Volgens afzonderlijke berekeningen is het risico van onze balanced portefeuille (profiel 3) toegenomen van 7,8% naar 8,4%, vergeleken met 6,2% voor de benchmark. Wanneer zich nieuwe uitdagingen en kansen voordoen, zullen wij de risico-implicaties van onze tactische positionering steeds opnieuw beoordelen en beheersen.

## Performance: een rustig vierde kwartaal

Het vierde kwartaal is rustig verlopen. Wereldwijd zijn de aandelenkoersen iets gestegen en hebben obligaties zich vrijwel vlak ontwikkeld, daarbij hebben bedrijfsobligaties van lagere kwaliteit en high-yield obligaties het iets beter gedaan dan staatsobligaties uit kernlanden. Al onze modelportefeuilleprofielen hebben zowel in absolute als relatieve zin geprofiteerd van deze outperformance. Zo is de balanced portefeuille (profiel 3) sinds het begin van 2012 met 7,98% gestegen in USD – 165 basispunten meer dan de benchmark – en met 10,10% in EUR – vrijwel gelijk aan de benchmark.

## Door accountant gecontroleerde resultaten van tactische t.o.v. strategisch vermogensallocatie

	EUR						USD					
	22 mei 2003 tot 30 nov 2012*			2012 YTD (30 nov)			22 mei 2003 tot 30 nov 2012*			2012 YTD (30 nov)		
	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement	Strategisch	Tactisch	Extra rendement
<b>Profiel 1</b>	52,99	65,17	12,18	7,80	8,64	0,84	54,15	68,12	13,97	2,04	5,69	3,65
<b>Profiel 2</b>	54,71	66,38	11,67	9,01	9,43	0,42	57,93	70,42	12,49	4,53	7,13	2,60
<b>Profiel 3</b>	68,52	89,71	21,19	9,98	10,12	0,14	76,20	94,07	17,86	6,43	8,18	1,76
<b>Profiel 4</b>	70,46	90,89	20,43	11,25	10,80	-0,45	80,29	96,28	15,99	8,89	9,42	0,53
<b>Profiel 5</b>	77,58	101,87	24,29	12,48	11,70	-0,79	88,60	107,92	19,31	11,28	10,81	-0,47
<b>Profiel 6</b>	79,01	102,78	23,77	13,39	12,20	-1,19	91,55	109,63	18,08	13,02	11,72	-1,29

\* 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



# – *vervolgd*

**Vermogensallocatie van modelportefeuilles met vermelding van EUR/USD risicoprofielen in %, van ons meest conservatieve profiel 1, naar 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	18	+13	5	0	70	7	+2
Obligaties*	90	40	100	74	-16	70	30	85	58	-12
Aandelen	0	0	10	0		15	0	30	20	+5
Alternatieve Beleggingen	5	0	10	8	+3	10	0	20	15	+5
Funds of hedgefonds	5			8	+3	5			8	+3
Onroerend Goed	0			0		3			5	+2
Grondstoffen	0			0		2			2	
Totaal**	100			100		100			100	

Assetallocatie		Profiel 3: matig defensief				Profiel 4: matig offensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	0	-5	5	0	70	0	-5
Obligaties*	55	20	70	46	-9	35	10	55	25	-10
Aandelen	30	10	50	39	+9	50	20	70	60	+10
Alternatieve Beleggingen	10	0	20	15	+5	10	0	30	15	+5
Funds of hedgefonds	5			8	+3	5			8	+3
Onroerend Goed	3			5	+2	3			5	+2
Grondstoffen	2			2		2			2	
Totaal**	100			100		100			100	

Assetallocatie		Profiel 5: offensief				Profiel 6: zeer offensief				
Beleggingscategorie	Strategisch			Tactisch	Afwijking	Strategisch			Tactisch	Afwijking
	Neutraal	Min.	Max.			Neutraal	Min.	Max.		
Liquiditeiten	5	0	70	0	-5	5	0	60	0	-5
Obligaties*	15	0	40	11	-4	0	0	25	0	
Aandelen	70	30	90	79	+9	85	40	100	90	+5
Alternatieve Beleggingen	10	0	30	10		10	0	30	10	
Funds of hedgefonds	5			5		5			5	
Onroerend Goed	3			3		3			3	
Grondstoffen	2			2		2			2	
Totaal**	100			100		100			100	

\* Aanbevolen duration: [Neutraal](#). Benchmark: Bank of America, Merrill Lynch Government Bonds 1-10 jaar.

\*\*Blootstelling aan buitenlandse valuta: alleen aandelenmarkten en een klein deel van de alternatieve beleggingen staan bloot aan valutarisico.

# Medewerkers

## Members of the ABN AMRO Bank Global Investment Committee

<b>Didier Duret</b>	didier.duret@ch.abnamro.com
<b>Gerben Jorritsma</b>	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
<b>Han de Jong</b>	han.de.jong@nl.abnamro.com
<b>Arnaud de Dumast</b>	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
<b>Wim Fonteine</b>	wim.fonteine@nl.abnamro.com
<b>Bernhard Ebert</b>	bernhard.ebert@de.abnamro.com

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

## Group Economics

<b>Nick Kounis</b>	nick.kounis@nl.abnamro.com
<b>Georgette Boele</b>	georgette.boele@nl.abnamro.com
<b>Marijke Zewuster</b>	marijke.zewuster@nl.abnamro.com

Head Macro Research  
Coordinator FX and Commodity Strategy  
Head Emerging Markets

## Bond Research & Strategy Team

<b>Roel Barnhoorn</b>	roel.barnhoorn@nl.abnamro.com
<b>Jeroen van Herwaarden</b>	jeroen.van.herwaarden@nl.abnamro.com
<b>Agnes Pellé-Charron</b>	agnes.pelle.charron@ch.abnamro.com
<b>Carman Wong</b>	carman.wong@hk.abnamro.com
<b>Grace M.K. Lim</b>	grace.m.k.lim@sg.abnamro.com

Head Bond Theme Research  
Credit Analyst  
Credit Analyst  
Head of Emerging Bond markets  
Emerging market Bond Analyst

## Equity Research & Strategy Team

<b>Syben Brouwer</b>	syben.brouwer@nl.abnamro.com
<b>Thomas Helfer</b>	thomas.helfer@ch.abnamro.com
<b>Daphne Roth</b>	daphne.roth@sg.abnamro.com
<b>Fera Wirawan</b>	fera.wirawan@sg.abnamro.com
<b>Ivy Pan</b>	ivy.pan@hk.abnamro.com
<b>Edith Thouin</b>	edith.thouin@nl.abnamro.com
<b>Markus Glockenmeier</b>	markus.glockenmeier@bethmannbank.de
<b>Yunpu Li</b>	yunpu.li@bethmannbank.de
<b>Alfred Schoengraf</b>	alfred.schoengraf@bethmannbank.de
<b>Beat Lang</b>	beat.lang@ch.abnamro.com
<b>Jens Zimmermann</b>	jens.zimmermann@ch.abnamro.com
<b>Margareta Jonker</b>	margareta.jonker@nl.abnamro.com
<b>Ralph Wessels</b>	ralph.wessels@nl.abnamro.com
<b>Emilie Bruneau</b>	emilie.bruneau@fr.abnamro.com
<b>Gustavo Guimaraes</b>	gustavo.guimaraes@fr.abnamro.com

Global Head Equity Research  
Head Equity Research US market, Materials  
Head Asia Equity Research, Australia, EM Asia  
Equity Analyst Japan, Singapore, South Korea  
Equity Analyst China, Hong Kong  
Head Equity Theme Research, Materials, Healthcare  
Equity Analyst Telco & Utilities, Europe  
Equity Analyst Consumer Staples, Latin America  
Equity Analyst Industrials  
Equity Analyst Consumer Discretionary  
Equity Analyst Energy, CEE, Middle East & North Africa  
Equity Analyst Netherlands  
Equity Analyst Financials  
Equity Analyst Neuflyze OBC Inv. European IT  
Equity Analyst Neuflyze OBC Inv. US Technology

## Alternative Investments

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

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

## Technical Analysis

<b>Aad Hoogervorst</b>	aad.hoogervorst@nl.abnamro.com
<b>Demis Bril</b>	demis.bril@nl.abnamro.com

Senior Technical Analyst  
Senior Technical Analyst

## Quantitative Analysis and Risk Management

<b>Gerardo Amo</b>	gerardo.amo@ch.abnamro.com
<b>Paul Groenewoud</b>	paul.groenewoud@nl.abnamro.com

Quantitative and Risk Analysis  
Quantitative and Risk Analyst

## Production Team

<b>Barbara Schiphorst</b>	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
<b>Jonathan Aspin</b>	j@j.aspin.name
<b>Christina Santore</b>	christina.santore@yahoo.com
<b>Christina Cain</b>	cgkcain@gmail.com
<b>André Heemstra</b>	andre.heemstra@nl.abnamro.com
<b>Kai A. Smith</b>	kai.smith@ch.abnamro.com
<b>Allard Gunnink</b>	allard.gunnink@nl.abnamro.com

Global Coordination  
Editor *Quarterly Outlook*  
Editorial and Communication Support  
Editor Supporting Documents  
Editorial Support  
IAC Project Manager  
Editorial Support

# Disclaimers

© Copyright 2012 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, directeuren, employee benefit programma's of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of short-positie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële instrumenten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ABN AMRO kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ABN AMRO in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal en kan ABN AMRO voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld op basis van dergelijke informatie. ABN AMRO kan in het afgelopen jaar zijn opgetreden als 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**

Carlo Basten

carlo.basten@lu.abnamro.com

**Bethmann Bank AG****Frankfurt**

Michael Harms

michael.harms@bethmannbank.de

**Banque Neufilize OBC S.A.****Parijs**

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**

Stephen Evans

stephen.evans@sg.abnamro.com

### Caraïben

**MeesPierson Private Banking****Curaçao**

Edward Laurier

edward.laurier@meespierson.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](http://www.abnamroprivatebanking.com)